



## 价格蕴含价值

——国电南瑞（600406）投资价值分析简评

报告日期：2011年2月19日

研究员：卢小兵

证书编号：S0990511020002

E-mail: luxb@ydzq.sgcc.com.cn

电话：010-84010711

作为2010年证券市场强势品种的典型代表，国电南瑞的市场表现可谓异常抢眼，2010年国电南瑞跻身沪深两市涨幅榜前十位，全年涨幅高达195.06%，其良好的市场表现也使得重仓它超过1500万股的华商盛世成长基金异军突起，并在其最终以年收益37.77%的成绩夺冠中发挥了重要的作用。

图1：国电南瑞近一年来股价走势



要想领跑二级市场，必须赢得投资者的青睐，而国电南瑞无论从行业发展还是从公司经营的角度来看，都显示出了其对投资者抑或说对资本具有强烈吸引力的一面。

国电南瑞作为专业从事电力和工业控制自动化软硬件开发及系统集成服务的高科技企业，公司的业务以电网调度自动化、变电站自动化、轨道交通电气及保护自动化为主，2010年上半年这三项业务分别占公司收入的33.12%、27.55%和23.62%。而根据公司今年1月13日发布的业绩预告，2010年全年公司的主营业务快速增长，新签合同45.1亿元，同比增长约70%，净利润比上年同期增长90%

以上。按照去年同期归属于母公司所有者的净利润2.501亿元和调整后的每股收益0.49元计算，预计2010年公司的净利润和每股收益分别为4.722亿元和0.9元。

作为国内电力自动化的龙头企业，电力行业的发展对包括公司在内众多设备制造企业无疑有着重大的影响。近些年来，我国电力产业呈现出一种高速发展的势头，总发电装机容量和发电量已经连续十年位居世界第二位，发电装机由2005年的5.12亿千瓦增长到目前的8.89亿千瓦，各类电源新投产规模达到3.77亿千瓦，容量年均增长11.7%，我国电力装机容量已成为仅次于美国的全球第二电力大国。而按照“十二五”的规划基准方案，电力发展仍将保持高速，“十二五”期间全国电力工业投资将达到5.3万亿元，比“十一五”增长68%，其中电源投资2.75万亿元、电网投资2.55万亿元。作为规划的新的侧重，坚强智能电网建设将成为投资的重点。“十二五”期间，为了保障大煤电、大水电、大核电、大型可再生能源集约化开发和电力的高效送出，特高压建设将进一步提速。2011年作为“十二五”的开局之年，国家电网公司预设固定资产投资3220亿，其中电网投资2925亿，比2010年电网投资2644亿增加近300亿，根据规划，在“十二五”期间建成坚强电网网架，预计五年的投资总额将超过5000亿元，行业的高速发展为公司的未来发展预留了广阔的空间。

进一步梳理占公司主营80%以上的电网调度自动化、变电站自动化和轨道交通电气及保护自动化这三大主业，可以使我们更深入地了解公司的经营情况和发展前景。

电网调度自动化是目前公司主营中占比最大的业务。电网调度自动化系统又称作能量管理系统（EMS-Energy Management System），是智能电网中的重要组成部份。它是以计算机技术为基础的现代电力综合自动化系统，主要用于大区电网和省、市级电网调度中心，为电网调度管理人员提供电网各种实时的信息（包括频率、发电机功率、线路功率、母线电压等），并对电网进行调度决策管理和控制，保证电网安全运行，提高电网质量和改善电网运行的经济性。目前，电网调度系统实行五级分级制，依次为国家调度中心、大区网局级调度控制中心、省级调度控制中心、地区调度控制中心和县级调度中心，各级直接

管理和调度其下一层调度中心。目前，网省调和地调自动化率均达到100%，县调自动化率在30%左右。国电南瑞在电网调度自动化的高端领域占据了绝对优势，在网省调市场，公司的市场占有率高达75%，而在县调市场中，由于主流设备供应商众多，公司的市场占有率大约为30%左右。未来随着电网调度自动化进一步朝标准化、一体化、网络化、信息化的方向发展，公司在高端市场积累的技术优势和品牌优势将进一步发挥作用，公司有望在调度自动化继续保持领先优势。

变电站自动化占公司主营收入接近30%。变电站自动化系统就是将变电站的二次设备（包括测量仪表、信号系统、继电保护、自动装置和远动装置等）经过功能的组合和优化设计，利用先进的计算机技术、现代电子技术、通信技术和信号处理技术，实现对全变电站的主要设备和输、配电线路的自动监视、测量、自动控制和微机保护，以及与调度通信等综合性的自动化功能，以达到节约用地，减少成本，加快建设速度，提高稳定性和可靠性等目的。据统计，每年变电站的数量以3%~5%的速度增长，而我国已投入电网运行的35~110KV变电站约20000座，220KV变电站约1000座，500KV变电站约60座，根据要求，这些变电站要进行相应的技术改造，因此，变电站自动化业务有着较为广阔的市场容量。公司在变电站自动化方面有超过30年开发电力系统综合自动化硬件和软件的经验，其高压及特高压变电站综合自动化产品在全国市场的占有率达40%以上。目前公司有2000多套变电站综合自动化系统在全国各地稳定、可靠的运行，其中特高压及高压变电站综合自动化系统接近200套，是国内变电站综合自动化系统领域最大的集成供货商。

轨道交通电气及保护自动化是公司近两年来增长最快的业务，去年中期的同比增长超过了100%水平，该项业务的快速发展，也与轨道交通近几年来所处的高速成长期相契合。2003年以来，中国的铁路建设出现快速的扩张，先后开工建设铁路新线3万公里，投产新线1.4万公里，截至到2009年年底，中国铁路营业里程达到8.6万公里，位居世界第二位。在此其中，高速铁路建设成就尤为突出，目前，中国已投入运营的高速铁路营业里程达到7531公里，居世界第一位，

正在建设之中的高速铁路就有1万多公里。根据《国家中长期铁路网规划》，2012年中国将建成42条高速铁路客运专线，到2020年，中国铁路营业里程将达到12万公里以上，其中，新建高速铁路将达到1.6万公里以上，加上其他新建铁路和既有线提速线路，我国铁路快速客运网将达到5万公里以上。预计未来5年全国铁路投资额计划将达3.5万亿以上，年均投资额7000亿元以上。国电南瑞的全资子公司国电南瑞（北京）控制系统有限公司专门从事轨道交通电气化项目的产业化和市场化工作，是国内极少数同时掌握城市轨道交通电力自动化监控和综合监控系统等工程设计、实施技术的单位，同时具备大型系统集成开发能力和经验，也是国内首家将城市轨道交通电力监控系统国产化的供应商，轨道交通的快速发展，无疑为公司又开辟了新的利润增长点。

综观公司的各项业务，都在长期稳健的市场预期下，呈现出良好的发展势头，随着公司募投项目的逐渐实施和关于国家电网公司对五年内消除同业竞争的承诺，未来公司的经营业绩还有继续保持高速增长的可能，这也是公司在二级市场受到众多投资者青睐的根本原因，而二级市场热捧所不断推高的股价也在一定程度上反映了公司内在价值之所在。

表1: 国电南瑞盈利预测

|                  | 2009A    | 2010A    | 2010E    | 2011E    |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入(百万元)       | 1,778.69 | 2,482.09 | 2,601.39 | 3,711.91 |
| 增长率(%)           | 60.63    | 39.55    | 39.55    | 49.55    |
| 归属母公司股东的净利润(百万元) | 250.13   | 474.55   | 392.91   | 681.76   |
| 增长率(%)           | 99.61    | 89.72    | 89.72    | 43.66    |
| 每股收益-摊薄(元)       | 0.9807   | 0.9036   | 0.7482   | 1.2981   |
| 市盈率              | 75.82    | 82.29    | 99.39    | 57.28    |
| PEG              | 0.76     | 0.92     | 1.11     | 1.31     |

| 投资评级说明: |           |   |
|---------|-----------|---|
| 类别      | 级别        | 定义  |
| 行业评级    | 强于大势      | 行业基本面向好, 预计未来6个月内, 行业指数将跑赢沪深300指数   |
|         | 同步大势      | 行业基本面稳定, 预计未来6个月内, 行业指数将跟随沪深300指数   |
|         | 弱于大势      | 行业基本面向淡, 预计未来6个月内, 行业指数将跑输沪深300 指数  |
| 公司评级    | 买入        | 预计未来6个月内, 股价涨幅为15%以上  |
|         | 增持        | 预计未来6个月内, 股价涨幅为5-15%之间  |
|         | 中性        | 预计未来6个月内, 股价变动幅度介于± 5%之间  |
|         | 回避        | 预计未来6个月内, 股价跌幅为10%以上  |
| 评级说明    | 投资建议的比较标准 | 投资评级为行业评级和股票评级;<br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后的6个月内的公司股价(或者行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深300 指数的涨跌幅为基准。 |
|         | 投资建议的评级标准 | 报告发布日后的6个月内的公司股价(或者行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深300 指数的涨跌幅为基准。   |

### 免责条款

※ 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 英大证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。

※ 本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

※ 本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意, 任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝; 或向其它人分发。