

# 国电南瑞 (600406.SH)

## 智能电网龙头，改革承诺临近

### ● 解决同业竞争承诺临近，公司未来想象空间巨大

公司是国家电网控股企业，2013年11月，南瑞集团承诺3年内通过业务整合、股权转让、资产注入等方式解决普瑞特高压、中电普瑞、南瑞继保与公司之间存在的同业竞争问题。上述三家公司均经营情况良好，其中南瑞继保是继电保护行业龙头，其核心产品继电保护在220kV及以上电压等级的国内市场占有率超过45%，2015年新签合同达到87.5亿元。

### ● 智能电网龙头企业，多项产品市场份额位居前列

公司是智能电网的龙头企业，主要提供智能电网设备和整套解决方案。16年中报实现营收37.75亿，同比增长34.86%。归母净利润2.81亿，同比增长1025.43%。扣费归母净利2.75亿，同比增长1238.15%，业绩闪亮。核心电网自动化业务市场份额2015年位居国内第一，公司积极开发新产品、新技术，提高毛利率，16年中报实现22.50亿营收，同比增长25.68%。

### ● 节能环保、新能源、轨交自动化等领域不断实现突破，贡献新利润增长点

公司不断在新能源产品上坚持研发创新，推出新产品。同时抓住国家节能环保产业政策和智慧城市等发展机遇，积极培育电网节能、港口岸电、智慧城市、水处理等新业务。同时，公司取得了国内首个轨交自动化信号系统SIL4级安全评估证书。

16年中报期内，发电及新能源业务实现6.87亿的营收，同比增长31.41%。节能环保业务新产品新技术推广突破，市场竞争优势进一步增强，实现5.03亿营收，同比增长43.06%。工业控制（含轨道交通）业务部分实现营收3.29亿，同比增长157.03%。

### ● 投资建议

受益于国家电网投资结构调整，公司作为智能电网龙头将率先受益。2016-2018年EPS分别为0.60、0.71、0.85元/股，对应当前股价26X、22X、18X。同时考虑到南瑞集团解决同业竞争问题承诺临近，可以有一定估值溢价，给予买入评级。

### ● 风险提示

国网投资建设不及预期；产品竞争加剧；同业竞争问题解决不及预期；

### 盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	8,907.00	9,678.01	11,095.52	13,151.46	15,556.89
增长率(%)	-6.98%	8.66%	14.65%	18.53%	18.29%
EBITDA(百万元)	1,508.34	1,448.81	1,650.71	1,955.06	2,317.69
净利润(百万元)	1,283.06	1,299.22	1,466.64	1,733.02	2,062.43
增长率(%)	-19.82%	1.26%	12.89%	18.16%	19.01%
EPS(元/股)	0.528	0.535	0.604	0.713	0.849
市盈率(P/E)	27.54	31.18	25.52	21.60	18.15
市净率(P/B)	4.93	5.02	4.21	3.76	3.29
EV/EBITDA	21.17	25.16	19.27	15.98	13.12

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

15.41元

前次评级

买入

报告日期

2016-09-02

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,429/2,206
流通A股市值(百万元)	36,264
每股净资产(元)	3.32
资产负债率(%)	49.99
一年内最高/最低(元)	20.96/12.42

### 相对市场表现



分析师：陈子坤 S0260513080001

010-59136752

chenzikun@gf.com.cn

分析师：韩玲 S0260511030002

021-60750603

hanling@gf.com.cn

### 相关研究：

国电南瑞(600406.SH)：智能电网龙头，中报闪亮

国电南瑞(600406.SH)：二次设备龙头，多业务驱动

联系人：华鹏伟 010-59136752

huapengwei@gf.com.cn

陈乐

chenle@gf.com.cn

## 目录索引

一、智能电网龙头，业绩持续高增长 .....	4
（一）国网下属核心企业，业务覆盖整条产业链 .....	4
（二）核心业务国内第一，新兴业务发展迅猛 .....	5
（三）电网投资持续增加，为公司营收持续增长带来有力保障 .....	6
二、重点产品优势巨大，潜力产品爆发在即 .....	7
（一）调度系统、电力交易平台两大王牌产品 .....	7
（二）国家配网投资增加，配电自动化有望迎来爆发 .....	9
（三）充电桩建设提速，公司中标份额排市场前列 .....	10
（四）新产品推出，节能环保及新能源业务不断突破 .....	12
（五）项目密集交付，轨交自动化业务 16 年预计增长 .....	12
三、解决同业竞争承诺临近，公司想象空间巨大 .....	13
（一）资产整合是公司市值增长的重要驱动因素 .....	13
（二）解决同业竞争承诺临近，相关公司质地优良 .....	15
（三）南瑞集团优质资产众多 .....	17
四、投资建议: .....	19
五、风险提示 .....	19

## 图表索引

图 1: 国电南瑞股权结构.....	4
图 2: 公司历年营收及增长率.....	6
图 3: 公司历年净利润及增长率.....	6
图 4: 公司主要销售客户情况.....	7
图 5: 国家电网公司历年电网建设投资情况.....	7
图 6: D5000 系统操作界面.....	8
图 7: OPEN3200 配网自动化管理系统总框架图.....	9
图 8: 2015-2020 年国家配电网投资预测.....	10
图 9: 用电信息采集系统操作界面.....	10
图 10: 2011-2020 年我国新能源汽车新增销量 (万辆).....	11
图 11: 2010-2020 累计建成充电桩数量 (万个).....	11
图 12: 2015 年国网充电设备中标情况.....	12
图 13: 公司上市以来市值高速增长.....	14
图 14: 收购标的净利润增长率快于母公司增长.....	14
图 15: 2015 年国网招标变电站自动化中标情况.....	16
图 16: 2015 年国网招标变电站继电保护中标情况.....	16
表 1: 国电南瑞参控股公司.....	4
表 2: 国电南瑞主要业务及相关产品.....	5
表 3: 智能电网主要上市公司相关业务数据比较.....	5
表 4: 2016 年至今轨交项目交付情况.....	13
表 5: 2009 年以来重大事项.....	13
表 6: 南瑞集团承诺事项.....	15
表 7: 三家公司业务情况.....	15
表 8: 南瑞集团非上市资产情况.....	17

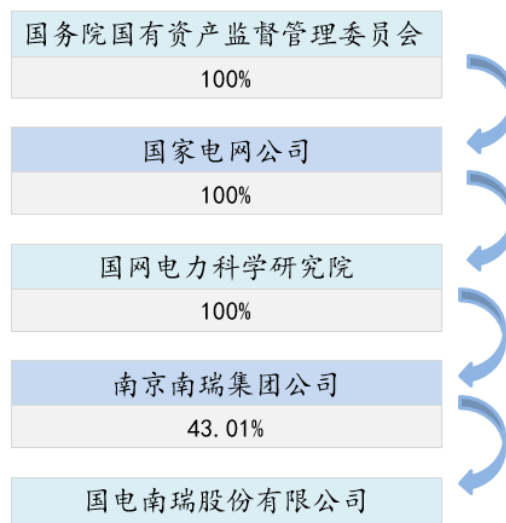
## 一、智能电网龙头，业绩持续高增长

### (一) 国网下属核心企业，业务覆盖整条产业链

国电南瑞科技股份有限公司成立于2001年2月28日，2003年9月首次向社会公众发行A股股票并于10月16日在上海证券交易所上市，成为国家电网公司系统内的首家上市公司，股票简称“国电南瑞”，证券代码“600406”。

公司实际控制人为国家电网公司，间接持有公司43.01%的股权。

图1：国电南瑞股权结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司是国网下属的电力自动化、轨道交通监控的技术、设备、服务供应商和龙头企业，下属有七家全资子公司和五家控股子公司。

表 1：国电南瑞参控股公司

被参控公司	持股比例	净利润（万元）	主营业务
北京国电富通科技发展有限责任公司	100.00	5772.95	发电及环保业务
北京科东电力控制系统有限责任公司	100.00	28091.42	电力自动化产品及集成业务
安徽南瑞继远电网技术有限公司	100.00	4189.54	电网自动化产品及集成业务, 区域工程服务
国电南瑞南京控制系统有限公司	100.00	69912.62	轨道交通电气, 电力自动化产品及集成业务
北京电研华源电力技术有限公司	100.00	2758.79	电力自动化产品及集成业务
南京南瑞太阳能科技有限公司	75.00	5183.91	新能源业务
安徽南瑞中天电力电子有限公司	100.00	3234.06	用电自动化产品及集成业务
国电南瑞三能电力仪表(南京)有限公司	51.00	901	用电自动化业务

司

国电南瑞吉电新能源(南京)有限公司	51.00	311.66	风电,光伏发电,核电等相关新能源控制产品以及其他电力电子产品等业务
-------------------	-------	--------	-----------------------------------

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

公司业务分为电网自动化、发电及新能源、工业控制(含轨道交通)、节能环保四大板块,涉及领域从电网运行过程中的调控、变压、配电,到新能源领域的风光电站设备,再到工控和轨交自动化,业务覆盖面非常广,也是国内少有的电力系统产业链上游(风光电站控制系统,环保发电、发电机组励磁设备)、中游(调度、变送电、用电)、下游(工控设备、轨交电力系统设备、家居能效管理)全覆盖的技术、设备、服务供应商。

**表 2: 国电南瑞主要业务及相关产品**

业务板块	涉及领域	主要产品
电网自动化	调度自动化 变电自动化 配电自动化 用电自动化	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、电动汽车充电设备,代表产品: D5000 智能电网调度控制系统, CEV1200 系列直流充电机
发电及新能源	发电自动化及新能源	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,代表产品: NSW3000 风电场综合监控系统
工业控制(含轨道交通)	工业控制自动化 轨道交通自动化	轨道交通综合监控系统、工业控制自动化设备及系统,代表产品: NSP3000 全厂电气综合自动化系统
节能环保	风光电站设备 综合节能技术 建筑能效管理	电网节能、电能替代、智慧照明、电动汽车充换电设备及系统、发电环保、清洁煤综合利用、水处理等,代表产品: 家居能效管理系统

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

## (二) 核心业务国内第一, 新兴业务发展迅猛

电网自动化是公司的核心业务,主要提供智能电网设备和整套解决方案。公司的产品涵盖了从调度、变电再到配电、用电一整套的电力输送过程。核心产品包括 D5000 智能电网调度控制系统、NS3000S 智能变电站自动化系统、NSR-3700A 智能电力监控和电能管理系统等。2015 年电网自动化业务营收 61.6 亿,继续保持智能电网设备国内第一的地位。

**表 3: 智能电网主要上市公司相关业务数据比较**

公司名称	智能电网业务 2015 年营收(亿元)	主要领域
国电南瑞	61.6	调度、变电、配电、用电自动化
许继电气	59.6	变电、配电、智能电表
国电南自	27.6	电网保护及自动化、智能电网一次设备

四方股份	24.1	继电保护及变电自动化、智能微网
长园集团	22.0	变电、配网
科陆电子	15.6	智能用电、配电
东方电子	17.32	信息管理和电费计量系统、电力自动化
积成电子	9.03	变电、配电、用电、发电、电网调度

数据来源：上市公司年报，广发证券发展研究中心

**发电自动化及新能源是公司第二大业务。**产品主要包括发电机组励磁、高温高压管件以及风光光伏控制设备等。其中高温管件、除灰排渣业务市场占有率保持前列，光电签订陕西定边、菲律宾等EPC总包项目近300MWp，风电变桨系统和变流器也中标国内数个100MW以上的大型风电项目。公司在该领域目前市占率还较低，但得益于公司强大的技术储备和行业整体投资增加，公司这部分业务增长非常快，2015年实现营业收入18.97亿元，同比增长达21.75%。

**节能环保业务是公司刚刚起步的业务。**去年公司主要参与了一系列配网节能改造、岸电项目、回用水处理总包项目、清洁煤综合利用、湿式电除尘设备等，同时还中标了国网公司充电设备1.77亿元。近年来我国节能产业、环保产业增速迅猛，年增长率均超过了20%，公司在2015年年报中也表达了未来要抓住国家节能环保产业政策和智慧城市等发展机遇，加大同源技术应用拓展、研发投入和商业模式创新的意愿，未来公司在这部分业务上面增长空间巨大。2015年公司实现节能环保业务营业收入10.99亿元，同比增长60.00%。

**受到相关工业控制领域市场需求下降影响，工控业务项目出现下降。**2015年公司实现工业控制（含轨道交通）业务营业收入5.04亿元，同比减少6.47%。但轨道交通产品市场稳中有升，据公司官网介绍，其轨道交通综合监控产品年中标率30%以上（居同业首位）。

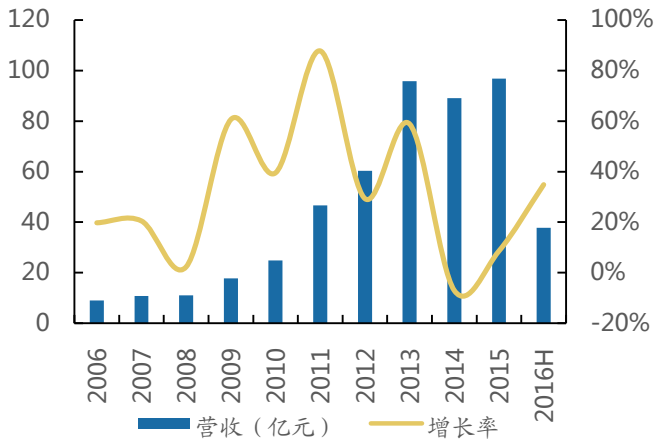
### （三）电网投资持续增加，为公司营收持续增长带来有力保障

公司2015年实现营收 96.78 亿元，同比增长 8.66%；归属于上市公司股东净利润12.99 亿元，同比增长1.26%。2016年上半年业绩同样闪亮，营收37.75亿，同比增长34.86%，扣费归母净利2.75亿，同比增长1238.15%。

