

强烈推荐-A (维持)

国电南瑞 600406.SH

目标估值: 21-23 元

当前股价: 18.78 元

2018 年 12 月 11 日

发布股权激励方案

基础数据

上证综指	2594
总股本(万股)	458366
已上市流通股(万股)	220575
总市值(亿元)	861
流通市值(亿元)	414
每股净资产(MRQ)	5.7
ROE(TTM)	18.0
资产负债率	43.2%
主要股东	南瑞集团有限公司
主要股东持股比例	52.21%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《国电南瑞(600406)一经营质量较高,有能力保持中速增长》2018-10-30
- 2、《国电南瑞(600406)一业绩超预期,有望保持中长期的稳健增长》2018-08-28
- 3、《国电南瑞(600406)一拟变更坏账计提政策》2018-05-25

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

研究助理

普绍增
pushaozeng@cmschina.com.cn

公司发布限制性股票激励计划(草案)公告,拟向总工程师、总会计师(兼董秘)、副总经理、其他核心骨干员工等不超过 1000 人授予合计 3970 万股。激励计划股票占公司股本总额的 0.87%,为一次性授予,无预留部分。授予价格为每股 9.08 元。较灵活的市场化激励是公司集团的核心竞争力之一,股权激励计划有助于更好的激励公司经营骨干,维持“强烈推荐”评级,上调目标价到 21-23 元。

- 推出限制性股票激励计划。此次激励对象为总工程师、总会计师(兼董秘)、副总经理、其他核心骨干员工等不超过 1000 人,占 2017 年总员工数(5864)的 17.05%,激励计划股票占公司总股本的 0.87%。此次股权激励计划覆盖范围广,涵盖了公司核心管理、技术、业务人员。
- 多重目标考核,有助于更好的激励经营骨干。本次公司考核的标准有 4 个方面:第一,净资产收益率从 2019 年到 2022 年分别不低于 13.2%、13.5%、13.8%、14%,且不低于于同行业对标企业 75 分位值水平;第二、各年净利润较 2017 年复合增速不低于 11%,且不低于于同行业对标企业 75 分位值水平;第三、成本费用率率从 2019 年到 2022 年分别不高于 84.80%、84.78%、84.75%、84.73%;第四、各年需完成南瑞集团下达的经济增加值目标,且 ΔEVA 大于 0。
- 有能力保持稳健增长。公司在电力调度、信通、变电站自动化、直流、配网、等领域具有国内、国际领先的产品竞争力。公司下游细分行业中,配网、信通等子行业有望保持不错的投资增长,调度有可能在 2019-2020 年开始一轮更新。此外,电网租赁产业近几年发展较快,公司业务面宽具有解决方案优势。总体来看,公司有望通过细分领域的机会保持稳健增长;而更大的发展,可能需要网外、海外业务的突破。
- 投资建议:公司在大二次领域的产品与企业综合竞争力优势突出,中期看不到大的竞争对手,负债率维持在低位,现金流较好,经营质量较高。综合行业态势与公司能力,我们认为公司有能力保持中速发展。比较市场化的激励是公司的核心竞争力之一,此次激励有利于更好的激励企业骨干。维持“强烈推荐”评级,上调目标价到 21-23 元。
- 风险提示:集团资产整合进度低于预期;下游客户政策变化的波动。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	11415	24198	29219	34068	40162
同比增长	18%	112%	21%	17%	18%
营业利润(百万元)	1651	4201	4867	5668	6748
同比增长	29%	154%	16%	16%	19%
净利润(百万元)	1716	3241	4002	4689	5559
同比增长	32%	89%	24%	17%	19%
每股收益(元)	0.37	0.71	0.87	1.02	1.21
PE	50.2	26.6	21.5	18.4	15.5
PB	9.7	4.4	3.1	2.8	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

1、推出股权激励计划

推出限制性股票激励计划。此次激励对象为总工程师、总会计师（兼董秘）、副总经理、其他核心骨干员工等不超过 1000 人，占 2017 年总员工数（5864）的 17.05%，激励计划股票占公司总股本的 0.87%。此次股权激励计划覆盖范围广，涵盖了公司核心管理、技术、业务人员。有利于公司吸引和绑定优秀人才，调动核心人才的积极性，保证股东利益，公司利益和核心团队个人利益的一致性。

多重目标考核，彰显公司未来经营、管理、增长的信心。本次公司考核的标准有 4 类：第一，净资产收益率从 2019 年到 2022 年分别不低于 13.2%、13.5%、13.8%、14%，且不低于于同行业对标企业 75 分位值水平；第二、各年净利润较 2017 年复合增速不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；第三、成本费用率率从 2019 年到 2022 年分别不高于 84.80%、84.78%、84.75%、84.73%；第四、各年需完成南瑞集团下达的经济增加值目标，且 ΔEVA 大于 0。

假设 2019 年 1 月授予，公司授予的 3970 万股限制性股票应确认的总费用为 36325.5 万元（假设授予日股价为 18.23 元/股），2019 年到 2023 年分别确认 11654 万元、11654 万元、7114 万元、4087 万元、1816 万元。

比较市场化的激励是公司的核心竞争力之一，有助于激励企业经营骨干。公司与集团的薪酬体系一直比较市场化，这也是公司过去能持续吸引人才并在南京形成中国电力软件大本营的主要原因之一。此次激励涵盖 1000 多位企业骨干员工，有助于增强凝聚力并激发中层活力与积极性。

表 1：激励对象构成

姓名	职务	获授限制性股票数量(万股)	获授权益占授予总量比例	获授权益占股本总额比例
杨志宏	总工程师	7	0.18%	0.0015%
方飞龙	总会计师、董秘	7	0.18%	0.0015%
倪斌	副总经理	7	0.18%	0.0015%
其他核心骨干员工（不超过 997 人）		3949	99.47%	0.86%
合计		3970	100.00%	0.87%

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：公司业绩考核要求

解除限售	业绩考核目标
第一个解除限售期	2019 年净资产收益率不低于 13.2%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 2019 年较 2017 年净利润复合增长率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 2019 年成本费用占收入比重不高于 84.80%； 2019 年完成南瑞集团下达的经济增加值目标，且 ΔEVA 大于 0。
第二个解除限售期	2020 年净资产收益率不低于 13.5%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 2020 年较 2017 年净利润复合增长率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 2020 年成本费用占收入比重不高于 84.78%； 2020 年完成南瑞集团下达的经济增加值目标，且 ΔEVA 大于 0。

解除限售	业绩考核目标
第三个解除限售期	2021年净资产收益率不低于13.8%，且不低于同行业对标企业75分位值水平； 2021年较2017年净利润复合增长率不低于11%，且不低于同行业对标企业75分位值水平； 2021年成本费用占收入比重不高于84.75%； 2021年完成南瑞集团下达的经济增加值目标，且 Δ EVA大于0。
第四个解除限售期	2022年净资产收益率不低于14%，且不低于同行业对标企业75分位值水平； 2022年较2017年净利润复合增长率不低于11%，且不低于同行业对标企业75分位值水平； 2022年成本费用占收入比重不高于84.73%； 2022年完成南瑞集团下达的经济增加值目标，且 Δ EVA大于0。

资料来源：公司公告、招商证券

注：考核净利润为扣非后归母净利润，2017年重组调整后，扣非后归母净利润为31.08亿元

表3：摊销费用预计（单位，万股，百万元）

授予数量	总成本	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
3970	363.26	116.54	116.54	71.14	40.87	18.16

