

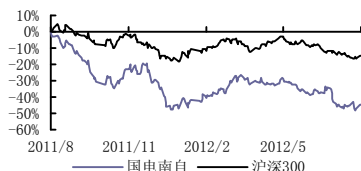


投资品 - 电气设备

2012 年 8 月 8 日

市场数据	2012 年 8 月 7 日
当前价格(元)	7.48
52 周价格区间(元)	7.06-13.57
总市值(百万)	4751.64
流通市值(百万)	4751.64
总股本(百万股)	635.25
流通股(百万股)	635.25
日均成交额(百万)	36.07
近一月换手(%)	9.40%
Beta(2 年)	
第一大股东	国家电力公司南京电力自动化设
公司网址	http://www.sac-china.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
国电南自	-3.86%	-22.67%	-43.45%
沪深 300	-3.39%	-12.10%	-17.55%

颜彪

执业证书号: S1030510120004

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

## 分析师申明

本人, 颜彪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 增收不增利, ABB 摊薄近半利润

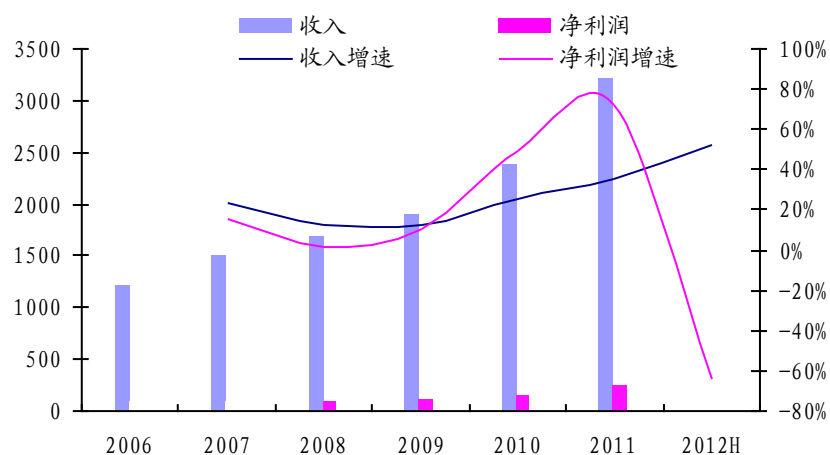
—国电南自(600268)2012 年中报点评

评级: 中性(下调)

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3204	4377	5749	7037
收入同比(%)	35%	37%	31%	22%
归属母公司净利润	229	131	166	210
净利润同比(%)	72%	-43%	27%	27%
毛利率(%)	28.4%	27.3%	26.9%	26.7%
每股收益(元)	0.36	0.21	0.26	0.33
P/E	20.68	36.24	28.63	22.58

- **中期业绩:** 实现收入 15.74 亿元, 同比增长 51.84%; 实现净利润 3110.4 万元, 同比减少 64.02%; 基本每股收益 0.05 元, 业绩低于预期。净利润增速大幅低于收入增速的原因是: (1) 本期坏账损失达到 2141 万元, 去年上半年仅为 223.9 万元; (2) 与 ABB 合资电网自动化业务摊薄了归属于母公司利润, 上半年少数股东损益 3916.97 万元 (去年仅为 50 万元), 占本期净利润 55.7%。
- **电网自动化增长较好。**该业务实现收入 6.31 亿元, 同比增长 33.7%, 收入占比达到 40%, 仍是盈利主要来源; 智能变电站取得较好成绩, 参与实施了 116 个智能变电站工程, 有 51 项重大项目投入运营; 同时在系统外市场均获得大批电力自动化项目。
- **新能源与节能减排爆发式增长。**上半年实现收入 3.55 亿元, 同比增长 300%。太阳能发电业务同比有大幅增长, 风电自动化业务稳定发展; 变频器订货 45 套、电除尘中标 60 多个项目、水处理中标重点工程 2 项; 武汉天和低氮燃烧技术获得重大突破。该业务毛利率同比下降 7.6 个百分点, 主要是工程总包占比提升。
- **智能一次设备收入占比提升。**该业务实现收入 2.26 亿元, 同比增长 112.43%, 收入占比达到 14.35% (同比增加 4.09 个百分点)。在线监测取得较好成绩, 中标了 8 个重大项目; 江苏上能新特上半年实现订货 1.07 亿元, 同比增长 39.8%。
- **订货增长超预期。**上半年实现订货 31.73 亿元, 同比增长 44.61%。其中电网自动化订货 15.17 亿元; 电厂和水利自动化分别为 2.25 和 1.27 亿元, 轨道交通订货 1.8 亿元; 新能源与节能减排订货 7.08 亿元、智能一次设备订货 2.67 亿元, 均取得大幅增长。
- **盈利预测:** 我们预测下调 12/13 年 EPS 至 0.21/0.26 元, 对应 PE 为 36/28 倍, 虽然订货大幅增长, 但考虑到 ABB 对净利润的摊薄, 下调评级至“中性”。
- **风险提示:** 新业务拓展速度低于预期; 费用率控制不力。

