

## 国电南瑞(600406.SH)

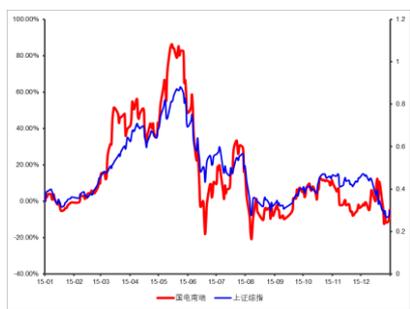
### 基本面反转向好, 国企改革值得期待

评级: **买入** 前次: **买入**  
 目标价(元): **21**  
 首席分析师 联系人  
 曾朵红 汪林森  
 S0740514080001  
 021-20315167 010-59013847  
 zengdh@r.qlzq.com.cn wangls@r.qlzq.com.cn  
 2016年1月20日

#### 基本状况

总股本(百万股)	2428.95
流通股本(百万股)	2205.75
市价(元)	14.99
市值(百万元)	36409.96
流通市值(百万元)	33064.19

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	9,575.63	8,907.00	9,433.85	10,983.7	12,540.9
营业收入增速	15.25%	-6.98%	5.91%	16.43%	14.18%
净利润增长率	22.87%	-19.82%	1.83%	20.65%	20.30%
摊薄每股收益(元)	0.66	0.53	0.54	0.65	0.78
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	22.57	27.54	31.01	25.70	21.37
PEG	0.99	—	16.94	1.24	1.05
每股净资产(元)	2.50	2.94	3.22	3.54	3.89
每股现金流量	0.30	0.70	-0.48	0.23	0.36
净资产收益率	26.36%	17.95%	16.69%	18.35%	20.08
市净率	5.95	4.94	5.18	4.72	4.29
总股本(百万股)	2,428.95	2,428.95	2,428.95	2,428.95	2,428.95

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 四季度经营超预期的好, 经营拐点已至, 2016年各项业务持续向好。**南瑞前三季度实现营业收入45.9亿元, 同比降低12.6%, 归母利润2.95亿元, 同比下降54.9%。主要原因为15年上半年受国网反腐的影响, 但从15年第三季度开始公司的经营状况开始改善, 第三季度公司实现归属于母公司利润2.7亿元, 同比上升178%, 毛利率重回正轨达到29%。我们预计四季度基本面持续向好, 公司实现归母利润约10个亿, 单季度同比上升60%, 从而全年实现利润同比持平或小幅增长。15年表现最好的业务是节能服务, 上半年已保持高速增长, 下半年仍是营业收入和利润增长的主要贡献部分, 福建和江苏新业务模式的节能大单使节能业务继续保持高增长, 也将是公司后续的一个重点业务; 电网自动化业务从订单上看今年国网二次设备招标量仍有小幅攀升, 南瑞份额较为稳定, 预计也有小幅的增长, 三季度以来配网投资有所加大, 但配电自动化采购规模低于预期, 公司配网自动化业务表现平平, 调度自动化业务因为地县调的改造启动比预期要迟, 15年贡献不明显, 16年将开启地调的推广周期, 用电自动化业务15年基本持平; 新能源业务15年下半年在海外开展较为顺利, 海外光伏总包业务增幅明显, 全年会有50%的增长; 轨交业务是暂时的下滑, 明年公司的宁和城际业务总包开始进入交货期, 16年进入收益期。整体上看, 15年下半年公司的新增订单和回款情况明显改善, 目前业绩拐点已至, 预计16年在调度业务、轨交业务、节能业务上会有进一步的向好趋势。
- 集团承诺16年解决同业竞争, 资产注入值得期待。**随着中共中央和国务院联合发布《关于深化电力体制改革的若干意见》, 用电端新的需求迸发、能源互联网大发展的条件也愈加成熟, 南瑞作为智能电网龙头企业, 产品线已经覆盖调度、配网、用电、变电等各个领域, 是国家规划布局内重点软件企业, 经过40多年的创新发展和技术沉淀积累, 在能源互联网的革命中将有很强的竞争优势, 或将产生新的商业模式来获得更快的发展。此外, 公司13年底公告的“国电南瑞发行股份购买资产暨关联交易报告书”当中提

南瑞继保的同业竞争问题，也就是在 2016 年底前要解决，结合当前国企改革的大背景，国电南瑞的国企改革方案随时有推出的可能性，南瑞集团收入和利润是上市公司的 2-3 倍，南瑞集团整体资产整合存在很大的想象空间。

**图表 1：国电南瑞解决同业竞争的承诺**

承诺方	与上市公司同业企业	与上市公司同业板块	承诺日期	承诺期限
国网电科院	北京国网普瑞特高压输电技术有限公司	电动汽车充换电站	13 年 11 月	三年内
国网电科院/南瑞集团	中电普瑞电网监控技术分公司	电网安全稳定实时控制	13 年 11 月	三年内
国网电科院/南瑞集团	南京南瑞继保电气有限公司	变电自动化	13 年 11 月	三年内

来源：中泰证券研究所

**图表 2：南瑞集团板块划分**

板块名称	子公司	业务分布
电网自动化及工业控制	国电南瑞、中电普瑞电网监控技术、北京国网普瑞特高压输电技术	调度自动化、电力市场、变电站保护及综合自动化、用电自动化及终端设备、电动汽车充换电站、农电/配电自动化及终端设备、轨道交通保护及自动化、工业控制自动化、风电控制系统等业务
信息通信及现代服务业	南瑞信息通信技术分公司、南瑞系统集成分公司	主营电网生产管理、信息安全设备及接入系统、信息安全咨询服务、信息通信综合监管及咨询服务、信息系统运维等信息类业务和传输网设备、业务网设备、支撑网设备、综合网管系统等通信类业务
继电保护及柔性输电	南瑞继保、中电普瑞电力工程	除了与国电南瑞相同的业务外，直流特高压还有换流阀的业务
智能化电气设备	低压开关公司+电线电缆公司	主营钢芯铝绞线、特种导线、电力电缆、架空绝缘电缆、各种新型及特种电缆、民用及电气装备用线缆、电线电缆配套产品等业务
配电方面	置信电气、武汉南瑞	非晶变业务、箱变业务
水电业务	南瑞水利水电分公司、云南南瑞电气技术公司	主营水电厂监控、水情水调自动化、工程安全监测、水电厂调速、小水电综合自动化、辅机及闸门自动化、水利工程综合监控系统、水务综合信息化、水文水资源监测与管理、灌区信息化系统、水电厂状态监测与检修、环境在线监测与分析 and 通用 PLC、气象信息系统等业务

来源：中泰证券研究所

- 电网自动化总体保持平稳，看好公司调度自动化和配电自动化在 16 年业绩提升。调度自动化 15 年基本持平，16 年地级市的调度更新周期将起步，全国 200 个地级市按照每套 1000 万的规模计算，整体市场在 20 个亿，目前公司全资子公司北京科东在 D5000 系统的市场上有绝对的优势，将极大的受益于本轮地调周期

的启动。15年下半年能源局颁发《配电网建设改造行动计划（2015-2020年）》，其中对于配网自动化提出了明确目标，截止2020年配电网自动化覆盖率从20%提升至90%，配电网通信覆盖率从44%提升至95%，国电南瑞在15年初的配电网自动化终端的国网集中招标中市占率超过8%，同时在全省举行的工程招标中增加了大量订单，北京科东和电研华源也在配电网自动化的系统平台和终端上深耕多年，我们预计15年是一次主设备开始增长的一年，16年二次类设备将开始增长，将为公司贡献更多的利润增长。变电站自动化板块在15年的招标中保持平稳，而且此板块中国电南瑞的份额始终保持稳定，同时行业趋势开始向集中化发展，有利于传统的优势企业，从招标量上来说保护类设备与去年基本持平，从变电监控系统上来说15年仍保持了一定的增长，将反映在公司的年度报告中。无论从订单还是收入上，我们预计16年电网自动化板块会在调度和配网的带动下有一定幅度的增长。

- **节能环保新业务模式高速发展，轨道交通板块16年开始有大幅度增长。**节能环保业务从14年开始高速增长，主要在国家电网内部开展业务，15年中标福建、江苏两大配网节能项目，规模均在数亿元，进一步巩固了该板块的高速增长，目前开展配网节能的业务主要是集团垫资、上市公司供应设备、网省公司以租赁的形式开展配网节能总包项目，不经过电网的集中招标所以利润丰厚。同时低阶煤综合利用技术在页岩油领域和湿式电除尘产品首次推广应用，中标甘肃窑街页岩炼油EPC总包、神华国华永州湿式电除尘项目、江苏五个地区港口岸电等项目，取得新兴产业的突破。轨交业务从12年开始持续低迷，宁和城际PPP项目比原计划推迟两年，截止15年12月底项目的主体部分已进入尾声，预计16年进入收入确认的高峰期，30多亿的订单会有40%-50%在16年确认。同时地铁综合监控市场中标率显著提升，中标深圳地铁9号线、重庆地铁3号北延线等综合监控系统、广州3条地铁BAS系统、渝万客运专线、金华-温州高速铁路、包头天然气液化等综合系统，轨交业务将在16年反转，贡献较大的业务增长。
- **电力体制改革大环境下电力交易平台成为新增长点，子公司北京科东迎来新的发展机遇。**15年11月底能源局下发了《关于推进电力市场建设的实施意见》，对于电力交易机构给出了全新定义，首先明确了要求相对独立，其次对于市场的体系也给出了明确的划分：分为区域和省（区、市）电力市场，市场之间不分级，区域电力市场包括在全国较大范围内和一定范围内资源优化配置的电力市场两类。《意见》中对于电力市场建设有了明确指导，市场中允许存在各种范围的电力交易市场，我们预计会有三级电力交易市场的建设需求，大区级的会有北京和广州两大电网范围的交易市场，各省会有面向省内的市场，同时一些交易量大的地市级地区会建设独立的地市级交易市场，各级市场中都会有交易平台的建设需求，16年将会有明确的市场启动。公司的全资子公司北京科东在国网系统内部开展交易平台建设中积累了丰富的经验，公司承担了国家电网公司的国内首个大用户全业务在线全国统一电力市场技术支撑平台建设，该平台主要是支撑大用户直购电交易的平台，科东具备了几乎是国内唯一的建设经验，面对后期面向社会的电力交易市场建设有先发优势。
- **盈利预测与估值：**综合来看，四大业务板块电网自动化、发电及新能源、节能环保、工业控制（含轨道交通）反转向好，同时考虑到2016年底解决同业竞争承诺集团整体上市或可期待，南瑞也是能源互联网、配网、电力交易、充电桩龙头，因此我们上调盈利预测：预计2015-2017年EPS为0.54/0.65/0.78（原为0.43/0.59/0.74），给予2016年32倍PE，目标价21元，维持买入评级。
- **风险提示：**电网投资进度和款项交付进度低于预期、海外业务开拓低于预期、新业务开拓低于预期。

图表 3: 国电南瑞单季度分析表 (单位: 百万元)

单季度分析	2Q2013	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014	4Q2014	1Q2015	2Q2015	3Q2015
营业收入	1471	1208	5800	1630	2010	1599	3669	1175	1624	1781
营业成本	1065	795	4270	1185	1441	1257	2601	975	1369	1263
营业税金及附加	15	10	55	6	15	10	33	4	13	11
销售费用	52	59	196	84	72	78	130	93	77	81
管理费用	49	91	267	131	93	119	234	121	139	130
财务费用	-2	1	11	1	2	3	4	-3	0	-3
资产减值损失	42	45	40	41	45	46	27	10	14	25
营业利润	250	206	961	183	341	85	639	-25	13	274
营业外收入	45	36	185	29	49	25	111	43	16	44
营业外支出	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0
利润总额	294	241	1145	212	390	109	750	18	29	319
所得税	-19	32	154	25	17	13	104	13	9	47
净利润	313	209	991	186	373	96	646	5	20	272
少数股东损益	1	1	13	2	0	0	17	-4	5	2
归属于母公司所有者的净利润	312	208	977	184	373	97	629	9	16	270
每股收益	0.14	0.09	0.40	0.08	0.15	0.04	0.26	0.00	0.01	0.11
营业收入 YoY	7.75	-6.77	18.96	1.57	-1.13	0.76	-15.69	-27.90	-19.20	11.40
营业收入 QoQ	34.09	-17.90	380.30	-71.90	23.32	-20.47	129.50	-67.97	38.19	9.65
营业成本 YoY	16.03	-15.21	140.57	39.10	35.34	58.09	-39.08	-17.70	-5.03	0.44
销售费用 YoY	-11.54	-11.16	74.24	47.18	38.04	32.82	-33.82	11.65	6.66	3.44
管理费用 YoY	-35.69	6.76	68.43	50.55	89.33	30.63	-12.40	-7.36	48.95	9.02
营业利润 YoY	-5.54	31.08	19.07	32.66	12.03	-63.94	-21.10	-113.59	-96.11	224.01
净利润 YoY	30.34	23.32	19.72	2.62	4.44	-63.76	-20.35	-97.13	-94.54	182.36
毛利率	27.60%	34.14%	26.39%	27.31%	28.29%	21.34%	29.10%	17.03%	15.71%	29.08%
销售费用率	3.54%	4.89%	3.38%	5.12%	3.58%	4.90%	3.54%	7.94%	4.72%	4.55%
管理费用率	3.35%	7.54%	4.61%	8.02%	4.64%	7.44%	6.38%	10.31%	8.55%	7.28%
净利润率	21.28%	17.33%	17.08%	11.42%	18.55%	6.02%	17.61%	0.46%	1.25%	15.26%

来源: 中泰证券研究所

**图表 4：国电南瑞财务三张表**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	8,309	9,576	8,907	9,434	10,984	12,541	货币资金	2,376	2,772	3,901	3,022	4,070	5,219
增长率	78.29%	15.3%	-7.0%	5.9%	16.4%	14.2%	应收款项	4,909	6,995	7,040	8,207	9,556	10,911
营业成本	-5,912	-6,982	-6,484	-6,929	-8,065	-9,118	存货	2,169	2,064	2,104	2,080	2,422	2,739
% 销售收入	71.2%	72.9%	72.8%	73.4%	73.4%	72.7%	其他流动资产	449	401	430	420	489	552
毛利	2,397	2,594	2,423	2,505	2,919	3,423	流动资产	9,903	12,232	13,475	13,729	16,536	19,421
% 销售收入	28.8%	27.1%	27.2%	26.6%	26.6%	27.3%	% 总资产	92.0%	92.2%	91.1%	90.9%	92.2%	93.2%
营业税金及附加	-72	-84	-65	-88	-97	-112	长期投资	59	93	58	58	58	58
% 销售收入	0.9%	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	467	498	531	588	640	664
营业费用	-395	-364	-364	-425	-472	-514	% 总资产	4.3%	3.8%	3.6%	3.9%	3.6%	3.2%
% 销售收入	4.8%	3.8%	4.1%	4.5%	4.3%	4.1%	无形资产	238	316	387	388	358	343
管理费用	-504	-494	-577	-670	-747	-809	非流动资产	858	1,042	1,322	1,380	1,402	1,412
% 销售收入	6.1%	5.2%	6.5%	7.1%	6.8%	6.5%	% 总资产	8.0%	7.8%	8.9%	9.1%	7.8%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	1,425	1,652	1,417	1,322	1,603	1,987	资产总计	10,761	13,274	14,797	15,110	17,938	20,833
% 销售收入	17.2%	17.3%	15.9%	14.0%	14.6%	15.8%	短期借款	528	616	492	694	1,685	2,674
财务费用	-8	-8	-10	18	1	-17	应付款项	5,166	6,309	7,009	5,656	6,520	7,320
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.1%	其他流动负债	198	189	39	806	998	1,225
资产减值损失	-143	-156	-158	-96	-63	-76	流动负债	5,892	7,113	7,540	7,155	9,203	11,219
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	1	1	1	其他长期负债	10	31	3	3	3	3
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	负债	5,902	7,145	7,543	7,158	9,206	11,222
营业利润	1,274	1,488	1,248	1,246	1,542	1,895	普通股股东权益	4,819	6,072	7,147	7,828	8,589	9,444
营业利润率	15.3%	15.5%	14.0%	13.2%	14.0%	15.1%	少数股东权益	40	57	71	88	108	132
营业外收支	209	308	213	249	261	274	负债股东权益合计	10,761	13,274	14,762	15,074	17,903	20,798
税前利润	1,482	1,796	1,461	1,495	1,804	2,170	比率分析						
利润率	17.8%	18.8%	16.4%	15.8%	16.4%	17.3%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-177	-180	-160	-172	-207	-250	每股指标						
所得税率	11.9%	10.0%	10.9%	11.5%	11.5%	11.5%	每股收益(元)	0.827	0.659	0.528	0.538	0.649	0.781
净利润	1,305	1,615	1,301	1,323	1,596	1,920	每股净资产(元)	3.058	2.500	2.943	3.223	3.536	3.888
少数股东损益	3	15	18	16	20	24	每股经营现金净流(元)	0.501	0.304	0.697	-0.478	0.230	0.355
归属于母公司的净利润	1,302	1,600	1,283	1,307	1,576	1,896	每股股利(元)	0.000	0.000	0.160	0.258	0.336	0.429
净利率	15.7%	16.7%	14.4%	13.8%	14.4%	15.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	27.03%	26.36%	17.95%	16.69%	18.35%	20.08%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	12.10%	12.06%	8.69%	8.67%	8.80%	9.12%
净利润	1,305	1,615	1,301	1,323	1,596	1,920	投入资本收益率	42.52%	38.31%	33.63%	21.16%	22.69%	25.22%
少数股东损益	0	0	0	16	20	24	增长率						
非现金支出	201	216	250	173	147	166	营业总收入增长率	78.29%	15.25%	-6.98%	5.91%	16.43%	14.18%
非经营收益	16	-17	4	-233	-229	-214	EBIT增长率	59.24%	15.93%	-14.24%	-6.66%	21.25%	23.94%
营运资金变动	-734	-1,076	138	-2,423	-956	-1,009	净利润增长率	52.38%	22.87%	-19.82%	1.83%	20.65%	20.30%
经营活动现金流净额	789	738	1,693	-1,145	578	886	总资产增长率	78.59%	23.35%	11.21%	2.11%	18.72%	16.14%
资本开支	123	164	148	-114	-157	-174	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	144.0	206.5	277.7	273.8	273.8	273.8
其他	0	2	-154	1	1	1	存货周转天数	106.4	110.7	117.3	109.5	109.5	109.5
投资活动现金流净额	-123	-161	-302	115	158	175	应付账款周转天数	139.9	195.2	255.6	198.8	198.8	198.8
股权筹资	7	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	18.1	17.5	19.8	19.7	17.5	15.6
债权筹资	-11	55	-124	202	991	989	偿债能力						
其他	-216	-355	-287	-35	-659	-877	净负债/股东权益	-38.04%	-35.18%	-47.23%	-29.41%	-27.43%	-26.58%
筹资活动现金流净额	-219	-300	-411	167	332	111	EBIT利息保障倍数	179.3	204.0	140.6	-72.3	-1,621.8	115.7
现金净流量	447	276	981	-863	1,068	1,173	资产负债率	54.85%	53.83%	51.10%	47.49%	51.42%	53.96%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明：**

本报告仅供中泰证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。