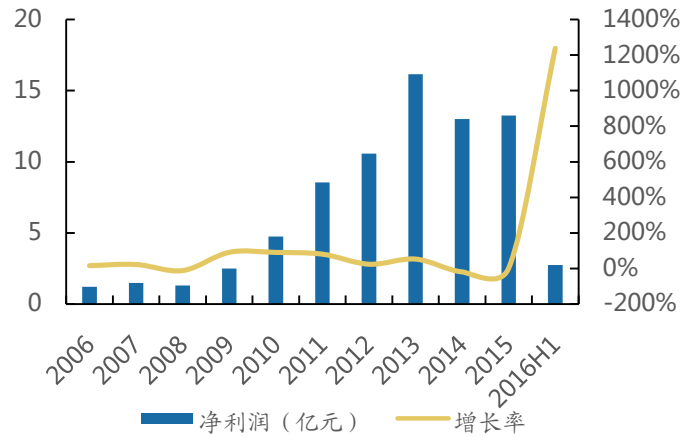
公司自上市以来，除去极个别年份之外，均能保持10%以上的增长率，年复合增长率达到了28%。

图2：公司历年营收及增长率

图3：公司历年净利润及增长率



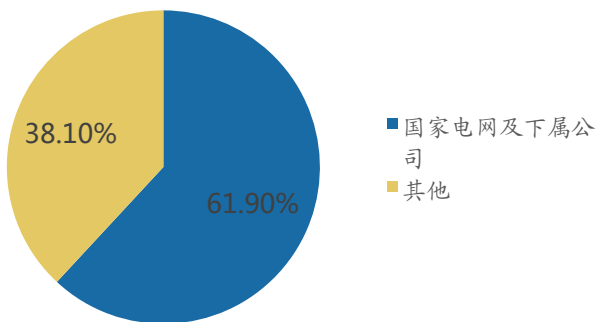
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

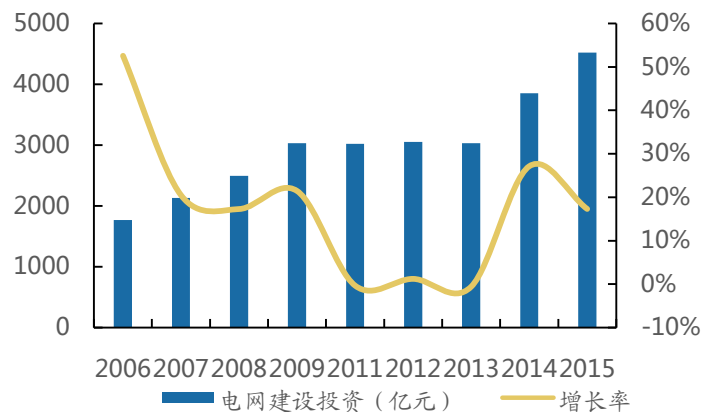
国家电网及所属公司是公司重要客户, 占公司销售总额比例超过60%, 国家电网对电网建设投资的持续增长是国电南瑞业绩持续提升的重要外部驱动力。

图4: 公司主要销售客户情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图5: 国家电网公司历年电网建设投资情况



数据来源: 《国家电网社会责任报告》、广发证券发展研究中心

在国家统一坚强智能电网发展规划纲要(2009-2020年)中, 2016-2020年为整体规划的引领提升阶段, 最终成果是要全面建成统一的坚强智能电网, 技术和装备全面达到国际先进水平, 这一阶段电网整体投资仍将保持在高位, 智能电网二次设备投资占电网整体投资的比例将由目前的不足5%提升至12%-15%。作为公司的核心业务, 智能电网二次设备投资占比的大幅增加, 将是未来公司营收持续高增长的有力保障。

## 二、重点产品优势巨大, 潜力产品爆发在即

### (一) 调度系统、电力交易平台两大王牌产品

**调度自动化**是利用以电子计算机为核心的控制系统和远动技术实现电力系统调度的自动化，它包括安全监控、安全分析、状态估计、在线负荷预测、自动发电控制、自动经济调度等项内容，调度自动化是电力系统综合自动化的重要部分。调度环节作为坚强智能电网的重要组成部分，与其它环节联系紧密，是坚强智能电网安全、优质、经济运行的重要保障，也是实现智能电网自动化特征的主要体现。

**调度自动化是公司的强势业务，代表产品包括D5000智能电网调度控制系统和上一代的OPEN-3000电网调度自动化集成系统。**

D5000系统是适应统一坚强智能电网建设的要求，具有自主创新、国际领先水平的新一代一体化智能电网调度控制系统，系统由基础平台和实时监控与预警、调度计划、安全校核、调度管理四大类应用组成，实现了全景的前瞻预警、优化的自适应调整、多维的全局协调控制、统筹精细的调度计划和规范高效的流程化管理，实现了电网调度智能化水平的质的飞跃。

图6：D5000系统操作界面



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

在市场占有率方面，目前D5000已实现国家电网省级及以上调度机构主/备调系统全覆盖，并占有地区级调度系统大多数份额，其中国调中心、华中网调D5000系统于2011年09月投入切主运行，华北网调、华东网调、陕西省调、山西省调、浙江省调、江苏省调、安徽省调、重庆市调、北京城区、衡水地调等系统已切主稳定运行1年以上。另外公司的OPEN-3000电网调度自动化集成系统作为上一代调度自动化产品，也广泛应用在各级调度中心，以及苏丹、菲律宾等国调系统中。

国家电网公司27个省级电网公司区域内共有307个地级市，公司目前披露的已经应用D5000系统的区域还不足一半，超过半数的市级调度中心目前仍然运行上一代的调度系统(CC2000系统或者OPEN3000系统)，未来随着智能电网建设的全面推进，将有百余家市调中心需要使用D5000智能调度系统对上一代调度系统进行更新换代。以每套D5000智能调度系统2000万来估算，公司这部分业务营收空间在20亿以上。

**电力交易市场发展迅速，交易平台创造新的增长点。**电力市场交易运营系统是为了适应电力商业化运营需要而开发的一套大型技术支持系统，可以实现电力用户

与发电企业之间的日常交易、结算、管理等需求，是我国未来开放电力交易市场必不可缺的软件平台。

国内第一套支持实时电力市场运作的系统即出自国电南瑞，2005年，国电南瑞承担了南方电力市场技术支持系统的建设，为南方电网电力市场运营提供了全面的技术支撑。2007至2010年期间，国电南瑞作为主要技术力量之一参加了国家电网公司交易中心组织的国家、网、省三级电力市场交易运营系统的试点研发，承担了超过半数的示范推广工程项目。公司网站披露，国电南瑞的电力市场交易运营系统在其所有渗透区域内的综合市场占有率超过50%，随着电改的逐步推进，电力交易市场数量也在逐渐增加，相应带来了电力交易系统需求的增加，公司在这部分业务上研发最早，技术实力最雄厚，市场份额还有进一步扩大的可能。

调度系统和电力交易平台关乎国家电力系统的安全运行，向外开放的可能性不大，而且本身技术壁垒也非常高，其他公司也难以进入，公司这部分业务的市场地位难以撼动。

## (二) 国家配网投资增加，配电自动化有望迎来爆发

配网自动化系统包含配网自动化主站系统、子站系统和终端。其目的是提高供电可靠性，改进电能质量，向用户提供优质服务，降低运行费用，减轻运行人员的劳动强度。

国电南瑞在在配网自动化主站、子站/终端、配电通信系统以及智能化配电一次设备等领域的研究与技术产品开发一直处于国内领先地位。在已完成招投标的国网公司智能电网建设项目——配网自动化第一批、第二批试点工程中，国电南瑞中标率超过70%。先后开发了OPEN3200配网自动化管理系统、ON2000/ON3000电网调配自动化集成系统、IEB2000信息交换总线、DAT系列配电终端、PDZ系列智能配电终端等一整套完整的配网自动化产品，承担了银川、杭州、南京、成都、天津、青岛、宁波、西安、大连、苏州、长春、南昌等17个大中型城市配网自动化试点建设，以及上海世博园、西安世博园、天津生态城、扬州智能园区等智能电网综合示范工程。

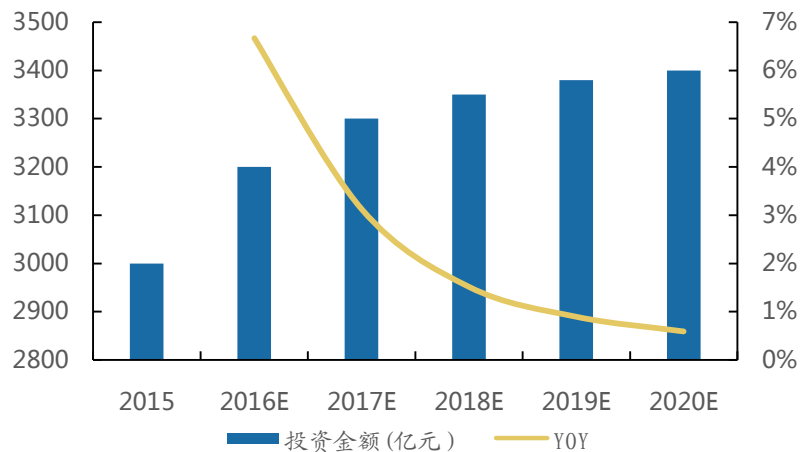
图7：OPEN3200配网自动化管理系统总框架图



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

**2万亿配网建设投资，市场空间巨大。**2015年8月，国家能源局下发关于制定《配电网建设改造行动计划(2015~2020年)》，指出2015-2020年，配电网建设改造投资不低于2万亿元，其中2015年投资不低于3000亿元，“十三五”期间累计投资不低于1.7万亿元，到2020年，我国配电自动化覆盖率要达到90%以上。

图8：2015-2020年国家配电网投资预测



数据来源：《配电网建设改造行动计划(2015~2020年)》、广发证券发展研究中心

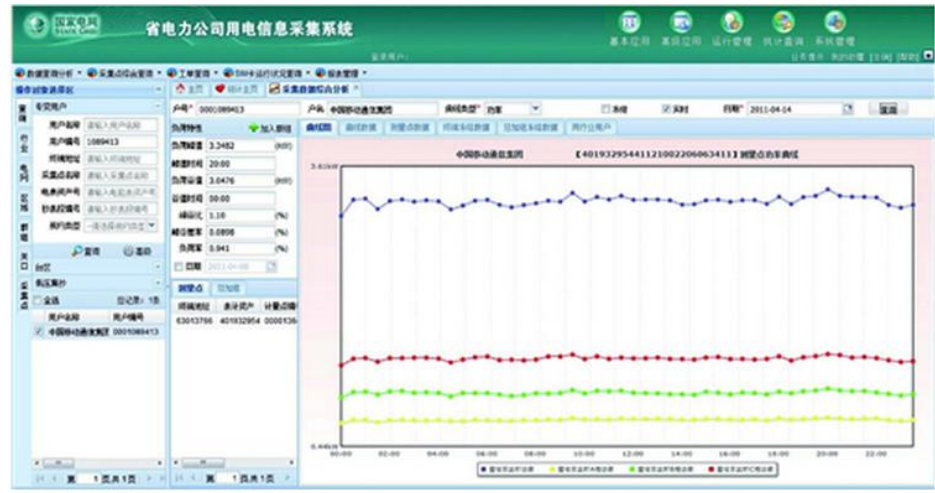
而在国家电网2015年社会责任报告中提到，我国目前重点城市市区的配电自动化覆盖率才55.75%，非重点城市、农村这一比例更低，目前的建设情况距离配电自动化覆盖率90%的目标还有很大的差距，整个电网的配电自动化建设量巨大。国家投资规划、市场建设需求、公司技术优势，三者结合来看，公司未来在配电自动化业务领域上，还有很大的上升空间。

### （三）充电桩建设提速，公司中标份额排市场前列

用电自动化领域，国电南瑞主要有用电信息采集系统建设和充换电设备两类产品。

在用电信息采集系统拥有3个系列、10多个具有自主知识产权的用电信息采集系统科技产品。目前，SEA3000用电信息采集主站系统覆盖7个网省电力公司，超过4200万电力用户的数据采集，市场占有率位居第一。

图9：用电信息采集系统操作界面



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

**充电桩缺口大，建设开始提速。**《中国制造2025》纲要中对新能源汽车提出了2020年500万辆保有量的目标，而充电桩的建设也在同步进行。国家“十三五”规划中提出，到2020年，充电桩要达到480万个，充换电站要发展到1.2万座。产业信息网的数据显示，2015年我国的充电桩保有量仅4.95万个，缺口还非常大。国家能源局发布的《2016年能源工作指导意见》中提到，2016年计划建设充电站2000多座，分散式公共充电桩10万个，私人专用充电桩86万个，各类充电设施总投资300亿元。2016年各类充电桩加起来数量将近100万台，相较去年增长了20倍，增长速度远超前几年，可以看到从2016年开始，国家对充电桩的建设开始提速。

图10：2011-2020年我国新能源汽车新增销量（万辆）

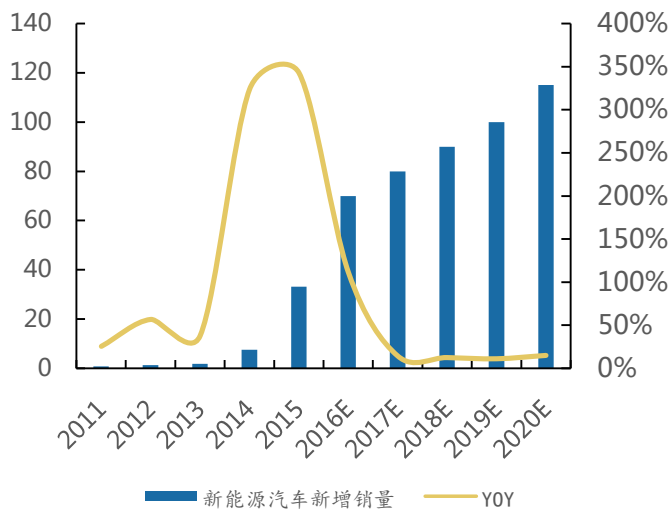
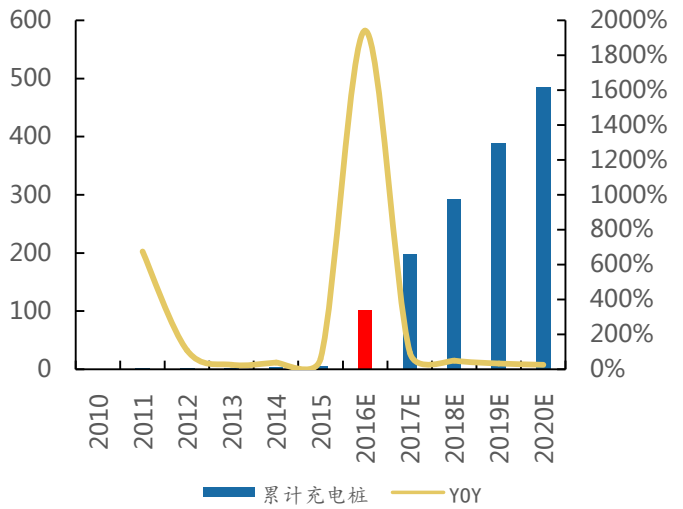


图11：2010-2020累计建成充电桩数量（万个）



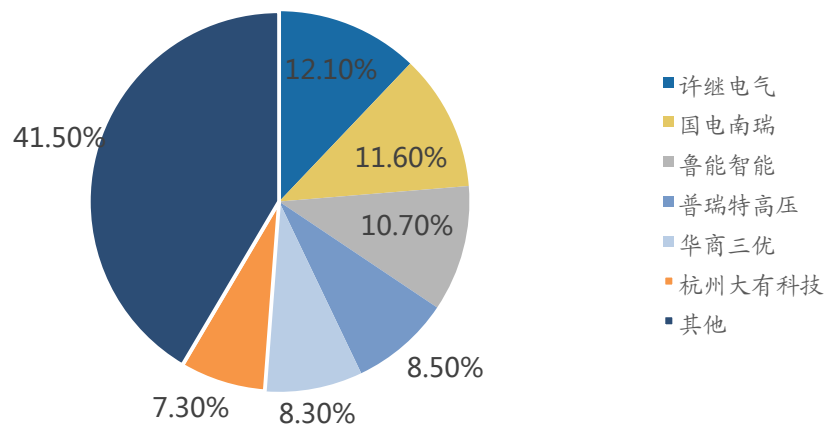
数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

数据来源：产业信息网、广发证券发展研究中心

国电南瑞是国家电网公司电动汽车充换电设施研究、开发和生产的主要承担单位。目前，已形成CEV1100系列交流充电桩、CEV1000系列充电设施运行管理系统、CEV2000系列换电设施运行管理系统、CEV3000智能充换电服务网络运营管理系统共4

个系列产品。在国网的历次招标中，都占据了很大的份额。充电桩建设的加速，对公司该部分业绩是极大的促进。国家电网2015年的社会责任报告中提到，2016年要完成2.8万台充电桩的招标量，是15年1.1万招标量的2.5倍。截至8月份，国网上半年的招标量已经完成了1.1万台，预计下半年还将有1.7万台左右的招标数目，招标金额累计在30亿左右，按照国电南瑞10%的中标份额估算，全年充电桩业务将为公司贡献将近3亿营收，相比去年的1.7亿，大幅增加。

图12：2015年国网充电设备中标情况



数据来源：国家电网、广发证券发展研究中心

#### （四）新产品推出，节能环保及新能源业务不断突破

公司在节能环保及新能源领域产品主要以风电场变流器、变桨器件、风电机组控制监控、光伏逆变器为主。2015年公司相继签订了陕西定边、菲律宾等EPC总包项目近300MW<sub>p</sub>。中标国华九江1000MW机组等四十多套励磁系统，高温管件、除灰排渣等传统业务市场占有率保持前列。

此外，公司在风光电产品上坚持研发创新，推出新产品。2015年风电变桨系统产品首次突破，中标中电投100MW滨海北区海上风电工程电气二次设备、华创200MW及明阳100MW等一批风电变流器、中国北车13套风电变桨系统等。630kW/1000kW光伏逆变器也实现了商业化应用，36kW、46kW、500kW光伏并网逆变器达到国家“光伏领跑者计划”

在节能环保领域，公司抓住国家节能环保产业政策和智慧城市等发展机遇，积极培育电网节能、港口岸电、智慧城市、水处理等新兴业务，签约江苏、福建等一批配网节能改造重大项目、泰州新华港等17套岸电项目、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，清洁煤综合利用、湿式电除尘设备等新产品取得应用突破。

#### （五）项目密集交付，轨交自动化业务16年预计增长

公司在轨道自动化领域主要以综合监控系统和牵引综合自动化系统为主。轨道交通综合监控产品年中标率30%以上（居同业首位），1013年以来累计中标沪昆、金温等21个铁路综合自动化项目。受到2014年中标南京宁和PPP项目影响，公司该类业务项目出现下降，但是随着宁和PPP项目去年年底主体竣工，以及今年上半年公司以前大批项目密集交付，2016年该部分营收预计会有大幅提升。

表 4：2016 年至今轨交项目交付情况

项目名称	交付时间
金温高铁、海南西环客运专线、宁启铁路、牡绥铁路客运专线、张家口至唐山重载铁路、宁西铁路郑州段、宁西铁路武汉段等等铁路项目牵引综自系统	2015 年 12 月
内蒙古新恩陶电气化铁路乌兰陶勒盖牵引变电所综自系统工程	2016 年 4 月
东莞轨道交通 2 号线综合监控系统	2016 年 5 月
重庆至万州铁路客运专线牵引变电所综自系统工程	2016 年 7 月

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

此外，公司积极研发新产品，在轨交自动化相关技术上不断实现突破。2015年11月底，国电南收到劳氏亚洲铁路颁发的“基于2x2oo2的联锁安全平台RT21-LOCK” SIL4级安全评估证书，这是国电南瑞继上半年获得列车自动监控系统ATS的SIL2级安全评估证书后又一重大突破。这两项证书的取得，充分证明国电南瑞的自主研发城市轨道交通信号产品安全性已完全满足信号行业产品要求，标志着国电南瑞已掌握城市轨道交通信号专业关键技术，整体集成能力获得很大提升，同时具备了进军国际市场的条件。目前，国内公司均无单独的信号系统建设能力，投标均采用与外企合作的方式，这项资质的取得极大增强了公司在轨道交通信号领域的发展前景。

### 三、解决同业竞争承诺临近，公司想象空间巨大

#### （一）资产整合是公司市值增长的重要驱动因素

公司自2009年以来，共进行了3次大规模的资产注入，收购标的均为南瑞集团下属子公司。

表 5：2009 年以来重大事项

时间	事项	标的公司主营业务
2009 年	南瑞集团将城乡电网自动化、电气控制及成套设备加工业务相关资产注入国电南瑞	电网自动化、电气控制及成套设备加工业务
2011 年	受让南瑞集团继远电网 100% 股权，中天电子 100% 股权	继远电网：计算机信息系统集成、智能电网调度自动化、智能安全防范系统、智能电网一二次设备 中天电子：手机充电器、手机电池、手机下载线、耳机及电源

2013年 发行股份购买南瑞集团所持的北京科东 100%股权，电研华源 100%股权。国电富通 100%股权，南瑞太阳能 75%股权

适配器类产品

北京科东：电网调度自动化、用电自动化及终端设备、农电/配电自动化及终端设备等的研发、制造

电研华源：配电终端、配电自动化及配网管理系统等业务

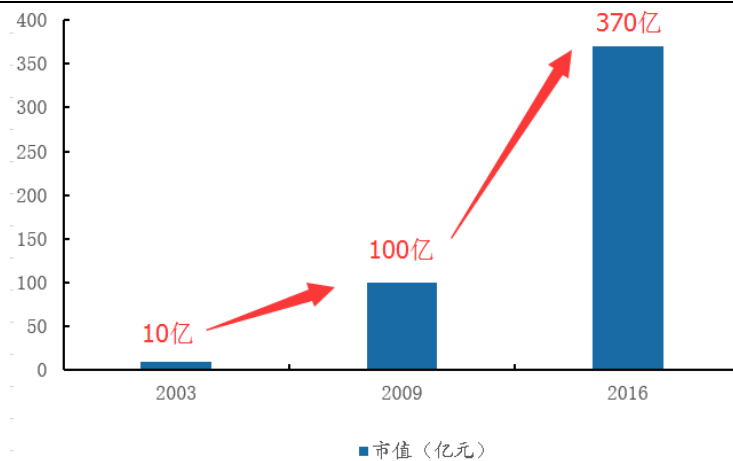
国电富通：电站辅机类业务、环保及资源再利用业务，电力新材料及应用类业务

南瑞太阳能：光伏电站系统集成与工程总承包、光伏发电控制设备、光伏电站综合监控系统、光热及储能技术应用等业务

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

自身业务增长良好，再加上资产整合助力，公司市值实现了从刚上市时的11亿到2009年的100亿，再到现在370亿市值的“三级跳”。

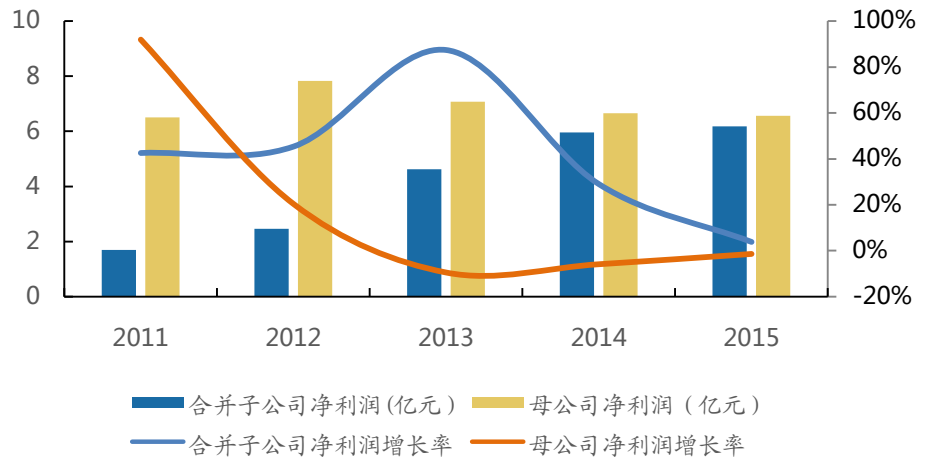
图13：公司上市以来市值高速增长



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

公司历次收购标的均为南瑞集团下属优质资产。标的注入之后，借助国电南瑞强大的科研平台使得自身原有业务得到更好发展，如北京科东主营调度自动化业务，被公司收购之后，负责电力交易平台的开发，目前已成为公司王牌产品，市占率超过50%；另一方面，国电富通、南瑞太阳能等公司的并入，也为公司开拓节能环保、光伏发电等业务领域，为公司创造了新的盈利增长点。

图14：收购标的净利润增长率快于母公司增长



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## (二) 解决同业竞争承诺临近, 相关公司质地优良

2013年11月, 南瑞集团在国电南瑞完成对北京科东等四家公司的收购之后做出承诺: 3年之内解决普瑞特高压、中电普瑞、南瑞继保与公司之间的同业竞争问题。

表 6: 南瑞集团承诺事项

承诺时间	承诺双方	承诺原因	承诺事项	承诺截至时间
2013年11月	国网电科院、南瑞集团	国网电科院下属公司普瑞特高压主营业务中的“电动汽车充换电站”业务与国电南瑞存在重合。 国网电科院/南瑞集团下属公司中电普瑞主营业务中的“电网安全稳定实时控制”业务与国电南瑞存在重合。 国网电科院/南瑞集团下属公司南瑞继保与国电南瑞在“变电自动化”业务板块存在同业竞争。	国网电科院/南瑞集团将继续梳理普瑞特高压、中电普瑞、南瑞继保相关业务, 在业务定位的基础上通过科研立项、投资立项方面限制其与国电南瑞存在同业竞争业务的发展, 并承诺于本次交易完成后3年内, 通过业务整合、股权转让、资产注入等合法合规的方式解决国电南瑞与上述三家公司之间存在的同业竞争。	2016年12月

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

国电南瑞在2013年12月28日发布了北京科东等四家公司资产过户完成的公告, 根据南瑞集团在2013年11月做出的交易完成后三年内解决同业竞争问题的承诺, 国电南瑞解决与普瑞特高压、中电普瑞、南瑞继保三家公司之间的同业竞争问题的时间点已经临近。

表 7: 三家公司业务情况

公司名称	主要产品	经营状况
南瑞继保	电网继电保护, 电网安全稳定控制, 变电站自	2015年新签合同87.5亿元, 近三年平均每年上

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	动化, 电厂自动化, 新能源发电, 直流/柔性直流输电, 智能一次设备, 工业自动化	缴税收 8 亿元。公司年人均合同额超过 200 万元, 劳动生产率达到同行业国际领先水平
普瑞特高压	电动汽车充换电设备	2015 年在国网充电设备招标中, 中标金额占总金额的 8.5%。2016 年上半年中标占比 14.6%, 位居行业第三
中电普瑞	广域测量及控制、电网安全稳定控制、智能变电站监测	串补装置、可控并联电抗器等产品国际领先水平; SVC 装置、SVG 装置、融冰装置、电能质量监测治理、定制电力产品国际先进、国内领先水平

