

公司研究/年报点评

2017年03月30日

电力设备与新能源/电力设备 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 16.63
合理价格区间(元): 21.00~24.00

何昕 执业证书编号: S0570515050001
研究员 010-56793937
hexin6573@htsc.com

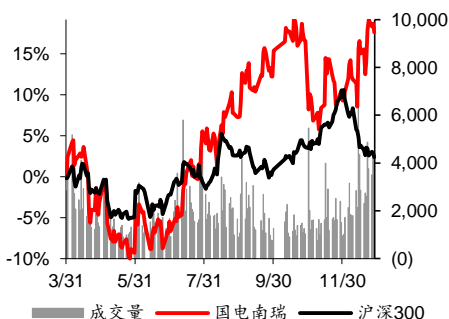
李轶奇 执业证书编号: S0570516080002
研究员 021-28972087
liyiqi@htsc.com

丁宁 010-56793941
联系人 dingning2@htsc.com

相关研究

- 1 《国电南瑞(600406):业务全面向好, 国改临近关口》2016.10
- 2 《国电南瑞(600406):特高压配网受益, 业绩向好走出阴霾》2016.08
- 3 《国电南瑞(600406):业绩持续向好, 国改预期强烈》2016.04

股价走势图



资料来源: Wind

电网巨龙稳增长, 国改打开新空间

国电南瑞(600406)

产业结构调整成效显著, 16年业绩稳步增长

公司发布 2016 年年报, 全年实现营业收入 114.15 亿元, YOY 17.54%; 实现归属于上市公司股东的净利润 14.47 亿元, YOY 11.36%; 实现基本每股收益 0.60 元, YOY 11.36%; 利润分配方案为每 10 股现金分红 3.0 元, 业绩与预期一致。公司公布 17 年计划营收 125 亿元, YOY 10%, 计划成本 97 亿元、费用 12 亿元。16 年末公司在手订单 115.57 亿元, 其中 16 年内新增订单 54.95 亿元, 在不考虑资产注入的情况下, 完成 17 年经营计划亦属于大概率事件。

电网自动化龙头地位不改, 发电业务板块收缩

作为国内二次设备绝对龙头, 电网自动化业务仍是公司营业收入的主要组成部分, 16 年营收 75.85 亿元, 占比 66%, 毛利率 27.03%。公司在两网市场的龙头地位得到维持, 中标量增加 20%, 超过两网电网总投资增速, 市占率有所上升。发电业务营收 15.12 亿元, YOY -20.29%, 毛利率下降 9.12pct, 这是国内火电新建机组收紧、弃风弃光上升后风电光伏装机增速下滑的必然结果。十三五期间火电审批仍将趋严, 公司发电业务向海上风电、抽水蓄能等转移是必经之路, 发电业务收入规模预计仍有收缩空间。

节能、轨交增长靓丽, 未来非电网业务支撑业绩快速增长

公司节能、轨交业务分别实现收入 14.37、8.67 亿元, 同比分别增长 30.79%、71.83%。节能业务突破国网和江苏省范围, 充电桩进入南网市场, 高压岸电在珠海、中山等地完成异地复制, 17 年有望进一步扩大市场。轨交领域, 公司通过国内 8 条线路的成功建设确立了轨交信号调度领域的优势地位。轨交业务增长有赖于宁和 PPP 项目的集中交付, 17 年计划投入项目资金 7.45 亿元是 16 年的 3 倍, 将进一步推高轨交业务收入规模。

资产注入推进迅速, 年内有望完成国企改革

自 16 年 12 月 28 日停牌后, 公司重大资产重组工作进展顺利。17 年 3 月 27 日, 公司宣布与控股股东南瑞集团签署框架协议, 拟通过发行股份购买资产及募集配套资金的形式, 完成南瑞继保、普瑞特高压等集团资产的注入工作, 正与相关少数股东协商交易事宜。南瑞继保作为国内继电保护市占率 40% 的绝对龙头, 16 年新增合同 100.2 亿元, 预计实现利润超过 20 亿元, 注入后对上市公司盈利能力有显著提升作用。16 年 12 月国网明确推进混改的态度后, 本次南瑞集团资产证券化将具有更显著的标杆意义。

资产注入打开广阔发展空间, 维持“增持”评级

根据公司业绩指引, 在不考虑资产重组的情况下, 调整预测公司 17-19 年收入为 125、142、162 亿元, 净利润分别为 16.11、20.17、23.57 亿元, 对应 EPS 为 0.66、0.83 和 0.97 元, 动态 PE 为 25、20、17 倍。考虑公司电网业务受到配网、轨交投资增加的显著促进, 重组完成后盈利能力和市值都有较大上升空间, 维持“增持”评级, 目标价 21-24 元。

风险提示: 电网、轨交投资增速不达预期, 资产重组进度不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,429
流通 A 股 (百万股)	2,206
52 周内股价区间 (元)	12.90-16.85
总市值 (百万元)	40,393
总资产 (百万元)	17,532
每股净资产 (元)	3.64

资料来源: 公司公告

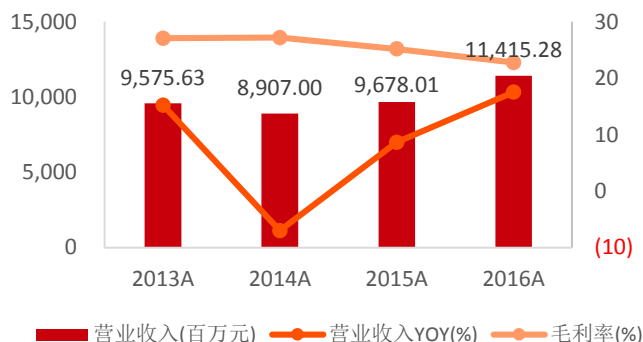
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	9,712	11,415	12,548	14,240	16,223
+/-%	9.03	17.54	9.92	13.49	13.92
净利润 (百万元)	1,300	1,447	1,611	2,017	2,357
+/-%	1.28	11.36	11.34	25.15	16.90
EPS (元, 最新摊薄)	0.54	0.60	0.66	0.83	0.97
PE (倍)	31.08	27.91	25.07	20.03	17.14

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司主要财务指标变动情况

图表1: 公司营业收入(左轴)、同比增速(右轴)和毛利率(右轴)



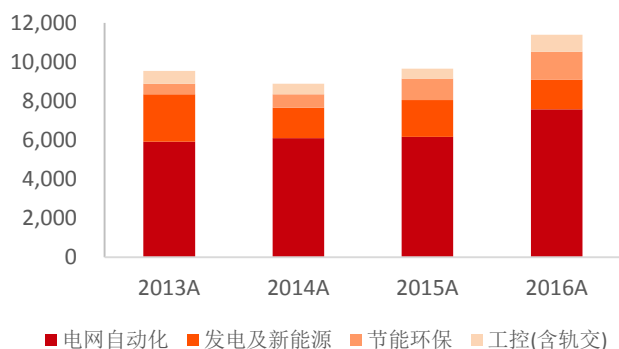
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司净利润(左轴)、同比增速(右轴)和净利率(右轴)



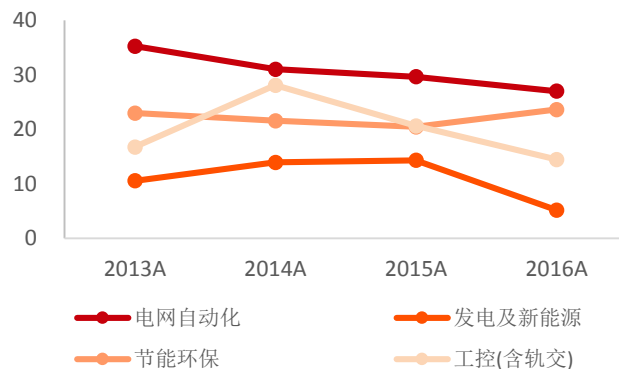
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司各项主营业务收入(单位: 百万元)



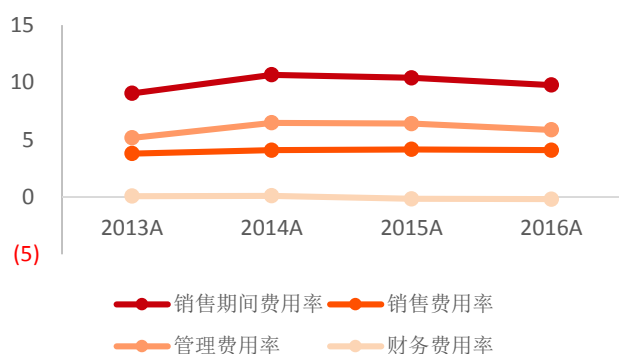
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司各项主营业务毛利率(单位: %)



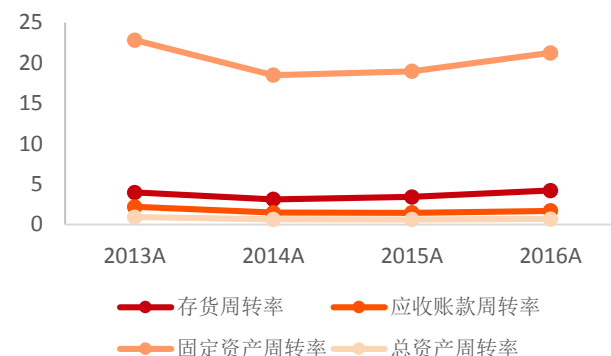
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 公司期间费用率(单位: %)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

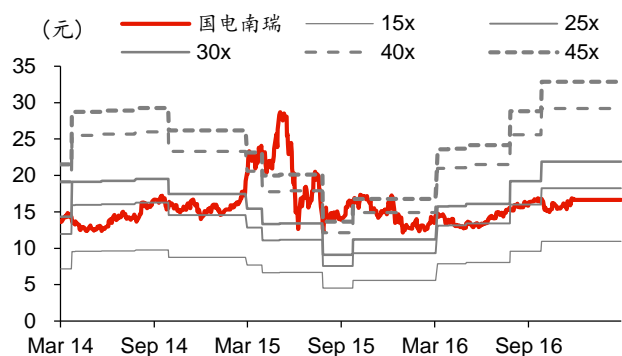
图表6: 公司运营周转情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

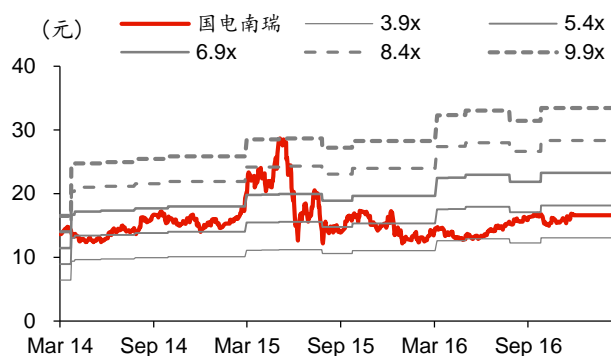
PE/PB - Bands

图表7: 国电南瑞历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 国电南瑞历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	14,856	15,803	19,370	22,054	25,326
现金	4,176	4,721	6,016	8,075	8,513
应收账款	6,912	6,703	8,189	9,122	10,312
其他应收账款	109.68	115.46	137.34	152.74	173.54
预付账款	479.75	420.75	552.52	596.83	664.75
存货	2,148	2,047	3,126	2,477	3,805
其他流动资产	1,031	1,796	1,349	1,629	1,858
非流动资产	1,477	1,730	1,512	1,450	1,369
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	518.29	557.47	509.08	451.86	390.22
无形资产	289.63	307.71	293.97	273.54	254.78
其他非流动资产	669.43	864.63	709.26	724.23	724.12
资产总计	16,334	17,532	20,883	23,503	26,696
流动负债	8,119	8,512	10,248	11,179	12,381
短期借款	98.00	82.00	100.00	100.00	100.00
应付账款	5,198	5,296	6,706	7,214	7,957
其他流动负债	2,823	3,134	3,442	3,865	4,324
非流动负债	55.44	70.07	54.60	60.04	61.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	55.44	70.07	54.60	60.04	61.57
负债合计	8,174	8,582	10,303	11,239	12,442
少数股东权益	100.36	100.31	118.16	138.55	160.25
股本	2,429	2,429	2,429	2,429	2,429
资本公积	1,149	1,149	1,149	1,149	1,149
留存公积	4,481	5,273	6,884	8,548	10,515
归属母公司股	8,059	8,850	10,462	12,126	14,093
负债和股东权益	16,334	17,532	20,883	23,503	26,696

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,200	1,824	1,260	2,375	779.04
净利润	1,328	1,451	1,629	2,037	2,379
折旧摊销	108.36	111.80	105.55	108.00	108.71
财务费用	(15.56)	(21.66)	(45.72)	(61.13)	(72.99)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(328.83)	242.69	(723.08)	190.90	(1,800)
其他经营现金	107.55	40.25	294.19	99.85	164.02
投资活动现金	(249.22)	(323.18)	(30.51)	(23.41)	(23.83)
资本支出	172.85	93.03	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	1.20	(0.31)	(0.05)
其他投资现金	(76.37)	(230.15)	(29.31)	(23.72)	(23.88)
筹资活动现金	(806.57)	(679.26)	66.05	(292.41)	(316.96)
短期借款	(394.00)	(16.00)	18.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.42	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(412.99)	(663.26)	48.05	(292.41)	(316.96)
现金净增加额	144.00	821.96	1,296	2,059	438.25

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,712	11,415	12,548	14,240	16,223
营业成本	7,262	8,815	9,726	10,788	12,185
营业税金及附加	75.03	68.34	75.29	85.44	97.34
营业费用	405.10	467.26	470.54	526.89	597.00
管理费用	625.06	669.22	677.58	768.98	876.03
财务费用	(15.56)	(21.66)	(45.72)	(61.13)	(72.99)
资产减值损失	78.95	34.70	40.00	65.00	85.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,281	1,382	1,604	2,067	2,455
营业外收入	255.24	268.58	254.90	259.52	259.49
营业外支出	0.50	0.49	0.44	0.47	0.47
利润总额	1,536	1,650	1,859	2,327	2,714
所得税	207.17	199.10	229.60	289.56	335.24
净利润	1,328	1,451	1,629	2,037	2,379
少数股东损益	28.94	4.07	17.85	20.39	21.70
归属母公司净利润	1,300	1,447	1,611	2,017	2,357
EBITDA	1,374	1,472	1,664	2,114	2,491
EPS (元)	0.54	0.60	0.66	0.83	0.97

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	9.03	17.54	9.92	13.49	13.92
营业利润	2.62	7.92	16.06	28.87	18.76
归属母公司净利润	1.28	11.36	11.34	25.15	16.90
获利能力 (%)					
毛利率	25.22	22.78	22.49	24.25	24.89
净利率	13.38	12.68	12.84	14.16	14.53
ROE	16.12	16.35	15.40	16.63	16.73
ROIC	29.85	32.66	33.06	47.08	39.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.05	48.95	49.34	47.82	46.61
净负债比率 (%)	1.20	0.96	0.97	0.89	0.80
流动比率	1.83	1.86	1.89	1.97	2.05
速动比率	1.56	1.61	1.58	1.75	1.73
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.67	0.65	0.64	0.65
应收账款周转率	1.29	1.49	1.49	1.46	1.48
应付账款周转率	1.44	1.68	1.62	1.55	1.61
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.60	0.66	0.83	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.75	0.52	0.98	0.32
每股净资产(最新摊薄)	3.32	3.64	4.31	4.99	5.80
估值比率					
PE (倍)	31.08	27.91	25.07	20.03	17.14
PB (倍)	5.01	4.56	3.86	3.33	2.87
EV_EBITDA (倍)	25.73	24.00	21.24	16.71	14.19

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com