

2015年1月22日

公司研究

评级：增持

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002

010-88576939-808 tanj@ghzq.com.cn

联系人：李恩国

010-88576878-812 lieg@ghzq.com.cn

二次设备龙头，看点在国网旗下资产整合

——国电南瑞（600406）点评报告

事件：

据公开报道，国网2015年工作会议明确，推进旗下产业公司的整体上市。

2013年11月，南瑞集团承诺，将在三年内，通过业务整合、股权转让、资产注入等合法合规的方式，解决中电普瑞、南瑞继保等旗下公司与国电南瑞的同业竞争。

主要观点：

1、 国网响应国企改革战略，南瑞集团整体上市渐行渐近

国务院有关国企改革的顶层设计有望于2015年落地，国网作为核心单位，有望积极响应，以旗下南瑞、许继、平高等上市公司为端口，试点国企改革和混合所有制经营。混改的最佳途径是整体上市，近年来不断有媒体报道国网公司计划推进平高电气整体上市。2014年初及2015年初，国网在年度工作会议上均明确积极推进旗下南瑞集团、许继集团、平高集团等整体上市。我们认为在当前国企改革、混合所有制的大背景下，公司整体上市有望加快推进。

南瑞集团旗下优质资产有望于2016年11月底前注入上市公司，2013年，南瑞集团和国电南瑞利润分别为58亿元、18亿元，一旦启动资产注入，国电南瑞将大幅受益。

2、 南瑞集团是二次设备龙头，技术实力行业第一，受益电网智能化及配网自动化建设、特高压建设、充换电网络建设

国务院、能源局、国网公司均明确推进电网智能化、配网自动化。截止2013年底，我国完成了29个城市的配网自动化试点。截至2014年9月底，国家电网公司累计验收投运配电自动化项目57个（工程验收35个、实用化22个），覆盖区域面积28164.1平方公里（含扩建部分），涉及10kV线路14796条，占所在城市供电线路的31.31%。按此估计，我国配网自动化率在10%左右。考虑到发达国家的配电自动化水平普遍在50%以上，我国配网自动化基数小，未来将迎来巨大的增长。2015年，国网明确加强配网及配网自动化建设。规划2015年完成30个重点城市市区、30个非重点城市核心区配电网建设改造。重点城市市区配电网自动化覆盖率超过50%。公司在国网配网自动化招标中，中标量排名行业前两名，电网智能化及配网自动化的发展，将持续推动公司发展。

南瑞集团旗下的南瑞继保，承担了特高压最核心二次设备一半的市场份额，且技术实力最受国网认可。国网2015年工作会议明确，确保2017年建成“四交五直”共9个特高压工程，争取2018年底之前建成另外“五交八直”13个特高压，共22个特高压工程。包括：去年核准的“两交一直”、今年一季度核准开工“两交一直”、二季度核准开工“三直”、下半年核准开工“三交三直”、2016年核准开工“两交五直”。预计随着特高压项目的推进，南瑞继

保将持续受益。

公司充换电技术国内领先，在国网已经完成的4批次充换电设备、高速公路城际快充网络建设招标中，公司中标量行业前两名，随着新能源汽车的发展和充电桩的建设，公司未来就持续受益。

3、公司三季度业绩略降，未来利润收入将平稳增长

公司2014年前三季净利润6.54亿元，同比下降18.44%。三季度单季实现营业收入15.98亿元，与去年持平，实现净利润0.97亿元，同比减少54%，利润下降主要是由于营业外收入大幅下降，同时电网反腐导致三季度确认的高毛利电网收入下降，低毛利率的轨道交通类、发电及新能源类收入上升，导致毛利率比去年同期下降。预计随着2015年电网投资稳定增长，随着公司发电及新能源业务、节能环保、铁路电气等业务的快速拓展，公司利润有望平稳增长。

4、**盈利预测与评级** 暂不考虑资产整合，预计公司2014-2016年EPS分别为0.69元、0.85元、1.02元，对应估值分别为23倍、19倍、16倍。公司受益电网智能化、发电及新能源业务拓展、充换电网络建设，同时受益国企改革，拥有资产注入预期，估值将有所提升，给予“增持”评级。

5、**风险提示** 电网投资不达预期，电网反腐进一步加深，公司整体上市进展低于预期

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	9576	10877	13226	16096
增长率(%)	59%	14%	22%	22%
归母净利润(百万元)	1600	1676	2065	2482
增长率(%)	52%	5%	23%	20%
摊薄每股收益(元)	0.66	0.69	0.85	1.02
ROE(%)	26.11%	22.52%	22.79%	22.55%

2014-2016 年盈利预测

证券代码: 600406.sh 股票价格: 16.17 投资评级: 增持 日期: 2015/1/22

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					每股指标				
ROE	26%	23%	23%	23%	EPS	0.66	0.69	0.85	1.02
毛利率	27%	27%	26%	26%	BVPS	2.50	3.04	3.70	4.50
期间费率	10%	10%	10%	10%	估值				
销售净利率	17%	15%	16%	15%	P/E	24.54	23.43	19.02	15.82
成长能力					P/B	6.47	5.32	4.37	3.60
收入增长率	59%	14%	22%	22%	P/S	4.10	3.61	2.97	2.44
利润增长率	52%	5%	23%	20%					
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
总资产周转率	0.72	0.69	0.68	0.65	营业收入	9576	10877	13226	16096
应收账款周转率	1.37	1.37	1.37	1.46	营业成本	6982	7980	9765	11900
存货周转率	3.38	3.38	3.38	3.32	营业税金及附加	84	95	115	140
偿债能力					销售费用	364	424	516	628
资产负债率	54%	53%	54%	55%	管理费用	494	587	714	869
流动比	1.71	1.77	1.76	1.74	财务费用	8	18	10	(10)
速动比	1.42	1.48	1.48	1.47	其他费用/(-收入)	(156)	(100)	(100)	(100)
					营业利润	1488	1672	2005	2469
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业外净收支	308	209	309	309
现金及现金等价物	2772	3748	5212	8115	利润总额	1796	1881	2314	2778
应收款项	6995	7945	9661	11025	所得税费用	180	190	234	281
存货净额	2064	2387	2923	3629	净利润	1615	1691	2080	2497
其他流动资产	401	455	553	673	少数股东损益	15	15	15	15
流动资产合计	12232	14533	18347	23439	归属于母公司净利润	1600	1676	2065	2482
固定资产	461	457	515	548					
在建工程	37	99	79	29	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
无形资产及其他	204	239	229	217	经营活动现金流	738	1490	1962	3441
长期股权投资	0	10	20	30	净利润	1615	1691	2080	2497
资产总计	13274	15678	19531	24603	少数股东权益	15	15	15	15
短期借款	616	646	666	686	折旧摊销	64	52	53	58
应付款项	4738	5591	7382	9986	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	1519	1725	2098	2553	营运资金变动	(957)	(269)	(186)	871
其他流动负债	264	264	264	264	投资活动现金流	(161)	(68)	(48)	7
流动负债合计	7137	8227	10410	13489	资本支出	(109)	(58)	(38)	17
长期借款及应付债券	0	0	50	100	长期投资	0	(10)	(10)	(10)
其他长期负债	7	7	7	7	其他	(52)	0	0	0
长期负债合计	7	7	57	107	筹资活动现金流	400	(341)	(387)	(479)
负债合计	7145	8234	10468	13597	债务融资	276	30	70	70
股本	2429	2429	2429	2429	权益融资	0	0	0	0
股东权益	6129	7445	9063	11007	其它	125	(371)	(457)	(549)
负债和股东权益总计	13274	15679	19531	24603	现金净增加额	976	1081	1527	2968

【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名，2014年第五名。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

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。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

国海证券机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn