

国电南瑞 (600406.SH) 输配电及控制行业

评级：买入 上调评级

公司点评

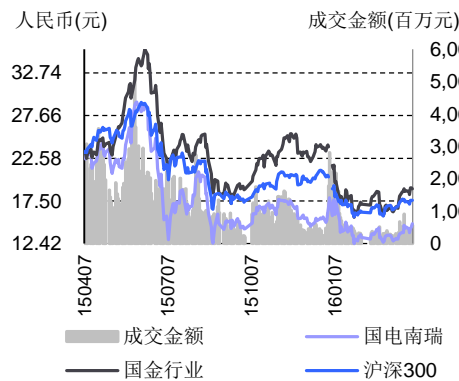
市场价格 (人民币): 14.78 元

目标价格 (人民币): 18.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,205.75
总市值(百万元)	35,899.93
年内股价最高最低(元)	29.29/12.42
沪深 300 指数	3221.89
上证指数	3009.53



相关报告

1. 《受益配网大投资，国企改革值得期待-国电南瑞公司研究简报》，2015.9.25

苏广宁

联系人
(8621)61620766
suguangning@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

四季度力挽狂澜，光伏、节能板块是未来亮点

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.528	0.535	0.600	0.660	0.721
每股净资产(元)	2.94	3.32	3.87	4.43	5.05
每股经营性现金流(元)	0.70	0.50	0.55	0.55	0.59
市盈率(倍)	27.54	31.18	24.65	22.40	20.49
行业优化市盈率(倍)	56.84	109.50	91.20	91.20	91.20
净利润增长率(%)	-19.82%	1.26%	12.12%	10.03%	9.29%
净资产收益率(%)	17.95%	16.12%	15.51%	14.91%	14.29%
总股本(百万股)	2,428.95	2,428.95	2,428.95	2,428.95	2,428.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 报告期内，公司实现营业收入 96.78 亿元，同比增长 8.66%；归属于母公司净利润 12.99 亿元，同比增长 1.26%，每股收益 0.53 元；每股经营性现金流 0.495 元，同比下滑 29%。

经营分析

- **四季度收入加速确认，力挽狂澜：**2015 年 4 季度，公司确认营业收入 50.98 亿元，占全年的 52.7%，净利润由前三季度同比大幅下滑 55% 转为增长。公司四季度采取了较为严格的应收账款管理制度，促进资金回流，2015 年底应收账款同比减少了 1.76 个百分点。不过应收票据同比增长了 153%，每股经营性现金流同比下滑 29%。
- **调度自动化趋于平稳，配网自动化有望放量：**电网自动化业务仍为公司最主要的利润来源，2015 年利润占比虽有所下滑，但仍占 74.9% 的绝对主导地位。**调度自动化方面**，公司 2015 年中标 23 个地调项目，电力交易平台业务也大幅增长，2016 年地调推广速度有望进一步加快，但是由于国调、省调等改造接近尾声，我们判断整个调度自动化板块未来将保持平稳。**配网自动化方面**，我们预期 2016 年招标量有望大幅增长（虽然，2016 年 4 月的配网自动化招标并未出现明显增长），公司下属北京科东是主要参与主体，按照我们的测算 2015 年配网终端中标金额市占率约为 5.4%。此外，变电站自动化市场竞争较为激烈，毛利率持续下行。
- **光伏业务大幅增长，虚拟同步机技术值得关注：**2015 年签订陕西定边、菲律宾等 EPC 总包项目近 300MWp，子公司“南瑞太阳能”实现净利润 5184 万元，同比增长 60%；此外我们注意到，公司正在研发**虚拟同步机技术**，虽然年报中并未重点提及，但是我们认为该技术对于未来分布式能源、微网、电动汽车发展起到重要作用，将大幅提升电力系统的消纳能力。**虚拟同步机将使并网逆变器能够模拟同步发电机的运行机理，从内部机制和外特性上与传统同步发电机一样，促进风电、光伏发电上网的稳定性、安全性。未来虚拟同步机技术的广泛推广将为公司营收带来明显增量。**
- **受益充电桩放量，节能环保板块持续高增长确定：**2015 年公司实现节能环保业务营业收入 10.99 亿元，同比增长 60%。电网节能、港口岸电、智慧城市、水处理等新兴业务贡献增量，签约江苏、福建**配网节能改造重大项目**，泰州新华港等 17 套**港口岸电项目**，广州市**景观路灯智能控制项目**，烟台万