Figure 1 收入、净利润及增速 (单位: 百万元)



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 历年各业务订单 (单位: 亿元)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012H
<b>订单</b>	13.50	23.00	22.91	30.88	45.54	31.73
		70.37%	-0.39%	34.79%	47.47%	44.61%
<b>自动化</b>		17.37	17.89	20.30	24.94	18.69
电网自动化		9.04	11.36	15.37	19.37	15.17
电厂自动化		6.34	4.81	3.13	3.37	2.25
水利自动化		1.99	1.72	1.80	2.20	1.27
<b>工业自动化</b>		5.62	2.88	5.13	6.06	3.28
轨道交通自动化		0.88	1.08	1.78	1.63	1.80
信息安防		1.43	1.80	3.35	4.43	1.48
<b>新能源与节能减排</b>				3.31	9.22	7.08
<b>智能一次设备</b>				1.18	5.31	2.67

数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 3 主营业务收入预测 (单位: 百万元)

	2010	2011	2012H	2012E	2013E	2014E
电网自动化	1,080.00	1,459.20	630.99	1,969.92	2,560.90	3,201.12
增速	10.94%	35.11%	33.70%	35.00%	30.00%	25.00%
电厂自动化	378.60	289.19	134.15	332.57	365.83	384.12
增速	-9.61%	-23.62%	16.98%	15.00%	10.00%	5.00%
水利自动化	140.00	163.80	60.49	188.37	207.21	227.93
增速	-9.68%	17.00%	16.77%	15.00%	10.00%	10.00%
轨道交通自动化	169.10	149.68	35.10	134.71	148.18	155.59
增速		-11.48%	-53.45%	-10.00%	10.00%	5.00%
信息安防	225.25	272.92	102.77	286.57	315.22	346.74
增速		21.16%	-6.52%	5.00%	10.00%	10.00%
新能源与节能减排	263.20	505.72	355.00	1,011.44	1,517.16	1,896.45
增速		92.14%	300.00%	100.00%	50.00%	25.00%
智能一次设备	66.15	283.16	226.00	453.06	634.28	824.56
增速		328.06%	112.43%	60.00%	40.00%	30.00%
其他	83.47	52.11	17.09	50.00	50.00	30.00
合计	2,322.30	3,123.67	1561.59	4,376.63	5,748.77	7,036.51
增速	25.52%	34.51%	52.51%	40.11%	31.35%	22.40%

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 4 毛利率预测

毛利率	2010	2011	2012H1	2012E	2013E	2014E
电网自动化	31.83%	33.05%	32.87%	33.00%	33.00%	33.00%
电厂自动化	23.50%	26.62%	27.97%	27.00%	27.00%	27.00%
水利自动化	22.17%	24.70%	37.18%	24.50%	24.00%	24.00%
轨道交通自动化	49.26%	44.40%	39.09%	39.00%	39.00%	39.00%
信息安防	21.15%	23.01%	27.87%	23.00%	23.00%	23.00%
新能源与节能减排	19.67%	20.84%	18.70%	18.70%	18.70%	18.70%
智能一次设备	13.71%	23.19%	20.08%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	5.98%	12.73%	30.18%	20.00%	20.00%	20.00%
综合毛利率	27.69%	28.41%	27.33%	27.29%	26.87%	26.73%

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 5 中期数据对比 (单位: 百万元)

一、利润分配表	20090630	20100630	20110630	20120630
一、营业利润				
营业收入	829.18	892.24	1,036.63	1,574.04
同比 (+/-%)		7.61%	16.18%	51.84%
减: 营业成本	604.61	642.74	733.43	1,139.40
销售毛利率 (%)	27.08%	27.96%	29.25%	27.61%
减: 营业税金及附加	5.43	6.65	9.47	13.80
减: 营业费用	103.41	121.90	144.67	193.82
/营业收入 (%)	12.47%	13.66%	13.96%	12.31%
减: 管理费用	78.66	77.10	132.58	176.63
/营业收入 (%)	9.49%	8.64%	12.79%	11.22%
减: 财务费用	25.22	31.30	69.02	88.83
/营业收入 (%)	3.04%	3.51%	6.66%	5.64%
三项费用合计	207.29	230.29	346.27	459.28
/营业收入 (%)	25.00%	25.81%	33.40%	29.18%
减: 资产减值损失	3.46	1.43	2.24	21.41
同比 (+/-%)		-58.64%	56.62%	856.38%
加: 投资净收益	-1.03	1.39	-1.24	-3.22
同比 (+/-%)		35.27%	-189.37%	-359.10%
营业利润	7.37	12.51	-56.02	-63.08
/营业收入 (%)	0.89%	1.40%	-5.40%	-4.01%
同比 (+/-%)		69.69%	-547.73%	-212.60%
二、利润总额				
加: 营业外收入	35.64	30.36	150.55	159.96
同比 (+/-%)		-14.81%	395.84%	6.25%
减: 营业外支出	0.88	0.06	0.83	0.35
同比 (+/-%)		-93.61%	1365.36%	-57.16%
利润总额	42.13	42.82	93.70	96.53
/营业收入 (%)	5.08%	4.80%	9.04%	6.13%
同比 (+/-%)		1.63%	118.84%	3.02%
三、净利润				
减: 所得税	17.70	13.03	6.75	26.26
净利润	24.43	29.78	86.95	70.27
/营业收入 (%)	2.95%	3.34%	8.39%	4.46%
同比 (+/-%)				
四、归属于母公司所有者净利润				
少数股东损益	9.08	10.31	0.50	39.17
/利润总额 (%)	21.56%	24.07%	0.53%	40.58%
归属母公司净利润	15.35	19.48	86.45	31.10
/营业收入 (%)	1.85%	2.18%	8.34%	1.98%
同比 (+/-%)		26.92%	343.90%	-64.02%

