

证券研究报告—深度报告

电气设备新能源

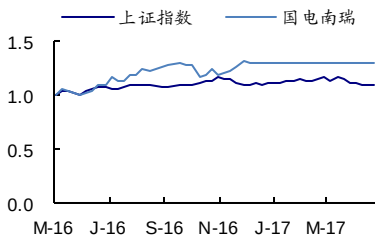
电气设备

国电南瑞(600406)
买入

合理估值: 22.2 元 昨收盘: 16.63 元 (维持评级)

2017年06月08日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,429/2,206
总市值/流通(百万元)	40,393/36,682
上证综指/深圳成指	3,108/9,894
12个月最高/最低(元)	17.15/12.51

相关研究报告:

《国电南瑞-600406-重大事件快评: 重大资产重组停牌点评》——2017-01-15
 《国电南瑞-600406-2016 年三季报点评: 业绩符合预期, 关注资产注入》——2016-10-24
 《国电南瑞-600406-2016 年半年报点评: 业绩符合预期, 关注资产注入》——2016-08-25
 《国电南瑞-600406-智能电网龙头, 资产注入承诺临近》——2016-08-23
 《国电南瑞-600406-公司快评: 轨交创新模式启动, 行业盛宴待公司分享》——2013-12-25

证券分析师: 杨敬梅

电话: 021-60933160

E-MAIL: yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511030001

独立性声明:

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。

深度报告

注入增厚业绩, 提高成长能力

● 承诺兑现, 南瑞集团二次设备资产基本实现整体上市

5月17日, 公司公告集团资产注入预案, 如能成功完成, 国网电科院和南瑞集团基本实现了二次设备资产整体上市, 国电南瑞也将成为国网电科院和南瑞集团二次设备的上市平台。

● 资产注入增厚公司业绩

资产注入后, 16 年上市公司模拟 EPS 将由原来的 0.60 元/股增加到 0.80 元/股, 即使考虑到二级市场增发摊薄, 2016 年模拟 EPS 也将达到 0.71 元/股。

● 经营业务范围大幅增加, 新商业模式或带来新增长点

本次重组后, 国电南瑞除了业务范围大幅增加之外, 还将由设备供应商向“设备供应商+电工电气装备总承包商”转变, 并由单纯的“设备利润”向“投融资收益+设备利润”转型。

● 电网业务仍有成长空间

“十三五”期间, 电网投资仍将保持中高速增长, 规模将不低于 3.34 万亿元, 年复合增长约 7.5%, 公司优势产品的目标市场容量也将超过 2 万亿元。加上募投项目扩大业务范围和竞争力、现有业务的能力提升、新兴产业的布局, 公司未来的目标市场规模或更大。

● 网外、海外布局, 寻求更多增长动力

公司现有网外业务都是国家重点支持的高成长行业, 如新能源汽车、节能环保、轨道交通等。公司产品在细分市场都具备很强竞争实力。而随着国家“一带一路”构想及国网走出去战略的推进, 公司在海外市场也将寻求更大的斩获。

● 风险提示

资产注入进度缓慢、增长不达预期的风险。

● 网外、海外布局, 寻求更多增长动力

我们预计 2017/2018/2019 年, 公司将分别实现营业收入 123.82 /134.39 /145.58 亿元, 同比增长 8.5%/8.5%/8.3%; 净利润 16.84 /19.41 /22.18 亿元, 同比增长 16.4%/15.2%/14.3%。每股收益 0.69/0.80/0.91 元。考虑到资产注入增厚效益, 合理估值是 22.20 元/股。维持公司“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,678	11,415	12,382	13,439	14,558
(+/-%)	8.7%	18.0%	8.5%	8.5%	8.3%
净利润(百万元)	1,299	1,447	1,684.23	1,940.82	2,217.51
(+/-%)	1.3%	11.4%	16.4%	15.2%	14.3%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.60	0.69	0.80	0.91
EBIT Margin	15.7%	14.3%	12.7%	13.5%	14.3%
净资产收益率(ROE)	16.1%	16.4%	17.3%	17.9%	18.5%
市盈率(PE)			14.4	12.5	11.0
EV/EBITDA	29.9	28.1	20.6	18.2	16.3
市净率(PB)			2.49	2.25	2.02

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

资产注入前，公司财务状况远好于同业	4
公司业务涵盖智能电网、新能源和节能环保等	4
智能电网龙头企业，调度自动化业务几无竞争对手	4
节能环保等业务增长较快	4
电力二次设备龙头，财务数据优异	5
近年来保持稳定增长	6
盈利能力维持稳定	6
经营性现金流稳定	7
承诺兑现，南瑞集团二次设备资产基本实现整体上市	8
公告集团资产注入方案，基本实现集团二次资产整体上市	8
资产注入后公司业务范围大幅扩容	9
注入后国电南瑞龙头地位进一步加强	10
资产注入增厚公司业绩	10
募投项目将提高公司竞争实力	12
重组后业务模式和盈利模式都将实现转变	13
电网业务仍有成长空间	13
电网投资仍将保持中高速增长	13
新一轮电力体制改革催生新需求和新业态	14
电网的安全、清洁、协调、智能发展需求对公司现有电网业务提供了新的增长动力	15
网外、海外及新兴产业布局，寻求更多增长动力	15
网外业务延展了公司目标市场空间	16
海外业务提供新的增长引擎	17
布局新兴产业，创新业务模式，为公司长期增长提供动力	18
公司 SWOT 分析	19
盈利预测与投资评级	20
盈利预测假设基础	20
盈利预测假设结果	21
盈利预测假设结果的敏感性分析	21
估值及投资建议	21
风险提示	22
附表：财务预测与估值	24
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: 节能环保业务增长较快 (单位: 亿元)	5
图 2: 公司财务杜邦分析	6
图 3: 公司近 3 年来的成长性 (单位: %)	6
图 4: 公司盈利能力分析 (单位: %)	7
图 5: 现金流优异	7
图 6: 重组前股权结构图	9
图 7: 重组后股权结构图	9
图 8: 重组前后上海公司业务结构	9
图 9: 注入后南瑞新定位	10
图 10: 重组前后净利润 (单位: 亿元)	12
图 11: 重组前后 EPS (单位: 元/股)	12
图 12: 全社会用电量 (单位: 亿千瓦时)	14
图 13: 发电装机容量 (单位: 亿千瓦)	14
图 14: 单位投资规模 (单位: 亿元)	14
图 15: 公司网外业务市场空间	17
图 16: 公司在新兴产业领域的布局计划	19
表 1: 同业上市公司财务数据对比	5
表 2: 本次重组情况概要	8
表 3: 注入资产估值情况 (单位: 万元)	11
表 4: 资产注入后盈利及 EPS 测试	11
表 5: 注入资产财务简表 (单位: 亿元)	11
表 6: 募集资金投资项目	13
表 7: 公司各业务板块市场规模 (单位: 亿元)	15
表 8: 公司 SWOT 分析	19
表 9: 分项业务假设	20
表 10: 期间费用假设	21
表 11: 盈利预测结果	21
表 12: 盈利预测假设结果的敏感性分析	21
表 13: FCFE 估值及敏感性分析	22
表 14: 同业公司估值对比	22
表 15: 模拟净利润测算	22

资产注入前，公司财务状况远好于同业

公司业务涵盖智能电网、新能源和节能环保等

资产注入前公司主要从事电网自动化、发电及新能源、节能环保、工业控制（含轨道交通）的技术和产品研发、设计、制造、销售及与之相关的系统集成服务业务。

电网自动化产品主要包括电网调度自动化、电网安全稳定控制、变电站保护及综合自动化、配/农电自动化及终端设备、用电自动化及终端设备、电力市场运营技术支持系统等。

发电及新能源产品主要包括发电机组励磁、高温高压管件、光伏控制设备及系统、风电控制设备及系统等。

节能环保产品主要包括电网节能、电能替代、智慧照明、电动汽车充换电设备及系统、大气污染综合治理、低阶煤综合利用、水处理系统等。

工业控制（含轨道交通）产品主要包括轨道交通综合监控系统、工业控制自动化设备及系统等。

智能电网龙头企业，调度自动化业务几无竞争对手

在智能电网领域的变电站自动化、继电保护、配用电自动化等领域，公司都拥有很强的竞争实力并处于国内前列。在电网调度自动化领域，国电南瑞一直处于国内绝对领先地位。2008年开始，国电南瑞全程参与了国家电网公司的智能电网调度技术支持系统的建设框架和总体设计的制定，承担了功能规范和详细设计方案的编写以及基础平台和四大类应用的研发工作，不仅在系统设计中充分发挥才智，而且在基础平台开发中承担了最重要的一批模块。在国调、省调市场，公司的市场占有率接近 100%，在地调市场，公司也拥有 75%以上的市场占有率。

国电南瑞在调度自动化领域已经逐步迈入国际市场，2008 年第一个作为主承包商承建的苏丹国调 EMS 系统已经竣工验收，投入现场运行，该项目得到了用户和以严格著称的德国监理的高度评价。

未来伴随着国家各级调度系统升级换代及维护等需求，公司调度自动化系统将维持稳定。

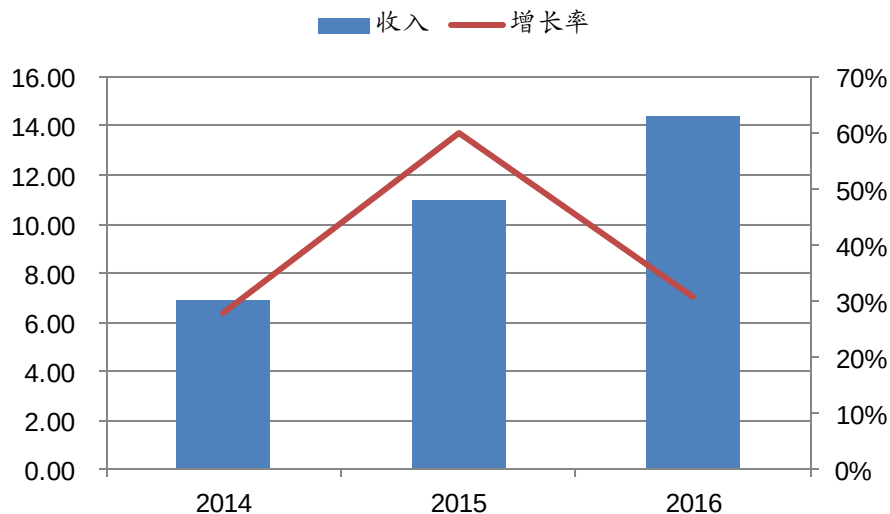
节能环保等业务增长较快

2016 年，公司节能环保业务实现营业收入 14.37 亿元，同比增长 30.79%，营业毛利率 23.61%。

公司在节能环保领域的布局主要涉及节能减排、环保、电能替代等领域，公司借助其传统优势，持续加大节能环保业务投入从而实现了节能环保业务连续高速发展。

另外，公司大力推广电网节能、港口岸电、电动汽车充换电市场，签订浙江、福建、安徽等地区配电网节能改造、电能量提升项目，实现发电厂及工业废水零排放整体解决方案零突破，高压岸电、充电桩在南网成功推广应用，陆续签订神华富平水处理、珠海、中山港高压岸电、南网充电桩集招等项目，与大众、宝马、福特等众多车企签订充电桩供货协议，成功中标国网电动汽车公司车联网和贵州全省电动车运营监控平台。

图 1: 节能环保业务增长较快 (单位: 亿元)



资料来源: wind 国信证券经济研究所整理

电力二次设备龙头, 财务数据优异

我们选取了在各个细分领域与公司业务存在竞争的其他上市公司的财务数据与公司数据进行比较。

表 1: 同业上市公司财务数据对比

证券代码	证券简称	营业总收入 (同比增长率)	营业利润(同 比增长率)	归属母公司 股东的净利润 (同比增长率)	经营活动产生 的现金流量净额/营业 收入	净资产收益率 ROE(加权)	销售净利率	销售毛利率	资产负债率
000682.SZ	东方电子	13.85	35.57	18.95	-2.54	3.88	6.25	30.18	40.54
000400.SZ	许继电气	30.77	23.11	20.58	12.98	13.02	9.79	23.27	47.20
300427.SZ	红相电力	34.50	25.47	4.06	31.80	12.49	20.63	52.38	22.83
002090.SZ	金智科技	50.98	-10.11	-16.20	12.89	9.72	7.63	27.09	64.46
600268.SH	国电南自	5.52	-129.43	3.50	7.91	1.67	2.62	22.96	76.59
601126.SH	四方股份	-5.04	-15.40	-14.00	4.82	7.86	9.03	40.03	30.27
002546.SZ	新联电子	-24.84	-41.82	-42.36	17.46	3.98	16.49	38.83	9.81
600406.SH	国电南瑞	17.54	7.92	11.36	15.98	17.23	12.71	22.78	48.95

资料来源: wind 国信证券经济研究所整理

公司作为电网自动化龙头企业, 2016 年的财务数据非常平衡, 无论是在成长性、现金流、收益质量还是偿债能力方面, 都优于大多数其他竞争对手。

图 2: 公司财务杜邦分析

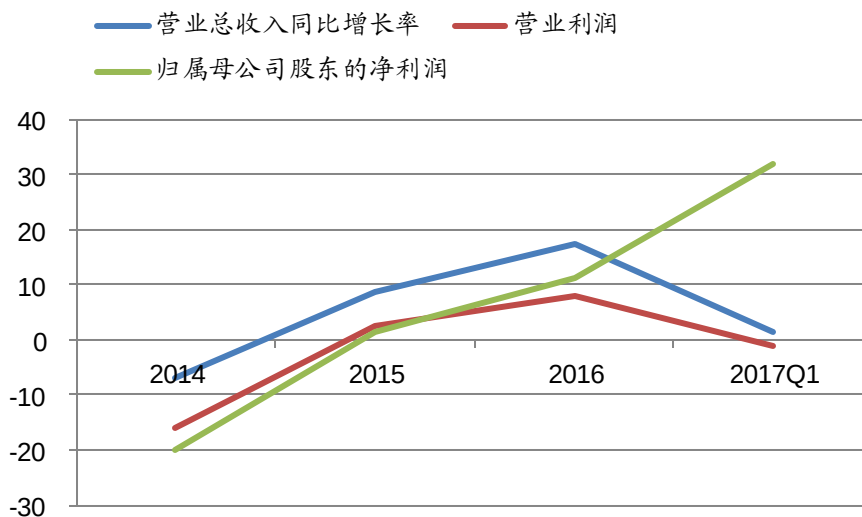
净资产收益率(ROE)(%)									
17.12									
17.09									
销售净利率*(%)			×		资产周转率(次)		×		权益乘数*
12.68					0.67				2.00
13.42					0.62				2.05
销售净利率(%)		×		归属母公司股东的净利润占比(%)		营业总收入		÷	
12.71				99.72		1,141,528.30		÷	
13.69				98.03		967,801.35		÷	
经营利润率(%)		×		考虑税负因素(%)		考虑利息负担(%)		÷	
14.23				87.94		101.59		÷	
15.62				86.48		101.38		÷	
EBIT		÷		净利润		÷		期末总资产	
162,449.97				145,124.98		145,124.98		1,753,238.61	
151,166.52				132,528.23		132,528.23		1,629,928.19	
÷				÷				期初总资产	
1,141,528.30				165,034.55				1,629,928.19	
967,801.35				153,248.49				1,479,667.13	
÷				÷				期末归属母公司股东的利益	
								885,044.25	
								805,790.86	
								期初归属母公司股东的利益	
								805,790.86	
								714,732.46	

资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

近年来保持稳定增长

公司近年来收入、营业利润及净利润基本保持着稳定的增长,除了个别年份因国网交货期的延迟导致当年增长出现一定程度波动外。

图 3: 公司近 3 年来的成长性 (单位: %)

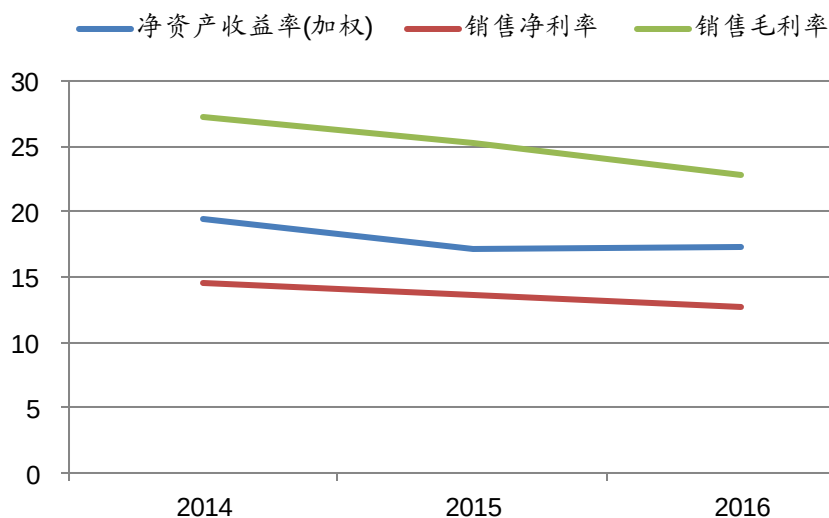


资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

盈利能力维持稳定

因公司生产的主要是电网二次设备,具备很强的成本控制能力,近两年虽然遇到国网招标规则的改变而导致的降价影响,但盈利能力基本能够维持稳定。

图 4: 公司盈利能力分析 (单位: %)

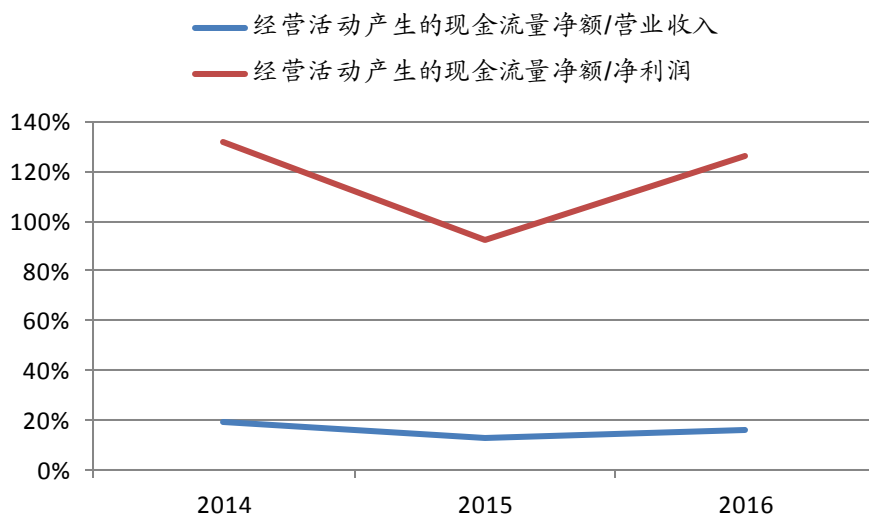


资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

经营性现金流稳定

公司经营性现金流与营业收入及净利润的比例都维持稳定, 且经营性现金流连续都高于净利润水平, 显示公司收益质量很高。

图 5: 现金流优异



资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

承诺兑现，南瑞集团二次设备资产基本实现整体上市

公告集团资产注入方案，基本实现集团二次资产整体上市

2013 年，国电南瑞非公开增发时曾经承诺要在 3 年之内解决普瑞特高压、中电普瑞和南瑞继保的同业竞争问题。

2017 年 5 月 17 日，公司公告了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金关联交易预案》。

本次注入标的包括国网电科院所持普瑞特高压 100%股权、设计公司 100%股权、江宁基地及浦口房产土地；南瑞集团持有的主要经营性资产及负债；南瑞集团及沈国荣所持有的继保电气 87%股权；南瑞集团所持有的信通公司 100%股权、普瑞工程 100%股权、普瑞科技 100%股权、北京南瑞 100%股权、上海南瑞 100%股权、印尼公司 90%股权、巴西公司 99%股权、瑞中数据 60%股权；南瑞集团及云南能投所持有的云南南瑞 100%股权。

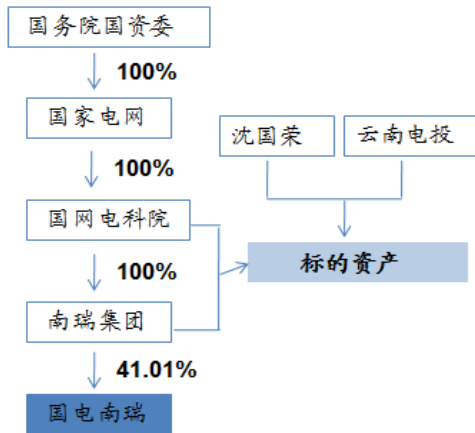
表 2: 本次重组情况概要

序号	交易对方	支付方式	标的资产
1	国网电科院	发行股份	普瑞特高压 100%股权
2			设计公司 100%股权
3			江宁基地及浦口房产土地
4		发行股份及支付现金	继保电气 79.239%股权
5			南瑞集团主要经营性资产及负债
6			信通公司 100%股权
7			普瑞工程 100%股权
8			普瑞科技 100%股权
9			北京南瑞 100%股权
10			上海南瑞 100%股权
11			印尼公司 90%股权
12			巴西公司 99%股权
13			瑞中数据 60%股权
14			云南南瑞 65%股权
15	沈国荣	发行股份	继保电气 7.761%股权
16	云南能投	发行股份	云南南瑞 35%股权

资料来源：公司资料 国信证券经济研究所整理

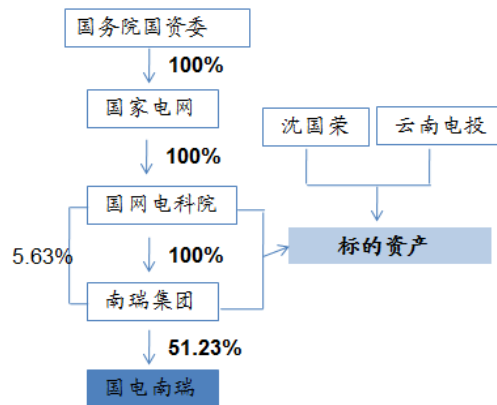
本次注入，国网电科院和南瑞集团基本实现了将其二次设备资产整体上市，国电南瑞也将成为国网电科院和南瑞集团二次设备的上市平台。

图 6：重组前股权结构图



资料来源：公司资料 国信证券经济研究所整理

图 7：重组后股权结构图



资料来源：公司资料 国信证券经济研究所整理

资产注入后公司业务范围大幅扩容

国电南瑞是我国电力自动化、轨道交通监控的技术、设备、服务供应商和龙头企业。

资产注入前公司主要从事电网自动化、发电及新能源、节能环保、工业控制（含轨道交通）的技术和产品的研发、设计、制造、销售及与之相关的系统集成服务业务。

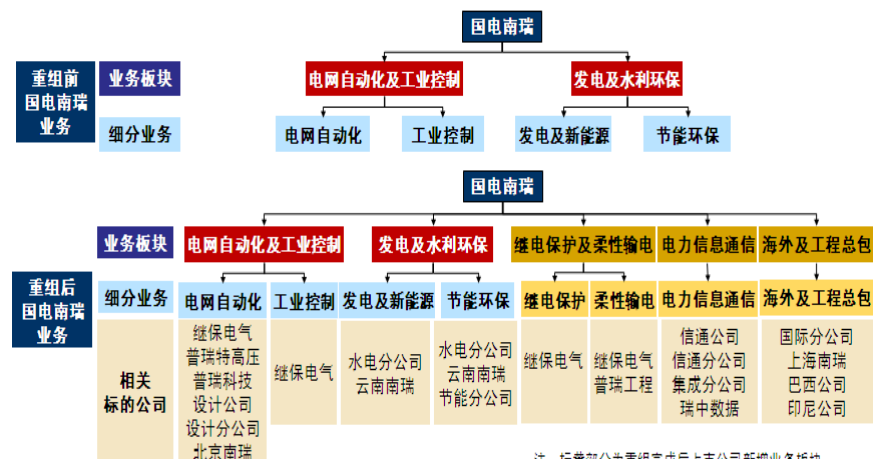
电网自动化产品主要包括电网调度自动化、电网安全稳定控制、变电站保护及综合自动化、配/农电自动化及终端设备、用电自动化及终端设备、电力市场运营技术支持系统等。