资料来源：公司公告、招商证券

注：

- 1、上述费用为授予为2019年1月、授予日股价为18.23元/股的两个假设下估计
- 2、最终摊销费用以年报为准

2、有能力保持中速增长

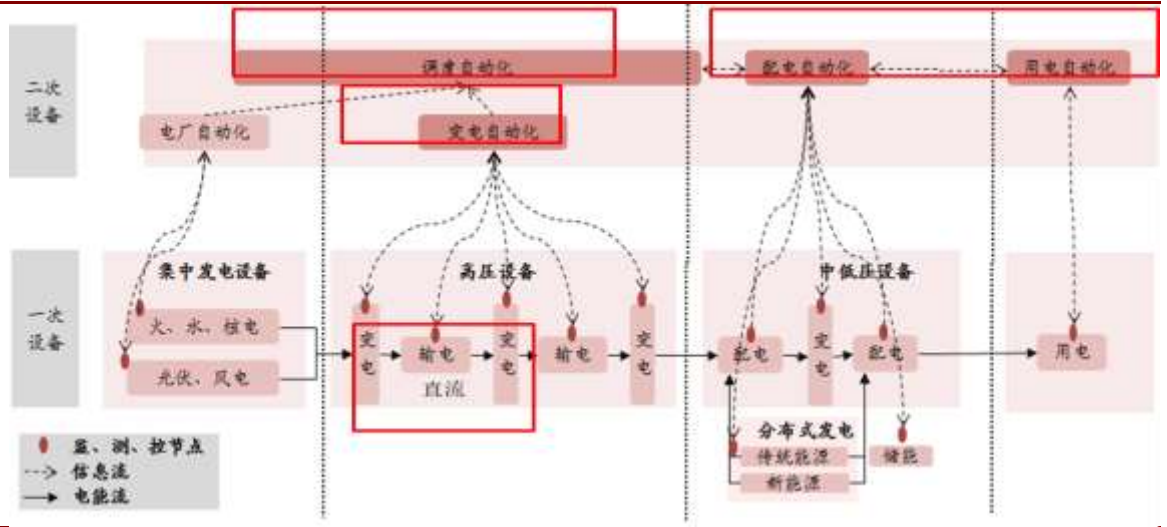
电网投资有支撑。从行业来看，主要下游客户电网公司的现金流、负债情况都非常优秀，潜在投资能力强大。电网投资的大周期是用电量周期，因此预计常规电网投资能够维持在当前规模。考虑到新一轮特高压建设启动，将在2019-2020年带来逆周期的投资增量。

通过细分领域的机会，有望保持中速增长。公司电网自动化、信通业务快速增长，而调度、直流业务持平或略降。此外，公司近几年总包与租赁业务占比在提升，特别详细的拆分有难度。考虑到公司已经在变电站自动化、调度、直流、配电与用电、电力信通产业都遥遥领先或者处于行业第一水平，根据上细分板块自上而下估计可行性更高。从公司几大细分板块来看：

- 1) 直流业务2019-2020年将有较好增长；
- 2) 信通业务有望保持快速增长；
- 3) 配网自动化与信息化，一方面行业仍有增长，另一方面，公司完成整体注入后，上市公司在变电站自动化、配网与用电信息化、调度、直流主要电气自动化进行系统集成产品、管理条件更更好，公司也开始在集成、租赁等领域加强投入，近年来，公司的租赁、总包业务也获得快速发展；
- 4) 调度业务预计明年将保持平稳，但2020年可能启动新一轮快速发展。

综合来看，公司通过国内电力自动化细分领域的机会，有能力实现中速增长；短期看，公司年内主要板块态势会延续，但轨交PPP项目转让预计在Q4有部分额外效益拉动。

图 1 公司在电力自动化领域均处于领先地位



资料来源：招商证券

表 4: 公司经营分析 (%)

	2014	2015	2016	2017	2016Q3	2017Q3	2018Q3
ROE	19.41	17.09	17.12	22.96	9.46	9.65	10.20
ROA	9.27	8.52	8.58	11.66	4.74	4.82	5.15
ROIC	16.47	14.68	14.96	19.99	8.45	8.62	7.09

资料来源：公司公告，招商证券

表 5: 负债情况分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
负债率 (%)	51.1	49.1	53.8	51.2	50.0	48.9	54.0	43.2
短期借款 (百万元)	400	340	615.5	492	98.0	82.0	62.0	1857.6
长期借款 (百万元)								
一年到期非流动负债 (百万元)							2106.2	12.1

资料来源：公司公告，招商证券

表 6: 公司年度现金流情况回顾

(%)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
经营净现金/净利润	60	63	51	53	46	130	91	126	89
自由现金流/净利润	27	48	34	42	35	119	78	119	57

资料来源：公司公告，招商证券

表 7: 两大电网公司客户的报表分析

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
资产负债率 (%)												
国家电网	60.1	63.1	65.1	61.8	60.0	57.0	57.0	56.1	55.3	55.9	57.6	57.1
南方电网		63.0	65.9	67.7	65.7	65.7	65.4	63.8	61.5	60.6	60.7	61.1
带息负债率 (%)												
国家电网	27.9	35.9	36.3	31.7	30.5	27.0	26.3	25.5	24.8	23.1	22.2	21.6
南方电网		41.8	47.3	47.2	46.8	44.3	40.7	39.1	37.8	34.6	32.6	32.9
现金流净额/净利润 (倍)												
国家电网	5.3	33.2	(120.2)	7.2	6.9	3.6	6.4	5.6	4.7	5.7	6.8	6.7
南方电网		7.9	23.5	8.7	13.0	10.6	9.8	8.5	6.3	6.1	6.0	4.8

资料来源：公司官网数据，招商证券

3、投资建议

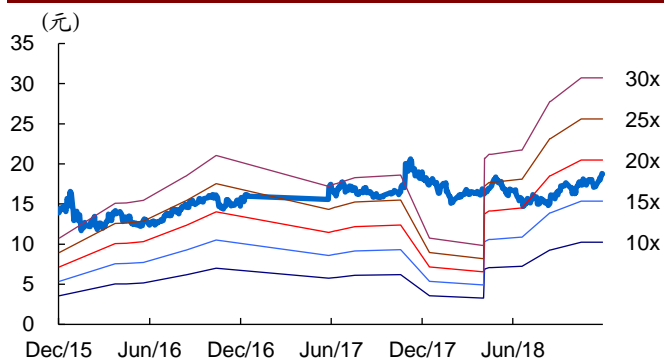
公司在电网自动化领域竞争力遥遥领先，中期看不到有后劲的竞争对手，综合公司竞争力与行业特点，我们认为，通过国内市场获得中速增长在公司的能力范围内，但是长期来看，更高的发展应着眼于网外、海外。

目前负债率 43.3%，带息负债总额 18.6 亿元且为集团委托贷款，在手现金 85 亿元左右，现金流、自由现金流保持较好，ROE 维持在 20% 以上，经营质量保持在较好状态，上调目标价为 21-23 元，维持强烈推荐评级。

风险提示

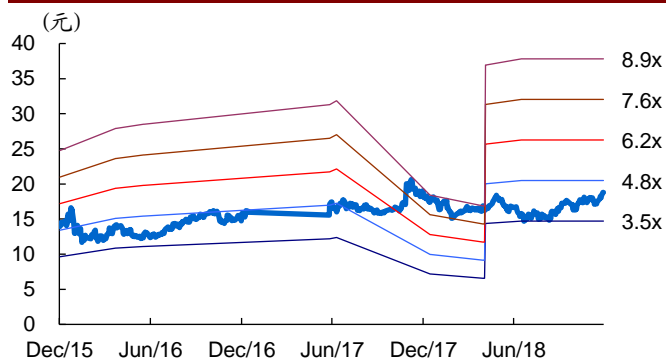
- 1、资产整合进度低预期，本次集团基本将核心资产全部注入了上市公司，注入资产体量较大，业务范畴也不局限于电网内部，上市公司业务及管理梳理任务较重，可能造成整合进度低预期。
- 2、项目确认延后。公司设备交货及租赁项目确认如果发生延后，会对收入确认产生直接影响。
- 3、IGBT 业务研发低预期。公司目前已大手笔投入 IGBT 研发，研发进展如果低预期，会导致公司费用的持续增长，进而影响业绩表现。

图 2：国电南瑞历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：国电南瑞历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	15803	35670	45820	53269	61051
现金	4721	8737	14641	18229	19710
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1470	1897	3052	3539	3838
应收款项	6703	14994	17296	19507	23474
其它应收款	115	361	436	508	599
存货	2047	5560	5965	6804	8428
其他	747	4121	4431	4683	5002
非流动资产	1730	10308	10390	10699	11987
长期股权投资	0	5	5	5	5
固定资产	557	5223	6997	7389	8751
无形资产	308	882	794	714	643
其他	865	4198	2594	2591	2588
资产总计	17532	45978	56210	63968	73038
流动负债	8512	24670	25258	29136	34066
短期借款	82	62	0	0	0
应付账款	5296	12236	15118	17469	20434
预收账款	1682	3523	4352	5029	5883
其他	1451	8850	5787	6638	7749
长期负债	70	164	164	164	164
长期借款	0	0	0	0	0
其他	70	164	164	164	164
负债合计	8582	24835	25422	29301	34230
股本	2429	4202	4584	4584	4584
资本公积金	1149	4020	9747	9747	9747
留存收益	5273	11157	13510	16358	19572
少数股东权益	100	1764	2948	3979	4905
归属于母公司所有者权益	8850	19380	27840	30688	33903
负债及权益合计	17532	45978	56210	63968	73038

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	11415	24198	29219	34068	40162
营业成本	8815	16936	20925	24179	28282
营业税金及附加	68	295	356	415	489
营业费用	467	1277	1542	1798	2119
管理费用	669	1934	2306	2689	3129
财务费用	(22)	93	(155)	(164)	(190)
资产减值损失	35	83	(38)	68	169
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	269	584	584	584	584
营业利润	1651	4201	4867	5668	6748
营业外收入	269	50	50	50	50
营业外支出	0	4	4	4	4
利润总额	1919	4247	4913	5714	6794
所得税	199	545	687	763	923
净利润	1720	3703	4226	4952	5870
少数股东损益	4	462	224	262	311
归属于母公司净利润	1716	3241	4002	4689	5559
EPS (元)	0.37	0.71	0.87	1.02	1.21

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	18%	112%	21%	17%	18%
营业利润	29%	154%	16%	16%	19%
净利润	32%	89%	24%	17%	19%
获利能力					
毛利率	22.8%	30.0%	28.4%	29.0%	29.6%
净利率	15.0%	13.4%	13.7%	13.8%	13.8%
ROE	19.4%	16.7%	14.4%	15.3%	16.4%
ROIC	15.9%	17.2%	12.9%	13.5%	14.4%

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1824	3301	939	5382	5012
净利润	1716	3241	4002	4689	5559
折旧摊销	112	547	1039	1161	1284
财务费用	3	154	(155)	(164)	(190)
投资收益	0	(33)	(584)	(584)	(584)
营运资金变动	(572)	(2366)	(3140)	(51)	(1538)
其它	566	1758	(224)	330	480
投资活动现金流	(323)	(1879)	(163)	(702)	(1960)
资本支出	(93)	(1195)	(1124)	(1471)	(2575)
其他投资	(230)	(684)	961	769	615
筹资活动现金流	(679)	(2191)	5128	(1093)	(1571)
借款变动	253	(6038)	(68)	0	0
普通股增加	0	1773	382	0	0
资本公积增加	0	2871	5726	0	0
股利分配	(1238)	(1375)	(1650)	(1841)	(2345)
其他	305	578	739	748	773
现金净增加额	822	(770)	5904	3587	1481

偿债能力

资产负债率	48.9%	54.0%	45.2%	45.8%	46.9%
净负债比率	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	1.4	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.6	1.2	1.6	1.6	1.5
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	4.2	4.5	3.6	3.8	3.7
应收帐款周转率	1.7	2.2	1.8	1.9	1.9
应付帐款周转率	1.7	1.9	1.5	1.5	1.5

每股资料 (元)

每股收益	0.37	0.71	0.87	1.02	1.21
每股经营现金	0.40	0.72	0.20	1.17	1.09
每股净资产	1.93	4.23	6.07	6.69	7.40
每股股利	0.30	0.36	0.40	0.51	0.59

估值比率

PE	50.3	26.6	21.6	18.4	15.5
PB	9.7	4.5	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	55.4	19.8	16.3	14.1	12.0

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。