



# 国电南自再估值，上调评级至强烈推荐

## ——国电南自(600268)公司跟踪报告

报告日期：2011年1月4日

### 分析师

徐超 010-88366060-8711

✉ xuc@cgws.com

执业证书编号 S1070210020009

周涛 010-88366060-8727

执业证书编号 S1070210020001

张霖 010-88366060-8752

执业证书编号 S1070209040317

投资评级：强烈推荐（上调）

### 市场数据：

目前股价	27.1
总市值(亿元)	86.0
流通市值(亿元)	26.2
总股本(万股)	31762.0
流通股本(万股)	9690.0
12个月最高/最低	37/14.22

### 公司盈利预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入	215358	281181	368890
(+/-%)	13.6%	30.6%	31.2%
净利润	10944	18311	29784
(+/-%)	22.5%	67.3%	62.7%
摊薄 EPS	0.34	0.58	0.94
PE	78.6	47.0	28.9

### 公司股价表现图



### 相关报告

有潜力成为智能电网设备的核心企业之一

**要点：**国电南自技术储备丰富，各板块业务都具有很强的市场竞争力和市场份额，随着集团主导业务重组的进行，企业的盈利能力会开始真正体现出来。本文将按照板块或资产，对国电南自进行拆分再估值，大部分板块寻找目前 A 股最具可比性的、业务相对纯粹的公司估值水平进行重估，没有特别类似可比公司的板块或资产采用合理市盈率方法进行估值。

- **电网自动化业务板块**的估值，我们参照最新上市的四方股份，两家公司在继电保护及自动化、变电站自动化方面具有较好的可比性，都是市场强有力的参与者，并且在技术路线上有一定的同源性；财务方面，两家公司近期都有融资，业务发展没有资金压力，也具备很好的可比性。具体估值来看，我们采取 2011 年 PS 和 2012 年 PE 法，再取平均，四方股份刚上市，二级市场价格可能出在扭曲，我们采用其发行价 23 元做参考，得出国电南自电网自动化板块估值为 45 个亿。
- **电厂自动化业务板块**我们参考上市公司科远股份的估值，两家公司同处南京，科远股份业务实力上稍逊一筹，目前主要产品是热工自动化，产品线较国电南自还有差距，拿单能力方面，国电南自有大股东的业务支持，可谓占尽了先机。公司之前的融资项目之一是智能电厂自动化系统，后续盈利前景值得看好。财务方面，两家公司也很具有可比性，都在 2010 年有过融资，业务发展没有资金压力。具体估值来看，我们采取 2011PS 和 2012PE 相结合的方法，得到公司电厂自动化业务估值大约在 45.9 亿。
- **变频器业务**的估值我们参考合康变频，两者在业务规模方面还有一定的差距，但是国电南自有股东方的支持，业务扩展更具便利。两家公司在 2010 年 12 月还签署了战略合作框架协议，拟在技术、产品、市场等方面合作，形成包括合资公司在内的合作方式。财务方面，两这也很具有可比性，双方均在 2010 年完成过融资，业务拓展没有资金压力。具体估值来看，我们同样采取 2011 年 PS 和 2012 年 PE 相结合的方法，暂时以股权转让后 60% 的权益来计算，得出公司变频器业务板块估值大约在 7 个亿。
- **其他业务板块**包括工业自动化、智能一次设备已经最新进入的武汉天和技术、海装风电等，分别参照 A 股最具可比性的纯粹业务上市公司给予相对估值或者进行合理市盈率估值，暂不包含公司办公地址南京市新模范马路 38 号房地产开发带来的经济效益，我们认为公司合理估值在 123 亿，合理股价在 38 元，上调公司投资评级至“强烈推荐”。
- **风险提示：**公司战略的执行出现问题、募投项目盈利低于预期。

### 独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



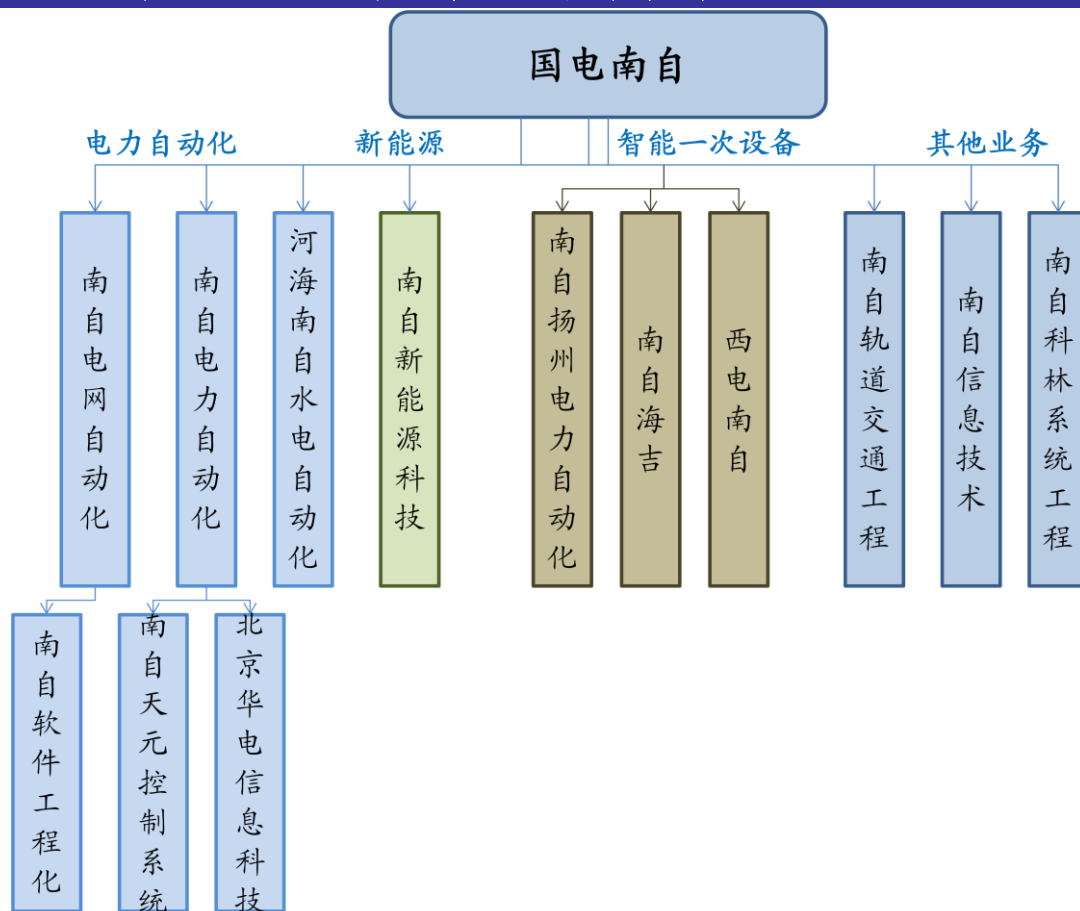
## 1. 国电南自处在转变中

国电南自股改以来一直在做资产整合，09 年之前完成了南自总厂大部分的资产收购以及少数股权收购，09 年 4 月，公司大股东华电工程提出了资产注入方案，拟将旗下的管道等机械类资产注入上市公司，方案提出来之后也受到了各方的质疑，不利于公司做大做强电力自动化主业，该资产注入方案由于华电郑州机械设计研究院土地无法在限定时间内由划拨用地转为出让地而终止。该方案的终止也带来了国电南自的战略调整，华电集团提升了国电南自在集团内的地位，归属华电集团直接管理，较大规模的更换了公司董事会、监事会，大都来自华电集团的重要岗位。华电工程的机械类资产后续也不会再注入上市公司。

公司归华电集团直接管理后提出了新的发展战略，拟做大做强电力自动化业务，根据国家智能电网的规划以及电力自动化行业的发展趋势，2010 年初公司调整了发展战略，将实行了 2 年的适应于公司内部整合与梳理的“1+4+1”运营模式调整为“两轮驱动、三足鼎立、创新管理、跨越发展”的外延式发展思路、确立了“三足鼎立”的发展战略。即：紧紧抓住国家智能电网建设机遇，快速发展“电力自动化产业”；抓住低碳经济发展机遇，快速打造“新能源及节能减排产业”；把握智能电网发展规划对电力一次设备智能化的未来发展趋势，创新发展“智能化一次设备产业”，形成三足鼎立的三大产业板块。

2010 年以来，公司根据新的发展战略，对旗下的子公司进行了较大范围的重组，同时根据其提出的新的发展方向，重新设立了智能一次设备的相关子公司。公司重组后的子公司结构如下图所示。同时，南自也保留了部分非三足业务，例如轨道交通、安防技术等，这些子公司有些业务也源于电力自动化，但是目前没有放在核心地位，战略上也是鼓励发展的，如果成绩理想也可以后续并入三足业务。

图 1：国电南自的“三足鼎立”战略（部分子公司还在筹备中）



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

公司目前主要的研发和生产基地主要包括南京江宁、南京浦口和扬州工业园。江宁开发区主要是电网自动化相关业务，浦口基地主要是电厂自动化、新能源和节能减排、轨道交通业务等，而扬州地区则是公司根据优惠政策、人力成本等，综合考虑后重新征地建设的基地，扬州产业园主要是公司的智能一次设备研发、生产基地，子公司南自扬州电力自动化主导工作，同时入园的还有南自海吉和参股子公司西电南自。

## 2. 各业务板块和资产再估值

国电南自技术储备丰厚，历来重视研发投入，目前获得授权的发明专利就超过 100 项，部分专利见本文后附列表，最近几年获得的专利基本上覆盖了公司的三足业务。本文将按照板块或资产，对国电南自进行拆分再估值，大部分板块寻找目前 A 股最具可比性的、业务相对纯粹的公司估值水平进行重估，没有特别类似可比公司的板块或资产采用合理市盈率方法进行估值，具体如下：

