

审慎推荐-A (维持)

国电南瑞 600406.SH

目标估值: 19-21 元

当前股价: 16.63 元

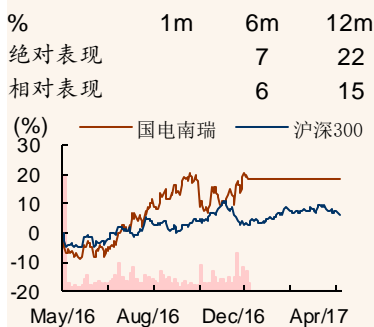
2017 年 05 月 04 日

盈利质量改善, 模式创新与业务开拓有望带来稳健增长

基础数据

上证综指	3127
总股本(万股)	242895
已上市流通股(万股)	220575
总市值(亿元)	404
流通市值(亿元)	367
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	16.4
资产负债率	45.6%
主要股东	南京南瑞集团公司
主要股东持股比例	41.01%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn  
S1090516080001

赵智勇

021-68407742  
zhaozy5@cmschina.com.cn  
S1090517040004

公司发布 2017 年 1 季报: 1 季度实现收入 14.3 亿元, 同比增长 1.3%, 归上净利润 0.18 亿元, 增长 31.8%, 扣非净利润下降 17%, 公司季报业绩符合预期。公司近 1 年来盈利质量显著好转, 现金回款态势良好。当前毛利率有所下降, 与总包等业务比例提升有关, 也受配网领域产品的行业竞争影响。公司基本实现了从单机销售向总包与解决方案的转型, PPP 等新模式业已经在探索; 未来在轨交、节能环保、增量配网等领域的投入可能还会比较大, 公司的业务结构正在摆脱大股东和大客户依赖, 并走出电力行业。综合行业情况与公司布局, 预计有望保持稳健增长; 公司重组方案尚未披露, 维持审慎推荐评级, 调整目标价为 19-21 元。

- 业绩平稳, 盈利质量大幅改善: 公司 1 季度业绩符合市场预期。公司 1 季度毛利率较上年同期下降 0.6 个百分点, 毛利率近几年都有所下降, 一方面因轨交总包业务、整合的电力装备业务盈利不如公司传统业务, 进而拉低总体盈利; 同时, 近几年电力装备特别是配网终端等产品竞争较激烈也有影响。同时, 我们注意到, 公司近一年多, 盈利质量大幅好转, 报表质量更健康。
- 已基本实现了从单机销售向总包与解决方案的转型, 正在走出电力行业。公司较早适应了大客户集约化、集中化、标准化的招投标模式, 同时公司近几年加大总包等业务模式, 已基本实现了从单机产品销售走向大包和系统方案的转变。公司在 PPP 等新模式方面已经在探索, 未来在轨交、节能环保、增量配网等领域采用 PPP、EPC 等模式的可能性比较大, 公司的业务结构正在摆脱大股东和大客户依赖, 并有望逐步走出电力行业。
- 行业平稳, 公司有望通过模式创新与新业务拓展实现稳健增长: 电力行业处于想对过剩和结构优化时期, 电力装备行业发展将总体保持平稳; 而公司通过继续向解决方案转型、模式创新, 通过在轨交、节能环保、增量配网等新领域的拓展, 有望维持稳健增长。
- 维持“审慎推荐-A”投资评级: 公司的资产重组方案尚未披露, 维持审慎推荐评级, 调整目标价为 19-21 元。
- 风险提示: 集团资产整合进度低于预期, PPP 项目盈利波动。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	9678	11415	13417	15835	18887
同比增长	9%	18%	18%	18%	19%
营业利润(百万元)	1278	1382	1562	1848	2233
同比增长	2%	8%	13%	18%	21%
净利润(百万元)	1299	1447	1632	1910	2255
同比增长	1%	11%	13%	17%	18%
每股收益(元)	0.53	0.60	0.67	0.79	0.93
PE	31.1	27.9	24.7	21.2	17.9
PB	5.0	4.6	4.2	3.8	3.4