发电及新能源产品主要包括发电机组励磁、高温高压管件、光伏控制设备及系统、风电控制设备及系统等。

节能环保产品主要包括电网节能、电能替代、智慧照明、电动汽车充换电设备及系统、大气污染综合治理、低阶煤综合利用、水处理系统等。

工业控制（含轨道交通）产品主要包括轨道交通综合监控系统、工业控制自动化设备及系统等。

图 8：重组前后上海公司业务结构



注：标黄部分为重组完成后上市公司新增业务板块

资料来源：公司资料 国信证券经济研究所整理

本次重组后，国电南瑞将新增继电保护及柔性输电、电力信息通信、海外及工程总包三大业务板块。同时，继保电气、普瑞特高压、云南南瑞、水电分公司等标的的注入将增强国电南瑞现有电网自动化及工业控制、发电及水利环保两大业务板块。

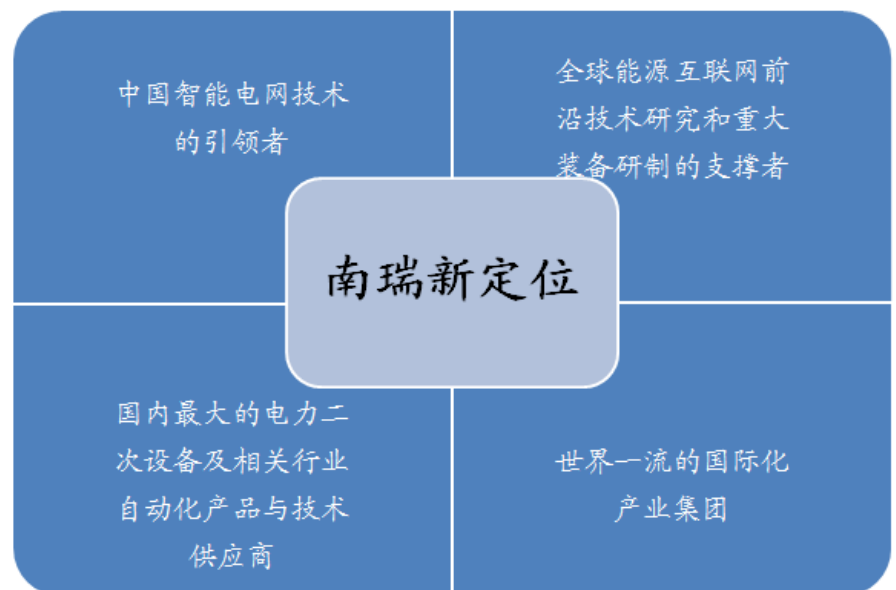
新增的具体产品包括高压继电保护及自动装置、变电站保护及自动化、电网生产管理、信息安全、用电自动化及需求侧管理、直流换流阀、智能水电厂、水利信息化、环保与气象等。

注入后国电南瑞龙头地位进一步加强

资产注入后，公司业务范围包括电网自动化及工业控制、继电保护及柔性输电、电力信息通信、发电及水利环保、海外及工程总包业务，主要从事电力系统自动化、超/特高压输电、柔性输电、电力信息通信、发电及水利自动化、节能环保、工业控制（含轨道交通）等产品与技术的研发、设计、制造、销售及与之相关的工程服务与工程总承包业务。

注入前，公司在调度自动化、配网自动化等领域已经成为国内领先企业，而随着注入的完成，公司将在电网继电保护自动化、柔性直流输电、电力信息通信、发电及水利环保等多个领域处于国内领先水平。

图 9：注入后南瑞新定位



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

资产注入增厚公司业绩

本次交易拟注入标的资产预估值合计 264.79 亿元，标的资产 2016 年度模拟合并归属于母公司所有者的净利润为 18.89 亿元，对应本次标的资产预估值市盈率为 14.02 倍。截至 2016 年 12 月 31 日标的资产模拟合并归属于母公司所有者的所有者权益为 103.30 亿元，对应本次标的资产预估值市净率为 2.56 倍。本次注入的标的资产中包括作价 23.38 亿元的江宁基地及浦口房产土地，如果扣掉这块，则注入资产的总评估价为 241.41 亿元，注入市盈率为 12.78 倍。

表 3: 注入资产估值情况 (单位: 万元)

	标的名称	账面值 (100%权益)	预估值 (100%权益)	增减值	增值率	收购比例	标的资产 预估值
1	南瑞集团主要经营性资产及负债	61,329.88	85,760.11	24,430.23	39.83%	-	85,760.11
2	继保电气	773,925.78	2,160,090.08	1,386,164.31	179.11%	87.00%	1,879,278.37
3	普瑞特高压	3,770.83	75,221.64	71,450.81	1894.83%	100.00%	75,221.64
4	设计公司	9,604.16	33,635.60	24,031.44	250.22%	100.00%	33,635.60
5	瑞中数据	8,561.36	11,000.00	2,438.64	28.48%	60.00%	6,600.00
6	信通公司	9,986.60	98,953.09	88,966.49	890.86%	100.00%	98,953.09
7	普瑞工程	52,713.68	175,954.81	123,241.13	233.79%	100.00%	175,954.81
8	普瑞科技	23,399.51	36,928.83	13,529.32	57.82%	100.00%	36,928.83
9	云南南瑞	1,200.86	2,019.89	819.03	68.20%	100.00%	2,019.89
10	北京南瑞	1,926.50	4,528.50	2,602.01	135.06%	100.00%	4,528.50
11	上海南瑞	277.07	6,824.12	6,547.06	2362.99%	100.00%	6,824.12
12	印尼公司	1,002.20	2,011.23	1,009.03	100.68%	90.00%	1,810.11
13	巴西公司	5,354.63	6,694.00	1,339.37	25.01%	99.00%	6,627.06
14	江宁基地及浦口房产土地	187,482.80	233,789.14	46,306.34	24.70%	-	233,789.14
	合计	1,140,535.85	2,933,411.04	1,792,875.20	157.20%	-	2,647,931.27

资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

目前公司市值为 404 亿元, 对应 16 年归属于母公司股东净利润的 PE 为 27.92 倍。

表 4: 资产注入后盈利及 EPS 测试

项目	计算公式	2015	2016
现股本(亿股)	A	24.29	24.29
发行股份购买资产新增股本(亿股)	B	17.21	17.21
二级市场募集配套新增股本(亿股)	C	4.86	4.86
完成后总股本(亿股)	D=A+B+C	46.36	46.36
模拟净利润(亿元)	E	26	33.11
模拟 EPS (元/股)	F=E/D	0.56	0.71

资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

资产注入后, 如果按照预案中的发行价格测算, 公司总股本将达到 46.36 亿股, 假设股价不变, 测算公司总市值将达到 771 亿, 对应 16 年归属于母公司股东净利润的 PE 为 23.28 倍。

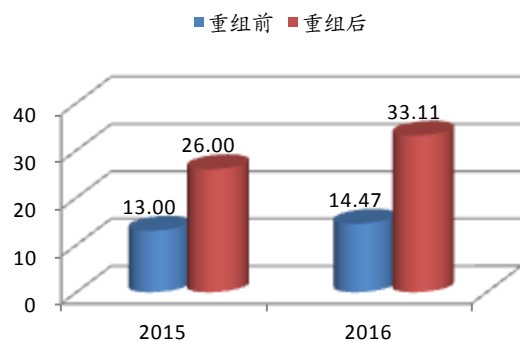
表 5: 注入资产财务简表 (单位: 亿元)

项目	上市公司		标的资产		合计	
	2016 年/2016-12-31	2015 年/2015-12-31	2016 年/2016-12-31	2015 年/2015-12-31	2016 年/2016-12-31	2015 年/2015-12-31
总资产	175.32	163.34	276.49	262.60	451.82	425.94
归属于母公司股东的权益	88.50	80.59	103.30	112.14	191.81	192.73
营业收入	114.15	97.12	189.95	137.90	304.10	235.02
营业利润	13.82	12.81	21.10	15.65	34.92	28.46
归属于母公司所有者净利润	14.47	13.00	18.89	13.72	33.36	26.71

资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

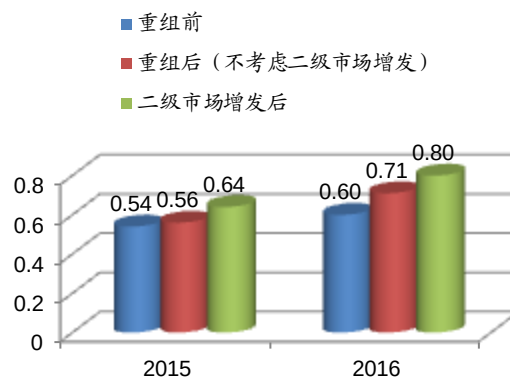
考虑到新增股本, 资产注入后公司 EPS 增厚明显。如果不考虑二级市场增发对股份的摊薄, 则 2016 年的 EPS 约为 0.80 元/股。

图 10: 重组前后净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

图 11: 重组前后 EPS (单位: 元/股)



资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

募投项目将提高公司竞争实力

本次重组拟配套募集资金约 61.03 亿元, 用于标的资产募投项目的建设、支付交易对价、支付相关税费和中介费。

发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90% 且不低于 13.93 元/股, 定价基准日为上市公司募集配套资金发行期首日。

本次募集资金投资项目的方向都是目前国家重点支持或具备很大发展前景的行业, 对于公司扩大业务范围、提高公司生产能力、强化市场竞争力都有很大帮助。

表 6: 募集资金投资项目

序号	项目名称	实施主体	项目总投资金额 (亿元)	采用募集资金投资金额 (亿元)
1	电力电子化特征电网控制系统产业化实验能力建设项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	2.02	2.02
2	大功率电力电子设备智能生产线建设项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	1.50	1.50
3	IGBT 模块产业化项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	16.44	16.44
4	智慧水务产业化建设项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	2.66	2.66
5	电力工控安全防护系列设备产业化及应用能力建设项目	信通公司	1.68	1.68
6	电网运检综合数据分析与应用中心产业化项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	0.81	0.81
7	智能电网云计算平台实验验证环境建设及产业能力升级项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	0.79	0.79
8	面向清洁能源与开放式电力市场的综合服务平台建设及产业化项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	1.05	1.05
9	区域多能互补智能化产业化项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	0.98	0.98
10	基于物联网及移动技术的电网实物资产管理设备产业化及应用能力建设项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	0.71	0.71
11	大功率电驱动系统生产线建设及产业化项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	1.19	1.19
12	江宁基地产业(5-8号)楼项目	江宁基地(重组后上市公司)	4.16	4.16
13	江宁基地成品库建设项目	江宁基地(重组后上市公司)	0.71	0.35
	项目总投资金额		34.70	34.33
	支付现金对价			24.99
	支付相关税费和中介费用			1.71
	合计			61.03

资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

重组后业务模式和盈利模式都将实现转变

重组后的上市公司业务定位为电网自动化及工业控制、继电保护及柔性输电、电力信息通信、发电及水利环保、海外及工程总包业务,主要从事电力系统自动化、超/特高压输电、柔性输电、电力信息通信、发电及水利自动化、节能环保、工业控制(含轨道交通)等产品与技术的研发、设计、制造、销售及与之相关的工程服务与工程总承包。

作为国家软件百强企业第 6 位,重组后的上市公司将是国内最大的电力二次设备旗舰企业。

借助完整的电工装备产业链,公司将向“设备供应商+电工电气装备总承包商”转变,并由单纯的“设备利润”向“投融资收益+设备利润”转型。

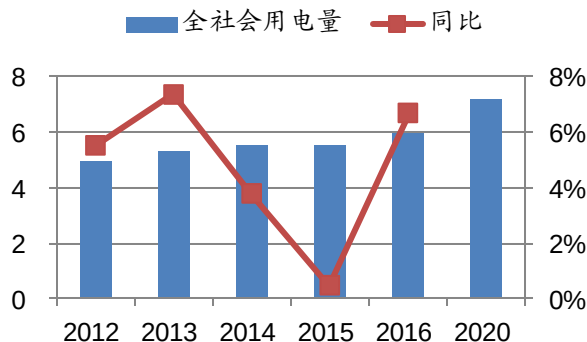
电网业务仍有成长空间

电网投资仍将保持中高速增长

随着 GDP 的增长及电能替代的持续推进,我国全社会用电量仍将保持稳定增长:2016 年,我国全社会用电量为 5.9 万亿千瓦时,预计到 2020 年将达到 7.2 万亿千瓦时,十三五期间复合增长率为 4.8%。

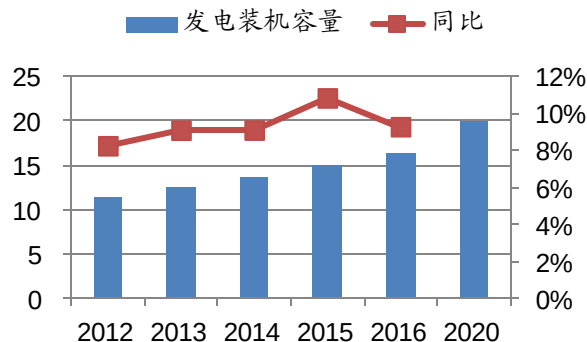
未来几年,发电装机容量也将由 2016 年的 16.5 亿千瓦增加到 2020 年的 20 亿千瓦,复合增长率为 5.5%。

图 12: 全社会用电量 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: 国家能源局 国信证券经济研究所整理

图 13: 发电装机容量 (单位: 亿千瓦)

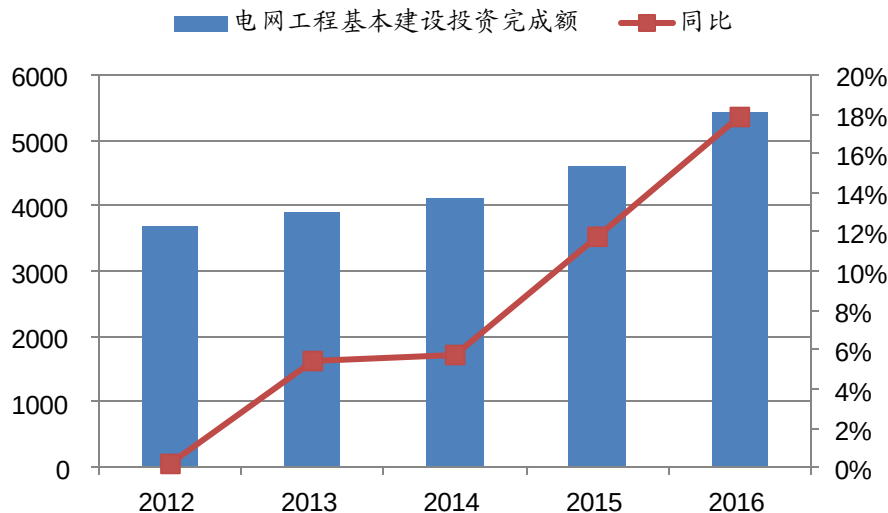


资料来源: 国家能源局 国信证券经济研究所整理

用电量的增长及发电装机容量的增加都对电网提出了新的要求，电网投资未来几年仍将保持中高速增长的发展态势。

据规划，“十三五”期间我国电网投资不低于 3.34 万亿元，年复合增长约 7.5%，重点投资特高压输电、配电网升级改造及智能电网深化应用等领域：“十三五”期间，国家电网将投资 2.7 万亿元建设以“五交八直”为核心的特高压骨干网架和跨区特高压直流工程；“十三五”配电网投资预计超过 1.7 万亿元。

图 14: 单位投资规模 (单位: 亿元)



资料来源: 国家能源局 国信证券经济研究所整理

电网能力方面，“十三五”期间，全国新增 500 千伏及以上交流线路 9.2 万公里，变电容量 9.2 亿千伏安；“西电东送”输电通道规模将达到 2.7 亿千瓦（新增 1.3 亿千瓦，大部分为特高压工程）；高压配电网变电容量达到 21 亿千伏安、线路长度达到 101 万公里，中压公用配变电容量达到 11.5 亿千伏安、线路长度达到 404 万公里。

新一轮电力体制改革催生新需求和新业态

2015 年 9 月 30 日，国家发展改革委和国家能源局联合发布 6 个电力体制改革

配套文件，包括：《关于推进输配电价改革的实施意见》；《关于推进电力市场建设的实施意见》；《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》；《关于有序放开发用电计划的实施意见》；《关于推进售电侧改革的实施意见》；《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

其中《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》要求，推进构建有效竞争的市场结构和市场体系，要组建相对独立的交易机构，规定电力交易机构不以营利为目的，在政府监管下为市场主体提供规范公开透明的电力交易服务。该配套文件指出未来要组建相对独立的区域和省（区、市）交易机构。区域交易机构包括北京电力交易中心（依托国家电网公司组建）、广州电力交易中心（依托南方电网公司组建）和其它服务于有关区域电力市场的交易机构。鼓励交易机构不断扩大交易服务范围，推动市场间相互融合。因此未来的交易机构将会有国网南网的区级交易机构、省级交易机构及地市级交易机构组成。

随着电改的推进，各地交易机构正在有序建设中，未来交易平台的需求有望像调度平台一样，迎来一轮景气周期。

电网的安全、清洁、协调、智能发展需求对公司现有电网业务提供了新的增长动力

安全是电网建设的最根本要求，而随着电网的发展，发、输、变、配、用电设备及系统的复杂程度越来越高，需要新一代调度控制系统、新一代仿真系统等技术突破和装备研发，不断提升大电网安全稳定运行水平。

推进风光等清洁能源发展和电能替代是国家能源利用的基本国策，而电网清洁发展提高电网平衡调节能力和源网荷协调互动水平，加快跨区跨省输电通道和抽水蓄能电站建设。

电网协调发展需要建设以特高压为骨干网架、各级电网协调发展的坚强智能电网，推进电网与电源、送端与受端、交流与直流、一次与二次等协调发展。

“大、云、物、移”（大数据、云计算、物联网、移动互联）近年来在电网中也受到越来越多的重视，它能够有机串联供电服务的各个业务链条，促进各专业之间、专业与客户之间的高效沟通。电网智能发展要大力推动“大、云、物、移”信息技术、自动控制技术和人工智能技术在电网中的融合应用，实施发电、输电、变电、配电、用电、调度等各环节建设与改造。

公司现有业务板块中的继电保护、直流和柔性输电、智能变电站、智能配网、智能调度、用电管理及电力信息通信等都是电网的安全、清洁、协调、智能发展中必不可少的关键技术。这几块市场在“十三五”期间的总市场规模超过 2 万亿。

表 7：公司各业务板块市场规模（单位：亿元）

业务领域	预计市场规模
高压继电保护	90
直流输电及柔性交流输电	200
智能变电站	1000
配电网建设	17000
用电领域	2000
电网调度	251
电力信息通信	79

资料来源：国网公司 国信证券经济研究所整理

网外、海外及新兴产业布局，寻求更多增长动力

网外业务延展了公司目标市场空间

整合后，公司工业控制业务板块产品包括大型工业企业能源管理系统、能效监测系统、工业电气监控及保护测控系统、生产过程自动化系统等多种产品。预计到 2020 年，工业控制领域投资规模达到 700 亿元。

轨道交通领域，截至 2016 年末，据不完全统计，中国大陆地区已获得城轨交通建设项目批复的城市有 58 个，总投资规模 3.7 万亿元，规划线路总规模为 7305.3 公里。在建及建成规模分别为 5636.5 公里和 4152.8 公里，城市轨道交通尚有很大成长空间。

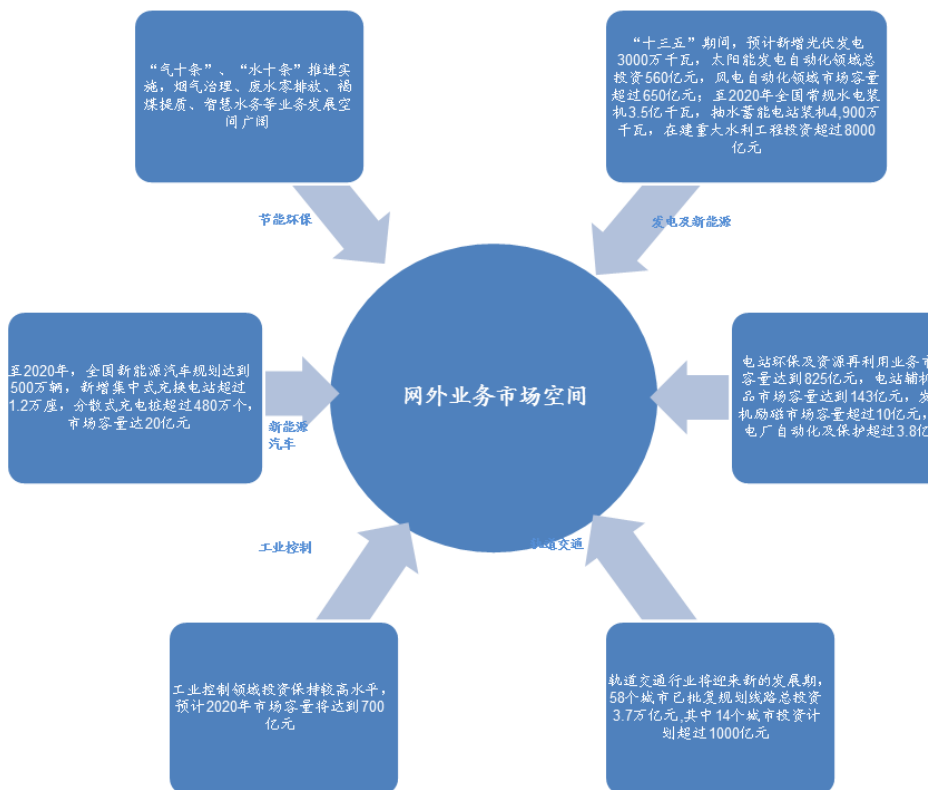
新能源汽车方面，至 2020 年，全国新能源汽车规划达到 500 万辆，新增集中式充换电站超过 1.2 万座，分散式充电桩超过 480 万个，市场容量达 20 亿元。国家电网公司作为国内最大的电网运营企业，也在充电桩站方面提出了宏大的投资规划，作为国内（尤其是国网系统）最有竞争力的充电桩设备供应企业之一，公司将充分受益这一市场的发展。

“十三五”期间，电站环保及资源再利用业务市场容量达到 825 亿元，电站辅机类产品市场容量达到 143 亿元，发电机励磁市场容量超过 10 亿元，发电厂自动化及保护超过 3.8 亿元。公司在这一板块的业务发电机励磁系统、发电机组保护及故障录波系统、电机在线检测系统等各种产品，都具备很强的市场竞争力。

风电、光伏等新能源并网规模的持续增长及日益紧迫的弃风弃光问题都使得风电光伏功率预测、监控测控装置等越来越受到重视；而水电、抽水蓄能等装机量的增加也对水调自动化系统、水电厂主设备状态监测与检修等产品提出新的要求。

近年来国家陆续出台《大气污染防治行动计划》《水污染防治行动计划》等文件，显示了国家对环境治理的决心。环保投入的持续增加对公司水质在线监测系统、水处理系统及大气污染治理综合解决方案等产品也提供了新的需求。

图 15: 公司网外业务市场空间



资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

海外业务提供新的增长引擎

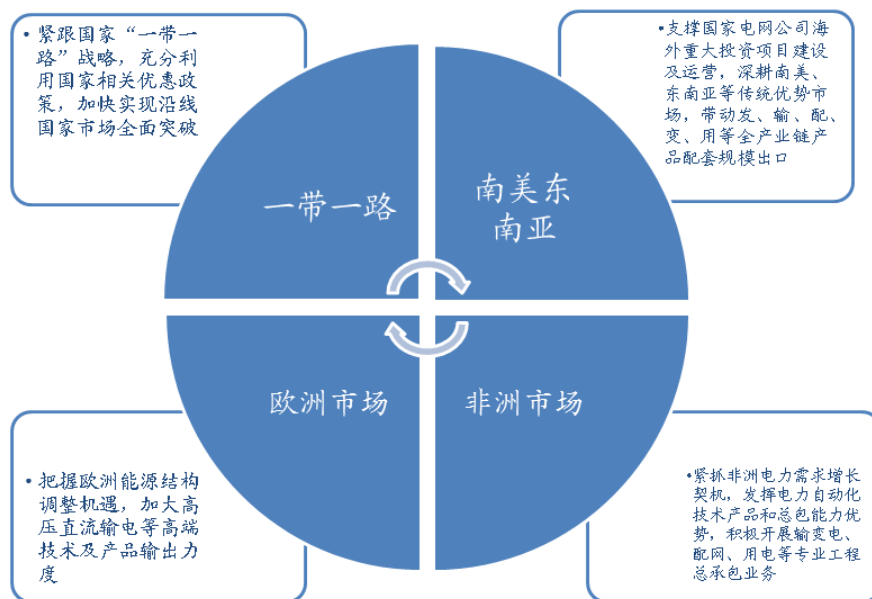
在国家“一带一路”倡议下, 14、15、16 年我国企业在“一带一路”沿线 61 个国家新签对外承包工程项目合同额分别为 862.84 亿元、926.40 亿元、1260.3 亿美元, 复合增长率达到 21%。电工装备作为我国的优势产业, 在“一带一路”沿线国家进展顺利, 据国机电产品进出口商会统计, 2006 到 2015 十年间, 中国企业在“一带一路”沿线国家累计签署电力项目合同额 1825 亿美元, 占海外电力项目签约额的 65%。

