

历史性资产重组落地 新南瑞新版图新腾飞 买入 (维持)

2017年6月7日

证券分析师 曾朵红
执业资格证书号码: S0600516080001
zengdh@dwzq.com.cn
021-60199798

研究助理 汪林森
010-66573527
wangls@dwzq.com

投资要点

■ **南瑞 09-11 年受益于智能电网投资高增长，当前正开启新一轮稳健成长周期：**受益于 09 年开启的智能电网大投资，二次设备需求快速增长，尤其是智能调度全面升级，国电南瑞 09-11 年超预期高增长，08-11 年收入由 11 亿增长到 46.6 亿，净利润由 1.25 亿增长到 8.55 亿，其中 10 年注入了航天电气控制和吉电新能源两家集团公司，展现二次设备王者的实力。随着智能化投资减速和国网审计影响，增长相对放缓，公司进一步加大了研发投入，积极培育新的增长点，同时集团在 12 年也注入了北京科东等 5 个集团公司，轨道交通、新能源、节能环保等 12-16 年发展迅速、业务占比提升逐步形成新的增长点，2016 年南瑞收入为 114 亿元，净利润为 14.5 亿元，从 2017 年起开始开启新一轮稳健增长的周期。南瑞从 07 年至今，研发投入占收入比重始终保持 6% 以上，属于典型的高科技企业，在电力设备公司中享有明显的估值溢价。

■ **市场最为期待的南瑞集团整体上市方案落地，资产质地极为优良，整体估值 2017 年降为约 18 倍。**南瑞集团整体上市从 09 年开始市场就有所期待的，近期公告了资产注入方案，集团的优质资产全部注入上市公司，可谓众望所归。此次交易标的包括南瑞集团及沈国荣所持有的继保电气 87% 股权（其余 13% 仍为沈院士持有）、信通公司 100% 股权、普瑞工程 100% 股权等，总资产 276 亿元，净资产为 103 亿，资产负债率 62.6%，2016 年的收入为 190 亿，同比增长 37.7%，净利润为 18.9 亿，同比增长 37.7%，净利润率为 11.24%，ROE 为 18.29%，评估价值为 264.8 亿，收购对应 16 年 14 倍估值，资产注入分为股权+现金，其中发行股份购买资产的股份数约为 17.21 亿股，发行价为 13.93 元/股，此外配套募集资金 61 亿，其中 24.99 亿元用于收购资产，为南瑞集团所持有继保电气 79.239% 股权交易作价的 14.60%，发行价不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90% 且不低于 13.93 元/股，假定按照现价 16.63 发行，则发行股份 3.7 亿股，公司原有 24.29 亿股，资产注入完成后总股本约为 45.2 亿股，市值约为 752 亿，对应 2017 年的 PE 约为 18.5 倍。

■ **南瑞继保和普瑞工程的电力电子业务是最大的亮点。**此次注入资产中南瑞继保和普瑞工程质地极为优秀，2016 年南瑞继保收入和净利润分别为 63.83 亿和 12.1 亿，同比增长分别为 4.9% 和 10.7%，普瑞工程为 12.10 亿和 3.66 亿，同比增长 55.1% 和 618%。南瑞继保业务分为三大块，一块是保护自动化，第二块电力电子，第三块是工业控制。06、07 年 90% 多都是电网的业务，到

股价走势



市场数据

| | |
|-----------|-------------|
| 收盘价 (元) | 16.63 |
| 一年最低/最高价 | 16.63/16.63 |
| 市净率 (倍) | 4.55 |
| 流通市值 (百万) | 36681.68 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产 (元) | 3.20 |
| 资产负债率 (%) | 49.18% |
| 总股本 (百万股) | 2,428.95 |
| 流通 A 股 (百万股) | 2,205.75 |

相关研究

1. 三季报略超市场预期，国企改革行业的龙头 2016-10-24
2. 中报符合预期，下半年集团资产注入值得期待 2016-08-24

2016 年下游 45% 是电网，55% 是工业企业和海外，其中海外业务有 13%。保护自动化目前营收占比 55%，目前已经是国际领先的地位；电力电子业务未来最有前景，目前营收占比约为 37%，目前主要是直流特高压中的换流阀，包括传统的直流输电系统和柔性直流的换流阀，后者采用 IGBT 等可自关断的全控器件，未来是南瑞研发的重点投入方向，打破海外的技术垄断。目前南瑞继保和普瑞工程共同占领国内直流输电换流阀的 50% 市场，在国家电网公开中标的线路中有中标业绩 6 个换流站，属于绝对的龙头地位，在巴西有大项目中标，未来在海外柔性直流输电领域将大有可为。

- **新南瑞品牌承载历史使命，2016-2020 年 4 年时间努力实现翻番，年均复合增速 20%：**中国制造 2025 指定了包括先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备等十个重点领域，其中南瑞集团涉足的就有轨交、节能与新能源车、电力装备、新一代信息技术四大板块，可见南瑞布局的产业契合国家产业发展方向。其中大功率电力电子器件的产业化，也是本次南瑞募集资金投入的重点，继保电气上市以后在电力电子和海外业务上都有更大空间。未来新南瑞将加强业务上的整合，加强管理上的协同和精简管理层级，预计整体经营情况到 2020 年有望实现 4 年翻番，其中电力电子新业务和海外是主要增长点。在合并后口径下，16 年合同大约是 440 亿，2020 年预计达到 850 亿-900 亿，16 年营业收入是 300-310 亿，2020 年预计到 610 亿，16 年净利润 33 亿，到 2020 年预计超过 70 亿，对应每年复合增速 20%。分板块来看，现有产品业务国内市场预计保持稳定增长，2016 年占比 92%，未来年复合增长率为 10%-15%；现有产品业务目标国际业务 2016 年占比 8%，2017 年预计超过 10%，未来年复合增长率为 40% 以上，预计至 2020 年国业务占比达 20%；大力发展新兴产业，2017 年占比 8%，至 2020 年业务占比达 15%。
- **投资建议：**我们预计在 16 年平稳的表现下，在资产注入的历史性阶段，公司处于平稳增长期，不考虑注入资产 2017-2019 年归母净利润为 17.05/19.46/22.19 亿元，EPS 为 0.70/0.80/0.91 元，同比增长 18%/14%/14%。预计注入资产年底前完成，全年并表，我们预计 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 40.6/49.1/58.9 亿元，配套融资按现价 16.63 元计算，股本增厚至 45.2 亿股，对应市值 752 亿，EPS 分别为 0.90/1.09/1.30 元，同比增长 23%/21%/20%，考虑到公司的技术储备、合并后上市公司和注入资产的共振效应以及龙头公司的估值溢价，我们认为公司资产注入完成后的合理估值为 2017 年 25 倍 PE（合并后），对应目标市值 1000 亿，目标价为 22 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济增速下滑，电网投资不达预期；海外业务推进不达预期；资产注入进度不达预期。

目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 本次重组是南瑞发展的历史性时刻..... | 5 |
| 1.1. 南瑞继保历史悠久，电力自动化领域的龙头..... | 5 |
| 1.2. 南瑞已经进入了技术推动的高端制造阶段..... | 6 |
| 1.3. 16 年上市公司新旧业务共振..... | 7 |
| 2. 重组方案落地，注入后市值 750 亿估值 18 倍.... | 9 |
| 2.1. 注入资产优质，定价 16 年 14 倍..... | 9 |
| 2.2. 注入后大幅消化估值..... | 10 |
| 2.3. 配套融资主要投入研发..... | 11 |
| 2.4. 交易标的 16 年经营数据梳理..... | 12 |
| 3. 展望未来，南瑞品牌承载历史使命..... | 14 |
| 3.1. 电力装备是中国制造 2025 的重要组成..... | 14 |
| 3.2. 新南瑞定位世界一流，研发费用预计增至 15 亿..... | 15 |
| 3.3. 电力投资中高速增长，新兴产业是新引擎..... | 16 |
| 3.4. 十三五预计整体翻番..... | 17 |
| 3.5. 南瑞继保和普瑞工程的电力电子业务是最大增量..... | 18 |
| 4. 盈利预测及投资建议..... | 21 |
| 4.1. 对标海外电力装备龙头..... | 21 |
| 4.2. 南瑞龙头估值溢价明显..... | 22 |
| 4.3. 投资建议..... | 23 |
| 4.4. 风险提示..... | 23 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 本次资产转入的相关企业发展历程..... | 5 |
| 图表 2: 国电南瑞历史经营数据列表..... | 6 |
| 图表 3: 国电南瑞历史经营数据作图..... | 7 |
| 图表 4: 上市公司分板块增速表格..... | 7 |
| 图表 5: 上市公司分板块增速图 | 8 |
| 图表 6: 13 年资产注入对于上市公司的影响..... | 8 |
| 图表 7: 上市公司和标的资产经营数据..... | 9 |
| 图表 8: 资产注入后 ROE 提升 | 10 |
| 图表 9: 拟注入资产的预估值 | 10 |
| 图表 10: 募集资金的投入方向 | 11 |
| 图表 11: 资产注入后业务板块划分..... | 12 |
| 图表 12: 本次交易资产的 16 年经营数据的梳理..... | 13 |
| 图表 13: 本次交易前后股权比例的变化..... | 14 |
| 图表 14: 2016 年中国软件和信息技术服务综合竞争力百强企业名单..... | 15 |
| 图表 15: 中国制造 2025 重点领域介绍..... | 15 |
| 图表 16: 电网投资建设完成额 | 16 |
| 图表 17: 南瑞十三五整体发展形势预测..... | 17 |
| 图表 18: 物联网、云计算和大数据在能源领域的应用..... | 18 |
| 图表 19: 南瑞继保的业务拆分 | 19 |
| 图表 20: 常规直流和柔性直流的区分..... | 20 |
| 图表 21: 近期直流特高压中标一览表..... | 20 |
| 图表 22: 对标海外电力装备龙头..... | 22 |
| 图表 23: 国电南瑞历史估值 | 22 |
| 图表 24 : 公司财务三张表 | 24 |