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 6 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	5664	7200	9224	11118	<b>营业收入</b>	3204	4377	5749	7037
现金	879	800	800	800	营业成本	2294	3182	4204	5156
应收账款	2808	3762	4941	6048	营业税金及附加	30	39	52	63
其他应收款	183	250	329	402	营业费用	350	473	598	718
预付账款	918	1273	1682	2062	管理费用	284	381	483	577
存货	863	1097	1449	1777	财务费用	172	160	186	236
其他流动资产	14	18	23	28	资产减值损失	40	40	45	55
<b>非流动资产</b>	1620	1933	2044	2141	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	503	544	544	544	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	603	776	905	996	<b>营业利润</b>	40	101	181	232
无形资产	181	267	252	237	营业外收入	261	190	120	150
其他非流动资产	333	345	342	363	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	7285	9133	11268	13259	<b>利润总额</b>	300	291	301	382
<b>流动负债</b>	4070	5741	7620	9287	所得税	45	44	45	57
短期借款	1603	2750	3692	4571	<b>净利润</b>	255	247	256	325
应付账款	1320	1591	2102	2578	少数股东损益	26	116	90	115
其他流动负债	1147	1400	1827	2138	<b>归属母公司净利润</b>	229	131	166	210
<b>非流动负债</b>	218	210	210	210	EBITDA	270	330	451	566
长期借款	210	210	210	210	EPS (元)	0.36	0.21	0.26	0.33
其他非流动负债	8	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	4287	5951	7830	9497	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
少数股东权益	664	780	871	985	<b>成长能力</b>				
股本	635	635	635	635	营业收入	34.9%	36.6%	31.4%	22.4%
资本公积	1033	1033	1033	1033	营业利润	-38.9%	152.5%	79.6%	28.0%
留存收益	666	733	899	1109	归属于母公司净利润	72.0%	-42.9%	26.6%	26.8%
归属母公司股东权益	2333	2401	2566	2777	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	7285	9133	11268	13259	毛利率 (%)	28.4%	27.3%	26.9%	26.7%
<b>现金流量表</b>					净利率 (%)	7.2%	3.0%	2.9%	3.0%
单位: 百万元					ROE (%)	9.8%	5.5%	6.5%	7.6%
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROIC (%)	5.3%	4.7%	5.3%	5.6%
<b>经营活动现金流</b>	6	-627	-576	-464	<b>偿债能力</b>				
净利润	255	247	256	325	资产负债率 (%)	58.9%	65.2%	69.5%	71.6%
折旧摊销	58	68	84	98	净负债比率 (%)	42.28%	49.74%	49.83%	50.34%
财务费用	172	160	186	236	流动比率	1.39	1.25	1.21	1.20
投资损失	-5	0	0	0	速动比率	1.18	1.06	1.02	1.00
营运资金变动	-398	-1154	-1152	-1168	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	-76	51	50	46	总资产周转率	0.51	0.53	0.56	0.57
<b>投资活动现金流</b>	-847	-375	-180	-180	应收账款周转率	1	1	1	1
资本支出	1095	180	150	150	应付账款周转率	2.16	2.19	2.28	2.20
长期投资	-10	41	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	238	-154	-30	-30	每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.21	0.26	0.33
<b>筹资活动现金流</b>	486	923	756	644	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.01	-0.99	-0.91	-0.73
短期借款	58	1148	941	879	每股净资产 (最新摊薄)	3.67	3.78	4.04	4.37
长期借款	-0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	318	0	0	0	P/E	20.68	36.24	28.63	22.58
资本公积增加	46	0	0	0	P/B	2.03	1.98	1.85	1.71
其他筹资现金流	65	-225	-186	-236	EV/EBITDA	22	18	13	10
<b>现金净增加额</b>	-356	-79	0	0					

数据来源: wind、世纪证券研究所

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.