国家电网公司的全球能源互联网战略则与国家“一带一路”倡议实现了非常完美的契合, 在拉美、东南亚等各个国家和地区都有相关的输变电网络投资项目, 借助电网公司的国际化战略, 公司也积极拓展海外市场, 目前正在巴西、印尼等很多国家成立子公司, 并在很多项目中都有斩获, 如巴西第一条特高压直流的所有换流阀和控制保护、大部分导线都是由南瑞集团提供。

未来欧洲在能源机构大调整的背景下, 也会加大输变电线路的建设, 而非洲的电力基础设施落后, 也提供了很大的新建需求。

公司作为国内电力装备龙头企业, 在发挥二次设备优势的同时, 加强其一次设备方面能力, 借助于国家电网公司的走出去战略及“一带一路”的东风, 未来有望在海外市场获得很大增长, 预计到 2020 年, 公司海外业务的增长率将保持 30%以上。

图：公司海外业务目标市场



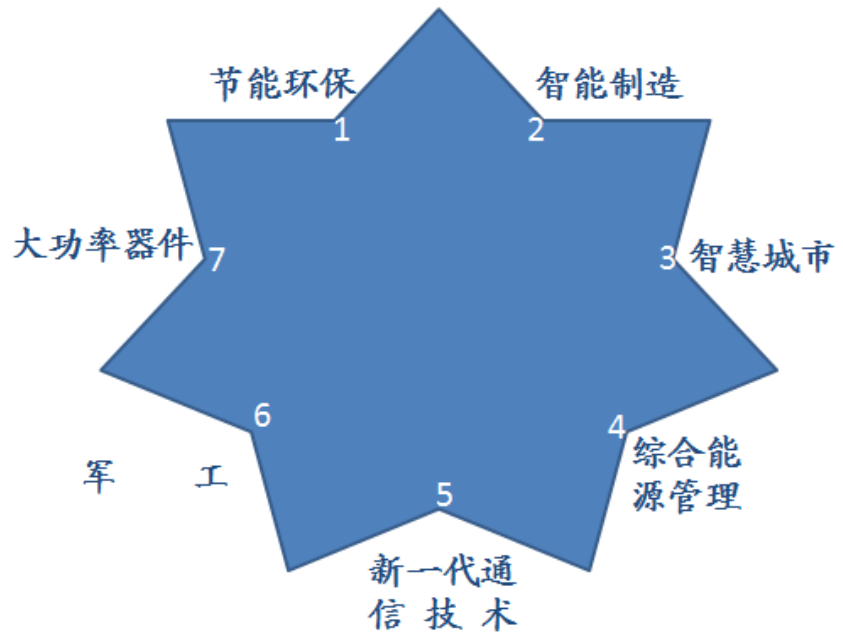
资料来源：公司资料 国信证券经济研究所整理

布局新兴产业，创新业务模式，为公司长期增长提供动力

国务院于 2010 年下发《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，明确将从财税金融等方面出台一揽子政策加快培育和发展 7 大战略性新兴产业，包括节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料等。基于国家的战略性新兴产业规划，公司也布局了七大新兴产业，分别是节能环保、智能制造、智慧城市、综合能源管理、新一代通信技术、军工和大功率器件。预计到 2020 年，新兴产业将为公司贡献近 500 亿的合同规模。

而公司也将基于现有业务优势，发展智能软件平台、交易平台、数据增值服务、检修运维技术、多能互补和电能替代解决方案和节能服务、装能工厂和装备、IGBT 模块、军民融合技术、轨道交通监控和控制等各种技术来达到新兴产业发展目标。

图 16: 公司在新兴产业领域的布局计划



资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

重组后的国电南瑞将成为国内最大的电力二次设备旗舰企业，而南瑞集团具有完整的电工装备产业链，未来有望有单一的设备供应商向总承包商转变，从而实现由单纯的“设备利润”向“投融资收益+设备利润”转型。

公司 SWOT 分析

表 8: 公司 SWOT 分析

内部因素	S 优势	公司是电网自动化龙头企业，在很多细分领域市场份额都处于行业领先地位，并努力向网外及海外等其他领域拓展	借助公司优势地位，继续强化其在电网自动化、柔性直流输电及配网方面的优势地位并将其优势向网外及海外拓展	充分利用自动化技术的同源性，将公司优势技术往电网系统以外领域辅助，不断提高公司的市场竞争力。
	W 劣势	过分依赖电网投资，且作为国网系统国有企业，在管理效率上与民用企业相比有所差距	不断提高网外及海外市场占比，通过激励措施来提高管理效率	努力拓展轨道交通、新能源汽车、节能环保等新兴产业并将市场向海外拓展
			电网在自动化、配网等方面的投资仍将保持中高速增长。国家对新兴产业的支持力度很大。国网走出去战略及国家“一带一路”倡议为海外市场拓展提供机会。	电力产能已出现过剩，电网总投资长期来看有不增长甚至下滑的可能
			O 机会	T 威胁
			外部因素	

资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资评级

盈利预测假设基础

不考虑资产注入，考虑到行业需求仍保持稳定增长，我们假定电网自动化、节能环保板块业务收入将保持中高速增长的趋势。

工业控制业务收入将维持稳定，因发电装机及风光等新能源发电需求将出现波动，我们假设发电及新能源业务未来几年将持续下滑。

表 9：分项业务假设

报告期	2016 年报	2017E	2018E	2019E
电网自动化				
收入	758,511.45	834362.60	917798.85	1009578.74
增长率	23.08%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	553,713.04	613256.51	674582.16	742040.37
毛利	204,798.41	221106.09	243216.70	267538.37
毛利率(%)	27.00%	26.50%	26.50%	26.50%
发电及新能源				
收入	151,205.33	136084.80	122476.32	110228.69
增长率	-20.29%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
成本	143,392.66	129049.21	116144.29	104529.86
毛利	7,812.66	7035.58	6332.03	5698.82
毛利率(%)	5.17%	5.17%	5.17%	5.17%
节能环保				
收入	143,689.55	179611.94	215534.33	247864.47
增长率	30.79%	25.00%	20.00%	15.00%
成本	109,771.16	137403.13	164883.76	189616.32
毛利	33,918.39	42208.81	50650.57	58248.15
毛利率(%)	23.61%	23.50%	23.50%	23.50%
工业控制(含轨道交通)				
收入	86,670.11	86670.11	86670.11	86670.11
增长率	71.83%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	74,158.82	74154.95	74154.95	74154.95
毛利	12,511.29	12515.16	12515.16	12515.16
毛利率(%)	14.44%	14.44%	14.44%	14.44%
其他业务				
收入	1,451.87	1451.87	1451.87	1451.87
增长率	-4.79%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	480.37	508.15	508.15	508.15
毛利	971.50	943.72	943.72	943.72
毛利率(%)	66.91%	65.00%	65.00%	65.00%
合计				
收入	1,141,528.31	1238181.31	1343931.48	1455793.88
增长率	17.95%	8.47%	8.54%	8.32%
成本	881,516.05	954371.95	1030273.31	1110849.66
毛利	260,012.25	283809.36	313658.17	344944.22
毛利率(%)	22.78%	22.92%	23.34%	23.69%

资料来源: WIND 国信证券经济研究所预测

各项业务毛利率将维持稳定，期间费用率将在 2016 年的基础上稳定下降，每年下降 0.5 个百分点以内。

表 10: 期间费用假设

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入增长率	-6.98%	8.66%	17.95%	8.47%	8.54%	8.32%
营业成本/营业收入	72.80%	74.81%	77.22%	77.08%	76.66%	76.31%
管理费用/营业收入	6.18%	6.03%	5.50%	5.50%	5.20%	4.90%
销售费用/销售收入	4.08%	4.16%	4.09%	4.05%	3.95%	3.85%
营业税及附加/营业收入	0.73%	0.77%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%

资料来源: WIND 国信证券经济研究所预测

盈利预测假设结果

根据以上假设基础, 我们得出以下盈利预测结果。

表 11: 盈利预测结果

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	11415	12382	13439	14558
营业成本	8815	9544	10303	11108
营业税金及附加	68	74	80	87
销售费用	467	501	531	560
管理费用	669	693	711	726
财务费用	(22)	(127)	(145)	(166)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(35)	(70)	(70)	(70)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1382	1626	1889	2172
营业外净收支	268	295	324	357
利润总额	1650	1921	2213	2529
所得税费用	199	232	267	305
少数股东损益	4	5	5	6
归属于母公司净利润	1447	1684	1941	2218

资料来源: WIND 国信证券经济研究所预测

盈利预测假设结果的敏感性分析

我们选取了可能会存在不确定性的收入增长率, 在现有预测的基础上 $\pm 5\%$ 进行敏感性分析。

通过分析我们发现, 在收入增长率上下波动 5%的情况下, 2017 年净利润受影响 $\pm 3.7\%$, 2018 年净利润受影响 $\pm 7.6\%$, 2019 年净利润受影响 $\pm 11.7\%$ 。

表 12: 盈利预测假设结果的敏感性分析

增长率假设	2017E	2018E	2019E
增长率 (乐观值)	13.47%	13.54%	13.32%
增长率 (中性值)	8.47%	8.54%	8.32%
增长率 (悲观值)	3.47%	3.54%	3.32%
净利润结果			
增长率 (乐观值)	17.47	20.89	24.78
增长率 (中性值)	16.84	19.41	22.18
增长率 (悲观值)	16.21	17.99	19.80

资料来源: WIND 国信证券经济研究所预测

估值及投资建议

绝对估值

我们假设行业平均资产 Beta 为 0.76, 无风险利率为 2.50%, 风险溢价为 6.50%, 在公司现股价 16.6 的情况下, 用 FCFE 估值方法, 得出估值中枢为 19.49。

表 13: FCFE 估值及敏感性分析

19.49	6.4%	6.9%	7.44%	7.9%	8.4%
3.5%	34.07	28.80	24.87	21.83	19.42
3.0%	29.94	25.84	22.67	20.15	18.10
2.5%	26.86	23.55	20.92	18.78	17.01
2.0%	24.47	21.73	19.49	17.64	16.09
1.5%	22.57	20.23	18.30	16.68	15.30
1.0%	21.01	18.99	17.30	15.86	14.61
0.5%	19.72	17.95	16.44	15.14	14.01

资料来源: WIND 国信证券经济研究所预测

相对估值

我们预计 2017/2018/2019 年, 公司将分别实现营业收入 123.82 /134.39 /145.58 亿元, 同比增长 8.5%/8.5%/8.3%; 净利润 16.84 /19.41 /22.18 亿元, 同比增长 16.4%/15.2%/14.3%。每股收益 0.69/0.80/0.91 元。

表 14: 同业公司估值对比

证券代码	证券简称	PE(2016)	PE(2017E)
600268.SH	国电南自	121.76	12.72
000400.SZ	许继电气	18.98	14.17
000682.SZ	东方电子	85.16	30.59
601126.SH	四方股份	25.86	20.53
002090.SZ	金智科技	51.03	26.13
002546.SZ	新联电子	52.91	45.69
300427.SZ	红相电力	69.96	30.84
平均		60.81	25.81

资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

如果按照 2017 年预测的行业平均市盈率测试, 公司 2017 年的合理估值是 17.80 元/股。

综合绝对估值和相对估值结果, 我们得出如果没有资产注入, 公司合理估价区间为 17.80-19.49 元/股。

投资建议

如果考虑到资产注入的增厚及二级市场增发摊薄 (假设 2017 年全部业务净利润在 2016 年 33.11 亿的基础上增加 20%), 公司 2017 年的模拟 EPS 为 0.86 元, 合理估值是 22.20 元/股。维持“买入”评级。

表 15: 模拟净利润测算

		2015	2016	2017
现股本(亿股)	A	24.29	24.29	24.29
发行股份购买资产新增股本(亿股)	B	17.21	17.21	17.21
二级市场募集配套新增股本(亿股)	C	4.86	4.86	4.86
完成后总股本(亿股)	D=A+B+C	46.36	46.36	46.36
模拟净利润(亿元)	E	26	33.11	39.732
模拟 EPS (元/股)	F=E/D	0.56	0.71	0.86

资料来源: WIND 国信证券经济研究所预测

风险提示

公司集团资产注入事项尚需通过多道程序通过才能真正执行，能否通过尚存在一定的不确定性，如果不能成功实施，公司股价基本合理，将没有太大上涨空间。

电网投资虽然未来几年预计尚处在增长通道中，但不排除因为受整个电力行业产能过剩的影响，电网投资出现下滑，从而使得公司产品需求也出现下滑。

公司未来的增长点将出现在网外及海外业务的拓展，但公司在这些领域的竞争优势尚不如在电网系统明显，不排除业务推进进度低于预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2008	2009E	2010E	2011E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	7389	3000	3000	3000	营业收入	11415	12382	13439	14558
应收款项	886	575	869	1071	营业成本	8815	9544	10303	11108
存货净额	23869	69451	109671	138995	营业税金及附加	68	74	80	87
其他流动资产	256	5246	7927	9773	销售费用	467	501	531	560
流动资产合计	32497	78272	121468	152839	管理费用	669	693	711	726
固定资产	324	684	635	586	财务费用	(22)	(127)	(145)	(166)
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	3844	3844	3844	3844	资产减值及公允价值变动	(35)	(70)	(70)	(70)
长期股权投资	771	791	811	831	其他收入	0	0	0	0
资产总计	37437	83592	126759	158100	营业利润	1382	1626	1889	2172
短期借款及交易性金融负债	5424	46465	80895	104762	营业外净收支	268	295	324	357
应付款项	2007	1171	1848	2343	利润总额	1650	1921	2213	2529
其他流动负债	6787	10493	16123	20141	所得税费用	199	232	267	305
流动负债合计	14218	58129	98866	127246	少数股东损益	4	5	5	6
长期借款及应付债券	6807	6807	6807	6807	归属于母公司净利润	1447	1684	1941	2218
其他长期负债	132	142	152	162					
长期负债合计	6939	6949	6959	6969	现金流量表（百万元）				
负债合计	21158	65078	105825	134215		2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	1417	1322	1103	852	净利润	1447	1684	1941	2218
股东权益	14863	17191	19830	23033	资产减值准备	(44)	1	(1)	(1)
负债和股东权益总计	37437	83592	126759	158100	折旧摊销	108	77	86	96
					公允价值变动损失	35	70	70	70
					财务费用	(22)	(127)	(145)	(166)
					营运资本变动	(255)	(144)	(291)	(306)
					其它	46	1	4	4
					经营活动现金流	1337	1690	1810	2081
					资本开支	17	(150)	(150)	(150)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	17	(150)	(150)	(150)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(663)	(772)	(889)	(1016)
					其它融资现金流	531	(82)	0	0
					融资活动现金流	(796)	(854)	(889)	(1016)
					现金净变动	558	686	770	914
					货币资金的期初余额	4162	4721	5406	6176
					货币资金的期末余额	4721	5406	6176	7091
					企业自由现金流	1097	1163	1241	1466
					权益自由现金流	1628	1192	1368	1611

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王 玮 13726685252	吴 国 15800476582	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁 佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许 婧 18600319171	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪 婧 18616741177	刘紫微 13828854899	夏 雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林 若 13726685252	简 洁 13726685252	吴翰文 13726685252
詹 云 13901062999	张南威 13726685252	欧子炜 18150530525	
陈雪庆 18150530525	周 鑫 13726685252		
杨云崧 18150530525	张欣慰 13726685252		
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn			