

公司研究/公告点评

2017年05月17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

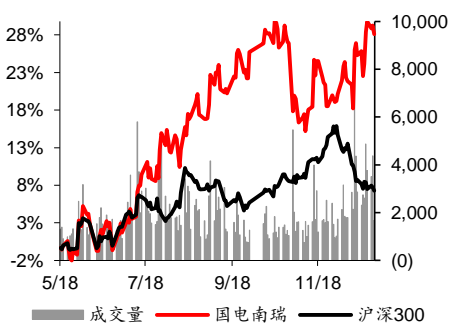
黄斌
联系人 billhuang@htsc.com

丁宁 010-56793941
联系人 dingning2@htsc.com

相关研究

- 1 《国电南瑞(600406,增持): 电网巨龙稳增长, 国改打开新空间》2017.03
- 2 《国电南瑞(600406):业务全面向好, 国改临近关口》2016.10
- 3 《国电南瑞(600406):特高压配网受益, 业绩向好走出阴霾》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

重组方案出炉, 电网巨龙腾飞

国电南瑞(600406)

重大资产重组预案出炉, 南瑞集团主要资产基本实现证券化

公司公布重大资产重组预案, 拟分别向国网电科院、南瑞集团、沈国荣、云南能投发行股份及支付现金, 收购含南瑞集团主要经营性资产及负债、江宁基地等房产在内以及普瑞特高压、南瑞继保、设计公司、普瑞工程、印尼公司、巴西公司等 12 家公司股权的资产, 全部资产预估作价 264.79 亿元, 其中股份对价 239.80 亿元、现金对价 24.99 亿元; 同时, 上市公司拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行募集配套资金 61.03 亿元, 购买资产股份发行价格和配套募资股份发行底价为 13.93 元/股。标的资产整体估值市盈率 14.02 倍, 市净率 2.56 倍。

解决同业竞争承诺, 主营业务整体上市彰显国改决心

通过资产注入, 国网电科院不仅完成了 13 年资产重组时的承诺, 一举解决了南瑞集团几大业务之间的同业竞争问题; 同时通过本次资产重组, 南瑞集团下属 17 家一级子公司中开展主要电力业务的 11 家子公司将完成资产证券化, 南瑞集团的主营业务基本上实现了整体上市, 资产重组的规模超出市场原有预期。标的资产 16 年营收、净利润分别为 189.95、18.89 亿元, 是公司同期营收、净利润的 1.66、1.31 倍, 合计收入超过南瑞集团 16 年营收 295.65 亿元的 80%。这是国网 16 年底正式表态推进混改后, 旗下公司的首次重大资产重组, 对后续国网体内其他公司混改具有标杆意义。

电网二次设备龙头正式诞生, 受益电改和一带一路投资

通过资产注入, 公司将全面覆盖电网自动化及工业控制、电力信息通信、继电保护及柔性输电、发电及水利环保、海外及工程总包等五大业务板块, 成为国外旗下设备业务范围最广的公司之一, 进一步确立了公司二次设备的绝对龙头地位。公司在继电保护、轨道交通信号控制、电力调度自动化等细分领域的绝对优势将进一步增强, 电网工程总包能力得到释放; 同时公司还获得了海外业务出口平台, 将直接参与到国网在东南亚、巴西、东欧等地的大规模电网投资中, 并进一步增强海外工程项目订单获取能力。

资产注入打造电网设备航母, 维持“增持”评级

在不考虑本次资产重组影响的情况下, 预测公司 17-19 年净利润分别为 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。考虑资产重组将极大提升公司的盈利能力、完善公司在继电保护、电动汽车等产业的布局, 进一步受益与电改和新能源汽车的发展, 维持“增持”评级, 目标价 21-24 元。在考虑资产重组影响的情况下, 重组完成后上市公司净利润增厚预计将超过 20 亿元, 预测市值有望超过 800 亿元。

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)	16,461
每股净资产 (元)	3.65

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
归母净利润 (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

资产重组的主要标的情况

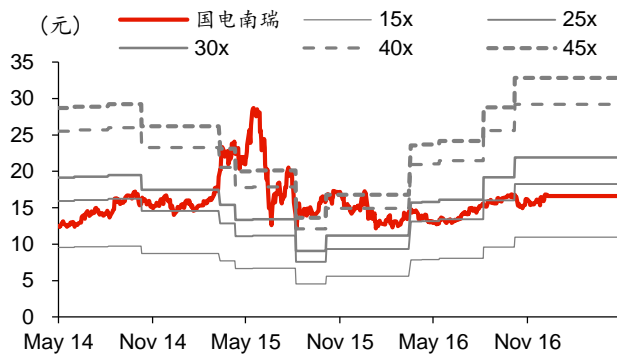
图表1: 资产重组标的财务指标 (除比例外单位为万元)

	收购后持股比例	总资产	净资产	16年营收	16年净利润
继保电气	87%	1,382,707.55	802,753.00	638,270.15	162,856.11
普瑞特高压	100%	46,233.33	3,770.83	63,253.22	5,104.61
普瑞工程	100%	128,165.95	52,713.68	120,843.17	36,641.75
普瑞科技	100%	47,116.35	23,399.51	33,408.45	2,364.66
信通公司	100%	76,723.93	9,986.60	65,628.06	9,866.75
瑞中数据	60%	22,815.69	8,561.36	13,183.73	-1,613.64
设计公司	100%	31,094.98	9,604.16	65,072.28	1,810.17
上海南瑞	100%	2,564.43	277.07	8,013.38	82.49
云南南瑞	100%	3,545.86	1,200.86	2,947.06	88.18
巴西公司	99%	9,627.84	5,354.63	6,727.61	21.32
印尼公司	90%	1,192.31	1,002.20	719.59	29.79
北京南瑞	100%	3,226.00	1,926.50	427.65	171.97
南瑞集团主要经营性资产及负债	100%	863,756.78	61,329.88	954,019.83	6,589.92
江宁基地及浦口房产土地	100%	208,974.78	187,482.80	9,513.32	-10,116.44

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所 (总资产、净资产为2016年12月31日数据)

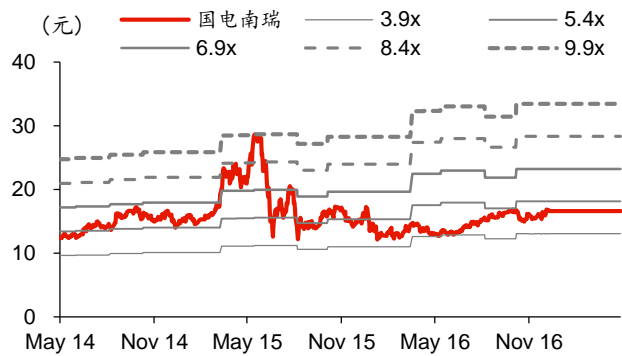
PE/PB - Bands

图表2: 国电南瑞历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 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