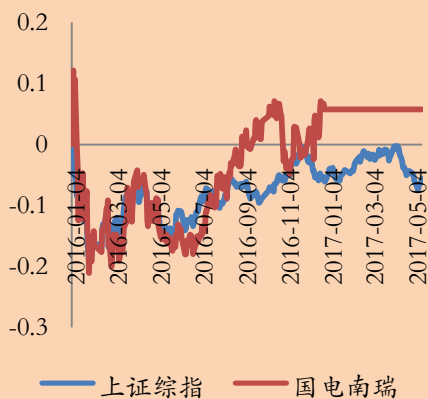




国电南瑞 (600406)

投资评级：增持

报告日期：2017-5-18



吴海滨

0551-65161836

wllvswbh@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161836

xucc1990@126.com

重组方案落地 资产注入筑王者

公司发布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，拟收购国网电科院旗下的普瑞特高压、设计公司，南瑞集团旗下的继保电气、信通公司、普瑞工程、普瑞科技、北京南瑞、上海南瑞、印尼公司、巴西公司、瑞中数据、云南南瑞等股权以及南瑞集团持有的主要经营性资产及负债和国网电科院部分资产。本次交易标的资产交易价格总额达到 264.79 亿元，其中现金支付 24.99 亿元，同时拟募投 34 亿元用于 IGBT 模块产业化等 13 个项目。

3 年期期待迎来方案落地 落实国企混改实现整体上市

由于控股股东及控股股东出资人南瑞集团和国网电科院下属的中电普瑞、普瑞特高压和南瑞继保与公司分别在电网安全稳定实时控制、电动汽车充换电站及变电站保护和综合自动化领域存在同业竞争问题，南瑞集团和国网电科院曾于 2013 年底承诺 3 年内解决同业竞争问题。此次方案出台，通过资产注入解决同业竞争病灶，强化相关领域的竞争力，同时也落实了国家积极推进的国有企业整体上市和积极推进混合所有制改革的精神，实现南瑞集团及国网电科院核心业务资产的整体上市。

优质资产拟注入大幅增厚利润

公司是我国电力自动化、轨道交通监控的技术、设备、服务供应商和龙头企业，根据方案若本次交易完成，公司将新增继电保护及柔性输电、电力信息通信等领域的业务。其中本次并购中总资产占比达到 70% 的继保电气与占比排第二的普瑞工程 2016 年的毛利率和净资产收益率远高于公司，而且继保电气是国内继电保护领域最大的科研和产业化基地、自主柔性输电技术处于国际先进水平，与普瑞工程双剑合璧，近年来在国内特高压工程设备方面斩获大量订单，尤其在换流阀和直流控制保护系统，市场份额位居前列。同时公司可以借助拟并购的印尼、巴西公司进军印尼及周边地区和南美洲地区等海外市场，有望乘“一带一路”和全球能源互联网之风激发海外业务增长潜力。根据 2016 年的财务数据，标的资产的资产总额、营收、净利润是公司的 1.57、1.66、1.30 倍，因而本次收购实施将大幅提升公司的业务结构和盈利能力，形成较完整的智能电网产业链。

募投项目涉及核心元器件国产化

本次募投的 13 个项目中最大的投入项目是 IGBT 模块产业化项目。IGBT 是自动控制和功率变换的关键器件，是电动汽车、节能设备、直流配电网等战略新兴业务的核心元器件。据 HIS 预测，到 2020 年，国内 IGBT 市场规模将超过 200 亿元，年复合增长率约为 15%。然而目前我国尤其在新能源汽车、轨道交通等中高端市场上，对 IGBT 的进口依赖度还是很大，因而无论在整体市场规模还是国产替代，都有巨大的空间。公司该项目的实施不仅有助于实现核心半导体关键技术国产化，强化自身领域内产品自主化和质量，而且能以此为契机切入 IGBT 的其他应用领域，提升重组后公司的竞争力。

投资建议

不考虑资产注入，我们预计公司 2017-2019 年归母净利润 16.63/19.45/22.22

亿元，每股收益 0.68/0.80/0.91 元，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	11415	13226	15272	17866
收入同比(%)	18%	16%	15%	17%
归属母公司净利润	1447	1663	1945	2222
净利润同比(%)	11%	15%	17%	14%
毛利率(%)	22.8%	22.5%	22.9%	22.7%
ROE(%)	16.2%	16.1%	16.3%	15.9%
每股收益(元)	0.60	0.68	0.80	0.91
P/E	27.91	24.28	20.77	18.18
P/B	4.56	3.94	3.40	2.91
EV/EBITDA	24	22	18	15

资料来源：华安证券研究所

财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	15,803	18,807	21,484	25,177	营业收入	11,415	13,226	15,272	17,866
现金	4,721	4,919	6,020	6,638	营业成本	8,815	10,249	11,782	13,814
应收账款	6,819	8,745	9,611	11,523	营业税金及附加	68	91	98	119
其他应收款	115	149	165	192	销售费用	467	546	628	736
预付账款	421	438	447	428	管理费用	669	775	895	1,047
存货	2,047	2,727	2,935	3,559	财务费用	(22)	(69)	(80)	(94)
其他流动资产	1,680	1,830	2,305	2,837	资产减值损失	35	25	22	21
非流动资产	1,730	1,670	1,781	1,919	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	557	522	487	452	营业利润	1,382	1,610	1,927	2,224
无形资产	308	287	268	250	营业外收入	269	290	305	317
其他非流动资产	865	861	1,026	1,217	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	17,532	20,477	23,265	27,095	利润总额	1,650	1,900	2,231	2,541
流动负债	8,512	10,068	11,188	13,014	所得税	199	231	281	312
短期借款	82	54	20	0	净利润	1,451	1,668	1,950	2,229
应付账款	5,296	6,739	7,413	8,888	少数股东损益	4	5	6	7
其他流动负债	3,134	3,275	3,754	4,127	归属母公司净利润	1,447	1,663	1,945	2,222
非流动负债	70	60	78	88	EBITDA	1,468	1,597	1,901	2,183
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.68	0.80	0.91
其他非流动负	70	60	78	88					
负债合计	8,582	10,128	11,265	13,102					
少数股东权益	100	105	111	118					
股本	2,429	2,429	2,429	2,429					
资本公积	1,149	1,149	1,149	1,149					
留存收益	5,273	6,665	8,310	10,298					
归属母公司股东权	8,850	10,243	11,888	13,876					
负债和股东权益	17,532	20,477	23,265	27,095					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,824	445	1,377	809
净利润	1,451	1,663	1,945	2,222
折旧摊销	112	56	54	53
财务费用	3	(69)	(80)	(94)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(315)	(1,235)	(569)	(1,399)
其他经营现金	573	30	28	27
投资活动现金流	(323)	3	0	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(323)	3	0	0
筹资活动现金流	(679)	(230)	(253)	(161)
短期借款	(16)	(28)	(34)	(20)
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	(664)	(202)	(219)	(140)
现金净增加额	822	219	1,124	649

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	17.95%	15.86%	15.47%	16.99%
营业利润	8.15%	16.45%	19.69%	15.43%
归属于母公司净利润	11.39%	14.94%	16.91%	14.27%
获利能力				
毛利率(%)	22.78%	22.51%	22.85%	22.68%
净利率(%)	12.68%	12.58%	12.73%	12.44%
ROE(%)	16.21%	16.12%	16.25%	15.93%
ROIC(%)	37.70%	42.43%	37.90%	40.35%
偿债能力				
资产负债率(%)	48.95%	49.46%	48.42%	48.35%
净负债比率(%)	37.20%	34.60%	33.79%	32.92%
流动比率	1.86	1.87	1.92	1.93
速动比率	1.62	1.60	1.66	1.66
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.70	0.70	0.71
应收账款周转率	1.68	1.73	1.69	1.72
应付账款周转率	2.18	2.20	2.16	2.19
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.68	0.80	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.18	0.57	0.33
每股净资产(最新摊薄)	3.64	4.22	4.89	5.71
估值比率				
P/E	27.9	24.3	20.8	18.2
P/B	4.6	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	24.06	21.99	17.79	15.12

资料来源: 华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。