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

1、季报要点分析.....	3
2、盈利质量显著改善.....	5
3、已实现从单机销售走向总包与系统方案，正在走出电力行业.....	5
4、行业平稳发展，公司有望保持稳健增长.....	7

## 图表目录

表 1：业绩摘要.....	3
表 2：公司分项业务收入构成（百万元）.....	4
表 3：公司分项业务毛利率（%）.....	4
表 4：公司现金流指标（%）.....	5
表 5：公司经营情况分析.....	5
表 6：公司经营分析（百万元）.....	5
表 7：公司经营情况分析.....	6
表 8：主要子公司净利润（百万元）.....	7
表 9：公司有先行意义的经营指标分析（百万元）.....	7
表 10：公司订单情况统计（亿元）.....	7
附：财务预测表.....	8

## 1、季报要点分析

**业绩摘要：**公司 1 季度实现收入 14.3 亿元，同比增长 1.3%，归上净利润 0.18 亿元，同比增长 31.8%，扣非净利润同比下降 17%，公司业绩符合预期。

报告期内，公司毛利率 15.5%，较上年同期下降 0.6 个百分点，销售费用率持平，管理费用率提高 0.6 个百分点。

公司毛利率近几年有所下降，一方面因轨交总包业务交货集中拉低总体毛利率，传统电力板块整合的电研华源等公司盈利较公司原有的电力二次自动化要弱一些；同时，近几年电力装备板块特别是配网终端等产品竞争较激烈，对公司总体盈利也有影响。

**表 1：业绩摘要**

(人民币, 百万)	2015	2016	同比变动 (%)	2016 年 Q1	2017 年 Q1	同比变动 (%)
营业收入	9,711.6	11,415.3	17.5	1,402.8	1,420.8	1.3
销售税金	(75.0)	(68.3)	(8.9)	(5.7)	(6.5)	13.2
营业成本	(7,262.1)	(8,815.2)	21.4	(1,177.9)	(1,201.0)	2.0
毛利润	2,374.4	2,531.8	6.6	219.1	213.3	(2.7)
销售费用	(405.1)	(467.3)	15.3	(97.4)	(99.2)	1.8
管理费用	(625.1)	(669.2)	7.1	(131.9)	(142.6)	8.1
经营利润	1,344.3	1,395.3	3.8	(10.2)	(28.5)	179.1
资产减值损失	(78.9)	(34.7)	(56.0)	(11.8)	6.5	(154.7)
公允价值变动收	0.0	0.0		0.0	0.0	
财务费用	15.6	21.7	39.2	7.5	7.3	(1.5)
投资收益						
营业外收入	255.2	268.6	5.2	46.3	51.2	10.7
营业外支出	(0.5)	(0.5)	(1.3)	(0.0)	(0.1)	70.0
利润总额	1,535.6	1,650.3	7.5	31.7	36.5	15.2
所得税	(207.2)	(199.1)	(3.9)	(23.0)	(26.4)	15.0
税后净利润	1,328.4	1,451.2	9.2	8.7	10.0	15.6
少数股东权益	(28.9)	(4.1)	(85.9)	4.9	7.8	60.7
归母净利润	1,299.5	1,447.2	11.4	13.5	17.9	31.8
扣非后归母净利	1,274.5	1,407.9	10.5	10.8	9.0	(17.0)
<b>主要比率 (%)</b>			<b>百分点变</b>			<b>百分点变</b>
毛利率	25.2	22.8	(2.4)	16.0	15.5	(0.6)
销售费用率	4.2	4.1	(0.1)	6.9	7.0	0.0
管理费用率	6.4	5.9	(0.6)	9.4	10.0	0.6
财务费用率	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.5)	(0.5)	0.0
经营利润率	13.8	12.2	(1.6)	(0.7)	(2.0)	(1.3)
税后净利率	13.7	12.7	(1.0)	0.6	0.7	0.1
所得税率	13.5	12.1	(1.4)	72.6	72.5	(0.1)

资料来源：公司资料、招商证券

表 2：公司分项业务收入构成（百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>总收入</b>	<b>8,308.50</b>	<b>9,575.63</b>	<b>8,907.00</b>	<b>9,678.01</b>	<b>11,415.28</b>
电网自动化	5,480.78	5,917.36	6,106.03	6,162.73	7,585.11
发电及新能源	1,669.74	2,438.95	1,558.13	1,896.97	1,512.05
节能环保	478.57	537.08	686.65	1,098.66	1,436.90
工业控制(含轨道交通)	667.18	656.48	539.28	504.40	866.70
其他业务		25.76	16.91	15.25	14.52

资料来源：公司资料、招商证券

表 3：公司分项业务毛利率（%）

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>综合毛利率</b>	<b>28.75</b>	<b>27.09</b>	<b>27.20</b>	<b>25.19</b>	<b>22.78</b>
电网自动化	34.49	35.25	31.01	29.63	27.00
发电及新能源	15.72	10.55	13.91	14.29	5.17
节能环保	26.15	22.96	21.55	20.43	23.61
工业控制(含轨道交通)	16.65	16.74	28.07	20.61	14.44
其他业务		67.69	76.41	82.16	66.91

资料来源：公司资料、招商证券

## 2、盈利质量显著改善

公司盈利质量显著改善：2016 年公司应收款、票据规模得以通知，现金回款较前几年大幅改善。2016 年，公司赊销比下降 23 个百分点，经营现金净额与净利润比值大幅提高 35 个百分点。近几年资产规模没有扩张，自由现金流大幅增长，2016 年自由现金流与税后净利润比值提高 32 个百分点，达到 103.4%。

表 4：公司现金流指标 (%)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
赊销比	45.8	47.8	53.7	71.9	77.8	81.8	58.7
经营获得现金与营收比	96.9	87.2	82.8	74.2	101.7	91.5	98.9
经营净现金/净利润比	63	51	53	46	130	91	126
自由现金/净利润比	47.5	34.3	42.0	35.5	106.9	71.9	103.4

资料来源：公司资料、招商证券

表 5：公司经营情况分析

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	28.8	33.0	31.0	32.2	19.4	17.1	17.1
ROA	14.6	17.0	15.4	15.4	9.3	8.5	8.6
ROIC	26.1	29.5	26.7	27.2	16.5	14.7	15.0

资料来源：公司资料、招商证券

## 3、已实现从单机销售走向总包与系统方案，正在走出电力行业

公司较早适应了国网“三集五大”集约化模式，较好的实现了从单机产品营销走向系统方案与总包：公司较早适应了大客户集约化、集中化、标准化的招投标模式，并开始加快从单机产品销售走向大包和系统方案，公司经营效率在 2009-2016 年持续提升。

公司的销售人员不含税销售额 2008-2009 年在 9 百万元/每人以下，至 2013 年迅速提高到近 25 百万元/每人；全员产值从 2009 年 90 多万元每人，2013 年达到近 300 万元。在此期间，电力装备行业没有发生大的技术革命或变迁，公司的经营效率的快速提升，更多的反应的是公司从单机销售向总包和解决方案的转变。

PPP 等新模式还在投入和摸索：公司 2014 年与南瑞集团、中铁二局等发起成立南京宁和轨道交通建设发展有限公司，以 PPP 方式参与南京宁和城际轨交一期工程，近 3 年公司已分别支付 1.54、0.77、2.3 亿元。预计公司未来可能加快在轨道交通、节能环保、增量配电、智慧园区、城市综合管廊等领域 PPP、EPC 等新模式的探索。

表 6：公司经营分析 (百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
收入	1081.5	1107.3	1,778.7	2,482.1	4,660.0	6,027.9	9,575.6	8,907.0	9,678.0	11,415
固定资产	169.0	165.4	378.1	309.9	366.6	378.5	460.7	503.2	517.6	557.5
无形资产	12.5	17.9	13.7	24.3	84.4	115.1	204.2	287.0	289.0	307.7
在建工程	136.1	147.5	3.1	4.4	1.7	10.2	37.1	27.3	74.0	30.3
收入/固定与无形资产(倍)	6.0	6.0	4.5	7.4	10.3	12.2	14.4	11.3	12.0	13.2

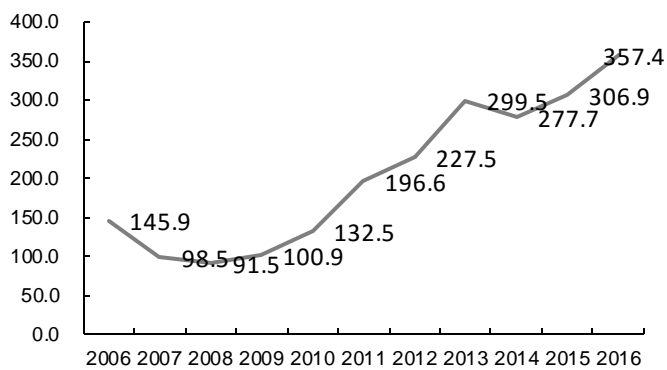
资料来源：公司资料、招商证券

表 7：公司经营情况分析

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
薪酬总额估算(百万)	141	202	282	410	518	951	1046	1202	1373	1133
员工(人)	1098	1210	1762	1873	2370	2650	3197	3207	3153	3194
人均薪酬(万元/人)	12.9	16.7	16.0	21.9	24.4	37.9	35.8	37.5	43.2	35.7
人均产值(万元/人)	126.3	119.3	119.7	167.0	219.7	331.0	327.5	278.2	305.4	359.7
人均产值与薪酬比(倍)	9.8	7.1	7.5	7.6	9.0	8.7	9.2	7.4	7.1	10.1

资料来源：公司资料、招商证券

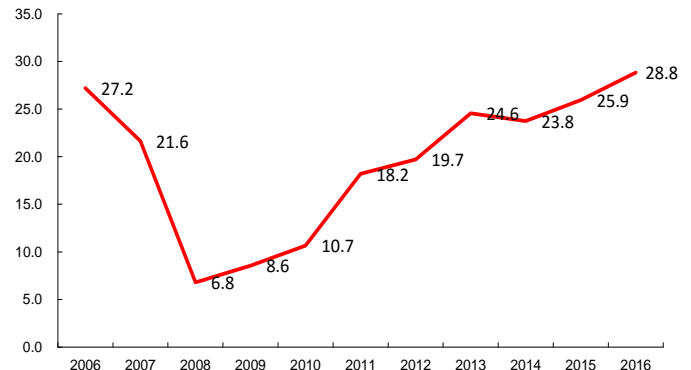
图 1 全员人均产值(万元/人)



资料来源：公司资料、招商证券

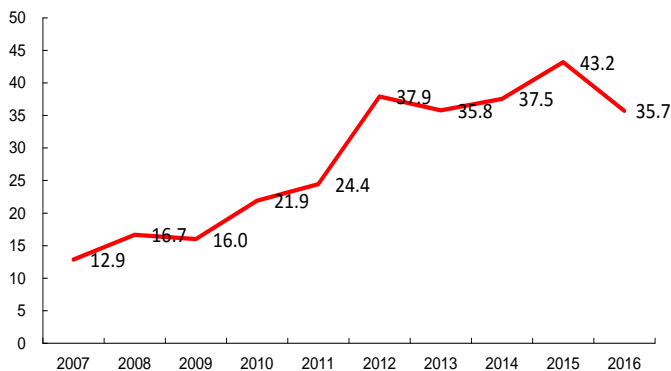
注释：以上均不含税；公司 2007、2009 年资产注入对数据有扰动

图 2 销售员人均销售额(百万元/人)



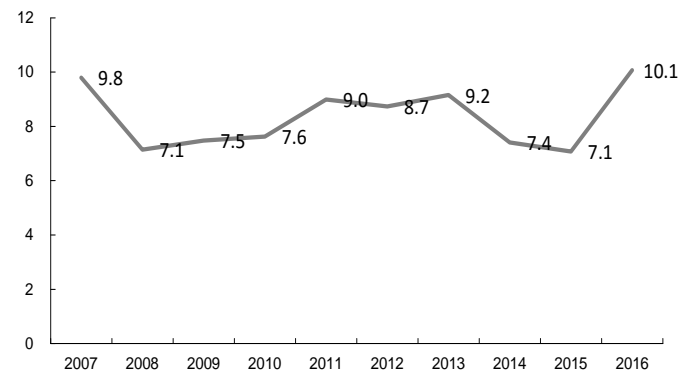
资料来源：公司资料、招商证券

图 3 人均薪酬情况(万元/人)



资料来源：公司资料、招商证券

图 4 人均产值与人均薪酬比(倍)



资料来源：公司资料、招商证券

**正在走出电力行业：**公司业务以往集中在输变电、发电自动化，以及部分轨交电气化领域。过去一个时期，公司非电力行业业务占比不断提高，环保、轨交、新能源领域业务快速发展，已经成为上市公司的业务支柱，收入、利润贡献越来越大。

在电力相关领域的业务中，输变电特别是大股东国家电网公司的业务占比持续下降，未来公司将逐步摆脱国网大客户依赖，摆脱电力行业依赖。从主要子公司经营来看，南瑞南京控制、国电富通等主要面向非电力系统业务的子公司，收入、利润占比越来越高。

表 8：主要子公司净利润（百万元）

	持股 (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
南京中德保护		21.8	33.0	47.8				
南瑞北京控制		0.8	1.5	1.6	6.0	(0.0)	7.0	
南瑞航天	50.0	0.3	1.2	0.0	0.3	0.1	0.0	0.1
国电南瑞吉电新能	51.0	0.0	1.7	4.1	4.6	1.2	6.1	6.1
安徽继远	100.0	29.2	32.1	30.9	31.9	35.2	41.9	48.2
安徽中天电力	100.0	12.1	12.2	22.9	23.2	28.2	32.3	35.5
北京南瑞捷鸿	51.0		44.3	(0.4)	6.3	10.5	14.6	7.7
富电科技	100.0				46.2	56.8	57.7	16.9
北京科东	100.0				226.4	266.2	280.9	341.1
南瑞南京控制	100.0				394.4	653.7	699.1	714.4
电研华源	100.0				23.6	24.3	27.6	1.0
三能电力	40.48				4.1	9.0	3.4	13.4
南瑞太阳能科技	75.00				29.5	32.4	51.8	(35.4)

资料来源：公司资料、招商证券

注：南瑞北京控制公司已被吸收合并；南京中德保护公司后合并成立为南瑞南京控制公司。

#### 4、行业平稳发展，公司有望保持稳健增长

我国电力行业进入相对过剩时期，发电、输变电已有一定冗余，在用电量温和增长的情况下，预计行业在未来可预见的时期内仍可能是平稳发展。

公司在电力二次领域竞争力优势突出，通过非电力系统业务的扩张和培育，以及公司在 PPP、工程总包、运维服务等商业模式上的探索，未来有望保持稳健增长。

表 9：公司有先行意义的经营指标分析（百万元）

	2014	2015	2016	同比 (%)	2016Q1	2017Q1	同比 (%)
预付款	425.0	479.8	420.8	(12.3)	658.2	529.3	(19.6)
预收款	1,414.0	1,496.5	1,682.1	12.4	1,510.8	1,461.3	(3.3)
存货	2,103.7	2,148.3	2,046.8	(4.7)	2,223.1	2,234.7	0.5
购买支付	6,914	5,125	6,914	34.9	1,210.5	1,663.0	37.4
修正后的购买支付	6,891	5,964	6,865	15.1	580	999	72.3

资料来源：公司数据，招商证券

表 10：公司订单情况统计（亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016
在手订单	50.19	76.44	105.74	126.87	115.57
新签在手	36.38	52.13	70.34	72.85	54.95

资料来源：公司数据，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	14824	15803	17769	20544	23897
现金	4162	4721	4242	4777	5505
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1028	1470	1255	1734	2089
应收款项	6897	6703	8395	9693	11309
其它应收款	106	115	136	160	191
存货	2148	2047	2924	3277	3789
其他	483	747	816	903	1014
<b>非流动资产</b>	1475	1730	1730	1733	1742
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	518	557	545	577	612
无形资产	289	308	277	249	224
其他	668	865	907	907	906
<b>资产总计</b>	<b>16299</b>	<b>17532</b>	<b>19498</b>	<b>22276</b>	<b>25639</b>
<b>流动负债</b>	8093	8512	9761	11409	13542
短期借款	98	82	0	0	0
应付账款	5172	5296	6176	7262	8669
预收账款	1497	1682	1962	2307	2753
其他	1327	1451	1624	1840	2120
<b>长期负债</b>	55	70	70	70	70
长期借款	0	0	0	0	0
其他	55	70	70	70	70
<b>负债合计</b>	<b>8148</b>	<b>8582</b>	<b>9831</b>	<b>11479</b>	<b>13612</b>
股本	2429	2429	2429	2429	2429
资本公积金	1148	1149	1149	1149	1149
留存收益	4481	5273	5982	7105	8327
少数股东权益	93	100	107	115	123
归属于母公司所有者权益	8058	8850	9560	10683	11904
<b>负债及权益合计</b>	<b>16299</b>	<b>17532</b>	<b>19498</b>	<b>22276</b>	<b>25639</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1203	1824	597	1393	1833
净利润	1299	1447	1632	1910	2255
折旧摊销	107	112	97	92	89
财务费用	8	3	(24)	(20)	(26)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(243)	(275)	(1252)	(644)	(550)
其它	31	537	144	56	65
<b>投资活动现金流</b>	(249)	(323)	(94)	(92)	(97)
资本支出	(173)	(93)	(96)	(94)	(99)
其他投资	(76)	(230)	2	2	2
<b>筹资活动现金流</b>	(807)	(679)	(981)	(766)	(1008)
借款变动	(450)	(60)	(82)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(389)	(656)	(923)	(786)	(1034)
其他	33	36	24	20	26
<b>现金净增加额</b>	<b>147</b>	<b>822</b>	<b>(478)</b>	<b>534</b>	<b>728</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	9678	11415	13417	15835	18887
营业成本	7240	8815	10279	12088	14429
营业税金及附加	75	68	80	95	113
营业费用	402	467	564	681	803
管理费用	619	669	845	1029	1228
财务费用	(15)	(22)	(24)	(20)	(26)
资产减值损失	79	35	111	114	109
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	1278	1382	1562	1848	2233
营业外收入	255	269	300	330	340
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	1532	1650	1861	2178	2572
所得税	207	199	225	263	310
<b>净利润</b>	1325	1451	1637	1915	2262
少数股东损益	26	4	5	5	6
<b>归属于母公司净利润</b>	1299	1447	1632	1910	2255
<b>EPS (元)</b>	0.53	0.60	0.67	0.79	0.93

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	9%	18%	18%	18%	19%
营业利润	2%	8%	13%	18%	21%
净利润	1%	11%	13%	17%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.2%	22.8%	23.4%	23.7%	23.6%
净利率	13.4%	12.7%	12.2%	12.1%	11.9%
ROE	16.1%	16.4%	17.1%	17.9%	18.9%
ROIC	13.2%	13.2%	14.0%	14.9%	16.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.0%	48.9%	50.4%	51.5%	53.1%
净负债比率	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.4	4.2	4.1	3.9	4.1
应收帐款周转率	1.4	1.7	1.8	1.8	1.8
应付帐款周转率	1.4	1.7	1.8	1.8	1.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.53	0.60	0.67	0.79	0.93
每股经营现金	0.50	0.75	0.25	0.57	0.75
每股净资产	3.32	3.64	3.94	4.40	4.90
每股股利	0.27	0.38	0.32	0.43	0.51
<b>估值比率</b>					
PE	31.1	27.9	24.7	21.2	17.9
PB	5.0	4.6	4.2	3.8	3.4
EV/EBITDA	18.9	17.6	15.3	13.1	10.9



## 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。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**赵智勇：**曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

**陈术子：**上海交通大学硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，研究新能源发电产业。

## 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。