数据来源: 南瑞集团官网, 广发证券发展研究中心

南瑞继保主要从事电网、电厂和各类工矿企业的电力保护控制及智能电力装备的研发和产业化, 是国内该领域最大的科研和产业化基地。其核心产品继电保护产品在 220kV 及以上电压等级的国内市场占有率超过 45%, 变电站自动化和变电站继电保护产品在 2015 年国网招标中, 中标份额均排到第一。产品广泛应用于三峡输变电、“西电东送”、北京奥运、上海世博等国家重点工程, 在电力系统继电保护、电网安全稳定控制、变电站自动化、电厂自动化, 以及高压直流控制保护等的研究和应用方面处于世界先进行列; 在电力电子、电力一次智能设备、大型工业领域过程控制、新能源等新领域也在积极开拓。公司盈利能力优秀, 2015 年新签合同就达到了 87.5 亿元, 近三年平均每年上缴税收 8 亿元。

图 15: 2015 年国网招标变电站自动化中标情况

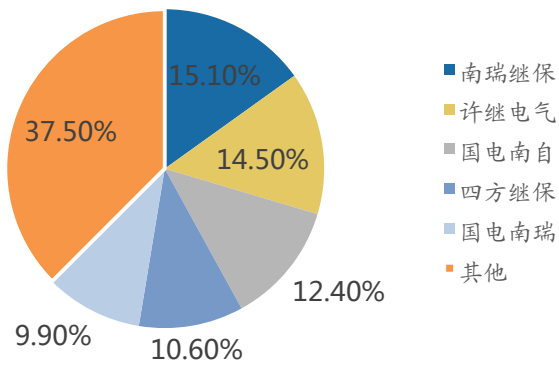
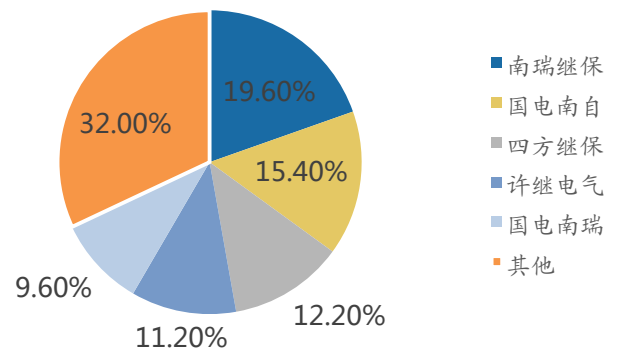


图 16: 2015 年国网招标变电站继电保护中标情况



数据来源: 国家电网、广发证券发展研究中心

数据来源: 国家电网、广发证券发展研究中心

普瑞特高压主要从事电动汽车充换电设备、车载式移动变电站及预装式智能变电站, 是国家电网系统充换电设施三大供应商之一。在今年上半年国网两次招标中占比达到 14.6%, 仅次于国电南瑞、山东鲁能 and 许继电气。

中电普瑞主要从事广域测量及控制、电网安全稳定控制和智能变电站监测控制业务, 与国电南瑞业务契合度较高, 也符合目前电网建设偏重于智能电网的大方向, 也属于极具发展潜力的公司。

### (三) 南瑞集团优质资产众多

南瑞集团公司（国网电力科学研究院）是中国最大的电力系统自动化、超/特高压直流输电、柔性交流输电、水利水电自动化、轨道交通监控技术、设备和服务供应商。集团下属产业公司近30家，主要从事电力系统自动化、信息通信、超/特高压直流输电设备、柔性交流输电设备、智能化中低压电气设备、发电及水利自动化设备、工业自动化设备、非晶合金变压器及电线电缆的研发、设计、制造、销售、工程服务与工程总承包业务。

表 8：南瑞集团非上市资产情况

业务领域	公司名称	基本情况
海外与工程总包	南瑞印尼公司	开展印尼当地电力工程总承包、产品销售与服务、国际贸易等业务
	南瑞巴西公司	承建了里约国网大楼 CCMC 总调项目、巴西特里斯皮尔斯水电站输出项目、巴西 Pirapora2 变电站改造项目、巴西 Ribeiraozinho 变电站改造项目、LOT P 输变电特许经营权项目
	南瑞工程设计咨询分公司 / 南瑞电力设计有限公司	完成了 San Jose (230kV) 和 Scuat (230kV) 变电站、老挝电网调度自动化项目，完成数个 10MWp 级别光伏项目，参与国家电网电动汽车充换电设施典型设计
	南瑞节能环保分公司	全面负责南瑞集团节能环保业务的整体策划和市场营销
	南瑞国际业务分公司	菲律宾国家电网公司调度自动化系统及 7 个地调项目；肯尼亚内罗毕配网埋地电缆融资项目；巴西特里斯皮尔斯水电送出 500 千伏大型输变电二次总包项目；泰国城市电力公司 55 座变电站改造总包项目
电网自动化及工业控制	江苏南瑞通驰自动化系统有限公司	江苏省规划布局内的重点软件企业、南京市“双自”重点软件企业、江苏省高新技术企业、AAA 企业信用等级企业，拥有智能防窃电设备、智能用电系统及终端设备、低压屏（柜）、箱、接地与防雷等八条生产线
	北京国网普瑞特高压输电技术有限公司	国家电网系统充换电设施三大供应商之一
	中电普瑞电网监控技术分公司	主要致力于大电网二次领域相关产品的研发、生产和销售，开展基于统一平台的广域测量及控制，大电网安全稳定控制和智能变电站技术研发并实现产业化
信息通信及现代服务业	南瑞信通公司	集团公司信息通信及现代服务业板块的龙头企业，国家电网公司信息通信建设的核心企业
	南瑞系统集成分公司	专业从事信息通信产品研发、架构设计、工程服务和业务咨询，拥有 IBM SP1、思科金牌、Oracle 铂金 OPN、HDS 银牌、宏杉全国一代、华三四星级、华为数通安全金牌、迪普行业金牌等众多资质
	江苏瑞中数据股份有限公司	提供数据存储、一体化平台、开放型应用、数据维护、增值服务的整体解决方案，连续两年承担国家工信部电子信息产业发展基金研发项目
	浙江电腾云光伏科技有限公司	公司自主研发的“分布式光伏一体化运营云服务平台”，为分布式光伏电站提供“保姆式”的全方位运维服务

继电保护及柔性输电	中电普瑞科技有限公司	致力于灵活交流输电技术应用、电能质量监测治理及咨询、智能配电网及节电技术应用等相关业务，串补装置、可控并联电抗器等产品处于国际领先水平
	南京南瑞继保电气有限公司	国内最大的电网、电厂和各类工矿企业的电力保护控制及智能电力装备科研和产业化基地
	中电普瑞电力工程有限公司	主要从事柔性直流输电设备及系统集成、高压/特高压直流输电换流阀及水冷系统、高压直流控制保护系统、核电设备集成及电力进出口贸易。是国内首家、世界第三家完全掌握特高压直流换流阀和柔性直流成套装备技术与制造的企业
发电及水利环保	南瑞水利水电技术分公司	业务涵盖水电厂自动化、水利信息化、抽水蓄能电站自动化等领域，先后参与了三峡水调自动化系统及其二期工程；国网公司，西北、华东、华中电网、南方电网等水调自动化系统等
	云南南瑞电气技术有限公司	南瑞集团公司相关产品在云南、贵州及东南亚的集成商
智能化电气设备	湖南南瑞京电开关有限公司	主要生产高、低压输配电成套设备和高压电器元件，曾负责湖南省电力公司、河南省电力公司几十座 110kV-220kV 变电站（高低压开关柜设备）
	重庆博瑞变压器有限公司	专业从事 220kV 及以下电力变压器研发、生产、销售，同行业中经营规模、产品竞争能力居西南第一位
	江苏南瑞恒驰电气装备有限公司	拥有电气一次设备全产业链体系，年产值超过十亿元，是南瑞集团骨干企业
电线电缆	江苏南瑞泰事达电气有限公司	主要从事高中低压成套电气设备的研发、设计、生产和销售
	江苏南瑞银龙电缆有限公司	年产钢芯铝绞线 10 万吨、各种电缆 5 万公里、电工圆铝杆 2 万吨、电工圆铝合金杆 2 万吨，中国架空导线 10 强企业
	江苏南瑞淮胜电缆有限公司	生产钢芯铝绞线、碳纤维复合芯导线、铝合金芯铝绞线等产品
	江苏南瑞斯特斯复合材料有限公司	专业从事碳纤维复合芯棒和碳纤维导线专用金具的研发、生产、推广及销售，是中国境内唯一取得 CTC 公司特许的 ACCC 芯棒及相关产品全部知识产权的企业。
	福建联通电气有限公司	具有 500kV 架空导线生产资质，拥有生产各种导线能力 10000 多吨，架空电缆 3000 公里，布电线 100000 公里的能力
非晶变	武汉南瑞有限责任公司	专业从事智能电网输变电相关产品研发、设计、制造和工程服务

数据来源：南瑞集团官网，广发证券发展研究中心

南瑞集团2015年实现营收238.5亿，净利润16.6亿。公司未来致力成为国内电力行业的技术引领者和市场引导者、面向全球客户的国际知名电气化成套设备和整体解决方案提供商。战略定位为至2020年，建设成为世界一流的国际化产业集团。

## 四、投资建议:

受益于国家电网投资结构调整,公司作为智能电网龙头将率先受益。2016-2018年EPS分别为0.60、0.71、0.85元/股,对应当前股价26X、22X、18X。同时考虑到南瑞集团解决同业竞争问题承诺临近,可以有一定估值溢价,给予买入评级。

## 五、风险提示

电网投资低于预期;产品竞争加剧;同业竞争解决低于预期。

	单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016	2017	2018
<b>流动资产</b>	13475	14824	17782	20776	24341
货币资金	3901	4162	5900	6700	7700
应收及预付	7465	8510	9381	11118	13150
存货	2104	2148	2498	2955	3488
其他流动资产	5	3	3	3	3
<b>非流动资产</b>	1322	1475	998	945	894
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	503	518	463	407	350
在建工程	27	74	104	134	164
无形资产	387	409	375	348	324
其他长期资产	404	474	56	56	56
<b>资产总计</b>	14797	16299	18780	21721	25235
<b>流动负债</b>	7540	8093	9738	11567	13633
短期借款	492	98	287	502	684
应付及预收	7047	7995	9451	11065	12948
其他流动负债	1	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	18	35	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	35	30	30	30
<b>负债合计</b>	7557	8128	9768	11597	13663
股本	2429	2429	2429	2429	2429
资本公积	1148	1148	1148	1148	1148
留存收益	3570	4481	5291	6369	7775
归属母公司股东权	7168	8078	8889	9966	11373
少数股东权益	71	93	123	157	199
<b>负债和股东权益</b>	14797	16299	18780	21721	25235

	单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	8907	9678	11096	13151	15557
营业成本	6484	7240	8288	9805	11574
营业税金及附加	65	75	85	101	120
销售费用	364	402	462	547	647
管理费用	577	619	710	842	996
财务费用	10	-15	-6	3	13
资产减值损失	158	79	76	59	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	1248	1278	1480	1794	2183
营业外收入	213	255	250	250	250
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	1461	1532	1730	2044	2432
所得税	160	207	233	276	328
<b>净利润</b>	1301	1325	1496	1768	2104
少数股东损益	18	26	29	35	41
<b>归属母公司净利润</b>	1283	1299	1467	1733	2062
EBITDA	1508	1449	1651	1955	2318
EPS (元)	0.53	0.53	0.60	0.71	0.85

	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	1693	1203	1133	1062	1309
净利润	1301	1325	1496	1768	2104
折旧摊销	92	107	100	99	98
营运资金变动	138	-322	-490	-639	-707
其它	163	92	27	-165	-186
<b>投资活动现金流</b>	-302	-249	438	204	204
资本支出	-148	-172	438	204	204
投资变动	0	0	0	0	0
其他	-154	-77	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-411	-807	166	-466	-512
银行借款	492	98	189	216	182
债券融资	-616	-492	-5	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-287	-413	-18	-681	-694
<b>现金净增加额</b>	981	147	1738	800	1000
<b>期初现金余额</b>	2772	3901	4162	5900	6700
<b>期末现金余额</b>	3753	4048	5900	6700	7700

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-7.0	8.7	14.6	18.5	18.3
营业利润增长	-16.1	2.4	15.8	21.2	21.7
归属母公司净利润增长	-19.8	1.3	12.9	18.2	19.0
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	27.2	25.2	25.3	25.4	25.6
净利率	14.6	13.7	13.5	13.4	13.5
ROE	17.9	16.1	16.5	17.4	18.1
ROIC	33.4	28.6	40.1	41.5	42.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.1	49.9	52.0	53.4	54.1
净负债比率	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6
流动比率	1.79	1.83	1.83	1.80	1.79
速动比率	1.45	1.51	1.51	1.48	1.47
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.63	0.62	0.63	0.65	0.66
应收账款周转率	1.46	1.44	1.46	1.46	1.46
存货周转率	3.11	3.41	3.32	3.32	3.32
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.53	0.53	0.60	0.71	0.85
每股经营现金流	0.70	0.50	0.47	0.44	0.54
每股净资产	2.95	3.33	3.66	4.10	4.68
<b>估值比率</b>					
P/E	27.5	31.2	25.5	21.6	18.1
P/B	4.9	5.0	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA	21.2	25.2	19.3	16.0	13.1

## 广发电力设备与新能源研究小组

陈子坤：首席分析师，理学学士，四年中国有色金属工业协会再生金属分会工作经历，2013年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。