

电力设备与新能源行业

强烈推荐（维持）

研究员

窦泽云 S1060210090001
0755-22625902
douzeyun001@pingan.com.cn

国电南瑞(600406)

蓝图初绘就，雄鹰影已没

23日，我们参加了国电南瑞2010年度股东大会，与公司管理层进行了交流，主要有以下几点观点：

- **内涵、外延发展并重，公司行业龙头地位进一步加强。**公司管理高效、科研领先、营销出色，是国内二次设备公司中首屈一指的行业龙头，在电网调度自动化系统、变电站自动化系统、轨道交通电气与保护自动化系统等领域遥遥领先，在配网自动化、火电机组励磁等领域也处于领先地位，并已在用电自动化、电动汽车充（换）电站等新兴领域取得重大突破。公司大股东国网电科院旗下二次设备产业发展迅速，已初步具备国际竞争力，外延式发展将最终推动上市公司向国际电气控制巨头发展。
- **科技创新、成本控制、平台整合将支撑较高盈利水平。**2010年公司盈利水平进一步提高，调度自动化业务毛利率大幅提升12%，期间费用率也从08、09年的20.28%、17.73%进一步下降至14.31%。我们认为，公司持续加强科技创新，其产品的不断更新换代是保持市场领先的盈利能力的关键，而成本控制、平台整合将帮助公司进一步提升部分低毛利率产品的毛利率水平。在规模提升的推动下，公司的期间费用率预计也将继续持续小幅下降。
- **公司30-40%的高成长将维持5-10年。**公司已连续8年超额完成年度收入、利润、订单计划，由于一方面公司订单周期在一年以上，另一方面未来2-3年智能电网、轨道交通的行业投资增速较高，公司未来2-3年业绩40-50%的复合成长是较为确定的。而3年之后，规模会否是成长性的“敌人”？我们的判断是不会，一方面，电气控制子行业很多，公司还有大量新兴领域有待拓展，另一方面，海外市场前景广阔，未来5-10年是中国电力设备与新能源行业领先企业走出国门的重要时期，公司的海外业务将成为重要增长极，综合来看，公司30-40%复合成长将维持5-10年。
- **“连续剧”高潮渐近，预计资产整合将稳步推进。**公司大股东国网电科院目前的收入规模我们预计在100-120亿左右，其中二次设备部分可能占据55%以上的比例。随着此前资产整合承诺函时限的临近，我们预计资产整合的“连续剧”高潮渐近，初步测算11-13年资产整合将增厚上市公司EPS 0.29、0.89、1.96元。
- **集团蓝图初绘就，南瑞雄鹰影已没，维持“强烈推荐”评级。**我们调高盈利预测，不考虑资产整合情况下，预计2011-2012年EPS分别为1.42、1.98元，对应2月22日收盘价PE为50、36倍，考虑资产整合，预计2011-2012年EPS分别为1.71、2.87元，对应2月22日收盘价PE为42、25倍，维持“强烈推荐”评级，维持112元目标价。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257