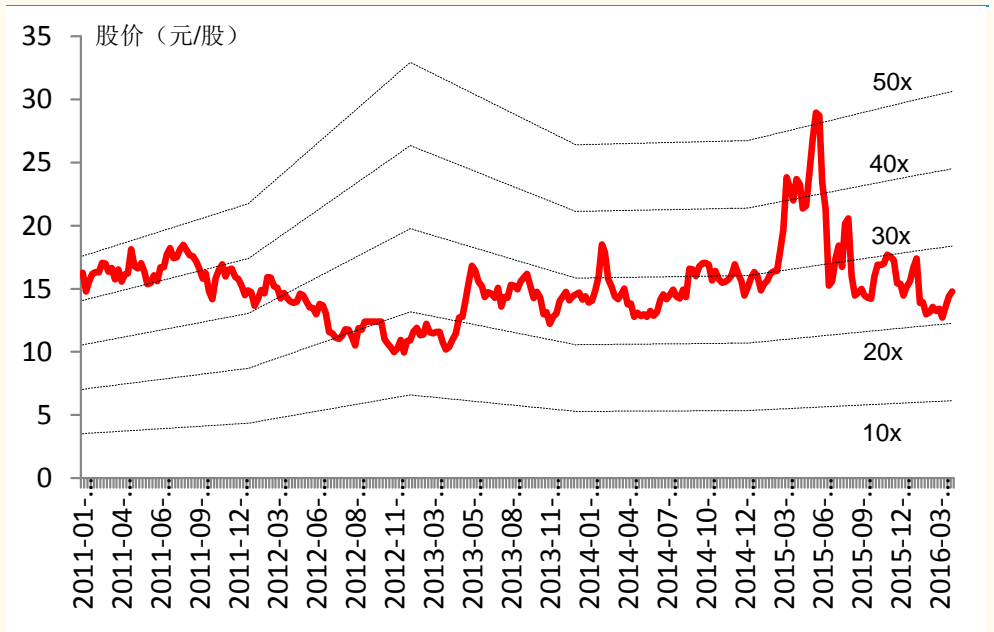
华回用水处理总包项目，湿式电除尘设备等新产品取得应用突破。展望2016年，随着国网充电桩招标放量，充电桩业务将支撑板块持续高速增长。（2015年四季度，公司中标充电设备1.77亿元，市占率约12%）

- **轨道交通板块将迎来业绩拐点：**虽然，近3年轨道交通板块营收持续下滑，但随着南京宁和PPP项目2016-2017年进入密集确认期，今年有望迎来反转（我们判断，2017年营收确认比例大于2016年）。此外，产品市占率稳中有升，轨交综合监控产品年中标率30%以上，居同业首位。
- **资产注入是2016年最大看点：**2013年11月重大资产重组时，控股股东南瑞集团、国网电科院承诺，将在3年内通过业务整合、股权转让、资产注入等方式解决公司与普瑞特高压、中电普瑞、南瑞继保之间存在的同业竞争关系。其中，如果南瑞继保完全注入对公司来说将是重大利好，但我们认为这种概率只有50%。

盈利预测与投资建议

- 我们预期公司2016-2018年EPS为0.60, 0.66, 0.72，对应4月1日收盘价为25x/22x/20x PE，考虑历史估值水平及资产注入预期，给予2016年30x估值，目标价18元。

图表1：此处录入标题



来源：国金证券研究所

风险

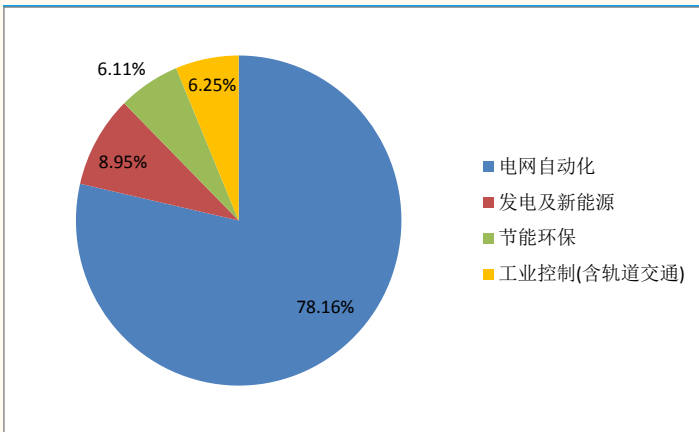
- 南瑞继保资产注入低于预期

图表2：年报分产品业务构成情况

	营业收入	营业成本	毛利率	收入同比增减	成本同比增减	毛利率同比增减
电网自动化	6,162,729,822.55	4,336,570,129.45	29.63	0.93	2.95	-1.38%
发电及新能源	1,896,973,352.84	1,625,940,569.25	14.29	21.75	21.21	+0.38%
节能环保	1,098,658,999.68	874,236,574.97	20.43	60.00	62.29	-1.12%
工控（含轨道交通）	504,401,818.82	400,440,613.51	20.61	-6.47	3.24	-7.46%

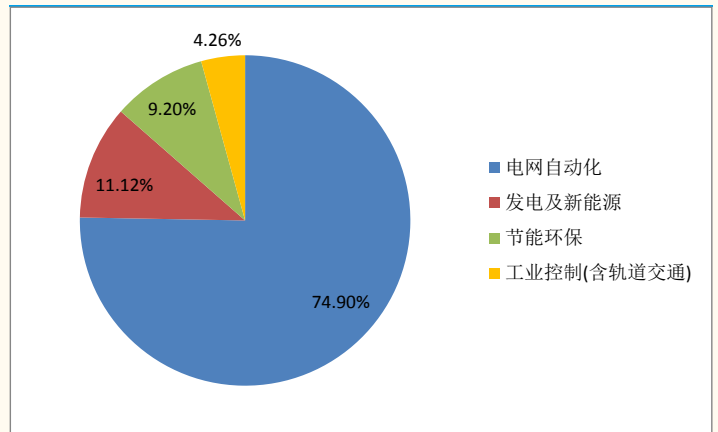
来源：国金证券研究所

图表 3: 2014 毛利贡献分布图



来源: 国金证券研究所

图表 4: 2015 毛利贡献分布图



来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	9,576	8,907	9,678	10,686	11,825	13,314	货币资金	2,772	3,901	4,162	5,558	6,916	8,229
增长率		-7.0%	8.7%	10.4%	10.7%	12.6%	应收款项	6,995	7,040	8,031	8,395	9,209	10,287
主营业务成本	-6,982	-6,484	-7,240	-8,039	-8,939	-10,124	存货	2,064	2,104	2,148	2,343	2,565	2,876
%销售收入	72.9%	72.8%	74.8%	75.2%	75.6%	76.0%	其他流动资产	401	430	483	534	593	671
毛利	2,594	2,423	2,438	2,647	2,887	3,190	流动资产	12,232	13,475	14,824	16,829	19,284	22,063
%销售收入	27.1%	27.2%	25.2%	24.8%	24.4%	24.0%	%总资产	92.2%	91.1%	90.9%	92.0%	92.9%	93.6%
营业税金及附加	-84	-65	-75	-80	-89	-100	长期投资	93	58	56	56	56	56
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	498	531	592	589	614	644
营业费用	-364	-364	-402	-427	-473	-533	%总资产	3.8%	3.6%	3.6%	3.2%	3.0%	2.7%
%销售收入	3.8%	4.1%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	无形资产	316	387	409	399	389	380
管理费用	-494	-577	-619	-673	-733	-812	非流动资产	1,042	1,322	1,475	1,463	1,478	1,498
%销售收入	5.2%	6.5%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%	%总资产	7.8%	8.9%	9.1%	8.0%	7.1%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	1,652	1,417	1,342	1,466	1,592	1,745	资产总计	13,274	14,797	16,299	18,292	20,761	23,561
%销售收入	17.3%	15.9%	13.9%	13.7%	13.5%	13.1%	短期借款	616	492	98	0	0	0
财务费用	-8	-10	15	97	129	157	应付款项	6,309	7,009	7,900	8,494	9,436	10,676
%销售收入	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.9%	-1.1%	-1.2%	其他流动负债	213	39	95	224	356	371
资产减值损失	-156	-158	-79	-145	-136	-148	流动负债	7,137	7,540	8,093	8,718	9,792	11,046
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	0	0	0	其他长期负债	7	38	55	60	65	70
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	7,145	7,578	8,148	8,778	9,857	11,116
营业利润	1,488	1,248	1,278	1,418	1,585	1,754	普通股股东权益	6,072	7,147	8,058	9,393	10,753	12,262
营业利润率	15.5%	14.0%	13.2%	13.3%	13.4%	13.2%	少数股东权益	57	71	93	121	151	183
营业外收支	308	213	254	250	250	250	负债股东权益合计	13,274	14,797	16,299	18,292	20,761	23,561
税前利润	1,796	1,461	1,532	1,668	1,835	2,004	比率分析						
利润率	18.8%	16.4%	15.8%	15.6%	15.5%	15.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-180	-160	-207	-183	-202	-220	每股指标						
所得税率	10.0%	10.9%	13.5%	11.0%	11.0%	11.0%	每股收益	0.659	0.528	0.535	0.600	0.660	0.721
净利润	1,615	1,301	1,325	1,485	1,633	1,784	每股净资产	2.500	2.943	3.317	3.867	4.427	5.048
少数股东损益	15	18	26	28	30	32	每股经营现金净流	0.304	0.697	0.495	0.547	0.551	0.588
归属于母公司的净利润	1,600	1,283	1,299	1,457	1,603	1,752	每股股利	0.100	0.160	0.000	0.050	0.100	0.100
净利率	16.7%	14.4%	13.4%	13.6%	13.6%	13.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	26.36%	17.95%	16.12%	15.51%	14.91%	14.29%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	12.06%	8.67%	7.97%	7.96%	7.72%	7.43%
净利润	1,615	1,301	1,325	1,485	1,633	1,784	投入资本收益率	22.03%	16.36%	14.06%	13.72%	12.99%	12.48%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	216	250	186	238	235	255	主营业务收入增长率	58.85%	-6.98%	8.66%	10.41%	10.67%	12.59%
非经营收益	-17	4	13	-246	-250	-250	EBIT 增长率	51.58%	-14.24%	-5.31%	9.30%	8.57%	9.65%
营运资金变动	-1,076	138	-322	-149	-280	-360	净利润增长率	51.55%	-19.82%	1.26%	12.12%	10.03%	9.29%
经营活动现金净流	738	1,693	1,203	1,328	1,339	1,429	总资产增长率	73.00%	11.47%	10.16%	12.23%	13.50%	13.49%
资本开支	-164	-148	-172	169	136	122	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	168.3	250.7	253.0	250.0	250.0	250.0
其他	2	-154	-77	0	0	0	存货周转天数	92.2	117.3	107.2	108.0	108.0	108.0
投资活动现金净流	-161	-302	-249	169	136	122	应付账款周转天数	160.5	255.6	253.3	250.0	250.0	250.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	17.6	20.6	19.5	17.8	16.7	15.7
债权募资	55	-124	-394	-93	5	5	偿债能力						
其他	-355	-287	-413	-8	-121	-243	净负债/股东权益	-35.18%	-47.23%	-49.86%	-58.42%	-63.43%	-66.12%
筹资活动现金净流	-300	-411	-807	-102	-116	-238	EBIT 利息保障倍数	204.0	140.6	-86.7	-15.1	-12.3	-11.1
现金净流量	276	981	147	1,395	1,358	1,313	资产负债率	53.83%	51.21%	49.99%	47.99%	47.48%	47.18%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-09-25	增持	14.92	16.00~16.00

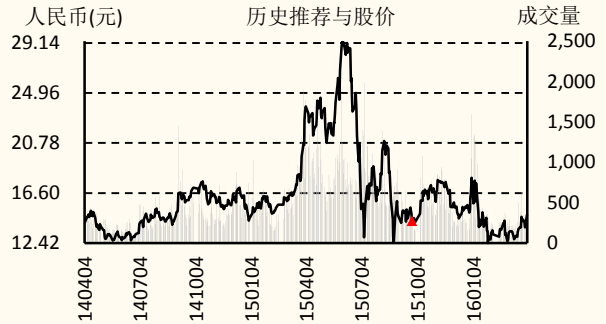
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD