

2017年06月27日

证券研究报告·动态跟踪报告

国电南瑞(600406) 电气设备

买入(上调)

当前价: 17.39元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

国际电力集团雏形已现

投资要点

- **重组预案远超市场预期,完善海外平台搭建:** 国电南瑞本次重组除注入南瑞继保 87%股权、普瑞特高压 100%股权、普瑞工程 100%股权外,还包括南瑞通信 100%股权、上海南瑞、北京南瑞、云南南瑞等 100%股权,此外,还注入了巴西公司 99%股权、印尼公司 90%股权,使得上市公司完善了海外平台的搭建。可以认为,本次重组是南瑞有史以来动作最大的一次。
- **国际性电力集团企业是新方向:** 南瑞继保是继电保护领域的绝对龙头,其电力电子技术却一直没有得到外界的充分认识。公司本次资产注入并同时在电力电子领域的多个项目进行投资,表明公司的定位已不仅是国内电力设备企业,应是“国际一流”的国际型集团公司。我们可以参考 ABB、西门子等国际电力巨头,其电力电子及相关产品的比重,未来的“新南瑞”也不遑多让,海外平台也为海外业务的发展提供了平台和经验。
- **国网系企业改革标杆:** 本次顺利完成南瑞集团的整体上市,不仅是完成了多年前国网电科院、南瑞集团的消除同业竞争承诺,也是为国网企业未来的改革提供了方向。由于诸多历史原因,国网系企业目前仍存在种种同业竞争、管理不够优良等弊端。南瑞的整体上市为国网系企业树立了模范,未来的资产证券化、国企改革等动作都可参考南瑞。
- **上市公司盈利能力得到明显提升:** 原上市平台国电南瑞在 2016 年实现营收 114.2 亿元,归母净利润近 14.5 亿元。而本次注入资产远多于上市公司,2016 年备考净利增厚至约 33.4 亿元。作为国网系最优质的上市平台,南瑞未来的发展也将具备广阔的空间。公司未来的电力设备物联网发展及延伸将是极具潜力的看点。
- **盈利预测与投资建议:** 在不考虑重组带来的变化下,预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.71 元、0.85 元、1.05 元,对应 PE 分别为 24 倍、21 倍和 17 倍;若重组顺利完成,公司股本有望扩充至 45 亿股,目前股价折算市值对应 2016 年备考业绩仅 23 倍。我们看好公司重组后业务优化,新募投资项目提升未来发展前景,上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 电网建设投资进展或不及预期、新能源发电发展或迟缓等风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11415.28	13323.49	15585.29	18273.65
增长率	17.95%	16.72%	16.98%	17.25%
归属母公司净利润(百万元)	1447.18	1726.01	2058.43	2559.19
增长率	11.39%	19.27%	19.26%	24.33%
每股收益 EPS(元)	0.60	0.71	0.85	1.05
净资产收益率 ROE	16.21%	17.50%	18.60%	20.30%
PE	29	24	21	17
PB	4.72	4.24	3.78	3.32

数据来源: Wind, 西南证券

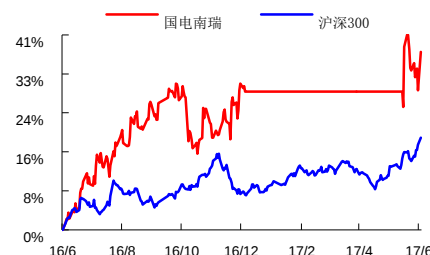
西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
执业证号: S1250513090001
电话: 023-63786561
邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹
电话: 021-68415929
邮箱: lzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	24.29
流通 A 股(亿股)	22.06
52 周内股价区间(元)	13.1-18.16
总市值(亿元)	422.39
总资产(亿元)	164.61
每股净资产(元)	3.65

相关研究

1. 国电南瑞(600406): 业绩增长强劲, 改革促再次腾飞 (2016-10-25)
2. 国电南瑞(600406): 业绩增速喜人, 承诺期临近看点多 (2016-08-24)

关键假设：

假设 1：公司电网自动化业务在国内市占率已较高，未来增速匹配着配网建设投资额增速，毛利率随着并入资产的影响而细微提升；

假设 2：发电及新能源业务在 2016 年因风电下行而受影响，未来风电行业继续向好，公司业务有望随我国风电光伏发展而稳步发展，毛利率重回正规，维持在 15%左右；

假设 3：节能环保业务随着充电桩放量、港口岸电等建设而快速发展，毛利率维持在 21%较为合理；

假设 4：工控轨交后续订单充足，随着江浙地区地铁、城铁的建设保持较高增速，而新产品软件占比的提升将带来毛利率的明显提升。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
电网自动化	收入	7585.11	8722.88	10031.31	11536.01
	增速	23.08%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	27.00%	27.00%	28.00%	30.00%
发电及新能源	收入	1512.05	1663.26	1829.58	2012.54
	增速	-20.29%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	5.17%	15.00%	15.00%	15.00%
节能环保	收入	1436.90	1796.12	2245.15	2806.44
	增速	30.8%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	23.61%	21.00%	21.00%	21.00%
工控轨交	收入	866.70	1126.71	1464.72	1904.14
	增速	71.83%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	14.44%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	收入	14.52	14.52	14.52	14.52
	增速	-4.79%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	66.91%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	11415.28	13323.49	15585.29	18273.65
	增速	17.95%	16.72%	16.98%	17.25%
	毛利率	22.78%	24.13%	24.73%	25.94%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11415.28	13323.49	15585.29	18273.65	净利润	1451.25	1743.98	2077.89	2581.34
营业成本	8815.16	10109.04	11730.40	13533.53	折旧与摊销	111.80	144.43	215.96	292.84
营业税金及附加	68.34	90.51	104.13	120.66	财务费用	-21.66	0.77	21.44	48.03
销售费用	467.26	547.93	641.10	751.01	资产减值损失	34.70	30.00	30.00	30.00
管理费用	669.22	818.66	949.65	1109.55	经营营运资本变动	14.30	-252.90	-510.05	-884.24
财务费用	-21.66	0.77	21.44	48.03	其他	233.94	-30.62	-29.79	-30.00
资产减值损失	34.70	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	1824.33	1635.65	1805.46	2037.97
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-27.60	-1190.00	-1190.00	-1190.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-295.57	3.08	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-323.18	-1186.92	-1190.00	-1190.00
营业利润	1382.26	1726.58	2108.58	2680.88	短期借款	-16.00	118.00	100.00	100.00
其他非经营损益	268.08	263.41	264.96	264.49	长期借款	0.00	200.00	300.00	400.00
利润总额	1650.35	1989.98	2373.54	2945.37	股权融资	0.42	0.00	0.00	0.00
所得税	199.10	246.01	295.64	364.03	支付股利	-655.82	-730.50	-871.25	-1039.05
净利润	1451.25	1743.98	2077.89	2581.34	其他	-7.86	-0.77	-21.44	-48.03
少数股东损益	4.07	17.97	19.46	22.16	筹资活动现金流净额	-679.26	-413.27	-492.69	-587.08
归属母公司股东净利润	1447.18	1726.01	2058.43	2559.19	现金流量净额	821.96	35.46	122.77	260.89
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	4720.64	4756.10	4878.87	5139.76	成长能力				
应收和预付款项	8709.33	10496.71	12136.94	14316.95	销售收入增长率	17.95%	16.72%	16.98%	17.25%
存货	2046.84	2351.38	2732.02	3155.57	营业利润增长率	8.15%	24.91%	22.12%	27.14%
其他流动资产	325.77	376.63	440.57	516.56	净利润增长率	9.50%	20.17%	19.15%	24.23%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	7.48%	27.12%	25.34%	28.81%
投资性房地产	53.97	53.97	53.97	53.97	获利能力				
固定资产和在建工程	587.74	1597.18	2543.64	3421.76	毛利率	22.78%	24.13%	24.73%	25.94%
无形资产和开发支出	414.77	451.40	479.48	499.02	三费率	9.77%	10.26%	10.34%	10.44%
其他非流动资产	673.33	672.83	672.33	671.83	净利率	12.71%	13.09%	13.33%	14.13%
资产总计	17532.39	20756.20	23937.81	27775.41	ROE	16.21%	17.50%	18.60%	20.30%
短期借款	82.00	200.00	300.00	400.00	ROA	8.28%	8.40%	8.68%	9.29%
应付和预收款项	8386.99	10273.08	11840.23	13626.83	ROIC	25.72%	27.66%	26.36%	26.71%
长期借款	0.00	200.00	500.00	900.00	EBITDA/销售收入	12.90%	14.05%	15.05%	16.54%
其他负债	112.64	118.89	126.72	135.43	营运能力				
负债合计	8581.63	10791.97	12766.94	15062.25	总资产周转率	0.67	0.70	0.70	0.71
股本	2428.95	2428.95	2428.95	2428.95	固定资产周转率	21.24	13.67	8.44	6.67
资本公积	1148.86	1148.86	1148.86	1148.86	应收账款周转率	1.68	1.77	1.73	1.75
留存收益	5272.63	6268.13	7455.31	8975.45	存货周转率	4.16	4.55	4.57	4.56
归属母公司股东权益	8850.44	9845.95	11033.13	12553.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.94%	—	—	—
少数股东权益	100.31	118.28	137.74	159.90	资本结构				
股东权益合计	8950.76	9964.23	11170.87	12713.16	资产负债率	48.95%	51.99%	53.33%	54.23%
负债和股东权益合计	17532.39	20756.20	23937.81	27775.41	带息债务/总负债	0.96%	3.71%	6.27%	8.63%
					流动比率	1.86	1.71	1.66	1.64
					速动比率	1.62	1.49	1.43	1.42
					股利支付率	45.32%	42.32%	42.33%	40.60%
					每股指标				
					每股收益	0.60	0.71	0.85	1.05
					每股净资产	3.69	4.10	4.60	5.23
					每股经营现金	0.75	0.67	0.74	0.84
					每股股利	0.27	0.30	0.36	0.43
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1472.41	1871.77	2345.98	3021.75					
PE	29.19	24.47	20.52	16.51					
PB	4.72	4.24	3.78	3.32					
PS	3.70	3.17	2.71	2.31					
EV/EBITDA	24.97	19.80	15.91	12.43					
股息率	1.55%	1.73%	2.06%	2.46%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn