

2017年05月22日

公司研究

评级：增持（维持）

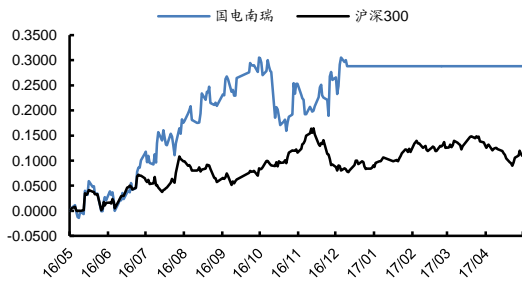
研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人： 孙纯鹏 S0350117050013
0755-83026892 suncp@ghzq.com.cn

重组方案终落地，开启发展新纪元

——国电南瑞（600406）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
国电南瑞	0.0	0.0	28.5
沪深300	-1.4	-0.7	11.0

市场数据

2017-05-22

当前价格（元）	16.63
52周价格区间（元）	11.93 - 17.50
总市值（百万）	40393.49
流通市值（百万）	36681.68
总股本（万股）	242895.34
流通股（万股）	220575.36
日均成交额（百万）	350.34
近一月换手（%）	28.10

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

国电南瑞发布资产重组预案：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购买资产，其中以发行股份方式购买国网电科院所持普瑞特高压100%股权、设计公司100%股权、江宁基地及浦口房产土地；以发行股份方式购买南瑞集团持有的主要经营性资产及负债；以发行股份方式购买南瑞集团所持信通公司100%股权、普瑞工程100%股权、普瑞科技100%股权、北京南瑞100%股权、上海南瑞100%股权、印尼公司90%股权、巴西公司99%股权、瑞中数据60%股权、云南南瑞65%股权；以发行股份方式购买云南能投所持有的云南南瑞35%股权；以发行股份及支付现金方式购买南瑞集团所持有的继保电气79.239%股权，其中现金支付比例为继保电气79.239%股权交易作价的14.60%；以发行股份方式购买沈国荣所持有的继保电气7.761%股权，同时拟采用询价方式向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金。

投资要点：

- **重组方案终落地，基本实现南瑞集团整体上市。**南瑞继保是国内继电保护领域的绝对龙头，公司研发实力超群、盈利能力突出，本次重组顺利收购南瑞继保87%股权。除此以外，普瑞工程、南瑞信通、印尼公司、巴西公司、北京南瑞、上海南瑞、云南南瑞、瑞中数据等经营性资产及负债等均并入上市公司。以2016年12月31日为预估基准日，全部资产账面净资产为114.05亿元，预估值为293.34亿元。根据相关标的资产的收购比例计算，本次标的资产预估值为264.79亿万元。标的资产整体估值市盈率14.02倍，市净率2.56倍。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。
- **优质资产注入增厚上市公司业绩，打造电力二次设备旗舰企业。**2016年标的资产的归母净利润达到18.89亿元，上市公司2016年归母净利润为14.47亿元，未来并表后，公司整体盈利实将实现翻倍增长。公司原有两大板块电网自动化及工业控制、发电及水利环保，重组后新增继电保护及柔性输电、电力信息通信、海外及工程总包三大业务板块，同时南瑞继保、普瑞特高压、云南南瑞等标的注入将增强原有两大板块的竞争力；未来有望充分发挥内部协同，成为国内最大的电力二次设备及相关行业自动化产品与技术供应商。
- **迈入发展新阶段，国际化经营与产融结合助力新腾飞。**在维持现有产品业务10%以上增长的基础上，大力发展新兴产业如智能化管控系统、电动汽车、储能、多能互补、轨交信息化、信号系统等。同时响

应“一带一路”号召，充分利用国家相关优惠政策，大力发展国际总承包业务，预计国际业务规模年增长 30% 以上。在业务模式上已实现向设备供应商向电工电气装备总承包商的转变，盈利模式上也逐步由设备利润向产融结合转型。

- **盈利预测和投资评级：维持增持评级** 基于审慎性考虑，在增发没有最终完成前，暂不考虑其对公司业绩及股本的影响。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.71 元，0.85 元，1.0 元，对应 PE 分别为 23.5 倍，19.6 倍，16.5 倍。我们持续看好公司在电力二次设备领域的绝对龙头地位及国际业务与新兴产业带来的业绩突破。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。维持“增持”评级。
- **风险提示：** 重组进度不达预期，电网投资不达预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	11415	14273	17899	22853
增长率(%)	18%	25%	25%	28%
净利润（百万元）	1447	1716	2059	2439
增长率(%)	11%	19%	20%	18%
摊薄每股收益（元）	0.60	0.71	0.85	1.00
ROE(%)	16.17%	16.08%	16.18%	16.08%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 国电南瑞盈利预测表 (暂不考虑重大资产重组影响的情况)

证券代码:	600406.SH				股价:	16.63	投资评级:	增持	日期:	2017-05-22
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	16%	16%	16%	16%	EPS	0.60	0.71	0.85	1.00	
毛利率	23%	23%	22%	21%	BVPS	3.64	4.35	5.19	6.20	
期间费率	10%	10%	10%	10%	估值					
销售净利率	13%	12%	12%	11%	P/E	27.91	23.54	19.62	16.56	
成长能力					P/B	4.56	3.82	3.20	2.68	
收入增长率	18%	25%	25%	28%	P/S	3.54	2.83	2.26	1.77	
利润增长率	11%	19%	20%	18%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.65	0.67	0.69	0.71	营业收入	11415	14273	17899	22853	
应收账款周转率	1.38	1.38	1.43	1.46	营业成本	8815	11013	13902	17940	
存货周转率	4.31	4.31	4.40	4.51	营业税金及附加	68	100	125	160	
偿债能力					销售费用	467	584	733	935	
资产负债率	49%	50%	51%	53%	管理费用	669	828	1020	1280	
流动比	1.86	1.85	1.84	1.80	财务费用	(22)	(44)	(60)	(75)	
速动比	1.62	1.61	1.60	1.56	其他费用 / (-收入)	(35)	(35)	(30)	(30)	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	1382	1757	2149	2583	
现金及现金等价物	4721	5751	7477	9285	营业外净收支	268	200	200	200	
应收款项	8289	10364	12505	15653	利润总额	1650	1957	2349	2783	
存货净额	2047	2580	3190	4017	所得税费用	199	237	284	337	
其他流动资产	747	933	1169	1491	净利润	1451	1720	2065	2446	
流动资产合计	15803	19624	24337	30443	少数股东损益	4	5	6	7	
固定资产	557	577	599	614	归属于母公司净利润	1447	1716	2059	2439	
在建工程	30	34	36	39	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	308	266	227	212	经营活动现金流	1824	1114	1801	1901	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1451	1720	2065	2446	
资产总计	17532	21335	26033	32143	少数股东权益	4	5	6	7	
短期借款	82	92	97	102	折旧摊销	108	107	84	83	
应付款项	6348	8003	10101	13035	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	1682	2103	2638	3368	营运资金变动	261	(4871)	(5619)	(7961)	
其他流动负债	399	399	399	399	投资活动现金流	(323)	(23)	(24)	(18)	
流动负债合计	8512	10598	13235	16904	资本支出	4	(23)	(24)	(18)	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	70	70	70	70	其他	(327)	0	0	0	
长期负债合计	70	70	70	70	筹资活动现金流	(471)	6	1	(0)	
负债合计	8582	10668	13305	16974	债务融资	(16)	10	5	5	
股本	2429	2429	2429	2429	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	8951	10668	12728	15169	其它	(455)	(4)	(4)	(5)	
负债和股东权益总计	17532	21335	26033	32143	现金净增加额	1030	1097	1777	1883	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

孙纯鹏，厦门大学工学硕士，2017 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

边文姣，北京大学金融学硕士、厦门大学工学学士学位，2016 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

傅鸿浩，中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015 年进入国海证券，从事电力设备及新能源行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。