### 电网自动化：

电网自动化是公司整合之前的电网分公司、南自研究院、南自城乡电网和江宁的生产基地而建立的子公司，少数股权已经基本退出。国电南自在电网自



动化方面技术实力扎实,并且率先布局了智能电网关键设备的研发,例如电子式互感器,在有源技术路线方面,公司市场份额居前。国电南自 2010 年以来,在国网变电站二次设备招标中市场份额有比较明显的提升,以 220KV 产品为例,保护类设备,国电南自的份额由去年的 17%上升至目前的 19%,表现出较强的竞争力。监控类设备,公司的市场份额由 09 年的 7%提升至目前的 16%。

公司最近两年来在数字化变电站、智能变电站项目方面履历丰富,典型的工程包括:

**220KV 鄯陵变电站:**这是河南省第一座新建 220 千伏智能化变电站,大量新设备、新工艺、新技术将得到应用。工程规划新建 220 千伏输电线路 50.4 千米,一期建设主变容量  $1 \times 18$  万千伏安,最终容量  $3 \times 18$  万千伏安。变电站共建设 110 千伏出线 8 条、10 千伏出线 6 条。国电南自中标了第二套线路保护设备,第一套被许继电气拿下。电子式互感器方面,国电南自拿下 12 台有源电子式电压互感器,许继拿下 9 台无源电子式电流互感器。

**500kV 桂林变电站:**这是国内首个 500kV 超高压变电站实现站控层、间隔层、过程层数字化的变电站,也是国内首个 500kV 电子式互感器、智能终端、数字化保护测控装置、监控系统等全系列一、二次智能设备的成功应用项目。该项目已于 2009 年 5 月 2 日投入商业运行,已成为南方电网公司数字化变电站建设示范站。项目采用了南自的 PSET6000 系列 500kV 电子式互感器、PSIU600 系列智能单元、PSL603U 光纤差动保护、PSL602U 光纤距离保护、PSL632U 断路器保护、SGB750 母差保护,PSR662U 测控装置及 DRL600 故障录波器等数字化产品

**220kV 淇县变电站:**这是河南省规划的第一个 220kV 全数字化变电站,是国内第一个全站采用电子式互感器、GOOSE 与采样值共网、IEC61850-9-2 采样值组网、IEEE1588 对时的 220kV 数字化变电站,其技术水平处于国内领先地位。全站采用国电南自的电子式互感器、220kV 线路保护、母线保护等设备。

**220kV 郭家屯数字化变电站:**这是华北电网有限公司第一个真正意义上的数字化智能变电站。该变电站第一次实现了 220kV 间隔保护、测控一体化,以保护装置分散录波代替集中录波,实现过程层采样值组网传播和过程层设备就地化安装,实现保护自动闭环测试,实现保护管理系统与监控系统一体化等新技术的应用。该数字化智能变电站由北京四方继保做系统集成商,采用了国电南自的线路保护装置、母线保护装置、变压器保护装置、智能操作箱等数字化设备。

**500KV 兰溪智能变电站:**这是 2009 年国家电网公司启动的首批 7 座智能化变电站试点工程之一,同时也是唯一一座 500kV 电压等级变电站智能化改造项目。南瑞继保是兰溪数字化变电站试点工程的系统集成商,国电南自中标线路间隔改造项目,提供的保护测控装置实现了 220kV 线路保、测一体化。

**35kV 谈桥数字化变电站:**这是浙江省内第一座按数字化变电站要求建设的 35kV 变电站,是国家实施新一轮农村电网改造升级的典型工程,该变电站全部采用国电南自提供的智能设备。



电网自动化业务板块的估值，我们参照最新上市的四方股份，两家公司在继电保护及自动化、变电站自动化方面具有较好的可比性，都是市场强有力的参与者，并且在技术路线上有一定的同源性，财务方面，两家公司近期都有融资，业务发展没有资金压力，也具备很好的可比性。具体估值来看，我们采取 2011 年 PS 和 2012 年 PE 法，再取平均，四方股份刚上市，二级市场价格可能出在扭曲，我们采用其发行价 23 元做参考，得出国电南自电网自动化板块估值为 45 个亿。

表 1: 电网自动化业务再估值

电网自动化						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	股本	股价	市值(亿)
国电南自:						
营业收入 (百万)	973	1266	1708			
净利润 (百万)	49	76	120			
四方股份:				40073	23	124.7
营业收入 (百万)	1350	2085	3120			
净利润 (百万)	158	223	327			
估值一: 2011PS		4.5				56.2
估值二: 2012PE			28.3			33.8
平均估值:						45
权益						100%
市值贡献 (亿)						45

资料来源: wind, 长城证券研究所整理

### 电厂自动化:

在华电集团的支持下，公司的电厂自动化业务发展一直不错，有全套的电厂控制解决方案，涵盖电厂电力信息化系统、电厂电气自动化系统和电厂过程自动化系统。

工程履历方面，公司的成果卓著:

电气专业方面，最近两年公司参与的典型项目包括广东省粤电惠来电厂一期 3、4 号 2×1000MW 超超临界燃煤机组工程厂用电监控系统 (ECMS); 福建石狮鸿山热电厂 2X600MW 超临界式供热发电机组厂用电监控系统 (ECMS); 湖北西塞山电气总承包工程等。国华徐州发电有限公司 2×1000MW 机组建设工程数字化 ECMS

电力信息专业方面，公司的供货履历主要包括中电投福溪电力公司 2×660MW 工程、中电投芜湖电厂发电厂 5 期工程 1×660MW 工程的厂级监控系统 (SIS) 等项目。

热工专业方面，公司新研发的“TCS3000 仪电一体化分散控制系统”成绩显著，中标华电珙县 2×600MW DCS 系统、福建漳平和永安 4×300MW 国内最大循环流化床锅炉 (CFB) 机组 DCS 系统、牡丹江第二热电厂 2×300MW DCS+NCS+ECMS+脱硫 DCS 机组仪电一体化控制系统、华电福建漳平火电厂 2×300MW 机组热工成套仪表项目、华电昌吉、丹东、渠东、鹿华四个电厂 3S

(DCS+NCS+ECMS)项目,该系统已经在 150MW CFB 机组、200MW 空冷机组、300MW 燃煤机组、600MW 燃煤机组等多个电厂主控、脱硫系统获得成功应用。

电厂自动化业务板块我们参考上市公司科远股份的估值,两家公司同处南京,科远股份业务实力上稍逊一筹,目前主要产品是热工自动化,产品线较国电南自还有差距,拿单能力方面,国电南自有大股东华电的业务支持,可谓占尽了先机。公司之前的融资项目之一是智能电厂自动化系统,后续盈利前景值得看好。财务方面,两家公司也很具有可比性,都在 2010 年有过融资,业务发展没有资金压力。具体估值来看,我们采取 2011PS 和 2012PE 相结合的方法,得到公司电厂自动化业务估值大约在 45.9 亿。

表 2: 电厂自动化业务再估值

电厂自动化(含水电)						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	股本	股价	市值
国电南自:						
营业收入(百万)	717	798	918			
净利润(百万)	36	48	64			
科远股份:				6800	49	33.5
营业收入(百万)	289	365	432			
净利润(百万)	66	78	91			
估值一: 2011PS		9.2				73.2
估值二: 2012PE			36.8			23.6
平均估值:						48.4
权益						95%
市值贡献(亿)						45.9

资料来源: wind, 长城证券研究所整理

### 变频器和节能减排业务:

新能源和节能减排业务主要包括高压变频器、电厂静电除尘装置、风电控制系统及变流器等板块。

高压变频器一大主要的应用就是电厂,实际控制人华电集团为公司变频器业务的发展提供了诸多便利。2009 年来自华电的订单有 120 台,2010 年上半年又有 120 台。典型的业绩包括华电红雁池电厂 12 套高压变频调速系统、中信集团江苏利港发电厂 2 套 6kV/2000KW 高压变频调速系统、国能龙江生物发电 10kV /710KW 高压变频调速系统。目前,公司的超大容量级联型高压变频器(6kV/5MW)、10kV 变频器等产品已进入试运行阶段即将进行批量生产。

这部分业务公司目前准备引入战略合作方,出让 40%的股权,具体的转让结果还没有确定。

此板块业务的估值我们参考合康变频,两者在业务规模方面还有一定的差距,但是国电南自有股东方的支持,业务扩展更具便利。两家公司在 2010 年 12 月还签署了战略合作框架协议,拟在技术、产品、市场等方面合作,形成包括合资公司在内的合作方式。财务方面,两这也很具有可比性,双方均在 2010 年完成过融资,业务拓展没有资金压力。具体估值来看,我们同样采

取 2011 年 PS 和 2012 年 PE 相结合的方法，暂时以股权转让后 60% 的权益来计算，得出公司变频器业务板块估值大约在 7 个亿。

表 3：变频器和节能减排业务再估值

变频器公司						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	股本	股价	市值
国电南自：						
营业收入（百万）		200	350			
净利润（百万）	0	12	25			
合康变频：				12000	61	72.6
营业收入（百万）	470	885	1,200.00			
净利润（百万）	101	185	255			
估值一：2011PS		8.2				16.4
估值二：2012PE			28.5			7.0
平均估值：						11.7
权益						60%
市值贡献（亿）						7.0

资料来源：wind，长城证券研究所整理

#### 其他业务再估值：

**工业自动化业务**包括轨道交通和信息与安防业务。

轨道交通子公司主要做电气化铁路和城市轨道的电力自动化和监控系统，业务大部分实质上可以归属于电力自动化业务。目前国电南自的战略是鼓励自主发展，情况好的话可以归入三足业务。轨道交通业务 09 年订货 1.08 个亿，同比增长 22%，2010 年上半年订货 9775 万元。轨道交通子公司最近两年中标了一系列铁路、高铁和城市轨道工程。

信息与安防业务主要有南自信息技术经营，09 年订货 1.8 亿元，同比增长 26%，2010 年上半年订货 1.55 亿元。该板块业绩表现亮丽，已经成为公司重要的利润来源。

**智能一次设备**是公司挖掘我国智能电网的投资机会而新推出的一大业务板块，研发和生产基地设在扬州。基地占地 500 亩，由南自扬州自动化子公司统一管理，另外入园的还包括西电南自和南自海吉。

南自扬州产业园规划占地面积约 500 亩，建筑面积约 40 万平米，分三期建成，一期投资额预计 4.5 亿元人民币，建设期为 2 年；二期投资额预计 6 亿元人民币，建设期为 2 年；三期投资额预计 9.5 亿元人民币，建设期为 2 年。整个园区建成后，将能达到年产能 50 亿元以上。

南自海吉是公司与重庆大学技术团队合资成立的公司，主要做在线监测设备，南自之前就有这类产品，但是由于当时需求尚未大规模启动，这块业务发展的并不好。2009 年 7 月，国家电网公司提出，从 2010 年开始要全面推广设备状态检修，提升电网设备维护的智能化水平，最终实现所有输电网的全景监

测。南自在 2010 年新的战略中，决定积极把握在线监测的市场机遇，并且引进技术团队，成立南自海吉公司。国电南自拟出资 3150 万元，重庆大学技术团队（11 位自然人股东）拟以其持有的经评估后的“重庆海吉科技有限公司”70%股权作价 2100 万元为出资额，共同投资设立扬州南自海吉公司。国电南自将持有南自海吉 60%股权，重庆大学技术团队持有南自海吉 40%股权。

西电南自是中国西电和南自合作的子公司，产品主要是输变电智能设备组建，公司注册资本 6000 万元，中国西电以现金出资 3300 万元，持股比例 55%；国电南自拟以现金出资 2700 万元，持股比例 45%。这是我国电力设备行业一二次设备合作的典范事件，是顺应智能电网建设的潮流，一次设备智能化的产物。中国西电作为我国输变电一次设备龙头，将为西电南自提供市场支持，以及一次设备产品的技术支持；国电南自将为西电南自提供二次设备产品的技术支持、生产制造支持。西电南自生产的智能设备组件还将与中国西电的变压器、断路器等一次设备配套销售。

这部分业务没有合适的 A 股业务纯粹类似公司做参考，我们采用合理市盈率法，具体如下表所示。工业自动化业务给予 2012 年 25 倍 PE，估值 7.9 个亿，南自海吉给予 2012 年 25 倍 PE，对应权益估值 4.8 个亿，其余智能一次设备设备，暂时估值 4.2 个亿。

表 4：工业自动化和智能一次设备估值

工业自动化（轨道交通、信息与安防）						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E			市值
营业收入（百万）	327	392	451			
净利润（百万）	16	24	32			
估值：2012PE			25			
市值贡献（亿）						7.9
智能一次设备						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E		
营业收入（百万）		100	200	350		
净利润（百万）		6	14	25		
估值：2012PE			30			
市值贡献（亿）						4.2
南自海吉						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E		
营业收入（百万）			128	220		
净利润（百万）			32	55		
权益						60%
权益净利润（百万）			19.2	33		
估值：2012PE			25			
市值贡献（亿）						4.8

资料来源：wind，长城证券研究所整理



此外，公司在 2010 年末还参股了武汉天和技术和中船重工海装风电。

公司以 1672 万元增资武汉天和技术股份有限公司，占公司注册资本的 44%，成为其第一大股东。武汉天和在锅炉等离子点火方面具有核心技术，未来还将进入等离子垃圾处理，国电南自增资后，武汉天和最具可比性的上市公司是龙源技术，两者均具有发电集团背景，业务获取方面具有很多便利，技术方面 also 具有很大的类似行，两者都主攻无油等离子点火。参考龙源技术，我们同样才有 2011 年 PS 和 2012 年 PE 相结合的方法，得出国电南自权益的估值为 3.6 个亿。

2010 年末，公司董事会决议拟以 2.88 亿元，参与中船重工海装风电的增资，占增资后公司注册资本的 18%。海装风电目前主要产品是 2MW 和 850KW 风电整机，其业绩预测以及对国电南自的权益净利润贡献如下表所示，我们给予 2012 年 20 倍的合理市盈率，该项资产估值 5 个亿。海装风电的入股还需要通过股东大会的审议。

表 5：武汉天技术和海装风电资产再估值

武汉天和						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	股本	股价	市值
国电南自：						
营业收入（百万）		70	150			
净利润（百万）	0	9	20			
龙源技术：				8800	122	107.3
营业收入（百万）	610	950	1600			
净利润（百万）	90	160	250			
估值一：2011PS		11.3				7.9
估值二：2012PE			42.9			8.4
平均估值：						8.1
权益						44%
市值贡献（亿）						3.6
海装风电						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E		
营业收入（百万）		1500	4140	7866		
净利润（百万）		40	140	320		
权益						18%
权益净利润（百万）		7.2	25.2	57.6		
估值：2012PE			20			
市值贡献（亿）						5

资料来源：wind，长城证券研究所整理

公司各业务和资产板块估值综合如下表所示：

表 6: 国电南自各业务板块和资产再估值

电网自动化						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	股本	股价	市值(亿)
国电南自:						
营业收入 (百万)	973	1266	1708			
净利润 (百万)	49	76	120			
四方股份:				40073	23	124.7
营业收入 (百万)	1350	2085	3120			
净利润 (百万)	158	223	327			
估值一: 2011PS		4.5				56.2
估值二: 2012PE			28.3			33.8
平均估值:						45
权益						100%
市值贡献 (亿)						45
电厂自动化 (含水电)						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	股本	股价	市值
国电南自:						
营业收入 (百万)	717	798	918			
净利润 (百万)	36	48	64			
科远股份:				6800	49	33.5
营业收入 (百万)	289	365	432			
净利润 (百万)	66	78	91			
估值一: 2011PS		9.2				73.2
估值二: 2012PE			36.8			23.6
平均估值:						48.4
权益						95%
市值贡献 (亿)						45.9
变频器公司						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	股本	股价	市值
国电南自:						
营业收入 (百万)		200	350			
净利润 (百万)	0	12	25			
合康变频:				12000	61	72.6
营业收入 (百万)	470	885	1,200.00			
净利润 (百万)	101	185	255			
估值一: 2011PS		8.2				16.4
估值二: 2012PE			28.5			7.0
平均估值:						11.7
权益						60%
市值贡献 (亿)						7.0

工业自动化（轨道交通、信息与安防）						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E			
营业收入（百万）	327	392	451			
净利润（百万）	16	24	32			
估值：2012PE			25			
市值贡献（亿）						7.9
智能一次设备						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E		
营业收入（百万）		100	200	350		
净利润（百万）		6	14	25		
估值：2012PE			30			
市值贡献（亿）						4.2
武汉天和						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	股本	股价	市值
国电南自：						
营业收入（百万）		70	150			
净利润（百万）	0	9	20			
龙源技术：				8800	122	107.3
营业收入（百万）	610	950	1600			
净利润（百万）	90	160	250			
估值一：2011PS		11.3				7.9
估值二：2012PE			42.9			8.4
平均估值：						8.1
权益						44%
市值贡献（亿）						3.6
海装风电						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E		
营业收入（百万）		1500	4140	7866		
净利润（百万）		40	140	320		
权益						18%
权益净利润（百万）		7.2	25.2	57.6		
估值：2012PE			20			
市值贡献（亿）						5.0
南自海吉						
	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E		
营业收入（百万）			128	220		

净利润（百万）			32	55		
权益						60%
权益净利润（百万）			19.2	33		
估值：2012PE			25			
市值贡献（亿）						4.8
估值合计（亿）						123.4
合理股价（元）						38.8

资料来源：wind，长城证券研究所整理

合并利润报表，我们预测公司 2010、2011、2012 年可分别实现营业收入 21.5 亿元、28.1 亿元和 36.9 亿元，实现净利润 1.09 亿元、1.83 亿元和 2.98 亿元，对应目前增发后股本，每股收益分别为 0.34 元、0.58 元和 0.94 元。分拆公司各业务板块和资产，分别参照 A 股最具可比性的纯粹业务上市公司给予相对估值或者进行合理市盈率估值，我们认为公司合理估值在 123 亿，合理股价为 38 元，上调公司投资评级至“强烈推荐”。公司技术储备丰富，借助资本市场可以实现做大做强的目标，很有可能成就未来智能电网相关设备的核心企业。

附表：国电南自的部分发明专利

申请号	专利名称
201010300822.30	一种电网解列和减载的方法
201010185126.20	一种级联型高压变频器的控制系统及方法
201010185111.60	基于高压变频器的双 CPU 冗余容错系统及其实现方法
201010149703.20	智能变电站电能表
201010106448.30	基于嵌入式 ARMCPU 实现并行总线外部扩展的方法
200910264131.X	检测位移传感器 LVDT 断线的模拟电路及其检测方法
200910233844.X	基于稳态量带量方向的母线保护方法
200910184443.X	带功率要求的强电开关量输入模块
200910035024.X	数字化变电站测控装置交流采样数据处理方法
200910030851.X	基于故障点位置识别的串联电容补偿线路距离保护方法
200710191296.X	一种适用于多端输电线路的电流差动保护判据方法
200910264555.60	基于并发模拟工具的跨平台厂站自动化监控系统测试方法
200910264554.10	可防止错误动作的汽轮机危急保护系统
200910264553.70	基于复杂可编程逻辑阵列的汽轮机危急保护逻辑组态方法
200910264552.20	汽轮机 ETS 系统的对时系统及其记录动作时间的方法
200910264551.80	汽轮机危急保护系统动作快速实现方法
200910264130.50	检测位移传感器 LVDT 断线的数字电路及其检测方法
200910264129.20	一种区分位移传感器 LVDT 断线方式的方法
200910263252.20	一种电力自动化系统一体化配置的实现方法
200910262830.00	风电主控制系统和逆变系统的试验系统
200910233843.50	基于变化量带量方向的母线保护方法
200910232113.30	涡旋式高灵敏度矩阵式键盘触点
200910212554.70	故障录波系统中基于 DSP 的以太网通信方法
200910212553.20	具有视频控制系统的变电站程序化控制系统及其控制方法
200910184447.80	双母线接线中的母线保护支路运行方式纠错方法
200910184446.30	双母线母联运行方式的判断方法
200910184445.90	母联或分段充电保护方法
200910184444.40	自动装置运行灯的脉冲式驱动电路
200910184442.50	一种基于全冗余高速通信网的电厂电气监控管理系统
200910181218.00	一种测控装置同期功能的自适应导前时间实现方法
200910036080.50	变电站自动化系统的防误闭锁系统
200910036079.20	一种适用于三端 T 接输电线路的故障测距方法
200910036078.80	一种使用 U 盘自动备份和恢复嵌入式系统配置数据的方法
200910035963.40	由 IEC61850SCD 文件生成嵌入式远动系统装置定义的方法
200910035832.60	一种防止在电流消失时误动的差动保护方法
200910035831.10	CAN 总线的通信电路
200910035120.40	差动电阻式传感器多电源体系直接放大测量电路
200910034670.40	带并联电抗的输电线路瞬时永久性故障判别方法
200910034669.10	适用于串联电容补偿线路的行波差动保护方法





200910034668.70	结合比相继电器的串联电容补偿线路距离保护方法
200910034667.20	自适应于振荡的距离合闸加速方法
200910034666.80	高压线路保护的振荡中的故障选相方法
200910032575.00	用于功率器件串的压装夹具
200910026245.00	基于罗科夫斯基线圈的电子式电流互感器信号还原方法
200810243427.90	电力系统继电保护及控制设备双路供电方法
200810243426.40	基于 IEC61850 标准的全站系统防误闭锁设计方法
200810194926.30	基于 IGCT 的二电平特定消谐脉宽调制实现方法
200810024419.50	采用集中合并器的跨间隔采样方法
200810020715.80	基于双口 RAM 的双 CPU 保护信息共享系统及信息处理方法
200810019329.70	基于组件式 CPU 设计的分散式监录系统架构
200710191302.10	一种避免 CT 并接的八侧变压器差动原理
200710191301.70	渐变双曲线高抗 TA 暂态饱和差动保护方法
200710191300.20	三次谐波增量制动专用定子匝间保护
200710191299.30	数字式分散软硬件容错式保护技术
200710191298.90	基于两侧 TV 的重合闸选线加速判别方法
200710191297.40	采用负荷自适应的线路保护阻抗元件调整方法
200710190005.50	电抗器序分量方向匝间保护
200710135204.60	一种智能测控装置的防误闭锁功能设计方案
200710133765.20	远动装置中高性能时钟系统实现方法
200710133764.80	嵌入式操作系统的备份与恢复操作方法
200710133763.30	远动装置软件防误逻辑闭锁及全站程序化操作
200710133582.00	可编程逻辑控制器模块组装方式
200710131143.60	波形跟踪比较法采样值差动
200710130804.30	发电机励磁调节装置通道切换技术
200710063247.80	一种应用于三电平高压变频器的混合调制方法
200710025999.50	基于转矩控制的变频软启动策略
200710025998.00	具有补偿能力的 DTC 磁链观测滤波方法
200710021828.50	发电机励磁调节装置的外设管理器
200710021827.00	电力系统所见即所传、所需即所传动态数据传输方法
200710021672.00	基于多端自适应采样同步方法的光纤纵差保护装置
200710021671.60	基于比相法的电流互感器饱和检测技术
200710021670.10	采用双端信息的线路保护序分量选相方法
200710021669.90	基于相关系数法的电流互感器饱和检测技术
200710021053.10	电力调度自动化系统计算量数据的计算方法
200710020972.70	水电厂监控系统中的数据追赶方法
200710020970.80	应用于串补线路的正序方向四边形阻抗继电器
200610098334.20	双与或保护出口容错机制
200610097812.80	节能型调幅电路及控制系统
200610086092.50	电力系统定频采样下的变频谐波测量方法及其装置
200610038468.50	高压 IGCT 逆变电路的压接均匀度检验措施及其独立测试方法

200610038467.00	一种功率电阻插片式模块化结构
200610038466.60	三电平集成式中、高压变频器
200510094149.10	以电流为判据的快切方法
200510086610.90	应用于三电平变频调速系统起动过程中的直流预励磁
200510086343.50	基于 IGCT 的中高电压三电平变换器中安全封脉冲方法
200510086300.70	应用于中高电压电力装置的智能数据采集与过压保护系统
200510086299.80	一种适用于强电磁干扰环境下的高性能光纤 CAN 通讯系统
200510086298.30	用于串行通信的 USB-光纤转换装置
200510040341.20	远动主备通信的新型切换方法
200510039188.10	利用变压器励磁特性判别变压器内部故障的方法
200410065125.90	自动化监控系统与保护设备间数据通信方法
200410014252.60	直流电压开关量输入状态判断模块
03132281.60	继电保护用时差法电流互感器严重饱和的判别方法
03132048.10	抗电流互感器饱和的常规差流轨迹扫描判别方法
03132047.30	抗电流互感器饱和的突变量差流动态追忆判别方法
03131513.50	并联电抗器匝间短路保护零序阻抗判别方法
02148574.70	一种电流传感器的补偿方法及零磁通微电流传感器
02124970.90	并联电抗器差动保护容错快速复判法
02113162.70	变压器临界参数闭锁涌流及自适应快速复判型差动保护判别法
02113161.90	特高压电力主设备继电保护模糊推理智能测控法
02113159.70	并联电抗器匝间短路保护容错复判法
02113158.90	并联电抗器动态相阻抗速判法
02113157.00	并联电抗器低频谐振保护的判别法
0109127.10	高速同步数/模转换模板及其数据处理、控制方法
0109126.30	高速同步数据采集与数字信号处理板
01143449.X	输电线路数字式行波保护方法及其继电器与保护系统
01120138.X	暂态行波保护测试仪及其试验方法

资料来源：国家知识产权局，长城证券研究所整理

附表：财务报表预测及比例分析

利润表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	189614	215358	281181	368890	成长性				
营业成本	139835	156934	205820	268995	营业收入增长	12.9%	13.6%	30.6%	31.2%
销售费用	21900	26274	33742	42422	营业成本增长	10.9%	12.2%	31.2%	30.7%
管理费用	15473	17444	22776	29511	营业利润增长	46.3%	39.7%	57.7%	72.7%
财务费用	5272	3720	3421	3920	利润总额增长	18.2%	26.1%	45.0%	55.3%
投资净收益	2194	600	2141	5100	净利润增长	10.4%	22.5%	67.3%	62.7%
营业利润	6838	9549	15057	26008	盈利能力				
营业外收支	7356	8355	10909	14311	毛利率	26.3%	27.1%	26.8%	27.1%
利润总额	14194	17904	25965	40319	销售净利率	4.7%	5.1%	6.5%	8.1%
所得税	2805	4476	4674	6854	ROE	8.7%	5.6%	8.5%	11.9%
少数股东损益	2458	2484	2981	3681	ROIC	6.0%	5.7%	6.2%	7.3%
净利润	8931	10944	18311	29784	营运效率				
资产负债表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E	销售费用/营业收入	11.5%	12.2%	12.0%	11.5%
流动资产	212887	302844	329100	415969	管理费用/营业收入	8.2%	8.1%	8.1%	8.0%
货币资金	8986	70809	25800	18444	财务费用/营业收入	2.8%	1.7%	1.2%	1.1%
应收帐款	139883	160195	209158	274401	投资收益/营业利润	32.1%	6.3%	14.2%	19.6%
应收票据	167	618	807	1059	所得税/利润总额	19.8%	25.0%	18.0%	17.0%
存货	42250	47609	62439	81604	应收帐款周转率	1.26	1.17	1.16	1.28
非流动资产	80361	95096	130532	142482	存货周转率	3.11	2.85	2.86	3.14
固定资产	41284	58144	95705	109781	流动资产周转率	0.74	0.68	0.75	0.83
资产总计	293248	397941	459631	558451	总资产周转率	0.55	0.50	0.55	0.63
流动负债	179278	192543	232942	298297	偿债能力				
短期借款	62500	62500	62500	62500	资产负债率	64.8%	51.1%	53.0%	55.4%
应付款项	84378	96728	126859	165798	流动比率	1.19	1.57	1.41	1.39
非流动负债	10885	10885	10885	10885	速动比率	0.95	1.33	1.14	1.12
长期借款	10000	10000	10000	10000	每股指标（元）				
负债合计	190163	203428	243827	309182	EPS	0.315	0.345	0.576	0.938
股东权益	103085	194513	215804	249269	每股净资产	3.63	6.12	6.79	7.85
股本	28386	31762	31762	31762	每股经营现金流	0.07	0.21	0.07	0.25
留存收益	73441	159008	177319	207102	每股经营现金/EPS	0.2	0.6	0.1	0.3
少数股东权益	10720	13204	16185	19866	估值				
负债和权益总计	293248	397941	459631	558451	PE	86.1	78.6	47.0	28.9
现金流量表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E	PEG	1.74	1.21	0.75	-
经营活动现金流	2000	6577	2369	7847	PB	7.5	4.4	4.0	3.5
其中营运资本减少	-6963	-14869	-30865	-41786	EV/EBITDA	55.90	44.06	32.44	22.81
投资活动现金流	-15821	-22754	-47379	-28118	EV/SALES	4.44	4.33	3.32	2.57
其中资本支出	-13908	-22754	-47379	-28118	EV/IC	5.35	4.96	3.62	2.99
融资活动现金流	7883	77999	0	0	ROIC/WACC	0.59	0.56	0.61	0.72
净现金总变化	-5939	61823	-45009	-20271	REP	9.01	8.82	5.95	4.16

数据来源：wind，长城证券研究所 备注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。



### 研究员介绍:

**徐 超:** 清华大学工学硕士, 注册国际投资分析师 (CIIA), 2007 年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

**周 涛:** 清华大学物理学博士, 2007 年加入长城证券, 任新能源-电力设备行业分析师。

**张 霖:** 金融学博士生, 2007 年加入长城证券, 任电力新能源行业分析师。

### 研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 长城证券销售交易部

#### 深圳联系人

**刘 璇:** 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

#### 北京联系人

**韩 骁:** 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

**杨 洁:** 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

#### 上海联系人

**王维昌:** 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

### 长城证券研究所投资评级标准:

#### 公司评级

**强烈推荐**——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

**推荐**——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

**中性**——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

**回避**——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

#### 行业评级

**推荐**——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

**中性**——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

**回避**——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



## 免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司  
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>