

电气设备

2017年3月30日

国电南瑞 (600406)

——业绩略低于预期，静待资产注入

报告原因：有业绩公布需要点评
买入 (维持)
市场数据： 2017年03月29日

收盘价(元)	16.63
一年内最高/最低(元)	17.15/12.68
市净率	4.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	36682
上证指数/深证成指	3241.31 / 10520.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	3.64
资产负债率%	48.95
总股本/流通A股(百万)	2429/2206
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《国电南瑞(600406)点评：业绩持续向好，关注资产注入》 2016/10/25

《国电南瑞(600406)点评：中报业绩高增长，集团资产注入预期临近》 2016/08/25

证券分析师

刘孝宁 A0230511120002

liuxn@swsresearch.com

韩启明 A0230516080005

hanqm@swsresearch.com

研究支持

郑嘉伟 A0230116110002

zhengjw@swsresearch.com

联系人

宋欢

(8621)23297818x7409

songhuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 3月29日公司发布2016年年度报告，报告期内，公司实现营业收入114.15亿元，同比增长17.54%（调整后，调整前为17.95%）；实现归属于母公司股东的净利润14.47亿元，同比增长11.36%（调整后，调整前为11.39%）；基本每股收益达到0.60元，同比增长11.36%，业绩低于申万预期约10%，主要由于新能源行业需求下滑，相关业务收入增长不及预期（收入低于申万预期30%以上），以及本期投运项目硬件含量较高，导致毛利率下降所致。公司拟以2016年末总股本24.29亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利3.00元（含税），本次实际分配的利润共计7.29亿元。

投资要点：

- **受益配网投资，电网自动化超预期增长。**报告期内公司电网自动化业务实现营业收入75.85亿元，同比增长22.41%，大超申万宏源预期（预期5%增长），营业毛利率27%，同比略有下降。其中调度自动化、变电自动化等产品稳定增长，配电自动化及终端设备、用电自动化及终端设备等产品及电网运维业务快速增长，公司收益配网投资明显。我们认为电网自动化业务是公司强势传统主业，“十三五”期间有望持续受益配网投资增加而保持良好增长。
- **新能源受制行业放缓，节能与轨交业务增长良好。**报告期内公司发电及新能源业务实现收入15.12亿元，同比下降20.29%，营业毛利率5.17%，大幅下滑，主要是受行业需求下滑、竞争加剧影响。2016年我国风电新增装机23.37GW，同比下降24%，但16年招标量28GW，同比大幅回升，我们预计新能源业务景气度17年有望回升。报告期内公司节能环保业务实现收入14.37亿元，同比增长30.79%，签订浙江、福建、安徽等地区配电网节能改造、电能量提升项目，未来随着节能改造、电能替代等行业趋势的逐步推演，节能环保业务有望延续高速增长；轨交业务实现收入8.67亿元，同比增长71.83%，毛利率14.44%。
- **费用控制良好，现金流改善。**报告期内公司综合毛利率22.78%，同比下降约2.4个百分点，产品盈利能力有所下降。公司费用控制良好，销售费用率4.09%，管理费用率5.89%，同比皆有所下降。报告期内公司加大应收款项催收力度，经营活动产生的现金流量净额较上期增长52.03%，现金流显著改善。公司资产负债率（48.95%）保持稳定，ROE（16.35%，摊薄）小幅提升，主要来自收入增长带来的资产周转率的提升。
- **下调盈利预测，维持“买入”评级：**公司业绩略低于预期，但长期增长趋势向好，我们根据16年实际业绩调整业绩基数，下调公司盈利预测，预计17-19年分别实现营业收入129亿、146亿、165亿，实现归属于母公司的净利润17.01亿、20.64亿、24.25亿（调整前17-18年分别为18.3亿、21.4亿），对应EPS分别为0.70、0.85、1.00元/股（调整前17-18年为0.75、0.88元），目前股价对应PE分别为24、20、17倍。公司目前停牌重组，3月28日公司公告与控股股东国网电科院以及南瑞集团签订了《重大资产重组框架协议》，初步达成重组意向，我们看好集团优质资产的注入前景，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格上升风险，资产注入失败风险

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,678	11,415	12,937	14,622	16,475
同比增长率(%)	8.66	17.95	13.33	13.02	12.67
净利润(百万元)	1,299	1,447	1,701	2,064	2,425
同比增长率(%)	1.26	11.39	17.54	21.34	17.49
每股收益(元/股)	0.53	0.60	0.70	0.85	1.00
毛利率(%)	25.2	22.8	24.0	24.8	25.3
ROE(%)	16.1	16.4	16.1	16.4	16.1
市盈率	31	28	24	20	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表 1：利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	9,712	11,415	12,937	14,622	16,475
二、营业总成本	8,431	10,033	11,230	12,509	13,948
其中：营业成本	7,262	8,815	9,837	11,001	12,305
营业税金及附加	75	68	91	101	109
销售费用	405	467	517	585	626
管理费用	625	669	737	833	923
财务费用	(16)	(22)	(23)	(39)	(51)
资产减值损失	79	35	71	27	37
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
三、营业利润	1,281	1,382	1,707	2,113	2,527
加：营业外收入	255	269	246	256	257
减：营业外支出	1	0	0	0	0
四、利润总额	1,536	1,650	1,953	2,369	2,783
减：所得税	207	199	234	284	334
五、净利润	1,328	1,451	1,718	2,085	2,449
少数股东损益	29	4	17	21	24
归属于母公司所有者的净利润	1,300	1,447	1,701	2,064	2,425
六、基本每股收益	0.53	0.60	0.70	0.85	1.00
全面摊薄每股收益	0.53	0.60	0.70	0.85	1.00

资料来源：Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。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。