



2017年07月31日

买入(首次评级)

当前价: 17.46元

电力设备与新能源行业研究组

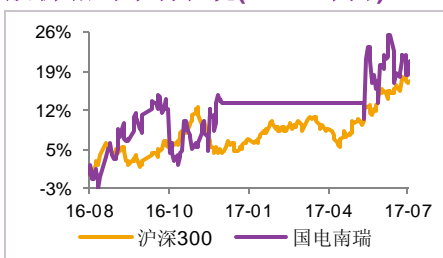
分析师: 夏春秋

执业编号: S0300517050001

电话: 021-51872230

邮箱: xiachunqiu@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	11415	13426	15707	18220
(+/-)	17.95	17.61	16.99	16.00
净利润	1451.3	1868.3	2265.0	2616.6
(+/-)	9.50%	28.74	21.23	15.52
EPS(元)	0.596	0.768	0.929	1.072
P/E	29.31	22.74	18.80	16.29

资料来源: 联讯证券研究院

国电南瑞(600406.SH)

【联讯电新公司点评】国电南瑞(600406): 业绩稳步增长, 二次设备航母整装待发

投资要点

◇ 事件概述

7月28日, 公司2017年半年报发布, 公司上半年实现营业收入41.76亿元, 同比增长10.03%, 归属于母公司净利润3.50亿元, 同比增长24.68%, 每股收益0.14元。

◇ 新老业务齐头并进, 业绩符合预期

2017上半年公司业绩稳步增长, 主要得益于公司新老业务齐头并进的发展战略。公司变电站自动化、用电自动化、调相机等产品在国网集招市场份额提升, 2017上半年电网自动化业务营业收入26.59亿元, 同比增长17.15%, 这是公司业绩保持两位数增速的主要原因。上半年地铁综合监控产品市场占有率稳定, 地铁信息化和运维业务取得市场突破, 连续中标宁波、重庆等轨道综合监控及哈牡铁路综自系统等项目; 电气化铁路市场也取得实质性突破, 中标高铁二次设备集成项目等。多重利好叠加, 工业控制(含轨道交通)领域实现营业收入4.74亿元, 同比增长44.02%, 表现抢眼。

◇ 新能源、节能业务表现不佳, 下半年有望反转

2017年上半年公司发电及新能源业务营业收入5.77亿元, 同比下降16.09%, 节能环保业务营业收入4.60亿元, 同比下降8.56%, 表现不佳, 主要还是受相关子行业市场竞争加剧、行业资金面紧等不利影响。考虑新能源相关利好政策逐渐落地, 光伏、风电市场向好趋势明显, 加上公司风功率预测等市场较快增长、参与华东地区海上风电技术标准制定、国网充换电设备集招的中标份额第一等优势, 看好公司下半年相关业务重回正轨, 全年收入有望和去年持平。而长期来看, 公司加快新产品新业务拓展, 未来有望实现业绩持续高增长。

◇ 重组方案终落地, 二次设备龙头整装待发

2016年底, 公司启动与控股股东国网电科院、南瑞集团的重大资产重组。2017年5月17日公布资产重组预案公告: 拟收购南瑞继保87%股权、普瑞特高压100%股权、普瑞工程100%股权, 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。

南瑞继保是国内继电保护领域的绝对龙头, 其核心产品在国内占有率一直高居行业首位, 尤其在特高压直流控制保护系统领域市场份额超过50%。公司原有两大板块电网自动化及工业控制、发电及水利环保, 重组后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, 同时南瑞继保、普瑞特高压、云南南瑞等标的注入将增强原有两大板块的竞争力。我们认为本次重组有望充分发挥内部协同效应, 盈利能力将得到持续释放。



◇ 投资评级

不考虑重组并表带来的变化，预计公司 2017-2019 年实现收入分别为 134.26 亿元、157.07 亿元和 182.20 亿元，归母净利润分别为 18.65 亿元、22.56 亿元和 26.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.768 元、0.929 元和 1.072 元，PE 分别为 22.74 倍、18.80 倍和 16.29 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◇ 风险提示：

1、新业务拓展不及预期；2、重组业务整合不及预期



图表1: 国电南瑞 PE-Band



资料来源:wind, 联讯证券

图表2: 国电南瑞 PB-Band



资料来源:wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4519.95	5128.12	6916.17	8433.98	经营活动现金流	1828.52	1053.14	2172.93	1807.51
应收和预付款项	8709.33	9208.71	9461.29	10073.57	净利润	1451.25	1868.31	2265.03	2616.58
存货	2046.84	2105.41	2135.90	2299.83	折旧摊销	111.80	166.92	171.92	174.42
其他流动资产	325.77	300.00	250.00	250.00	财务费用	-21.66	-18.61	-35.83	-57.63
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	34.70	35.00	25.00	25.00
投资性房地产	53.97	47.26	40.55	33.84	营运资金变动	242.69	-651.32	51.39	-689.21
固定资产和在建工程	587.74	502.93	423.12	318.32	其它	9.74	-347.16	-304.58	-261.65
无形资产和开发支出	414.77	356.87	298.97	241.07	投资活动现金流	-323.18	207.96	154.58	281.65
其他非流动资产	465.81	502.50	550.00	450.00	资本支出	0	0	0	0
资产总计	17124.18	18151.81	20076.01	22100.61	长期投资	0	0	0	0
短期借款	82.00	0.00	0.00	0.00	其他	-323.18	207.96	154.58	281.65
应付和预收款项	8067.75	7948.60	8233.07	8320.07	筹资活动现金流	-679.26	-652.93	-539.46	-571.35
长期借款	0.00	50.00	100.00	150.00	短期借款	0	-82.00	-0.00	-0.00
其他负债	3.14	3.50	5.00	5.00	长期借款	0	50.00	50.00	50.00
负债合计	8152.89	8002.10	8338.07	8475.07	其他	-679.26	-620.93	-589.46	-621.35
股本	2428.95	2428.95	2428.95	2428.95	现金净增加额	826.15	608.17	1788.05	1517.80
资本公积	1148.86	1148.86	1148.86	1148.86					
留存收益	5272.63	6447.31	8026.49	9901.00	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权益	8850.44	10025.12	11604.30	13478.82	成长能力				
少数股东权益	100.31	104.05	113.11	126.19	营业收入	11415.28	13425.51	15706.51	18219.55
股东权益合计	8950.76	10129.17	11717.41	13605.01	营业利润	1382.26	1848.41	2365.24	2829.33
负债和股东权益合计	17103.65	18131.28	20055.48	22080.08	归属母公司净利润	1447.18	1864.57	2255.97	2603.50
					获利能力				
					毛利率	22.78%	22.68%	23.04%	23.31%
					净利率	12.71%	13.92%	14.42%	14.36%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	16.35%	18.60%	19.44%	19.32%
营业收入	11415.28	13425.51	15706.51	18219.55	ROIC	20.16%	22.26%	25.04%	28.77%
营业成本	8815.16	10380.61	12087.73	13972.57	偿债能力				
营业税金及附加	68.34	65.79	70.68	83.81	资产负债率	47.61%	44.08%	41.53%	38.35%
营业费用	467.26	443.04	486.90	564.81	现金比率	55.46%	64.52%	84.00%	101.37%
管理费用	669.22	671.28	706.79	801.66	流动比率	1.91	2.11	2.28	2.53
财务费用	-21.66	-18.61	-35.83	-57.63	速动比率	1.62	1.80	1.99	2.22
资产减值损失	34.70	35.00	25.00	25.00	营运能力				
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.67	0.74	0.78	0.82
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1.40	1.56	1.78	1.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	4.31	4.93	5.66	6.08
营业利润	1382.26	1848.41	2365.24	2829.33	每股指标(元)				
其他非经营损益	268.08	349.60	299.50	249.00	每股收益	0.596	0.768	0.929	1.072
利润总额	1650.35	2198.01	2664.74	3078.33	每股经营现金	0.753	0.434	0.895	0.744
所得税	199.10	329.70	399.71	461.75	每股净资产	3.644	4.127	4.777	5.549
净利润	1451.25	1868.31	2265.03	2616.58	估值比率				
少数股东损益	4.07	3.74	9.06	13.08	P/E	29.31	22.74	18.80	16.29
归属母公司股东净利润	1447.18	1864.57	2255.97	2603.50	P/B	4.79	4.23	3.65	3.15
EBITDA	1736.30	2296.33	2750.83	3145.12	EV/EBITDA	23.24	17.47	14.12	12.05
EPS（元）	0.596	0.768	0.929	1.072					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

夏春秋：美国 Texas A&M University 经济学硕士，2015 年 2 月加入华宝证券投资银行部，任项目经理，2016 年 8 月加入联讯证券研究院，任电力设备与新能源行业分析师，重点覆盖新能源发电、电力设备、能源互联网等领域。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com