1. 本次重组是南瑞发展的历史性时刻

1.1. 南瑞继保历史悠久，电力自动化领域的龙头

南瑞是电力自动化领域历史最悠久的品牌。在上世纪 90 年代中期南瑞的灵魂人物沈国荣院士带领 20 多位技术骨干创办中瑞通（后更名南瑞继保），期间经过几次股权重组，在本次资产注入前南瑞继保的股东中南瑞集团持股 79.239%，沈国荣持股 20.761%。本次注入上市公司国电南瑞后，国电南瑞控股 87%，沈国荣持股 13%，20 多年后国内电力自动化领域排名第一和第二个南瑞再度合并，国企改革大环境下的整合打造出了世界级的电力自动化企业。

图表 1：本次资产转入的相关企业发展历程

| 国电南瑞 | | 国网电科院 | | 南瑞集团 | | 南瑞继保 | |
|----------------|--|----------------|--|-------------|---|--------------------|--|
| 2001 年成立 | 国电南瑞系经国家经贸委批准，由南瑞集团作为主发起人，并联合国电电力发展股份有限公司等共八家发起人发起设立 | 2001 年成立 | 国家电力公司（国家电网前身）批准电力自动化研究院改制设立国电自动化研究院（国网电科院前身） | 1993 年 | 南瑞集团前身为南京南瑞自动化总公司，成立于 1993 年 2 月 27 日，企业性质为全民所有制。 | 1995 年成立 | 沈国荣（33%）、戴学安、王爱玲、郑玉平、周旭等共同出资设立继保电气前身中瑞通电网保护有限公司。 |
| 2003 年上市 | 经上海证券交易所核准，国电南瑞公开发行的 4,000 万股社会公众股在上海证券交易所挂牌交易 | 2006 年更名 | 国电自动化研究院更名为国网南京自动化研究院。 | 1997 年 | 南京南瑞自动化总公司名称变更为“南京南瑞集团公司” | 1999 年继保有有限进入股东并更名 | 增加注册资本 2,000.00 万元，其中继保有限（南瑞集团控股 51%）以货币出资 750.00 万元。中瑞通电力名称变更为“南京南瑞继保电气有限公司”。 |
| 2006 年股权分制改革 | 经国务院国资委《关于国电南瑞科技股份有限公司股权分置改革有关问题的批复》批准 | 2008 年更名，注入武高所 | 国网南京自动化研究院更名为国网电力科学研究院；将武汉高压研究院股权划转至国网电科院 | 前后国网电科院数次注资 | 南瑞集团注册资本为 8 亿元，为国网电科院全资子公司 | 2003 年 | 继保电气召开股东会会议，同意继保有限将其持有的继保电气 15.30% 股权（计出资额 382.50 万元）转让给南瑞集团 |
| 2010 年非公开发行 | 募集资金 7.6 亿，主要用于电力系统自动化及轨道交通项目 | 2015 年 | 国网电科院旗下南瑞集团部分信息通信资产划转至国网信息通信产业集团有限公司，将常州电气设备检测中心从中国电科院划转至国网电科院 | | | 2011 年与南瑞集团股权重组 | 南瑞集团持股 79.231%，沈国荣持股 20.761% |
| 2013 年发行股份购买资产 | 非公开发行股份购买北京科东、电研华源、国电富通、南瑞太阳能，作价 25.9 亿。 | | | | | | |

资料来源：公司公告、东吴证券研究所整理

1.2. 南瑞已经进入了技术推动的高端制造阶段

从公司发展的角度看南瑞正在进入第二个上升阶段。国电南瑞上市公司在 09-11 年受益于智能电网的投资扩张，营收的增速在 06-08 年连续低迷后，09 年开始当时一轮投资的营收确认高峰；资本市场也是提前反应在 08 年 10 月份启动行情，从 1.8 涨到 10 年 12 月份的 18 块，走出了两年 10 倍的大行情。12 年开始南瑞的业绩随着智能电网投资增速的回落开始下滑。我们对于南瑞 13 年业绩我们进行了修正，13 年南瑞进行了第一次重组，注入资产包括北京科东、电研华源、国电富通、南瑞太阳能和稳定分公司等共计营收 27 亿，净利润 4 个亿，因此 13 年的业绩增速主要来自于并表影响，扣除并表因素，当年的营收增速应该是滑落到 10% 左右。后续 13-15 年的营收增速均在 10% 以下，直到 16 年开始新的突破，南瑞迎来新一轮发展。

图表 2： 国电南瑞历史经营数据列表

| | 2003 年 | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 3.73 | 4.74 | 7.49 | 8.97 | 10.82 | 11.07 | 17.79 | 24.82 | 46.60 | 60.28 | 95.76 | 89.07 | 96.78 | 114.15 |
| 营收增速 | | 27% | 58% | 20% | 21% | 2% | 61% | 40% | 88% | 29% | 10% | -7% | 9% | 18% |
| 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.03 | 1.12 | 1.59 | 1.83 | 0.24 | 3.66 | 5.30 | 6.43 | 6.69 | 6.73 |
| 研发费用增速 | | | | | | 8% | 42% | 15% | -87% | 1427% | 45% | 21% | 4% | 1% |
| 研发费用率 | 0% | 0% | 0% | 0% | 10% | 10% | 9% | 7% | 1% | 6% | 6% | 7% | 7% | 6% |
| 员工人数 | 474 | 504 | 554 | 615 | 1,098 | 1,210 | 1,762 | 1,873 | 2,370 | 2,650 | 3,197 | 3,207 | 3,153 | 3,194 |
| 员工人数增速 | | 6% | 10% | 11% | 79% | 10% | 46% | 6% | 27% | 12% | 21% | 0% | -2% | 1% |
| 固定资产 | 0.10 | 0.14 | 0.15 | 0.16 | 1.69 | 1.65 | 3.78 | 3.10 | 3.67 | 3.79 | 4.61 | 5.03 | 5.18 | 5.57 |
| 产能增速 | | 34% | 8% | 7% | 964% | -2% | 129% | -18% | 18% | 3% | 22% | 9% | 3% | 8% |
| 归属母公司股东的净利润 | 0.56 | 0.84 | 1.02 | 1.15 | 1.42 | 1.25 | 2.50 | 4.75 | 8.55 | 10.56 | 16.00 | 12.83 | 12.99 | 14.47 |
| 归母净利增速 (左) | | 50.1% | 21.1% | 12.3% | 23.6% | -12.0% | 99.6% | 89.7% | 80.1% | 23.5% | 9.9% | -19.8% | 1.3% | 11.4% |

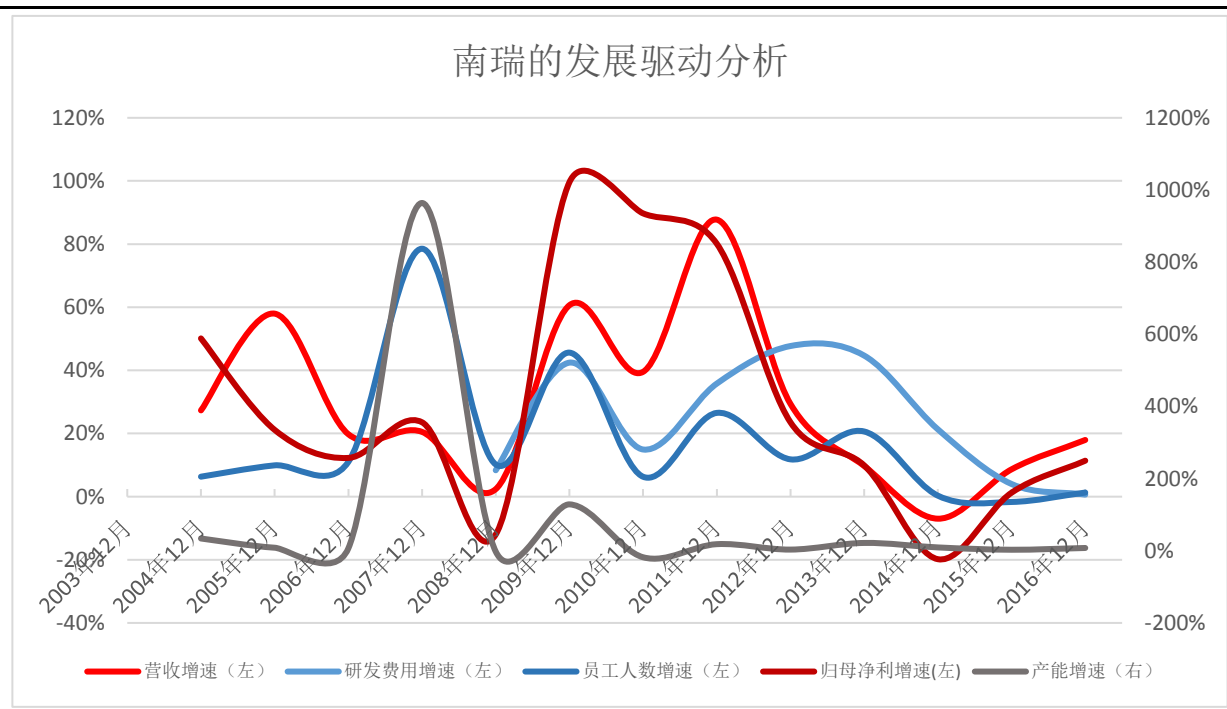
注 2014 年数据为估计的扣除并表因素后的可比增速

资料来源：公司公告、东吴证券研究所整理

南瑞正在经历从人员和财务的投入到技术和研发投入的转型。通过分析南瑞在人员数量和产能扩张的进度可以发现，这种人力和物力的投入主要是集中在 07 年，公司作为国家电网的子公司，在产业爆发的前期已经充分做好了准备，以充足的人员和产线迎接 09 年智能电网的浪潮，在 11 年营增速达到顶峰后，产能和人员扩张都趋于平稳，公司从 12-15 年中更多的是调整结构，开启第一轮资产重组，同时控制应收账款和存货的扩展，保障经营现金流，加强营收的质量控制。另一方面上市公司从 12 年起加大了研发的投入，后续每年研发费用保持在 6 个亿以上，费用率保持在 6-7 个点（A 股中属于占比很高的研发型企业），持续的投入方向主要是深化交直流混联大电网分析、优化、决策、

控制与仿真技术研究；开展新一代用电信息化采集系统、电力云计算、大数据平台、智慧能源、车联网、需求侧管理、电力交易现货市场等新产品开发，加快高级计量构架 AMI、海外三相表、配电终端等国际化产品开发及海外认证。研发投入成为南瑞 16 年以来支撑增长的点，16 年报已经有所反映。本次资产注入同时配套融资，会继续加大研发费用的开支，为未来打下扎实的基础。

图表 3： 国电南瑞历史经营数据作图



资料来源：公司公告、东吴证券研究所整理

1.3. 16 年上市公司新旧业务共振

国电南瑞上市公司 16 年营收增速恢复了新的增长。主要原因分板块看既有电力自动化业务的重新启动，也有以工业轨交和节能为代表的新板块的贡献。电力自动化中增长比较快的主要是调度自动化和配电自动化，调度自动化以 D5000 产品的新一轮更换周期为代表，在各个地市开始全面铺开，配电自动化业务是一块比较新的业务，电网基本上刚开始进行大规模的投入，未来会逐步加大投资。变电自动化主要是存量的更新替代和特高压的增量需求。用电自动化随着电力市场的推开，未来的空间会被进一步打开。

图表 4： 上市公司分板块增速表格

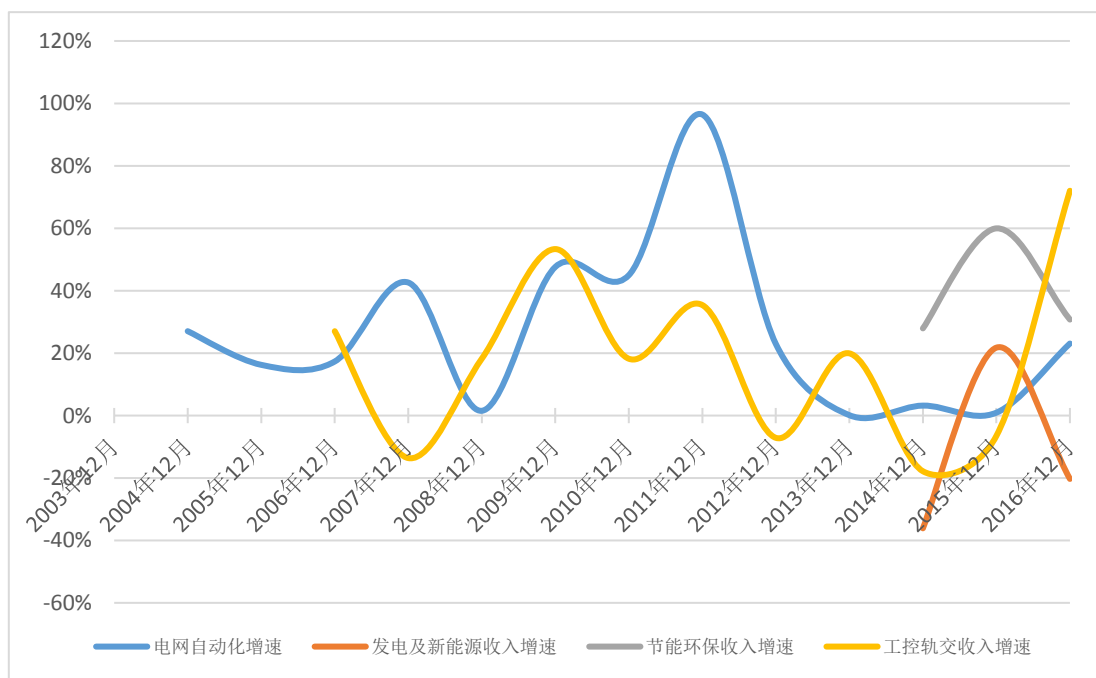
| 报告期 | 2003年 | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 电网自动化收入 | 3.4 | 4.4 | 5.1 | 6.0 | 8.5 | 8.6 | 12.7 | 18.5 | 36.3 | 44.6 | 59.2 | 61.1 | 61.6 | 75.9 |
| 电网自动化增速 | | 27% | 16% | 17% | 43% | 2% | 48% | 45% | 96% | 23% | 0% | 3% | 1% | 23% |
| 发电及新能源收入 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.1 | 0.1 | 1.4 | 2.0 | 4.4 | 10.1 | 24.4 | 15.6 | 19.0 | 15.1 |
| 发电及新能源收入增速 | | | | | | | | | | | | -36% | 22% | -20% |

| | | | | | | | | | | | | | | |
|----------|--|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 节能环保收入 | | | | | | | | | | | 5.37 | 6.87 | 10.99 | 14.37 |
| 节能环保收入增速 | | | | | | | | | | | | 28% | 60% | 31% |
| 工业控制收入 | | | 1.85 | 2.35 | 2.03 | 2.40 | 3.68 | 4.35 | 5.89 | 5.47 | 6.56 | 5.39 | 5.04 | 8.67 |
| 工控轨交收入增速 | | | | 27% | -14% | 18% | 53% | 18% | 35% | -7% | 20% | -18% | -6% | 72% |

资料来源：公司公告、东吴证券研究所整理

新业务中工控轨交业务开始发力，节能环保三年高速增长。如下图所示，工控轨交业务开始发力，板块 16 年增速高达 70%，主要是轨交从综合监控系统向信号系统(16 年 7 月轨交分公司在苏州首次中标综合监控系统和信号 ATS 系统融合形成的线路综合指挥调度等系统,首次业绩落地打开了 ATS 的大门)等更高盈利环节渗透，以及大项目推进加速带来的持续高增速；节能环保业务近三年保持高增速，其中电网节能、充换电设备等是主要贡献来源；发电和新能源业务中风电的规模随着行业一起下滑，光伏总包项目保持平稳。可以看出新业务的增速高于传统的电力自动化业务，是国电南瑞下一步发展的重点。

图表 5：上市公司分板块增速图



资料来源：公司公告、东吴证券研究所整理

13 年的资产注入对于分板块的影响我们进行了详细的拆分，其中北京科东、电研华源、稳定分公司所从事的业务主要是电网自动化，上面在统计该板块增速时，已经考虑了 13 年的并表影响。其余国电富通和南瑞太阳能业绩拆分复杂，我们并没有并入发电及新能源板块和节能环保板块。

图表 6：13 年资产注入对于上市公司的影响

| 注入大股东资产 | 13 年营收 | 13 年净利润 | 业务简介 | 对上市公司的影响 |
|---------|--------|---------|------|----------|
|---------|--------|---------|------|----------|

| | | | | |
|-------|-------|------|---------------------------------------|------------|
| 北京科东 | 8.95 | 2.26 | 电网调度自动化（90%）、用电自动化及终端（10%）、农电配电自动化及终端 | 电网自动化 |
| 电研华源 | 3.3 | 0.24 | 农电配电自动化及终端 | 电网自动化 |
| 国电富通 | 8.78 | 0.46 | 电站辅机及环保工程（火电、核电、钢铁） | 发电新能源+节能环保 |
| 南瑞太阳能 | 4.48 | 0.3 | 电气控制自动化电站（逆变器、EPC、直流设备） | 发电新能源 |
| 稳定分公司 | 2.27 | 0.81 | 电网安全稳定控制 | 电网自动化 |
| 合计 | 27.78 | 4.07 | | |

资料来源：公司公告、东吴证券研究所整理

2. 重组方案落地，注入后市值 750 亿估值 18 倍

2.1. 注入资产优质，定价 16 年 14 倍

本次交易标的的总资产 276 亿元，为南瑞集团体内最优质的资产。本次交易的标的资产为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；南瑞集团持有的主要经营性资产及负债；南瑞集团及沈国荣所持有的继保电气 87% 股权（其余 13% 仍为沈院持有）；南瑞集团所持有的信通公司 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；南瑞集团、云南能投所持有的云南南瑞 100% 股权。

交易资产的定价 265 亿元，对应 16 年 14 倍估值，收购方式分为股权+现金。本次交易中标的资产交易价格总额为 264.79 亿元（资产交易定价对应 16 年 14 倍），根据本次重组的交易方式，上市公司发行股份购买资产的股份发行数量约为 172148.80 万股，本次发行股份的价格选择本次重组首次董事会决议公告日前 120 个交易日的上市公司股票交易均价的 90% 为市场参考价，确定为 13.93 元/股；此外现金支付金额为 24.99 亿元，本次募集配套资金的股份发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日国电南瑞股票交易均价的 90% 且不低于 13.93 元/股。其中现金支付比例为南瑞集团所持有继保电气 79.239% 股权交易作价的 14.60%。

图表 7：上市公司和标的资产经营数据

| 项目 | 上市公司（万元） | | 标的资产（万元） | |
|-------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 2016 年 /2016-12-31 | 2015 年 /2015-12-31 | 2016 年 /2016-12-31 | 2015 年 /2015-12-31 |
| 总资产 | 1,753,238.61 | 1,633,382.23 | 2,764,921.23 | 2,626,046.17 |
| 归属于母公司股东的权益 | 885,044.25 | 805,908.33 | 1,033,021.98 | 1,121,439.28 |
| 营业收入 | 1,141,528.30 | 971,155.52 | 1,899,487.22 | 1,379,003.02 |
| 营业利润 | 138,226.06 | 128,087.51 | 210,986.14 | 156,516.90 |

| | | | | |
|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 归属于母公司所有者净利润 | 144,717.65 | 129,950.34 | 188,915.93 | 137,171.94 |
| 净利率 | 12.71% | 13.68% | 11.24% | 11.53% |
| 净资产收益率 | 16.35% | 16.12% | 18.29% | 12.23% |

资料来源：公司公告、东吴证券研究所整理

2.2. 注入后大幅消化估值

本次注入前上市公司 ROE 在 17% 左右，注入资产 ROE 18.3%。上市公司的 ROE 从 11-13 年的 30% 以上逐步回落，在 15 年见底 16 年开始修复，16 年 ROE 整体从 15 年的 17.09% 略增长至 17.12%。注入资产整体的资产情况和盈利情况如下表所示，16 年是 ROE 大幅提升的一年，注入资产从 15 年的 12.23% 提升到 16 年的 18.29%，主要贡献来自于杠杆和资产周转。通过对比两块资产周转率上上市公司和注入资产基本持平，注入资产的杠杆会相对较多，上市公司的净利率会相对较高。

图表 8：资产注入后 ROE 提升

| | | 上市公司 | | 注入资产 | |
|---------------|------------------|--------|--------|--------|--------|
| | | 2015 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2016 年 |
| ROE | (净利润/权益资产) | 17.09% | 17.12% | 12.23% | 18.29% |
| 权益乘数 | (平均总资产/平均归母股东利益) | 2.05 | 2.00 | 2.34 | 2.68 |
| | 期末总资产 | 162.99 | 175.32 | 262.60 | 276.49 |
| | 期末归属母公司股东利益 | 80.58 | 88.50 | 112.14 | 103.30 |
| 资产周转率 | (营业收入/平均总资产) | 0.62 | 0.67 | 0.53 | 0.69 |
| | 营业总收入 | 96.78 | 114.15 | 137.90 | 189.95 |
| 归属母公司股东的销售净利率 | | 13.42 | 12.68 | 9.95 | 9.95 |
| | 归母净利润 | 12.99 | 14.47 | 13.72 | 18.89 |

资料来源：公司公告、东吴证券研究所整理

交易后增厚利润，增厚市值在 750 亿左右，消化估值至 18 倍。上市公司原有总股本 24.29 亿股，收购换股 17.21 亿股，另有融资金额 61 亿元，对应不同价位和股本。整体取中间价位测算，目前注入后市值增厚至 750 亿元左右，对应 17 年利润在 40.6 元，估值从原上市公司的 23 倍降至 18.5 倍左右。

图表 9：拟注入资产的预估值

| | | 场景 1 | 场景 2 | 场景 3 | 场景 4 | 场景 5 | 场景 6 | 场景 7 |
|----------|----|-------|------|------|------|------|------|------|
| 原有股本 | 亿股 | 24.29 | | | | | | |
| 收购换股增厚股本 | 亿股 | 17.21 | | | | | | |
| 融资金额 | 亿元 | 61 | | | | | | |
| 股价 | 元 | 16.63 | | | | | | |

| | | | | | | | | |
|----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 融资价格 | 元 | 13.93 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 |
| 融资股本 | 亿股 | 4.4 | 4.4 | 4.1 | 3.8 | 3.6 | 3.4 | 3.2 |
| 融资增厚市值 | 亿元 | 72.82 | 72.46 | 67.63 | 63.40 | 59.67 | 56.36 | 53.39 |
| 收购换股增厚市值 | 亿元 | 286.20 | | | | | | |
| 目前市值 | 亿元 | 403.94 | | | | | | |
| 总市值 | 亿元 | 762.97 | 762.60 | 757.77 | 753.55 | 749.82 | 746.50 | 743.54 |
| 对应利润 | 亿元 | 40.6 | | | | | | |
| 对应估值 | | 18.8 | 18.8 | 18.7 | 18.6 | 18.5 | 18.4 | 18.3 |

资料来源：公司公告、东吴证券研究所整理

2.3. 配套融资主要投入研发

募集资金的用途为收购对价+项目融资。本次募集配套资金总额为 61 亿元，其中收购对价 24.99 亿元，项目融资 34.33 亿元。本次发行股份募集资金的定价基准日为本次募集配套资金发行期首日。发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90% 且不低于 13.93 元/股。投入的方向都是未来有产业趋势的方向，主要集中在 IGBT 模块、信息安全、智慧水务、多能互补、云计算平台、物联网等。我们上文提到过，南瑞目前已经进入了研发科技驱动的高端制造阶段，简单的扩产和招工已经无法再维持增长，在可产业化的方向持续投入研发才能带来未来的成长，作为国网的子公司我们相信南瑞的眼光和抉择。

图表 10： 募集资金的投入方向

| 序号 | 项目名称 | 实施主体 | 项目总投资金额 (万元) | 采用募集资金投资金额 (万元) |
|----|-------------------------------|--------------------------|--------------|-----------------|
| 1 | 电力电子化特征电网控制系统产业化实验能力建设项目 | 南瑞集团主要经营性资产及负债 (重组后上市公司) | 20,200.00 | 20,200.00 |
| 2 | 大功率电力电子设备智能生产线建设项目 | 南瑞集团主要经营性资产及负债 (重组后上市公司) | 14,964.00 | 14,964.00 |
| 3 | IGBT 模块产业化项目 | 南瑞集团主要经营性资产及负债 (重组后上市公司) | 164,388.00 | 164,388.00 |
| 4 | 智慧水务产业化建设项目 | 南瑞集团主要经营性资产及负债 (重组后上市公司) | 26,600.00 | 26,600.00 |
| 5 | 电力工控安全防护系列设备产业化及应用能力建设项目 | 信通公司 | 16,812.00 | 16,812.00 |
| 6 | 电网运检综合数据分析与应用中心产业化项目 | 南瑞集团主要经营性资产及负债 (重组后上市公司) | 8,074.00 | 8,074.00 |
| 7 | 智能电网云计算平台实验验证环境建设及产业能力升级项目 | 南瑞集团主要经营性资产及负债 (重组后上市公司) | 7,914.00 | 7,914.00 |
| 8 | 面向清洁能源与开放式电力市场的综合服务平台建设及产业化项目 | 南瑞集团主要经营性资产及负债 (重组后上市公司) | 10,470.00 | 10,470.00 |
| 9 | 区域多能互补智能化产业化项目 | 南瑞集团主要经营性资产及负债 (重组后上市公司) | 9,800.00 | 9,800.00 |

| | | | | |
|-------------|-----------------------------------|-----------------------------|-------------------|-------------------|
| 10 | 基于物联网及移动技术的电网实物资产管理设备产业化及应用能力建设项目 | 南瑞集团主要经营性资产及负债 (重组后上市公司) | 7,100.00 | 7,100.00 |
| 11 | 大功率电驱动系统生产线建设及产业化项目 | 南瑞集团主要经营性资产及负债 (重组后上市公司) | 11,886.00 | 11,886.00 |
| 12 | 江宁基地产业(5-8号)楼项目 | 江宁基地(重组后上市公司) | 41,612.00 | 41,587.00 |
| 13 | 江宁基地成品库建设项目 | 江宁基地(重组后上市公司) | 7,133.00 | 3,533.00 |
| 项目总投资金额 | | | 346,953.00 | 343,328.00 |
| 支付现金对价 | | | 249,898.53 | |
| 支付相关税费和中介费用 | | | 17,101.47 | |
| 合计 | | | 610,328.00 | |

资料来源：公司公告、东吴证券研究所整理

2.4. 交易标的 16 年经营数据梳理

在业务板块上看本次注入后，上市公司新增三大板块业务，分别是继电保护及柔性输电、电力信息通信、海外工程总包。其中继电保护和柔性输电主要依托继保电气和普瑞工程公司，电力信息通信主要依托信通公司和信通分公司（包含在南瑞集团主要经营性资产及负债中），海外工程主要依托国际分公司、巴西和印尼公司等。同时在继保电气、普瑞特高压、水电分公司的部分业务也会增加进入原有的电网自动化、发电水利环保两大业务板块。

图表 11：资产注入后业务板块划分

| 重组后业务板块 | 细分业务 | 相关子公司 |
|------------|-------------|------------------|
| 电网自动化及工业控制 | 电网自动化、工业控制 | 继保电气、普瑞特高压、设计公司等 |
| 发电及水利环保 | 发电及新能源、节能环保 | 节能分公司、水电分公司、云南南瑞 |
| 继电保护及柔性输电 | 继电保护、柔性输电 | 继保电气、普瑞工程 |
| 电力信息通信 | 电力信息通信 | 信通公司、信通分公司 |
| 海外工程总包 | 海外工程总包 | 国际分公司、巴西公司、印尼公司 |

资料来源：公司公告、东吴证券研究所整理

本次收购的最主要资产是继保电气，16 年继保电气的营收达到 64 亿，归母净利润 16.29 亿，毛利率 44%，ROE 高达 21%，利润占据本次收购的 85%。其余普瑞工程和信通公司是另外两个重要的利润来源，其中普瑞工程公司 16 年贡献 3.66 亿净利润，信通公司 1 个亿净利润，ROE 分别是 69% 和 98%。

图表 12：本次交易资产的 16 年经营数据的梳理

| 标的资产 | 主业 | 资产负债（16 年） | | | 收入利润（16 年） | | | | | 主要财务指标（16 年） | | |
|-------|---|------------|-------|-------|------------|--------|-------|------------------------|-------|--------------|--------|---------|
| | | 资产 | 负债 | 所有者权益 | 营业收入 | 营收增速 | 营业成本 | 净利润 | 净利润增速 | 资产负债率 | 毛利率 | ROE |
| 继保电气 | 电力自动化，柔性输电 | 138.27 | 58.00 | 80.28 | 63.83 | 4.9% | 35.53 | 16.68 (归母 16.29) | 10.7% | 41.94% | 44.33% | 21.04% |
| 普瑞工程 | 主要从事超/特高压直流输电、柔性直流输电核心装备制造、工程成套、电网安全稳定控制等业务。 | 12.82 | 7.55 | 5.27 | 12.10 | 55.1% | 6.60 | 3.66 | 618% | 58.87% | 45.36% | 69.51% |
| 信通公司 | 主要从事电力生产管理、运行监控、安全防护及相关信息通信软硬件研发制造、系统集成和工程服务。 | 7.67 | 6.67 | 1.00 | 6.56 | 97.6% | 5.00 | 0.99 | -16% | 86.98% | 23.87% | 98.80% |
| 普瑞特高压 | 电网自动化 | 4.62 | 4.25 | 0.38 | 6.33 | 14.0% | 5.28 | 0.51 | 265% | 91.84% | 16.46% | 135.37% |
| 设计公司 | 主要从事送变电、新能源发电等项目的工程设计咨询及设备集成业务 | 3.11 | 2.15 | 0.96 | 6.51 | -25.9% | 6.05 | 0.18 | -700% | 69.11% | 7.09% | 18.85% |
| 瑞中数据 | 主要从事数据存储、一体化平台、开放型应用到数据运维、数据增值与运营业务。 | 2.28 | 1.43 | 0.86 | 1.32 | 28.2% | 1.13 | -0.16 | -45% | 62.48% | 14.09% | 18.85% |
| 普瑞科技 | 主要从事柔性交流输电技术应用、电能质量监测治理及咨询、智能配电及节电技术应用等相关业务。 | 4.71 | 2.37 | 2.34 | 3.34 | -9.0% | 2.74 | 0.24 | 0% | 85.00% | 17.94% | 10.11% |
| 云南南瑞 | 主要从事云南、贵州及东南亚地区的水电自动化等领域电工装备及与之相关的工程技术服务及总承包业务。 | 0.35 | 0.23 | 0.12 | 0.29 | -3.3% | 0.25 | 0.01 | 0% | 66.13% | 15.63% | 7.34% |
| 北京南瑞 | 主要从事南瑞集团北京及周边地区的营销支撑、工程技术服务业务。 | 0.32 | 0.13 | 0.19 | 0.04 | 0.0% | 0.01 | 0.02 | 0% | 40.28% | 79.01% | 8.93% |
| 上海南瑞 | 主要为南瑞集团产品和设备的进出口提供服务。 | 0.26 | 0.23 | 0.03 | 0.80 | 8.1% | 0.77 | 0.01 | -200% | 89.20% | 3.81% | 29.77% |

| | | | | | | | | | | | | |
|----------------|--|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 印尼公司 | 主要从事南瑞集团产品在印尼及周边地区的销售及工程总包业务 | 0.12 | 0.02 | 0.10 | 0.07 | 75.0% | 0.03 | 0.00 | -115% | 15.94% | 64.61% | 2.97% |
| 巴西公司 | 主要从事南瑞集团产品在巴西及南美洲地区的销售及工程总包。 | 0.96 | 0.43 | 0.54 | 0.67 | 1240.0% | 0.60 | 0.00 | -105% | 44.38% | 10.70% | 0.40% |
| 南瑞集团主要经营性资产及负债 | 包括集团本部与智能电网、控制保护自动化配套的电力系统信息通信等主营业务相关经营性资产及对应的负债 | 86.38 | 80.24 | 6.13 | 95.40 | 91.7% | 88.56 | 0.66 | 69% | 92.90% | 7.17% | 10.75% |
| 江宁基地及浦口房地产 | | 20.90 | 2.15 | 18.75 | 0.95 | 1.1% | 0.76 | -1.01 | 53% | 10.28% | 19.78% | 5.40% |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

交易后股权的影响。本次交易后南瑞集团的及关联方的股权比例从 41% 提升至 62.6%。新增股东沈国荣持股 2.9% 和云南能投持股 0.01%。

图表 13：本次交易前后股权比例的变化

| 股东 | 本次交易前 | | 本次交易后 | |
|------------|-------------------|-------------|-------------------|----------------|
| | 数量 (万股) | 比例 | 数量 (万股) | 比例 |
| 南瑞集团 | 99,623.39 | 41.01% | 235,088.91 | 56.64% |
| 国网电科院 | | | 24,597.73 | 5.93% |
| 南瑞集团及关联方合计 | 99,623.39 | 41.01% | 259,686.64 | 62.57% |
| 沈国荣 | | | 12,034.79 | 2.90% |
| 云南能投 | | | 50.75 | 0.01% |
| 其他股东 | 143,271.95 | 58.99% | 143,271.95 | 34.52% |
| 总股本 | 242,895.34 | 100% | 415,044.13 | 100.00% |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

3. 展望未来，南瑞品牌承载历史使命

3.1. 电力装备是中国制造 2025 的重要组成

电力装备是国家的高端制造，龙头南瑞承载历史使命。十三五开端，国家针对制造业指定了发展的基本方针，指定了包括新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械等十个重点领域。其中对于电力装备板块的描述是“推动大型高效超净排放煤电机组产业化和示范应用，进一步提高超大容量水电机组、核电机组、

重型燃气轮机制造水平。推进新能源和可再生能源装备、先进储能装置、智能电网用输变电及用户端设备发展。突破大功率电力电子器件、高温超导材料等关键元器件和材料的制造及应用技术，形成产业化能力。”十大板块中南瑞集团涉足的就有轨交、节能与新能源车、电力装备、新一代信息技术四大板块，南瑞品牌的未来发展方向和空间可见一斑。尤其是大功率电力电子器件的研发和产业化，也是本次南瑞募集资金投入的重点，完全顺应国家的要求和号召，继保电气上市以后，南瑞可以更多的借助资本市场推动产业的发展。

南瑞是 16 年全国软件企业排名第 15。同时南瑞作为电力装备中的软件企业，在 2016 年获得了“2016 年中国软件和信息技术服务综合竞争力百强企业名单”中的第 15 名，该排名是按照软件业务的收入和研发投入来排序的，南瑞是电力装备企业中排名第一的企业。后续的上市公司中还有著名的海康威视和大华股份。

图表 15： 中国制造 2025 重点领域介绍



资料来源：中国制造 2025、东吴证券研究所整理

图表 14： 2016 年中国软件和信息技术服务综合竞争力百强企业名单

| 序号 | 企业名称 |
|----|------------------|
| 1 | 华为技术有限公司 |
| 2 | 中兴通讯股份有限公司 |
| 3 | 腾讯科技（深圳）有限公司 |
| 4 | 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司 |
| 5 | 浪潮集团有限公司 |
| 6 | 百度在线网络技术（北京）有限公司 |
| 7 | 航天信息股份有限公司 |
| 8 | 东华软件股份公司 |
| 9 | 中软国际有限公司 |
| 10 | 东软集团股份有限公司 |
| 11 | 同方股份有限公司 |
| 12 | 太极计算机股份有限公司 |
| 13 | 中国软件与技术服务股份有限公司 |
| 14 | 神州数码系统集成服务有限公司 |
| 15 | 南京南瑞集团公司 |
| 16 | 网易（杭州）网络有限公司 |
| 17 | 海尔集团公司 |
| 18 | 中国银联股份有限公司 |
| 19 | 海信集团有限公司 |
| 20 | 杭州海康威视数字技术股份有限公司 |

资料来源：http://tech.ifeng.com/a/20161101/44482568_0.shtml、东吴证券研究所整理

3.2. 新南瑞定位世界一流，研发费用预计增至 15 亿

新南瑞定位世界一流电力装备制造者。重组后的国电南瑞是中国智能电网技术的引领者、全球能源互联网前沿技术研究和重大装备研制的支撑者、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、世界一流的国际化产业集团。新南瑞将具有最完备的电工装备产业链，软硬件都具备提供整体解决方案的能力。新南瑞的业务范围包括电力系统自动化、超/特高压输电、柔性输电、电力信息通信、发电及水利自动化、节能环保、工业控制（含轨道交通）等产品与技术的研发、设计、制造、销售及与之相关的工程服务与工程总承包业务。

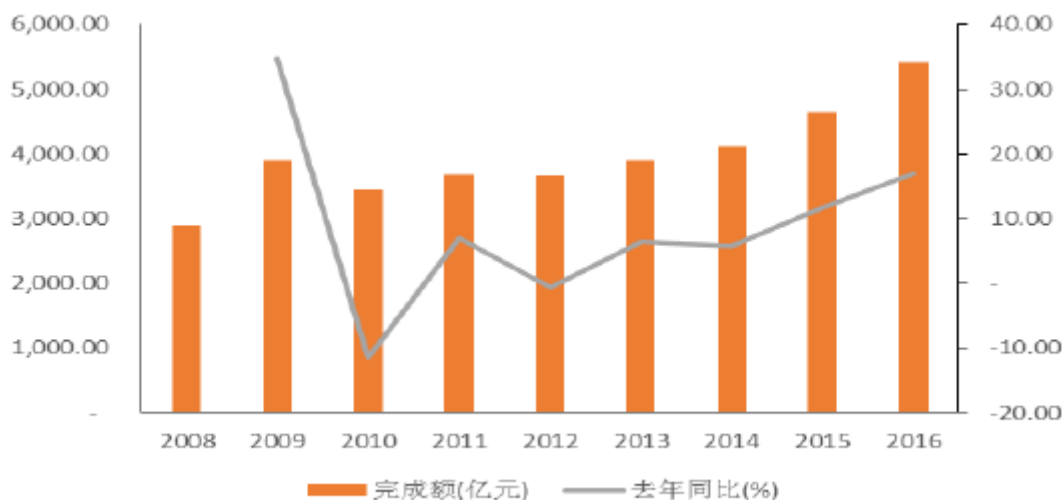
重组后研发实力得到进一步加强。新南瑞将拥有一支以 2 名中国工程院院士为代表，4000 余名研发人员为重点的研发团队；拥有多项国内外研发奖项及

成果，科技奖励 1497 项，获专利授权 2490 项，编制各类技术标准 260 项、牵头制定 IEC 等国际标准 5 项，软件著作权 1085 项，MPCE（英文）影响因子亚洲第一。预计重组后研发投入将增加至 15 亿元（研发费用率占比 5% 以上）。投入方向在前文重点介绍过，都是符合国家战略和产业趋势的。

3.3. 电力投资中高速增长，新兴产业是新引擎

电网投资在十三五期间会保持一定增速。十三五期间我国电网投资不低于 3.34 万亿元（其中国家电网口径 15 年 4521 亿 16 年 4977 亿，wind 口径 15 年 4640 亿 16 年 5426 亿，两种口径 16 年都有 10% 以上的电网固定资产投资），年复合增长约 7.5%，重点投资特高压输电、配电网升级改造及智能电网深化应用等领域。根据十三五规划预计至 2020 年：全社会用电量 6.8-7.2 万亿千瓦时（年均增长 3.6-4.8%）；全国发电装机容量 20 亿千瓦（年均增长 5.5%）；“西电东送”输电通道规模达 2.7 亿千瓦（新增 1.3 亿千瓦）；全国新增 500 千伏及以上交流线路 9.2 万公里，变电容量 9.2 亿千伏安；高压配电网变电容量达到 21 亿千伏安、线路长度达到 101 万公里；中压公用配变容量达到 11.5 亿千伏安、线路长度达到 404 万公里。

图表 16： 电网投资建设完成额



资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

16 年底出台的《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》中明确指出加快发展壮大新一代信息技术、高端装备、新材料、生物、新能源汽车、新能源、节能环保、数字创意等战略性新兴产业。到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重达到 15%，形成新一代信息技术、高端制造、生物、绿色低碳、数字创意等 5 个产值规模 10 万亿元级的新支柱，并在更广领域形成大批跨界融合的新增长点。新南瑞在上述几个战略新兴产业中积极探索新的增长点，加大研发投入，特别是电力信息技术、电力电子高端装备、新能源汽车基础设

施和节能环保等方面已经逐步具备产业的规模性。

3.4. 十三五预计整体翻番

我们预计新南瑞整体经营情况到 2020 年能够实现翻番，其中新业务和海外是主要增长点。在合并后口径下，16 年合同是 440 亿，2020 年预计达到 850 亿-900 亿，16 年营业收入是 300-310 亿，2020 年预计到 600 亿以上，16 年净利润 33 亿，到 2020 年预计接近 70 亿，对应每年符合增速 20%。

图表 17：南瑞十三五整体发展形势预测

| 业务拆分 | 业务概况 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|--------|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| 传统业务营收 | 电力自动化、新能源、轨交、节能环保、柔直和信息化等设备制造业务，16 年占比总营收 90% | 280.0 | 310.8 | 345.0 | 379.5 | 417.4 |
| | 传统业务占比 | 92% | 82% | 78% | 72% | 67% |
| | 传统业务增速 | | 11% | 11% | 10% | 10% |
| 新业务营收 | 电力体制改革带来的软件增量业务、系统内部运维运检业务、智能制造中 IGBT 等大功率电力电子业务、轨道交通信息化和渗透到其他行业等新业务带来的飞速成长，17 年预计在 25-30 亿的营收。 | / | 30.0 | 45.0 | 65.3 | 91.4 |
| | 新业务占比 | | 8% | 10% | 12% | 15% |
| | 新业务增速 | | | 50% | 45% | 40% |
| 海外业务营收 | 抢抓一带一路和国际联网工程建设，通过借船出海、海外公司和办事处外销上市公司的设备，财报中未能反映。 | 25.0 | 37.5 | 54.4 | 78.8 | 110.4 |
| | 海外业务占比 | 8% | 10% | 12% | 15% | 18% |
| | 海外业务增速 | | 50% | 45% | 45% | 40% |
| 营收合计 | | 305.0 | 378.3 | 444.4 | 523.6 | 619.2 |
| 营收增速 | | | 24.0% | 17.5% | 17.8% | 18.3% |
| 经营合同 | | 440.0 | 532.4 | 638.9 | 766.7 | 904.7 |
| 合同增速 | | | 21% | 20% | 20% | 18% |
| 归母利润 | | 33.0 | 40.6 | 49.1 | 58.9 | 69.5 |
| 利润增速 | | | 23% | 21% | 20% | 18% |

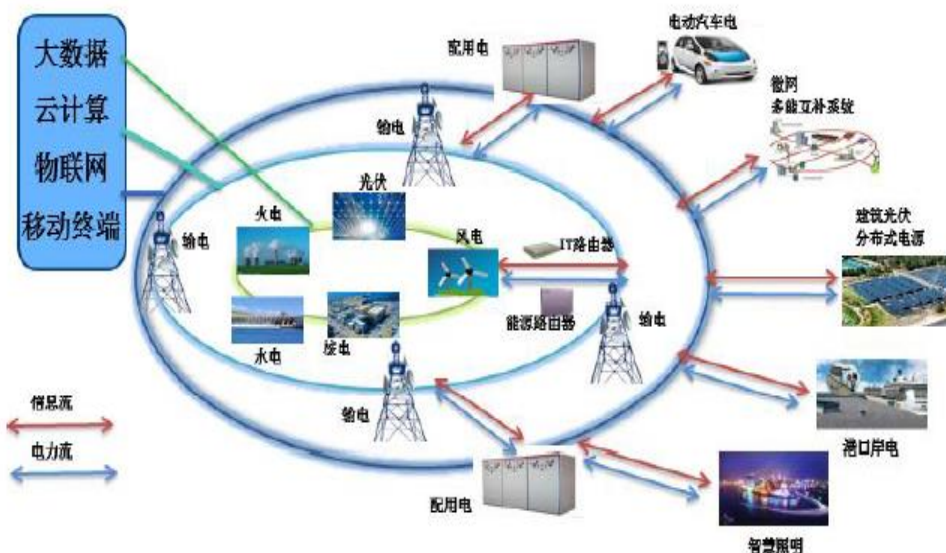
资料来源：东吴证券研究所整理

- 现有产品业务国内市场预计保持稳定增长，年复合增长率为 10%-15%。电网投资首先会有稳定的增速，同时配网和直流领域中南瑞的增速应该会超过行业的平均水平；轨交是另一大看点，目前 58 个城市已批复规划线路总投资 3.7 万亿元，其中 14 个城市投资计划超过 1000 亿元；环保节能包括电网的新业务和充换电设施，系统内的业务

会逐步从设备供应转型至总包发展，新能源车规划 2020 年达到 500 万辆，新增集中式充换电站超过 1.2 万座，分散式充电桩超过 480 万个；新能源方面十三五期间保持稳定增长。

- 现有产品业务目标国际市场规模年复合增长率为 40% 以上，预计至 2020 年国业务占比达 20%。16 年 9 月南瑞继保成功中标巴西美丽山水电 ±800kV 特高压直流送出二期换流阀、直流控制保护系统、直流测量等核心设备，标志着南瑞继保在特高压直流输电领域的核心产品和关键技术实现“走出去”的重大突破。目前放眼全球，电力自动化领域南瑞从技术和规模上已经是全球第一，另一方面南瑞在直流方面也是全球领先的整体解决方案的制造商。随着一带一路的推进，十三五期间预计沿线国家会开始全面突破，同时作为国家电网的子公司南美和东南亚也是传统优势市场。
- 大力发展新兴产业，实现快速增长，至 2020 年业务占比达 15%。我们认为新南瑞未来的方向主要包括以下几点：一是依托自身电力信息领域的优势，在电力体制改革的大环境下，全面深化应用于发输配售用的各个环节，功能包括管控、数据变现、交易系统等，涉及的下游非常多，2B 的包括电网、发电集团、售电公司、工业园区等，2C 的可以是用电领域的广大空间，比如充电桩为入口的车联网等。二是依托南瑞继保强大的电力电子技术，落实“中国制造 2025”，加快 IGBT 模块、大功率电力电子、工业生产过程自动化、智能制造控制系统等技术产品研发应用，目前的大功率电力电子技术中 IGBT 掌握在少数海外企业手中，价格居高不下，南瑞作为国内顶尖的企业有义务突破海外在这方面的技术垄断。

图表 18： 物联网、云计算和大数据在能源领域的应用



资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

3.5. 南瑞继保和普瑞工程的电力电子业务是最大增量

南瑞继保业务分为三大块，一块是保护自动化，一块电力电子，第三块是工业控制。从历史的发展来看 06、07 年 90% 多都是电网的业务，现在 45% 是电网，55% 是工业企业和海外，工业和新能源业务。海外业务 16 年有 13% 多，后续发展更多的要依靠海外业务，海外业务将来更多的是开拓电力电子业务，目前北美、欧洲有很多直流工程需要改造。

保护自动化主要是应用于电网和电厂的变电站中，目前营收占比 55%，目前已经是国际领先的地位，中国特别是南瑞继保拥有世界上最好的监控保护技术，保证了长期以来国内没有大范围的停电事件发生，目前与 ABB 和西门子并列前三甲，目前看这块业务主要是国内新产品的升级换代和海外的配套出口。

第二块**电力电子业务是未来最有前景的一块**，目前营收占比 37% 左右，目前主要是直流特高压中的换流阀，包括传统的直流输电系统和柔性直流的换流阀，后者采用 IGBT 等可自关断的全控器件，未来是南瑞研发的重点投入方向，打破海外的技术垄断，目前 IGBT 芯片的设计与生产厂家有英飞凌(Infineon)、ABB、三菱(Mitsubishi Electric)、Dy nex(中国南车，CSR)、IXYS Corporation、International Rectifier、Powerex、Philips、Motorola、Fuji Electric、Hitachi、Toshiba 等，主要集中在欧、美、日等国家。中国制造 2025 也把大功率电力电子器件的研发和产业化作为电力装备板块的重点工作。

工业自动化领域来看，公司目前的规模还很小，体量上还有很大的成长空间。十二五和十三五期间，公司以目前的发展模式还能做到稳定持续。我们预计 2020 年国内工业自动化市场整体容量达到 700 亿元。

图表 19：南瑞继保的业务拆分

| 业务板块 | 产品序列 | 16 年营收占比 | 未来的发展方向 |
|-------|-----------|----------|--|
| 保护自动化 | 电网继电保护 | 55% | 1. 沈院士打下的基础，目前已经是国际上领先的业务，从技术标准到产品都是全球前列，与 ABB 西门子并列前三甲，未来更多的看海外的出口和国内新产品的升级换代。 |
| | 电网安全稳定控制 | | |
| | 电网监控自动化 | | |
| | 变电站自动化 | | |
| | 电厂自动化 | | |
| 电力电子 | 新能源发电 | 35-40% | 未来空间最大的一块，最近两年增速保持 30% 多： 1. 直流控制保护，起步早，目前已经是一流的技术储备，与传统的交流保护也有一定协同性。 2. 换流阀刚刚起步，未来更多的会做 IGBT，柔直方面海外和国内的空间同样广阔，同时也是本次募集资金投入的重点研究方向，符合中国制造 2025 的产业化方向。 |
| | 直流/柔性直流输电 | | |
| | 柔性交流输电 | | |
| 工业控制 | 智能一次设备 | 5-10% | 我们预计 2020 年市场整体容量达到 700 亿元。 |
| | 工业自动化 | | |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图表 20： 常规直流和柔性直流的区分

| | 常规直流 | 柔性直流 |
|----------|---|---|
| 主要设备 | 三相桥式电路、整流变压器、交流滤波器、直流平波电抗器和控制保护以及辅助系统(水冷系统、站用电系统)等 | 电压源换流器、相电抗器、联结变压器、交流滤波器和控制保护以及辅助系统(水冷系统、站用电系统)等。 |
| 核心元件：换流阀 | 高压直流换流器(即换流阀)通常由一个或多个换流桥串联(或并联)组成。目前用于直流输电的换流器均采用三相桥式换流电路，每一个桥有六个桥臂(即换流阀臂)。现代高压直流输电工程都是利用晶闸管作为主要部件构造换流阀。由于晶闸管单管耐压相对较低，因此一般用几十甚至几百个晶闸管串联组成换流器的桥臂。尤其是对于特高压直流换流阀，其所需晶闸管串联数更多。 晶闸管是非可控关断器件 ，这使得在常规直流输电系统中只能控制晶闸管换流阀的开通而不能控制其关断，其关断必须借助于交流母线电压的过零，使阀电流减小至阀的维持电流以下才行。 | 柔性直流输电中的换流器为电压源换流器(VSC)，其最大的特点在于采用了 可关断器件(通常为 IGBT)和高频调制技术 。通过调节换流器出口电压的幅值和与系统电压之间的功角差，可以独立地控制输出的有功功率和无功功率。这样，通过对两端换流站的控制，就可以实现两个交流网络之间有功功率的相互传送，同时两端换流站还可以独立调节各自所吸收或发出的无功功率，从而对所联的交流系统给予无功支撑。 IGBT 是一种可自关断的全控器件，即可以根据门极的控制脉冲将器件开通或关断 ，不需要换相电流的参与。 |
| 与交流电网的链接 | 常规直流输电通过换流变压器连接交流电网 | 柔性直流输电是串联电抗器加变压器 |
| 平稳电流的方法 | 常规直流输电以平波电抗器和直流滤波器来平稳电流 | 柔性直流输电则采用直流电容器。 |
| 优点 | 直流输送容量大，输送的电压高 光触发晶闸管直流输电，抗干扰性好。大电网之间通过直流输电互联（背靠背方式） 常规直流输电技术可将环流器进行闭锁，以消除直流侧电流故障。 | 潮流反转方便快捷，现有交流系统的输电能力强，交流电网的功角稳定性高。保持电压恒定，可调节有功潮流；保持有功不变，可调节无功功率。 事故后可快速恢复供电和黑启动，可以向无源电网供电，受端系统可以是无源网络，不需要滤波器开关。功率变化时，滤波器不需要提供无功功率。 设计具有紧凑化、模块化的特点，易于移动、安装、调试和维护 |
| 缺点 | 只能工作在有源逆变状态，不能接入无源系统。 对交流系统的强度较为敏感，一旦交流系统发生干扰，容易换相失败。 无功消耗大。输出电压、输出电流谐波含量高，需要安装滤波装置来消除谐波。 | 系统损耗大（开关损耗较大），不能控制直流侧故障时的故障电流。在直流侧发生故障的情况下，由于柔性直流输电系统中的换流器中存在不可控的二极管通路，因此柔性直流输电系统不能闭锁直流侧短路故障时的故障电流，在故障发生后只能通过断开交流侧断路器来切除故障。可以使用的最佳解决方式是通过使用直流电缆来提高系统的可靠性和可用率。 |

资料来源：东吴证券研究所整理

图表 21： 近期直流特高压中标一览表

| | 直流控制保护 | 溪洛渡-浙西 | 扎鲁特-青州 | 昌吉-古泉 | 锡盟-泰州、上海庙-山东 | 哈密南-郑州 | 灵州-绍兴 | 酒泉-湖南、晋北-江苏 |
|--------|------------|--------|--------|-------|--------------|--------|-------|-------------|
| 许继集团公司 | 换流阀(400kV) | 1 | | | 2 | | 2 | 2 |

| | | | | | | | | |
|--------------------------------|-------------|---|---|---|---|---|---|---|
| | 换流阀(800kV) | 1 | 4 | | 2 | | 2 | 2 |
| | 阀外水冷系统 | 2 | | | | | 4 | |
| | 直流控制保护 | | 2 | | 3 | | | 2 |
| 中国西电电气股份有限公司 | 换流阀(400kV) | | | | 2 | | | 2 |
| | 换流阀(800kV) | 4 | | | 2 | | | 2 |
| | 换流阀(550kV) | | | 1 | | | | |
| | 换流阀(1100kV) | | | 1 | | | | |
| | 阀外水冷系统 | 4 | | | | | | |
| 北京 ABB 四方电力系统有限公司 | 直流控制保护 | | | | | | | |
| | 换流阀(550kV) | | | 1 | | | | 2 |
| | 换流阀(1100kV) | | | 1 | | | | 2 |
| | 阀外水冷系统 | | | | | | | |
| 南京南瑞继保工程技术有限公司 | 直流控制保护 | | | | | | | |
| | 换流阀(550kV) | | | 2 | | | | |
| | 换流阀(1100kV) | | | 2 | | | | |
| | 阀外水冷系统 | | | | | | | |
| 中电普瑞电力工程有限公司 | 直流控制保护 | | | 3 | 3 | | | 2 |
| | 换流阀(400kV) | 1 | | | | 1 | | 2 |
| | 换流阀(800kV) | 1 | 4 | | | | 4 | 2 |
| | 阀外水冷系统 | 2 | | | | | 4 | |
| 中电普瑞电力工程有限公司与南京南瑞继保工程技术有限公司联合体 | 直流控制保护 | | | | | | | |
| | 换流阀(400kV) | | | | 4 | | | |
| | 换流阀(800kV) | | | | 4 | | | |
| | 阀外水冷系统 | | | | | | | |

资料来源：国家电网电子商务平台，东吴证券研究所整理

此外海外方面南瑞继保还在 16 年 9 月中标了巴西美丽山水电±800kV 特高压直流送出二期的换流阀、直流控制保护和直流测量等核心设备。柔性直流方面有舟山 5 端柔性直流工程、南澳 3 端柔性直流工程、厦门柔性直流工程等，目前还在参与推进张北±500kV 的柔性直流项目。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 对标海外电力装备龙头

我们选取了海外龙头公司和国电南瑞进行估值对比，全球的市场目前给予电力装备制造龙头的估值在 17 年普遍在 18-20 倍，18 年普遍在 15-20 倍，PEG 远大于 1，同时海外的巨头的市值都已经非常庞大，同时增速明显比国电南瑞要低很多，所以从全球电力装备的估值对比来看南瑞是相对便宜的。

下表中 GE 和西门子在 17 年净利润增速是比较高的，分别达到 50% 和 25%。其中 GE 在 17 年的分板块预测中海外机构给予工业部门的增速预测为 7%，18 年增速为 16%；对于资本板块来说，16 年 GE Capital 是亏损的，17 年扭亏，18 年增速是 7%。西门子的增速比较真实，海外机构对于 17 年的营收和净利

润率都有较好的预计，其中营收增速最高的是风电从 60 亿欧元增长至 87 亿欧元，净利润率提升比较明显，最显著的是 digital factory 业务从 16.6% 提升至 19.4%。风电业务从 7.8% 提升至 9.3%，风电和工控是贡献最大的两个板块。

图表 22：对标海外电力装备龙头

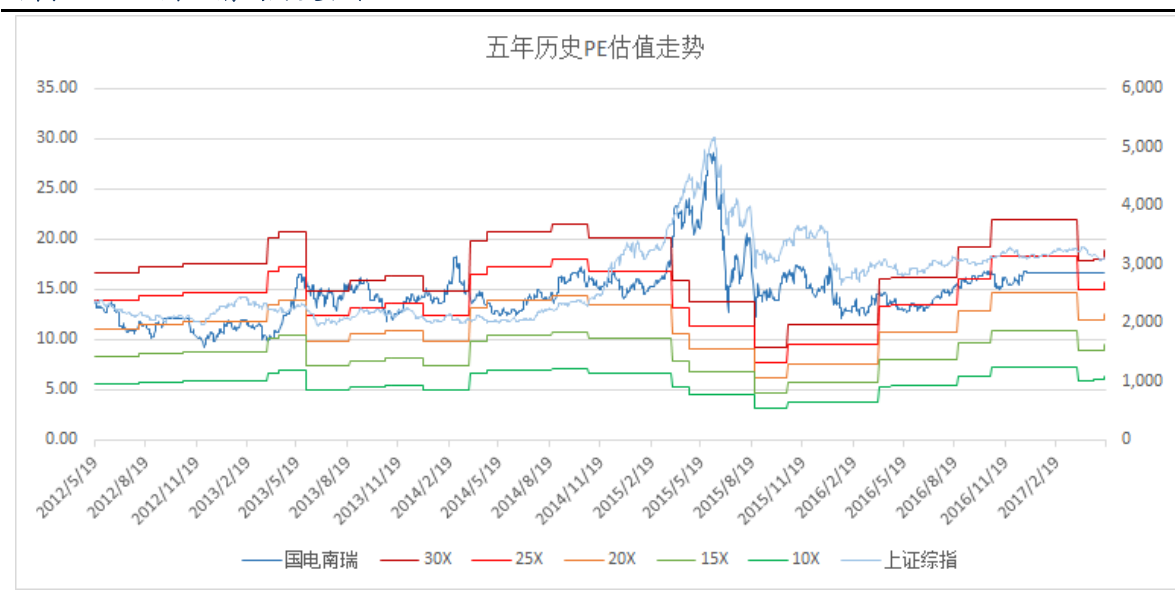
| 公司 | 价格 | 汇 率 | 市值 (亿) | 汇率 | 市值 (人 民币) | 营业收入 | | | | 净利润 | | | | PE | |
|------|-------|-----|---------|------|-----------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|--------|--------------|-------|--------------|
| | | | | | | 2015 | 2016 | 17E | 18E | 2015 | 2016 | 17E | 18E | 17E | 18E |
| 国电南瑞 | 16.63 | | 750 | | | 240 | 305 | 378 | 444 | 29.5 | 33 | 40.6 | 49.1 | 18.47 | 15.27 |
| | | | | | | 增速 | 27.1% | 23.9% | 17.5% | | 11.9% | 23.0% | 20.9% | | |
| 通用电气 | 27.88 | USD | 2421.09 | 6.81 | 16487.62 | 1151.58 | 1196.87 | 1255.20 | 1332.58 | 84.35 | 92.35 | 138.71 | 158.05 | 17.45 | 15.32 |
| | | | | | | 增速 | 3.9% | 4.9% | 6.2% | / | 9.5% | 50.2% | 13.9% | | |
| 施耐德 | 69.62 | EUR | 413.61 | 7.68 | 3177.57 | 266.40 | 246.93 | 252.52 | 258.97 | 22.22 | 20.20 | 22.09 | 24.29 | 18.73 | 17.03 |
| | | | | | | 增速 | -7.3% | 2.3% | 2.6% | / | -9.1% | 9.3% | 10.0% | | |
| 西门子 | 129.5 | EUR | 1100.75 | 7.68 | 8456.51 | 756.36 | 796.44 | 851.26 | 902.58 | 50.36 | 52.30 | 65.76 | 68.72 | 16.74 | 16.02 |
| | | | | | | 增速 | 5.3% | 6.9% | 6.0% | / | 3.8% | 25.7% | 4.5% | | |
| ABB | 25.8 | USD | 571.40 | 6.81 | 3891.26 | 354.81 | 338.28 | 336.96 | 348.70 | 25.88 | 25.47 | 26.39 | 29.41 | 21.66 | 19.43 |
| | | | | | | 增速 | -4.7% | -0.4% | 3.5% | / | -1.6% | 3.6% | 11.4% | | |

资料来源：bloomberg，东吴证券研究所整理

4.2. 南瑞龙头估值溢价明显

我们上文也对南瑞的股价走势进行了复盘，从下图可以看出，虽然从 12 年开始南瑞的业绩增速逐步放缓，但是市场给予的估值始终高于 20 倍，这是市场对于南瑞的盈利性和未来发展的肯定，在行业内部也有一定的龙头溢价。下图显示的时间段刚好是南瑞从 12 年开始业绩增速放缓的阶段，在 12-14 年市场情绪波动不大的情况下，南瑞始终稳定在 20-30 倍估值区间。

图表 23：国电南瑞历史估值



资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

4.3. 投资建议

我们预计在 16 年平稳的表现下，在资产注入的历史性阶段，公司仍然处于平稳上升期，不考虑注入资产 2017-2019 年归母净利润为 17.05/19.46/22.19 亿元，EPS 为 0.70/0.80/0.91 元，同比增长 18%/14%/14%。

预计注入资产年底前完成，全年并表，我们预计 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 40.6/49.1/58.9 亿元，配套融资按现价 16.63 元计算，股本增厚至 45.2 亿股，对应市值 752 亿，EPS 分别为 0.90/1.09/1.30 元，同比增长 23%/21%/20%，考虑到公司的技术储备、合并后上市公司和注入资产的共振效应以及龙头公司的估值溢价，我们认为公司资产注入完成后的合理估值为 2017 年 25 倍 PE（合并后），对应目标市值 1000 亿，目标价为 22 元，维持“买入”评级。

4.4. 风险提示

- 1) 宏观经济增速下滑，电网投资不达预期。南瑞原有业务的增速跟电网投资息息相关，十三五电网出台了大规模的投资计划，是南瑞业绩增长的基础，当然也无计划不达预期的风险。
- 2) 海外业务推进不达预期。海外业务中特别是直流业务目前在巴西已经有业绩落地，后续的风险是一带一路整体推进的低于预期。
- 3) 资产注入进度不达预期。预计 17 年底资产注入完成，同时完成全年并表。国企改革审批流程长，从国家电网到国资委几个层级的审批时间点和通过与否都会影响股价走势。

图表 24：公司财务三张表

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业总收入 | 8,907 | 9,712 | 11,415 | 12,897 | 14,495 | 15,582 |
| 增长率 | -6.98% | 9.0% | 17.5% | 13.0% | 12.4% | 7.5% |
| 营业成本 | -6,484 | -7,262 | -8,815 | -9,868 | -11,065 | -11,805 |
| % 销售收入 | 72.8% | 74.8% | 77.2% | 76.5% | 76.3% | 75.8% |
| 毛利 | 2,423 | 2,449 | 2,600 | 3,029 | 3,429 | 3,777 |
| % 销售收入 | 27.2% | 25.2% | 22.8% | 23.5% | 23.7% | 24.2% |
| 营业税金及附加 | -65 | -75 | -68 | -75 | -81 | -87 |
| % 销售收入 | 0.7% | 0.8% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| 营业费用 | -364 | -405 | -467 | -513 | -577 | -589 |
| % 销售收入 | 4.1% | 4.2% | 4.1% | 4.0% | 4.0% | 3.8% |
| 管理费用 | -577 | -625 | -669 | -748 | -812 | -873 |
| % 销售收入 | 6.5% | 6.4% | 5.9% | 5.8% | 5.6% | 5.6% |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,417 | 1,344 | 1,395 | 1,693 | 1,959 | 2,228 |
| % 销售收入 | 15.9% | 13.8% | 12.2% | 13.1% | 13.5% | 14.3% |
| 财务费用 | -10 | 16 | 22 | 51 | 61 | 72 |
| % 销售收入 | 0.1% | -0.2% | -0.2% | -0.4% | -0.4% | -0.5% |
| 资产减值损失 | -158 | -79 | -35 | -59 | -62 | -31 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 1,248 | 1,281 | 1,382 | 1,685 | 1,959 | 2,268 |
| 营业利润率 | 14.0% | 13.2% | 12.1% | 13.1% | 13.5% | 14.6% |
| 营业外收支 | 213 | 255 | 268 | 271 | 273 | 276 |
| 税前利润 | 1,461 | 1,536 | 1,650 | 1,956 | 2,232 | 2,545 |
| 利润率 | 16.4% | 15.8% | 14.5% | 15.2% | 15.4% | 16.3% |
| 所得税 | -160 | -207 | -199 | -244 | -279 | -318 |
| 所得税率 | 10.9% | 13.5% | 12.1% | 12.5% | 12.5% | 12.5% |
| 净利润 | 1,301 | 1,328 | 1,451 | 1,711 | 1,953 | 2,226 |
| 少数股东损益 | 18 | 29 | 4 | 6 | 7 | 8 |
| 归属于母公司的净利润 | 1,283 | 1,300 | 1,447 | 1,705 | 1,946 | 2,219 |
| 净利率 | 14.4% | 13.4% | 12.7% | 13.2% | 13.4% | 14.2% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 1,301 | 1,328 | 1,451 | 1,711 | 1,953 | 2,226 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 6 | 7 | 8 |
| 非现金支出 | 250 | 187 | 147 | 140 | 150 | 125 |
| 非经营收益 | 4 | 13 | -16 | -270 | -273 | -276 |
| 营运资金变动 | 138 | -329 | 243 | -694 | -441 | -299 |
| 经营活动现金净流 | 1,693 | 1,200 | 1,824 | 893 | 1,395 | 1,784 |
| 资本开支 | 148 | 172 | 93 | -148 | -169 | -176 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -154 | -77 | -230 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -302 | -249 | -323 | 148 | 169 | 176 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -124 | -394 | -16 | -82 | 0 | 0 |
| 其他 | -287 | -413 | -663 | -6 | -626 | -816 |
| 筹资活动现金净流 | -411 | -807 | -679 | -88 | -626 | -816 |
| 现金净流量 | 981 | 144 | 822 | 952 | 938 | 1,145 |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 3,901 | 4,176 | 4,721 | 5,667 | 6,598 | 7,735 |
| 应收款项 | 7,040 | 8,050 | 8,289 | 8,752 | 9,637 | 10,142 |
| 存货 | 2,104 | 2,148 | 2,047 | 2,298 | 2,516 | 2,620 |
| 其他流动资产 | 430 | 483 | 747 | 918 | 990 | 1,034 |
| 流动资产 | 13,475 | 14,856 | 15,803 | 17,635 | 19,741 | 21,531 |
| % 总资产 | 91.1% | 91.0% | 90.1% | 90.9% | 91.7% | 92.3% |
| 长期投资 | 58 | 56 | 54 | 54 | 54 | 54 |
| 固定资产 | 531 | 592 | 588 | 641 | 688 | 708 |
| % 总资产 | 3.6% | 3.6% | 3.4% | 3.3% | 3.2% | 3.0% |
| 无形资产 | 387 | 411 | 420 | 408 | 379 | 364 |
| 非流动资产 | 1,322 | 1,477 | 1,730 | 1,772 | 1,789 | 1,795 |
| % 总资产 | 8.9% | 9.0% | 9.9% | 9.1% | 8.3% | 7.7% |
| 资产总计 | 14,797 | 16,334 | 17,532 | 19,406 | 21,530 | 23,326 |
| 短期借款 | 492 | 98 | 82 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 7,009 | 7,926 | 8,068 | 8,495 | 9,289 | 9,672 |
| 其他流动负债 | 39 | 95 | 362 | 805 | 998 | 1,225 |
| 流动负债 | 7,540 | 8,119 | 8,512 | 9,300 | 10,286 | 10,897 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 负债 | 7,543 | 8,122 | 8,515 | 9,303 | 10,290 | 10,900 |
| 普通股股东权益 | 7,147 | 8,059 | 8,850 | 9,930 | 11,061 | 12,239 |
| 少数股东权益 | 71 | 100 | 100 | 106 | 113 | 121 |
| 负债股东权益合计 | 14,762 | 16,282 | 17,465 | 19,340 | 21,463 | 23,259 |

| 比率分析 | | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 (元) | 0.528 | 0.535 | 0.596 | 0.702 | 0.801 | 0.913 |
| 每股净资产 (元) | 2.943 | 3.318 | 3.644 | 4.088 | 4.554 | 5.039 |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.697 | 0.494 | 0.751 | 0.365 | 0.571 | 0.732 |
| 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.258 | 0.336 | 0.429 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 17.95% | 16.12% | 16.35% | 17.17% | 17.60% | 18.13% |
| 总资产收益率 | 8.69% | 7.96% | 8.26% | 8.79% | 9.05% | 9.52% |
| 投入资本收益率 | 33.63% | 28.88% | 28.81% | 34.32% | 37.92% | 42.66% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | -6.98% | 9.03% | 17.54% | 12.98% | 12.39% | 7.50% |
| EBIT 增长率 | -14.24% | -5.11% | 3.80% | 21.32% | 15.74% | 13.70% |
| 净利润增长率 | -19.82% | 1.28% | 11.36% | 17.84% | 14.14% | 14.00% |
| 总资产增长率 | 11.43% | 10.53% | 7.36% | 10.69% | 10.94% | 8.34% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 250.7 | 252.4 | 217.7 | 207.7 | 202.7 | 197.7 |
| 存货周转天数 | 117.3 | 106.9 | 86.9 | 85.0 | 83.0 | 81.0 |
| 应付账款周转天数 | 255.6 | 253.2 | 217.3 | 198.8 | 193.8 | 188.8 |
| 固定资产周转天数 | 19.8 | 19.2 | 17.2 | 15.9 | 14.5 | 13.6 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -47.23% | -49.97% | -51.82% | -56.47% | -59.05% | -62.59% |
| EBIT 利息保障倍数 | 140.6 | -86.4 | -64.4 | -33.3 | -32.0 | -31.1 |
| 资产负债率 | 51.10% | 49.99% | 48.90% | 48.24% | 48.07% | 46.98% |

资料来源：东吴证券研究所整理

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

