

电气设备

2017年06月08日

国电南瑞 (600406)

——收购集团优质资产，电力设备综合巨头扬帆起航

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年06月07日

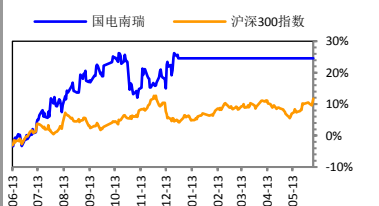
收盘价(元)	16.63
一年内最高/最低(元)	17.15/12.68
市净率	4.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	36682
上证指数/深证成指	3140.33 / 10109.88

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	3.65
资产负债率%	45.58
总股本/流通A股(百万)	2429/2206
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《国电南瑞(600406)点评：业绩略低于预期，静待资产注入》2017/03/30

《国电南瑞(600406)点评：业绩持续向好，关注资产注入》2016/10/25

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
韩启明 A0230516080005
hanqm@swsresearch.com
叶旭晨 A0230515030001
yexc@swsresearch.com

研究支持

郑嘉伟 A0230116110002
zhengjw@swsresearch.com
张雷 A0230117040007
zhang

联系人

郑嘉伟
(8621)
zheng



申万宏源研究微信服务号

事件：

公司2017年6月7日公布重大资产重组预案(修订稿)，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，本次重组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；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；南瑞集团及云南能投所持有的云南南瑞100%股权。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融资股份发行底价均为13.93元/股。

投资要点：

- **集团主要标的资产悉数注入，解决同业竞争同时提振企业实力。**本次重大重组南瑞集团将主要经营资产悉数注入上市公司，标的资产16年新签合同额、资产总额、营收、归母净利润分别为260、276.5、189.95、18.89亿元，其中普瑞工程、继保电气、普瑞特高压合计贡献超过43%。普瑞工程是特高压直流换流阀和柔性直流技术及成套装备提供商，特高压直流换流阀市占率达到16%；继保电气是国内继电保护领域最大的科研和产业化基地，特高压直流控保市占率达到43%；普瑞特高压是国家电动汽车充换电设施建设的重要供应商，16年国网充电桩招标中市占率7%。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，同时南瑞集团子公司间同业竞争的问题得到了有效的解决，提振了企业实力。
- **实现“设备供应商+电工电气装备总承包商”转型，发力IGBT产品打造新增长点。**本次重组后公司形成了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、海外及工程总包业务为主的产业布局，实现了向“设备供应商+电工电气装备总承包商”的转变。公司配套募集资金34.3亿元投入新产业化项目，其中IGBT模块产业化项目拟投入资金16.44亿元。IGBT是功率电子核心技术，国内市场长期被外商垄断，公司新项目发力IGBT模块制造，有望借助体系内应用优势实现产业化，形成业绩新增长点。
- **推进国企改革，积极践行一带一路。**本次资产重组是国家电网踏实推进国企改革的重要举措，为电网旗下其他公司的改革起到了示范性作用，未来在经营方式、激励机制等方面有望获得进一步突破。同时，此次巴西公司、印尼公司的注入将有利于国电南瑞更好的积累国际电力工程建设经验，拓展公司的海外业务，紧跟国网步伐，积极践行“一带一路”战略。
- **维持盈利预测，维持“买入”评级：**不考虑注入的影响，我们维持盈利预测，预计公司17-19年实现归母净利润17.01亿元、20.64亿元和24.25亿元，对应EPS分别为0.70、0.85和1.00元/股，目前股价对应PE分别为23.8倍、19.6倍和16.7倍；考虑增发预计公司17-19年实现备考归母净利润41.71亿元、50.28亿元和59.82亿元，按照13.93元的增发价格对应EPS分别为0.87、1.16和1.52元/股，增发后对应PE分别为17.5倍、14.5倍和12.2倍，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,415	1,421	12,937	14,622	16,475
同比增长率(%)	17.95	1.57	13.33	13.02	12.67
净利润(百万元)	1,447	18	1,701	2,064	2,425
同比增长率(%)	11.39	27.12	17.54	21.34	17.49
每股收益(元/股)	0.60	0.01	0.70	0.85	1.00
毛利率(%)	22.8	15.5	24.0	24.8	25.3
ROE(%)	16.4	0.2	16.1	16.4	16.1
市盈率	28		24	20	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

目 录

1. 注入集团优质资产，力度超预期	5
2. 兑现承诺解决同业竞争，优质资产助力规模扩张	8
2.1 普瑞工程+继保电气——受益特高压与柔直的细分领域龙头.....	9
2.2 普瑞特高压：国网充换电设备核心供应商.....	16
3. 业务布局大幅拓宽，综合巨头初露端倪.....	17
3.1 发力 IGBT，百亿市场国产替代	19
4. 推进国企改革，激励机制升级值得期待.....	22
5. 响应“一带一路”，注入海外公司加速走出去.....	23
6. 盈利预测与估值.....	25

图表目录

图 1: 重组前公司股权结构	7
图 2: 重组后公司股权结构	7
图 3: 新签合同额大幅提升 (单位: 亿元)	9
图 4: 营收、归母净利润大幅增厚 (单位: 亿元)	9
图 5: 普瑞工程业绩增长迅速 (单位: 百万元)	9
图 6: 继保电气业绩贡献稳中有升 (单位: 百万元)	9
图 7: 南瑞继保为柔性直流输电提供全套解决方案	14
图 8: 特高压直流投资拆分	14
图 9: 国电南瑞特高压直流换流阀综合市占率 19%	15
图 10: 特高压直流控保南瑞继保、许继电气两分天下	15
图 11: 普瑞特高压国网充电桩市占率 7%	16
图 12: 普瑞特高压 16 年净利润显著增长	16
图 13: 16 年国网累计建成充换电站数大幅增长	16
图 14: 16 年国网累计建成充电桩数大幅增长	16
图 15: 16 年国网累计建成充换电站数大幅增长	17
图 16: 公司原有业务板块	18
图 17: 重组后公司业务板块	18
图 18: 半导体器件分类	20
图 19: 我国历年 IGBT 市场规模 (亿元) 及同比变化	20
图 20: 全球 IGBT 市场份额前十企业	21
图 21: 我国 IGBT 市场份额前十企业	21
图 22: 我国 IGBT 市场规模预测	22
图 23: IGBT 下游行业占比 (2014 年)	22
图 24: 国网负责运营多国骨干能源网	24
图 25: 印尼公司扭亏为盈 (单位: 万元)	25
图 26: 巴西公司营收大幅增长 (单位: 万元)	25
图 27: 公司股价处于历史 PE 低位	26

表 1: 本次重组详解	5
表 2: 标的资产预估情况 (单位: 万元)	6
表 3: 购买资产金额及支付对价	6
表 4: 标的资产财务数据 (单位: 万元)	7
表 5: 国电南瑞历次资产整合	8
表 6: 国网、南网已建和在建特高压一览	10
表 7: “一带一路” 4 条特高压建设明细	11
表 8: 常规直流输电与柔性直流输电的比较	11
表 9: 海外大型柔性直流输电项目 (已投运) 一览	12
表 10: 我国柔性直流工程一览	13
表 11: 募集配套资金用途	18
表 12: IGBT 发展情况	20
表 13: 国企改革 “N+1” 指导文件	22
表 14: 巴西美丽山二期南中电瑞普和南瑞继保中标详细情况	24
表 15: 利润表	26

1. 注入集团优质资产，力度超预期

南瑞继保、中电普瑞、普瑞特高压、集团主要经营资产悉数注入。公司 2017 年 6 月 7 日公布重大资产重组预案（修订稿），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，本次重组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；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；南瑞集团及云南能投所持有的云南南瑞 100% 股权。南瑞继保、普瑞特高压、集团主要经营资产悉数注入我们认为超出市场预期，彰显公司改革及未来发展信心。

表 1：本次重组详解

交易对方	支付方式	标的资产
国网电科院	发行股份	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
	发行股份及 支付现金	继保电气 79.239% 股权
南瑞集团	发行股份	南瑞集团主要经营性资产及负债
		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
沈国荣	发行股份	巴西公司 99% 股权
	发行股份	瑞中数据 60% 股权
云南能投	发行股份	云南南瑞 65% 股权
	发行股份	继保电气 7.761% 股权
		云南南瑞 35% 股权

资料来源：公司募资预案、申万宏源研究

本次重组全部资产预估作价 264.79 亿元，其中股份对价 239.80 亿元、现金对价 24.99 亿元。南瑞集团所持继保电气 79.239% 股权为发行股份及支付现金方式支付（发行股份方式支付比例为 85.40%，现金支付比例为 14.60%），其它标的资产均为发行股份方式支付。本次重组中上市公司发行股份购买资产的股份发行价格为 13.93 元/股。

表 2: 标的资产预估情况 (单位: 万元)

标的名称	账面值 (100%权益) A	预估值 (100%权益) B	增减值 C=B-A	增值率 D=C/A	收购 比例 E	标的资产 预估值 F=E*B
南瑞集团主 要经营性资 产及负债	61,329.88	85,760.11	24,430.23	39.83%	-	85,760.11
继保电气	773,925.78	2,160,090.08	1,386,164.31	179.11%	87.00%	1,879,278.37
普瑞特高压	3,770.83	75,221.64	71,450.81	1894.83%	100.00%	75,221.64
设计公司	9,604.16	33,635.60	24,031.44	250.22%	100.00%	33,635.60
瑞中数据	8,561.36	11,000.00	2,438.64	28.48%	60.00%	6,600.00
信通公司	9,986.60	98,953.09	88,966.49	890.86%	100.00%	98,953.09
普瑞工程	52,713.68	175,954.81	123,241.13	233.79%	100.00%	175,954.81
普瑞科技	23,399.51	36,928.83	13,529.32	57.82%	100.00%	36,928.83
云南南瑞	1,200.86	2,019.89	819.03	68.20%	100.00%	2,019.89
北京南瑞	1,926.50	4,528.50	2,602.01	135.06%	100.00%	4,528.50
上海南瑞	277.07	6,824.12	6,547.06	2362.99%	100.00%	6,824.12
印尼公司	1,002.20	2,011.23	1,009.03	100.68%	90.00%	1,810.11
巴西公司	5,354.63	6,694.00	1,339.37	25.01%	99.00%	6,627.06
江宁基地及 浦口房产土 地	187,482.80	233,789.14	46,306.34	24.70%	-	233,789.14
合计	1,140,535.85	2,933,411.04	1,792,875.20	157.20%	-	2,647,931.27

资料来源: 公司募资预案、申万宏源研究

表 3: 购买资产金额及支付对价

序号	交易对方	标的资产作价 (万元)	现金支付 (万元)	股份支付 (万股)
1	南瑞集团	2,136,933.34	249,898.53	135,465.53
2	国网电科院	342,646.38	-	24,597.73
3	沈国荣	167,644.59	-	12,034.79
4	云南能投	706.96	-	50.75
合计		2,647,931.27	249,898.53	172,148.80

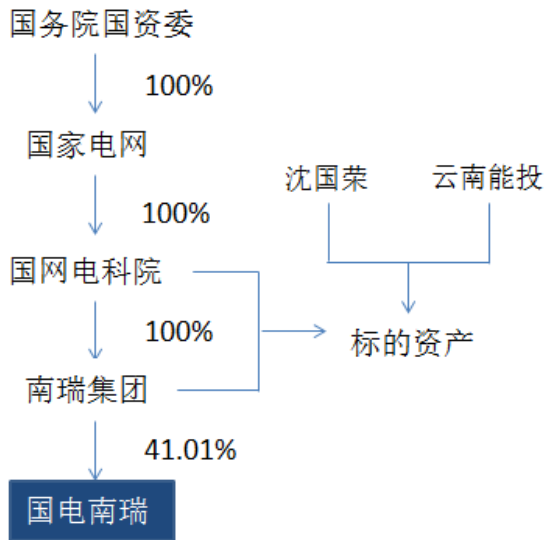
资料来源: 公司募资预案、申万宏源研究

表 4: 标的资产财务数据 (单位: 万元)

重组标的	业务布局	收购后持股比例	16 年营收	16 年净利润
继保电气	继电保护及柔性输电	87.00%	638270.15	162856.11
普瑞工程	继电保护及柔性输电	100.00%	120843.17	5104.61
信通公司	信息通信及现代服务业	100.00%	65628.06	9866.75
设计公司	海外与工程总包	100.00%	65072.28	1810.17
普瑞特高压	电网自动化及工业控制	100.00%	63253.22	5104.61
普瑞科技	继电保护及柔性输电	100.00%	33408.45	2364.66
瑞中数据	信息通信及现代服务业	60.00%	13183.73	-1613.64
上海南瑞	其他	100.00%	8013.38	82.49
巴西公司	海外与工程总包	99.00%	6727.61	21.32
云南南瑞	发电及水利环保	100.00%	2947.06	88.18
印尼公司	海外与工程总包	90.00%	719.59	29.79
北京南瑞	其他	100.00%	427.65	171.97

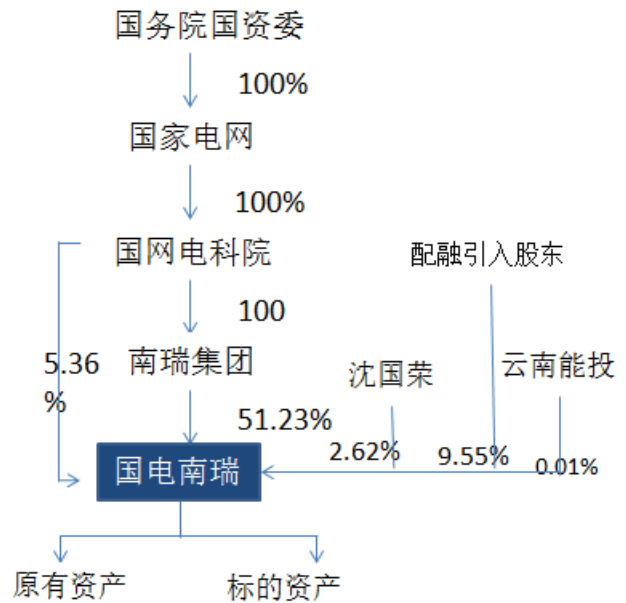
资料来源: 公司募资预案、申万宏源研究

图 1: 重组前公司股权结构



资料来源: 公司募资预案, 申万宏源研究

图 2: 重组后公司股权结构



资料来源: 公司募资预案, 申万宏源研究

2. 兑现承诺解决同业竞争，优质资产助力规模扩张

“自主创新+资产整合”，解决同业竞争同时提振企业实力。公司共经历 5 次资产整合，帮助公司在各业务领域提升技术实力和规模。控股股东南瑞集团曾在 2013 年 11 月承诺，未来 3 年之内，将通过业务整合、股权转让、资产注入等方式解决国电南瑞与南瑞继保、普瑞特高压、中电普瑞之间存在的同业竞争问题。本次重组兑现 13 年资产重组时的承诺，有效解决了上市公司与国网电科院、南瑞集团及其下属企业的同业竞争。

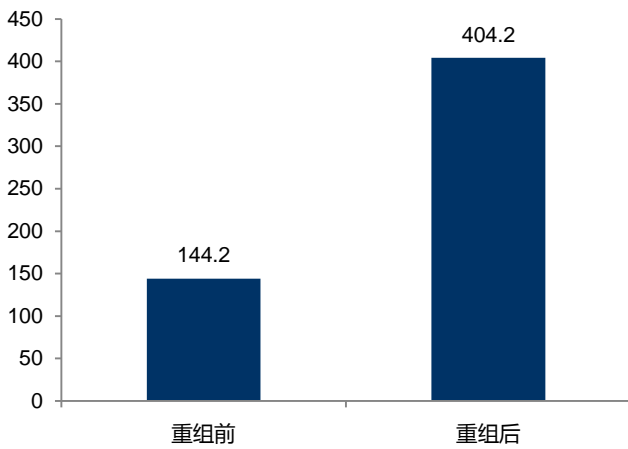
表 5：国电南瑞历次资产整合

预案公告时间	交易对象	资产注入情况	交易额
2004/8/24	国电南瑞	公司拟按照 2004 年 6 月 30 日的南京中德保护控制系统有限公司净资产评估值的 63% 的 1.3 倍，协议受让南瑞集团所持有的中德公司 63% 的股权	0.3 亿
2007/5/26	国电南瑞	公司于 2007 年 5 月 25 日与控股股东南京南瑞集团有限公司签订了《资产转让协议书》，公司拟收购南瑞集团拥有的农电自动化业务资产【含相关负债以及与农电自动化业务相关的知识产权以及后续改进（其中含 10 项软件著作权和软件产品、1 项实用新型专利）】	1.1 亿
2009/7/14	国电南瑞	公司拟收购南瑞集团城乡电网自动化、电气控制以及成套设备加工业务相关资产（含负债）	4.0 亿
2011/7/19	国电南瑞	公司拟受让国网电力科学院持有并在上海联合产权交易所挂牌的两公司股权（安徽济源电网技术有限公司挂牌价 40100 万元人民币、安徽南瑞中天电力电子有限公司 100% 股权挂牌价 7400 万元人民币），公司拟以挂牌价格为基础，根据股东大会和董事会的授权，在合理范围内确定竞购价格。	4.8 亿
2012/11/7	国电南瑞	公司拟采取定向增发的方式，即由国电南瑞向南瑞集团发行股份，购买南瑞集团所持有的北京科东 100% 股权、电研华源 100% 股权、国电富通 100% 股权、南瑞太阳能 75% 股权和稳定分公司整体资产和负债、股份发行价格为 16.44 元/股，不定与定价基准日前 20 个交易日国电南瑞股票加以均价。	25.9 亿

资料来源：公司公告、申万宏源研究

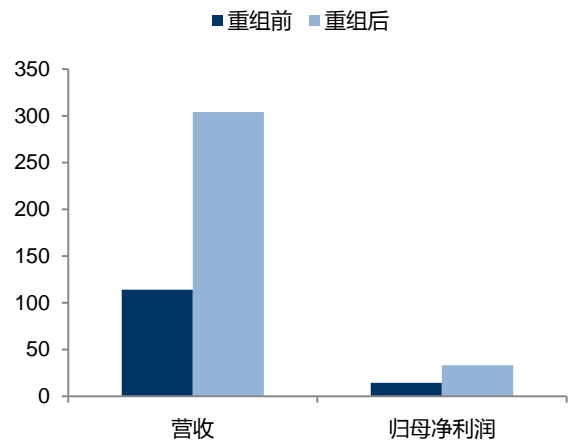
标的公司带动公司盈利能力和资产规模大幅提升。标的资产 16 年新签合同额、资产总额、营收、归母净利润分别为 260、276.5、189.95、18.89 亿元，是上市公司同期新签合同额、资产总额、营收、归母净利润的 1.80、1.58、1.66、1.31 倍，注入后上市公司资产规模与盈利能力大幅提升。注入标的中，南瑞继保、普瑞特高压以及普瑞工程是核心标的，16 年营收合计占标的资产总营收 81%，贡献利润占标的资产 93%，预估价值占所有注入资产 80%。

图 3：新签合同额大幅提升（单位：亿元）



资料来源：公司募资预案、申万宏源研究

图 4：营收、归母净利润大幅增厚（单位：亿元）

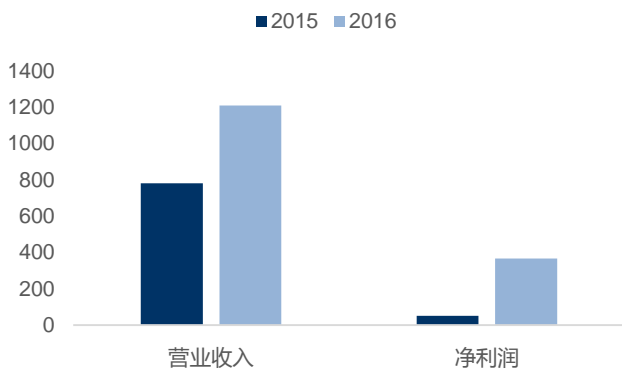


资料来源：公司募资预案、申万宏源研究

2.1 普瑞工程+继保电气——受益特高压与柔直的细分领域龙头

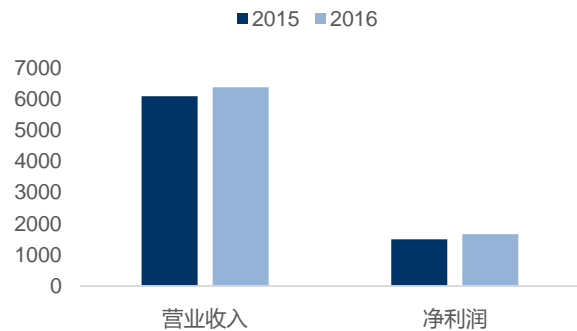
普瑞工程是我国特高压直流、柔性直流输电龙头；南瑞继保是继电保护领域的国际领导者。2016 年普瑞工程营业收入较 2015 年增长 4.28 亿元，增幅 54.94%；净利润较 2015 年增长 3.15 亿元。2016 年，继保电气实现营业收入 63.82 亿元，净利润 16.68 亿元，营业收入增长率为 4.86%，净利润增长率为 10.70%。这两项优质资产的注入，丰富了公司产品线，使公司成为国内最大的电力一、二次设备及相关行业自动化产品提供商。普瑞工程与继保电气产品在特高压领域优势明显，未来公司业务有望大幅受益特高压建设。

图 5：普瑞工程业绩增长迅速（单位：百万元）



资料来源：公司募资预案、申万宏源研究

图 6：继保电气业绩贡献稳中有升（单位：百万元）



资料来源：公司募资预案、申万宏源研究

国内特高压进入密集核准建设期。我国能源资源与能源消费呈逆向分布，70%以上的煤炭、水力、风能、太阳能资源都集中在我国的西部和北部，而能源的主要消费地区集中在东南沿海经济发达地区，通过发展特高压实现大容量、远距离输电是大势所趋。“十三五”迎特高压建设高潮，国网计划在2016、2017年完成“九交九直”特高压工程的前期工作，投资规模超过6000亿元，并计划于2020年建成东部、西部同步电网，共计22项特高压交流和19项直流工程，特高压行业景气向好。

表 6: 国网、南网已建和在建特高压一览

序号	工程名称	核准时间	投运时间	电压等级	线路长度(km)	总投资额(亿元)
已投运	晋东南-南阳-荆门	2006	2009	1000 交流	2*640	58.6
	淮南-浙北-上海	2011	2013	1000 交流	2*656	191.7
	交流 浙北-福州	2013	2014	1000 交流	2*603	188.7
	锡盟-山东	2014	2016	1000 交流	2*730	178.2
	淮南-南京-上海	2014	2016	1000 交流	2*780	268
	蒙西-天津南	2015	2016	1000 交流	2*608	175
	直流 云南-广东	2006	2010	±800 直流	1438	137
	向家坝-上海	2007	2010	±800 直流	1907	150
	锦屏-苏南	2008	2012	±800 直流	2100	220
	普洱-江门	2011	2013	±800 直流	1451	159
在建	哈密南-郑州	2012	2014	±800 直流	2210	234
	溪洛渡-浙西	2012	2014	±800 直流	1680	239
	宁东-浙江	2014	2016	±800 直流	1720	237
	交流 榆横-潍坊	2015	2017	1000 交流	2*1048.5	241.8
	锡盟-胜利	2016	2017	1000 交流	2*240	49.56
	苏通 GIL 综合管廊	2016	2019	1000 交流	-	47.63
	酒泉-湖南	2015	2017	±800 直流	2383	262
	晋北-江苏	2015	2017	±800 直流	1119	162
	锡盟-泰州	2015	2017	±800 直流	1620	254
	直流 上海庙-山东	2015	2017	±800 直流	1239	221
准东-皖南	2016	2018	±1100 直流	3324	407	
滇西北-广东	2015	2017	±800 直流	1928	222	
扎鲁特-青州	2016	2017	±800 直流	1233.8	221	

资料来源：国家电网，申万宏源研究

“一带一路”战略为我国特高压走出国门带来新一轮机遇。从2015年起，我国“一带一路”战略全面实施。“一带一路”沿线涵盖中亚、南亚、西亚、东南亚和东欧等新兴经济体和发展中国家，目前是全球贸易和跨境投资增长对快的区域之一，基础设施投资需求旺盛。“一带一路”沿线国家人均用电量在5000千瓦时以下，与发达国家相距甚远，而东南亚地区有超过1/5的人口仍缺乏电力供应，除了泰国等少数国家外，其余绝大部分国家的电力传输损耗都较大，这些国家的电网建设需求迫切。同时国网公司成立全球能源

互联网研究院，大力推动区域电网互联互通。目前国网公司已提出 4 条国际互联特高压和超高压直流线路，未来随着“一带一路”战略逐步兑现，海外特高压市场增量空间可观。

表 7：“一带一路”4 条特高压建设明细

序号	项目	电压 (kV)	核准时间	投运时间
1	俄罗斯-霸州	±800 直流	2018 年	2020 年
2	蒙古锡伯敖包-天津	±660 直流	约 2018 年	约 2020 年
3	哈萨克斯坦-南阳	±1100 直流	约 2018 年	约 2020 年
4	伊犁-巴基斯坦	±660 直流	约 2018 年	约 2020 年

资料来源：国家电网，申万宏源研究

柔性直流是直流输电的升级版，未来电网新方向。柔性直流输电系统反应速度快、可控性好、运行方式灵活，和传统直流输电相比，其主要体现在孤岛供电，有功功率与无功功率控制方面。与交流输电相比，柔性直流输电的优势主要体现在长距离输电、新能源消纳、成本控制等方面。柔性直流输电可携带来自多个站点的风能、太阳能等清洁能源，通过大容量、长距离的电力传输通道，到达多个城市的负荷中心，为新能源并网、大城市供电等领域提供了一种有效的解决方案。随着可再生能源发电占比逐渐提高，分布式能源成为我国电网结构的重要组成部分，柔性直流将是未来电网构成的新方向。

表 8：常规直流输电与柔性直流输电的比较

项目	常规直流输电	柔性直流输电
核心电力电子器件	半控型晶闸管器件	全控型 IGBT 器件
可否向无源系统供电	否	是
有无换向失败风险	系统故障或开关操作可能导致换相失败	无换相失败问题
是否需要无功补偿	需要辅助无功补偿设备	不需要，可四象限运行
有功与无功功率控制	有功和无功不能独立控制	有功与无功可以独立控制
潮流反转	换流站需要退出运行，改变控制策略	可以快速实现，不需要改变控制策略
模块化程度	低	高
实现多端的难易程度	难	容易
设备成本	低	高
换流站容量	大	较小
直流故障处理能力	强	弱

资料来源：北极星电力网、申万宏源研究

柔直输电技术逐渐成熟，支撑全球能源互联。20世纪90年代后期，以ABB、Siemens为代表的跨国企业研究并发展了柔性直流输电技术。目前，世界范围内至少有16个国家均有柔性直流输电工程投运或在建，技术已经逐渐走向成熟。

表9：海外大型柔性直流输电项目（已投运）一览

序号	名称	国家	投运时间	两侧交流电压 (kV)	直流电压 (kV)	直流电流 (A)	应用场景	运营商
1	赫尔斯扬实验性工程	瑞典	1997年3月	50/50	±10	150	工业试验	EB Elant, Sweden
2	哥特兰工程	瑞典	1999年11月	77/77	±80	350	风力发电	GEAB, Sweden
3	迪莱克特联结工程	澳大利亚	1999年12月	110/132	±80	342	电力交易、系统互联	NorthPower, Australia
4	泰伯格工程	丹麦	2000年8月	10.5/10.5	±9	358	风力发电并网示范	Eltra, Denmark
5	依格-帕斯背靠背互联工程	美国-墨西哥	2000年9月	138/138	±15.9	1100	电压控制、电力交易	AEP, USA
6	克劳斯-桑德互联工程	美国	2002年8月	345/138	±150	1175	电力交易、系统互联	TransEnergie, US
7	莫里联络工程	澳大利亚	2002年8月	132/220	±150	1400	钻井平台供电	TransEnergie, US
8	泰瑞尔工程	挪威	2005年10月	56/132	±60	-	弱电网互联、电力交易	Statoil Norway
9	伊斯特互联工程	爱沙尼亚-芬兰	2006年	400/330	±150	1230	电力交易、弱电网互联	Nordic Energy link AS, Estonia
10	瓦尔哈工程	挪威	2010年	150	150	-	钻井平台供电	BP Norway E.ON Netz
11	瑙德工程	德国	2009年	170/380	75	-	风电并网	GmbH Germany
12	传斯贝尔联络工程	美国	2010年	400	±200	-	大城市供电	Trans Bay Cable LLC

资料来源：北极星电力网、申万宏源研究

我国柔直工程发展步入快车道，多项技术指标达到世界领先。我国2005年启动柔性直流输电研究。2011年7月，我国第一条柔性直流示范性工程投运。从上海南汇风电场柔性直流工程到如今的张北柔性直流电网示范性工程，我国已实现了换流阀、换流变压器、直流断路器等柔性直流核心设备100%国产化，同时也拥有了控制保护系统的自主知识产权。

表 10：我国柔性直流工程一览

项目	投运时间	项目金额	主要参数	项目描述
上海南汇风电场柔直工程	2011 年 7 月	-	±30kV/20MW	实现了我国柔性直流输电技术从概念到应用的跨越
南澳多端柔性直流输电示范工程	2013 年 12 月	7.4 亿	±160kV/200MW	世界上第一个多端柔性直流输电示范工程
浙江舟山五端柔直工程	2014 年 7 月	42 亿	±200kV/1000MW	是目前世界上端数最多的柔性直流输电工程
厦门柔性直流输电科技示范工程	2015 年 12 月	-	±320kV/1001MW	标志着我国全面掌握高压大容量柔性直流输电工程设计、设备制造、工程施工调试、运营等关键技术
鲁西背靠背直流工程	2016 年 8 月	35 亿	±350kV/1000MW	标志着我国在高压大容量柔性直流输电领域达到世界领先水平
渝鄂直流背靠背联网工程	在建	50 亿	±420kV/1250MW	世界上电压等级最高、规模最大的柔性直流背靠背工程
大连柔性直流工程	在建	51 亿	±320kV/1000MW	世界上容量最大跨海柔性直流输电工程
张北柔性直流电网示范工程	在建	-	±500kV/3000MW	是世界首个具有网络特性的直流电网示范工程,是世界上电压等级最高、输送容量最大的柔性直流工程,也是世界首个应用柔性直流技术进行陆地可再生能源大规模并网的示范工程

资料来源：国家电网、申万宏源研究

打破国外技术垄断，南瑞继保占据柔直技术至高点。南瑞继保是世界首个拥有柔性直流多端控制保护、换流阀、高速测量等全套自主知识产权设备并实现完整工程应用的企业。南瑞继保积极开展张北示范工程的前期研究及设备研制工作，承担了包括直流电网控制保护、柔直换流阀、直流断路器、直流高速测量装置在内的 13 项国家电网公司科技项目。

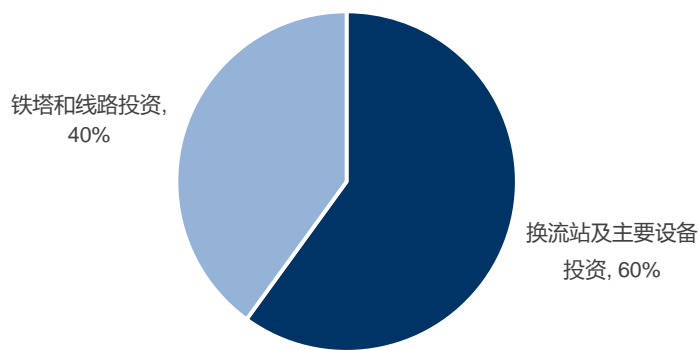
图 7：南瑞继保为柔性直流输电提供全套解决方案



资料来源：南瑞继保官网，申万宏源研究

换流阀+直流控制保护优势明显，受益特高压建设。直流特高压单条线路投资通常在200亿元以上，线路与站内设备投资占比与交流特高压相反，一般两端换流站投资可占到整条线路的60%，铁塔和线路占比40%左右。特高压直流线路设备组成较固定，包括8套换流阀、56台换流变（8台备用），2套直流控制保护系统以及直流场、交流场设备。公司收购普瑞工程和继保电气使公司充分受益特高压建设。

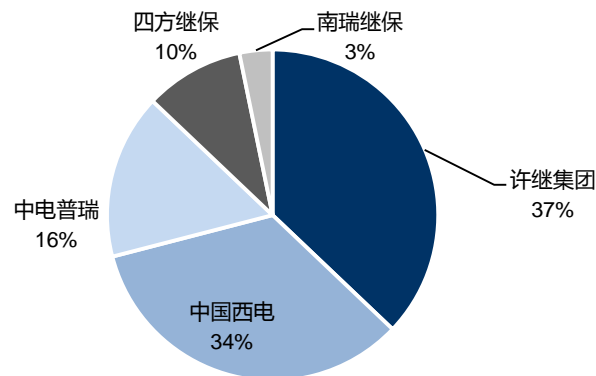
图 8：特高压直流投资拆分



资料来源：北极星电力网、申万宏源研究

换流阀：换流阀是换流站中的核心设备，其主要功能是将交流转换为直流。从 2005 年起，国内直流输电工程所使用的换流阀均由国内企业独立承建。分析近年来的招中标数据，换流阀市场格局由最初的中国西电、中电瑞普、许继集团三足鼎立转变为目前的三巨头为主，四方继保、南瑞继保为辅。按照换流阀单价 2 亿元/套估算，约占整条直流特高压投资的 7%，根据公司普瑞工程和继保电气合计 19% 的历史份额估算，预计未来每条特高压能为公司带来 3.42 亿元的营收增量。

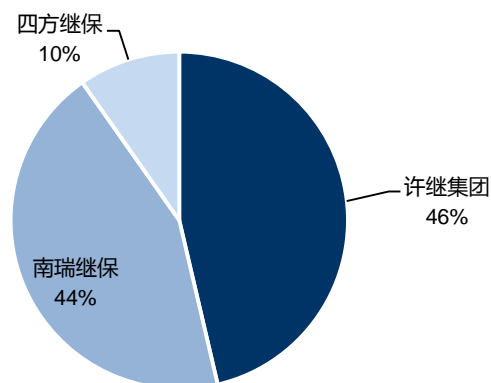
图 9：国电南瑞特高压直流换流阀综合市占率 19%



资料来源：国家电网公司电子商务平台、申万宏源研究

直流控保：特高压直流输电工程一般采用每极双 12 脉动换流器串联的接线方式，控制保护系统须满足 45 种运行方式的控制要求并保证各运行方式的快速稳定切换，技术壁垒很高。目前特高压直流工程控制保护已基本完成国产化，基本是许继电气、继保电气二分天下的格局。我们按照控制保护价格约占整条直流特高压投资的 1.5% 估算，根据继保电气市场份额，预计未来每条特高压至少能为公司带来约 1.5 亿元的营收增量。

图 10：特高压直流控保南瑞继保、许继电气两分天下

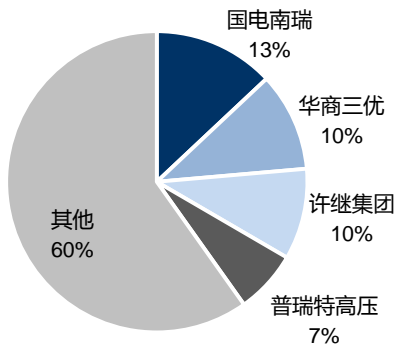


资料来源：中电联、申万宏源研究

2.2 普瑞特高压：国网充换电设备核心供应商

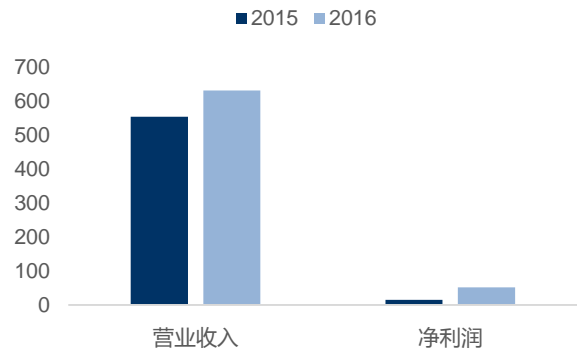
普瑞特高压主要从事电动汽车充换电设备等产品的研发、设计、制造、销售与工程服务，主要产品为电动汽车充换电设备等。普瑞特高压是国家电动汽车充换电设施建设的重要供应商。在国网充电桩招标中市占率 7%，仅次于国电南瑞，华商三优和许继集团。2016 年，普瑞特高压实现营业收入 6.33 亿元，净利润 5104 万元。

图 11：普瑞特高压国网充电桩市占率 7%



资料来源：国家电网公司电子商务平台、申万宏源研究

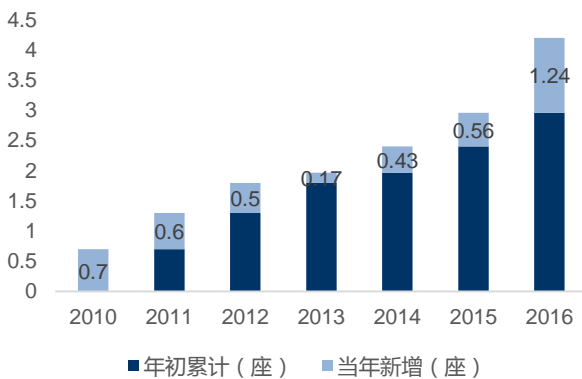
图 12：普瑞特高压 16 年净利润显著增长



资料来源：公司募资预案、申万宏源研究

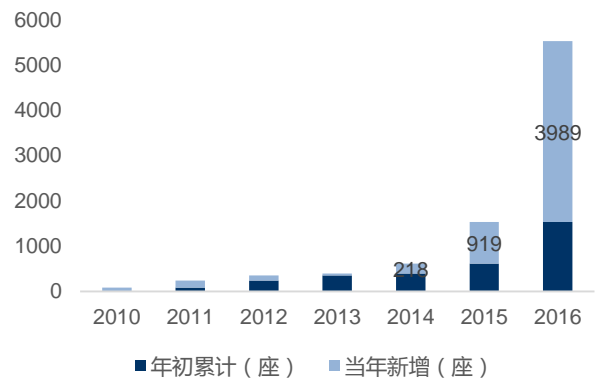
新能源汽车大力发展推动充电桩建设。2016 年，我国新能源汽车产销分别实现 51.7 万辆和 50.7 万辆，同比增长 51.7%和 53.0%。受汽车市场推动，近年来充电桩建设不断加速。2016 年，国家电网新建并建成充电站 3989 座，新建充电桩 2.2 万个，其中建成 1.2 万个。截止目前，国家电网已累计建成充换电站 5528 座，建成充电桩 4.2 万个。

图 13：16 年国网累计建成充换电站数大幅增长



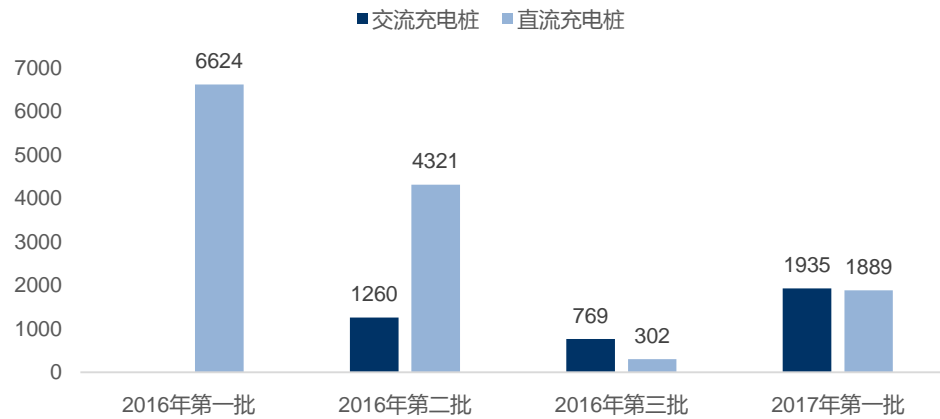
资料来源：国家电网社会责任报告、申万宏源研究

图 14：16 年国网累计建成充电桩数大幅增长



资料来源：国家电网社会责任报告、申万宏源研究

图 15：16 年国网累计建成充换电站数大幅增长



资料来源：国家电网、申万宏源研究

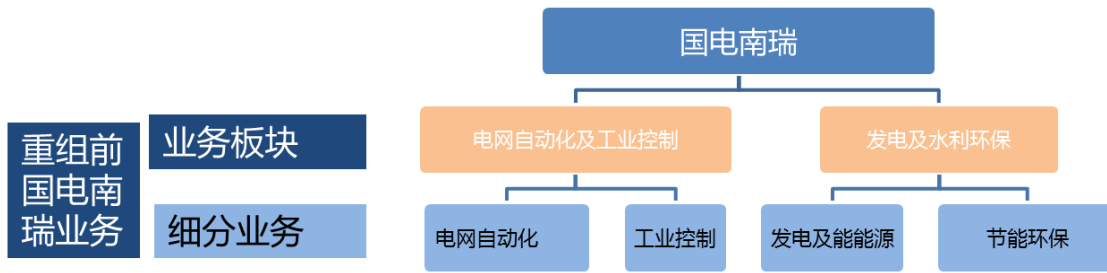
国网重点布局高速公路快充网络 and 智能充换电网络平台建设。从 2014 年的两纵一横、2015 年的四纵两横一环到 2016 年的六纵六横两环，国网快充网络已覆盖 1.4 万公里的高速公路，并计划 2017 年建成九纵九横两环的充电网络布局。同时，2015 年国网开始探索电动汽车车联网平台的建设，通过对社会充电服务商全面开发，使得用户可以方便的通过手机或电脑及时了解充电设施的位置与状态信息，目前第三代车联网平台已投入运营，建成了全国-省-地市-站-桩五级实时监控体系，2016 年已累计有 10.7 万个充电桩接入该平台，并进一步规划 2017 年累计接入量达到 16 万个。

国网在增量与存量两大市场齐发力推动充电桩推广应用。今年 4 月，国网发布《关于开展充电桩新国标改造升级的通知》，本次改造主要针对新国标要求，对 2010 年以来建设的共计 4.38 万台充电桩（包括直流充电桩 3.12 万台、交流充电桩 1.26 万台）进行改造，改造内容涉及交流充电桩的插座、电流保护器及直流充电桩的充电枪、接触器等，要求高速公路和城市区域的公共充电站年底前完成全部改造，公交等专用充电站与服务车辆同步。增量建设与存量改造双管齐下，我们认为国网系统内充电桩需求将维持景气，带动普瑞特高压业绩增长。

3. 业务布局大幅拓宽，综合巨头初露端倪

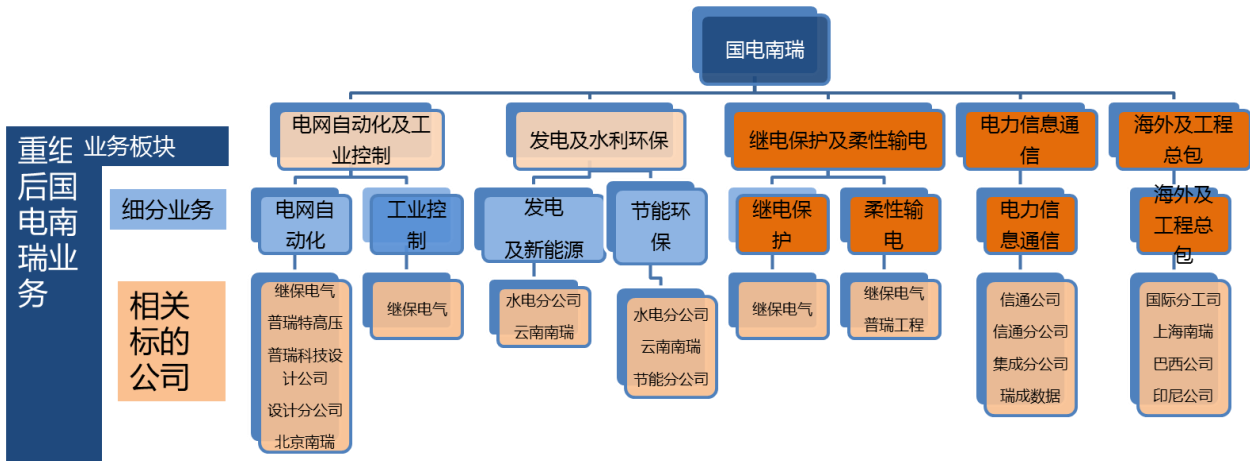
巩固二次设备龙头地位，向“设备供应商+电工电气装备总承包商”转型。公司原有业务涉及电网自动化、发电机新能源、节能环保以及工业控制，是国网系智能电网行业的龙头。本次重组后，国电南瑞新增继电保护及柔性输电、电力信息通信、海外及工程总包三大业务板块。同时，继保电气、普瑞特高压、云南南瑞、水电分公司等标的注入将增强国电南瑞现有电网自动化及工业控制、发电及水利环保两大业务板块，公司实现向“设备供应商+电工电气装备总承包商”的转变。

图 16：公司原有业务板块



资料来源：公司募资预案，申万宏源研究

图 17：重组后公司业务板块



资料来源：公司募资预案，申万宏源研究

本次公司拟向不超过 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。配套募集资金项目涉及继电保护及柔性输电、发电自动化及工业控制、电力信息通信等未来顺应智能电网发展的重点领域，有望为带动相关实施主体盈利能力进一步大幅提升。

表 11：募集配套资金用途

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

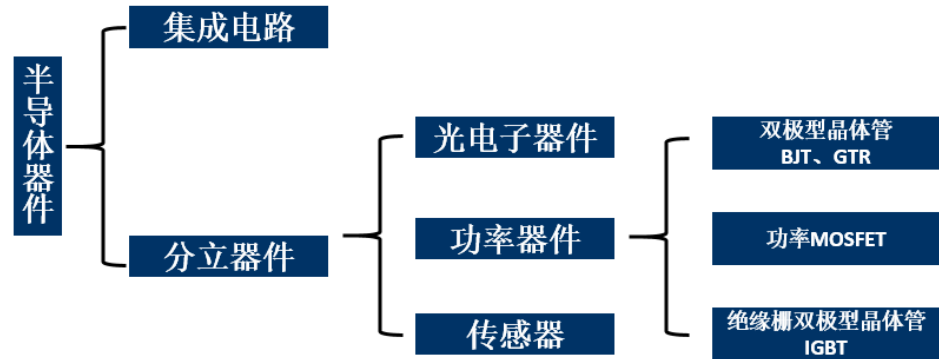
4	智慧水务产业化建设项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	26,600.00	26,600.00
5	电力工控安全防护系列设备产业化及应用能力建设项目	信通公司	16,812.00	16,812.00
6	电网运检综合数据分析与应用中心产业化项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	8,074.00	8,074.00
7	智能电网云计算平台实验验证环境建设及产业能力升级项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	7,914.00	7,914.00
8	面向清洁能源与开放式电力市场的综合服务平台建设及产业化项目	南瑞集团主要经营性资产及负债(重组后上市公司)	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：公司募资预案、申万宏源研究

3.1 发力 IGBT，百亿市场国产替代

半募投项目中 IGBT 模块是重点，规划投资 16.44 亿进行模块产业化生产。IGBT(绝缘栅双极型晶体管)是分立器件中拥有高技术含量和高附加值的产品，属于功率器件的一种。

图 18：半导体器件分类



资料来源：CNKI，申万宏源研究

IGBT 产品最早出现于 1998 年，第一代 IGBT 为平面穿通型，经过十几年的发展，2003 年已出现第六代沟槽-电场截止型 IGBT。相比于第一代产品，无论大小及性能等各项指标，第六代产品均有了很大进步。但随着工艺技术的不断改进，IGBT 性能已逐渐趋近硅材料的理论极限，性能的大幅提升需要成本的大量投入作为代价，这种情况下，出现的以 SiC（碳化硅）和 GaN（氮化镓）为代表的宽禁带半导体材料逐渐受到更多关注。

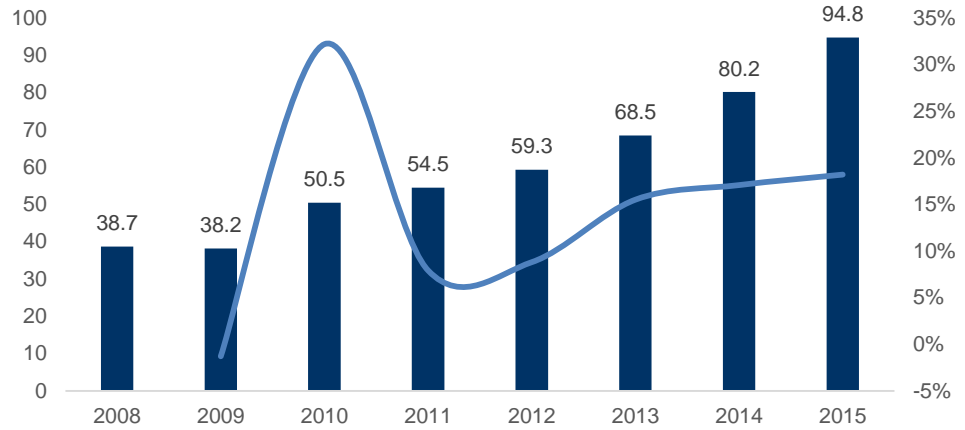
表 12：IGBT 发展情况

代数	名称	芯片面积 (相对值)	工艺线宽	通态饱和 压降 (V)	关断时间 (微秒)	功率损耗 (相对值)	断态电压 (V)	出现时间 (年)
第一代	平面穿通型(PT)	100	5	3	0.5	100	600	1988
第二代	改进的平面穿通型(PT)	56	5	2.8	0.3	74	600	1990
第三代	沟槽型(Trench)	40	3	2	0.25	51	1200	1992
第四代	非穿通型(NPT)	31	1	1.5	0.25	39	3300	1997
第五代	电场截止型(FS)	27	0.5	1.3	0.19	33	4500	2001
第六代	沟槽—电场截止型 (FS-Trench)	24	0.3	1	0.15	29	6500	2003

资料来源：CNKI、申万宏源研究

近年来，受益新能源汽车、充电桩、高铁、轨道交通等下游行业拉动影响，我国 IGBT 市场规模保持稳步增长态势。据博思数据资料，2015 年我国 IGBT 产品市场规模达 94.8 亿元，同比增长 18.20%，2008 年以来复合增速为 13.65%。同期，全球 IGBT 市场规模为 42.9 亿美元，我国占比约在 32% 左右。

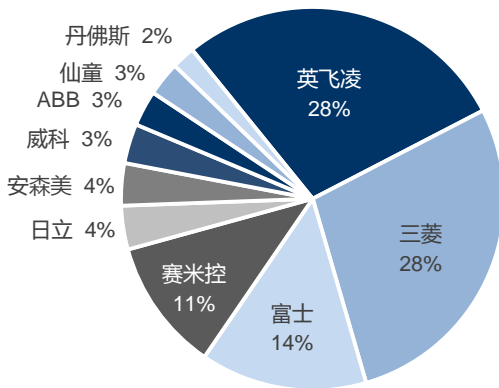
图 19：我国历年 IGBT 市场规模（亿元）及同比变化



资料来源：博思数据，申万宏源研究

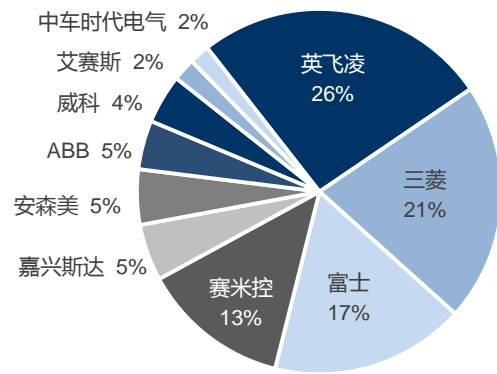
我国 IGBT 市场规模可观，但长期被外资企业占据。从厂商来看，英飞凌和三菱两家竞争优势明显，合计占据全球超过一半的市场份额。国内厂商中，嘉兴斯达和中车时代电气分别以 4.5%和 1.6%的市场占有率排名第五和第十。

图 20：全球 IGBT 市场份额前十企业



资料来源：IHS、申万宏源研究

图 21：我国 IGBT 市场份额前十企业



资料来源：IHS、申万宏源研究

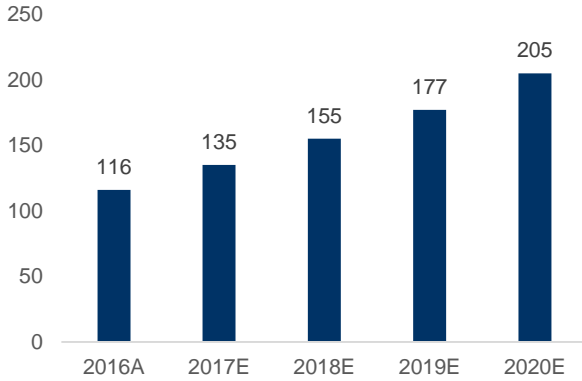
IGBT 在电网的发电、输变电和用电端均有应用，范围广泛。其中，用电端的家用电器等使用 IGBT 的电压范围在 600-1200V 之间，发电和输变电端的智能电网等使用 IGBT 的电压范围在 1200-3300V 之间。

- **发电端：风力发电、光伏发电。** IGBT 模块在风光发电中主要应用于整流、逆变器。如风力发电中，将风力推动叶片产生的交流电通过整流器变为直流电。
- **输变电端：柔性直流输电。** IGBT 模块在柔性直流输电中主要应用于电压源换流器。IGBT 是一个非通即断的开关，通过 IGBT，电压源换流器可实现自关断，使得输电系统可以工作于无源换流方式，不需要电网提供换相电压；通过 IGBT 的开关功能，电压源换流器还可以构成并联多端直流输电系统，并网多种类型产生的电能并向多处传输。

- **用电端：家用电器变频。**IGBT 模块在家用电器领域是变频器的关键部件，通过变频调速实现节能的目的。

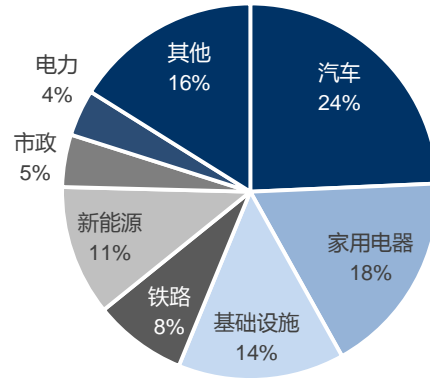
目前 IGBT 模块在发电和输变电端的应用是我国开发重点。据 IHS 数据，2020 年我国 IGBT 市场规模将达 205 亿元，年复合增速为 15.30%。

图 22：我国 IGBT 市场规模预测



资料来源：IHS、中商产业研究院、申万宏源研究

图 23：IGBT 下游行业占比（2014 年）



资料来源：IHS、中商产业研究院、申万宏源研究

本次重组预案中，公司拟将募集资金中的 16.44 亿元用于 IGBT 模块产业化项目，建设 IGBT 和 SiC 器件芯片及模块设计软硬件环境、IGBT 和 SiC 器件生产线，构建 IGBT、SiC 芯片及模块的制造和测试能力，实现自主化生产的同时，实现现有柔性直流输电、静止无功发生器、风电变流器、光伏逆变器等电力电子设备的核心功率器件自有化。我们认为，国产 IGBT 产业化的主要障碍在于下游对产品质量的担心，经营业绩的积累是最大难题。我们认为公司优势在于系统内订单的确定性，一旦产品批量生产后，国网有望优先应用自产 IGBT，随着应用时间与规模的积累，技术与产品质量将随之提升。

4. 推进国企改革，激励机制升级值得期待

国企改革动作不断。我国本轮国企改革开始于 13 年十八届三中全会，14 年启动央企“四项改革”试点，15 年出台国企改革“1+N”顶层设计和多省市国改方案。16 年以来，国企改革加速，不断有改革政策出台，推出国企改革十项试点，“1+N”文件体系框架基本建立，多项试点得到推进。

表 13：国企改革“N+1”指导文件

时间	颁布部门	颁布文件
2015.9.20	中共中央办公厅	《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》
2015.9.24	国务院	《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》
2015.11.4	国务院	《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》
2015.11.10	国务院	《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》
2015.12.29	国资委、财政部、发改委	《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》
2016.1.13	国资委	《关于全面推进法治央企建设的意见》
2016.2.25	国资委、	《国企十项改革试点落实计划》
2016.6.11	国资委、财政部	《关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作的指导意见》
2016.6.24	国资委、财政部	《关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作指导意见》

2016. 7. 17	国务院	《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》
2016. 7. 17	国资委、财政部	《企业国有资产交易监督管理办法》
2016. 8. 2	国务院	《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》
2016. 8. 18	国资委、财政部	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》
2016. 08. 24	国资委、财政部	《关于完善中央企业功能分类考核的实施方案》
2016. 10. 31	国资委	《关于做好中央科技型企业股权和分红激励工作的通知》

资料来源：发改委、申万宏源研究

电力居于七大领域混改首位，2017 国家电网改革提速。2016 年 12 月中央经济工作会议将电力领域改革放在 7 大领域（电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工）混改的首位。2017 年 3 月 5 日，李克强总理在政府工作报告中再次强调了要加快推进国企国资改革，深化混合所有制改革，尤其在电力、能源等领域需要迈出实质性步伐。国家电网曾在年度工作会议上明确表示，将积极推进旗下南瑞集团、许继集团、平高集团等整体上市，全面开放分布式电源并网工程和电动汽车充换电站设施市场，并进行混合所有制改革。

国家电网资产规模庞大，资产证券化空间巨大。国家电网公司 2016 年售电量 36051 亿千瓦时，营业收入 20946 亿元，资产总额 33898 亿元，实现利润 866 亿元，在世界财富 500 强排名中排名第二，然而截止 2015 年底，国家电网资产证券化率仅为 2.12%。国网旗下电力装备板块主要由国网电力科学研究院、平高集团有限公司、许继集团有限公司三家产业集团构成。平高电气 2015 年 10 月 31 日公告，拟通过定增方式注入集团公司所持上海天灵等资产，拉开了国家电网国企改革大幕，此次南瑞集团与国电南瑞的重组，是国家电网踏实推进国企改革的重要举措，为国网旗下其他公司的混改起到了示范性作用。

内部激励调动创新，未来机制升级值得期待。2016 年 2 月，南瑞集团印发《全员科技创新暂行管理办法》，鼓励有创意、有激情的员工自主提出创新项目并“脱产”实施，集团从资金、人力、市场等多方面给予支持，打造企业内部创新平台。2016 年 8 月，集团印发《重点研发项目人员激励暂行办法》，对承担集团重点研发项目的成员，在产品成功进入市场后，依据产品利润给予一定比例分成，以此调动研发人员积极性。重点项目激励和全员创新共同开展为南瑞集团的发展提供了新动能，是公司内部激励机制升级的积极信号。我们认为集团主营资产注入上市公司后，内部员工激励机制有望进一步升级，股权激励、核心员工持股等值得期待。

5. 响应“一带一路”，注入海外公司加速走出去

国网积极推进国际化战略，负责运营多国骨干能源网。国家电网公司共设置 10 个驻外办事处、4 个资产运营高管团队，驻外人员 499 人。国网国际公司、中电装备公司、海外投资公司分别作为境外投资运营、工程总承包和国际融资的专业平台，先后成功投资、运营菲律宾、巴西、葡萄牙、澳大利亚、中国香港、意大利等 6 个国家和地区的骨干能源网公司，组建成立国家电网巴西控股公司与国网澳洲资产公司。国家电网公司目前在海外的布局已经颇具规模，境外投资总额超过 150 亿美元，境外资产总额达 400 亿美元。

图 24：国网负责运营多国骨干能源网



资料来源：国家电网 2016 年社会责任报告，申万宏源研究

巴西美丽山项目：南瑞集团为二次设备最大受益方。美丽山水电站±800 千伏特高压直流送出工程为美洲第一条特高压直流输电线路，也是我国电力设备“走出去”战略的第一条特高压线路。相较一期联营项目主要设备订单被西门子获得，美丽山二期项目为国网独立中标，带动超过 50 亿元人民币的国产高端电力装备出口；其中南瑞继保与中电普瑞承担了所有换流阀、直流控保、CT、零磁通电流互感器和直流电压分压器供货，南瑞集团是二次设备领域的最大受益方。

表 14：巴西美丽山二期南中电瑞普和南瑞继保中标详细情况

物资名称	单位	数量
换流阀	套	2
直流控保	套	2
电磁式 CT	台	56
光 CT	台	36
零磁通电流互感器	套	17
直流电压分压器	套	12

资料来源：申万宏源研究

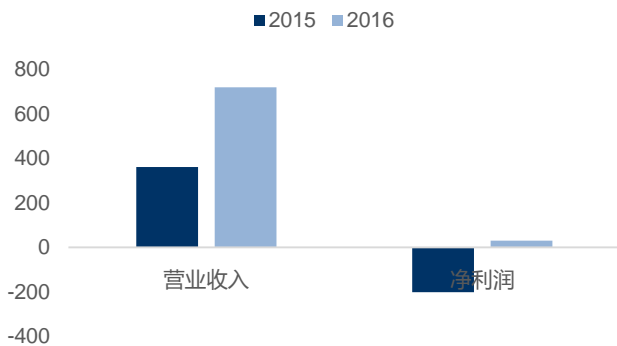
巴西、印度辐射国际化布局，发展方向向 ABB 看齐。南瑞集团过去在输配电板块布局主要以二次设备为主，海外 EPC 方面主要依赖国网平台，在总包能力方面没有先发优势。此次重组确立了在二次设备领域的龙头地位，巴西公司、印尼公司的注入将有利于上市公司更好的积累国际电力工程建设经验拓展上市公司的海外业务。目前公司正在在补短

板，集团层次有变压器、GIS 等多种一次设备，同时积极申请甲级设计资质，未来随着一二次设备和海外总包资质的协同，公司业务综合化，有望向 ABB 等国际巨头看齐。

巴西公司：南美洲“走出去”跳板。公司 2013 年 5 月 27 日注册成立，是集团在巴西及南美洲地区的布局，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。2016 年，受益前期累积合同密集交付，实现营业收入 6,727.61 万元，净利润 21.32 万元；营业收入较 2015 年增长 6,219.62 万元；净利润较 2015 年增长 462.79 万元，并实现扭亏为盈。

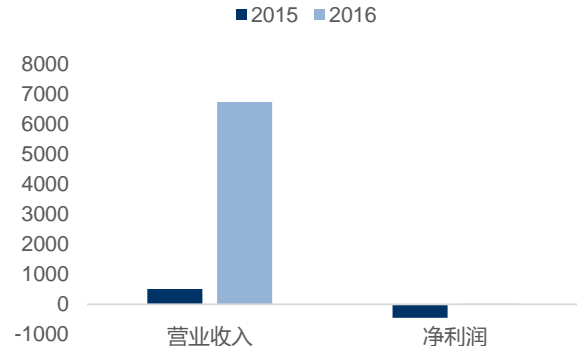
印尼公司：“一带一路”亚洲第一站。印尼公司设立于 2013 年 10 月 7 日，业务定位为印尼及周边地区产品销售及工程总包业务。主要从事南瑞集团产品在印尼及周边地区的销售及工程总包业务。2016 年，实现营业收入 719.59 万元，净利润 29.79 万元；营业收入较往年增长 358.95 万元，净利润较往年增长 231.94 万元，实现扭亏为盈。前期印尼公司盈利能力不足主要受两方面限制：(1) 签订的合同主要以设备销售类合同为主，营收规模较小；(2) 当前招标主体依然是南瑞集团，印尼公司承接的是部分当地的前线业务，因此主要利润留在集团。印尼公司注入后，与集团主体都装入上市公司体内，未来业务协同将更加顺畅。

图 25：印尼公司扭亏为盈（单位：万元）



资料来源：国家电网公司电子商务平台、申万宏源研究

图 26：巴西公司营收大幅增长（单位：万元）

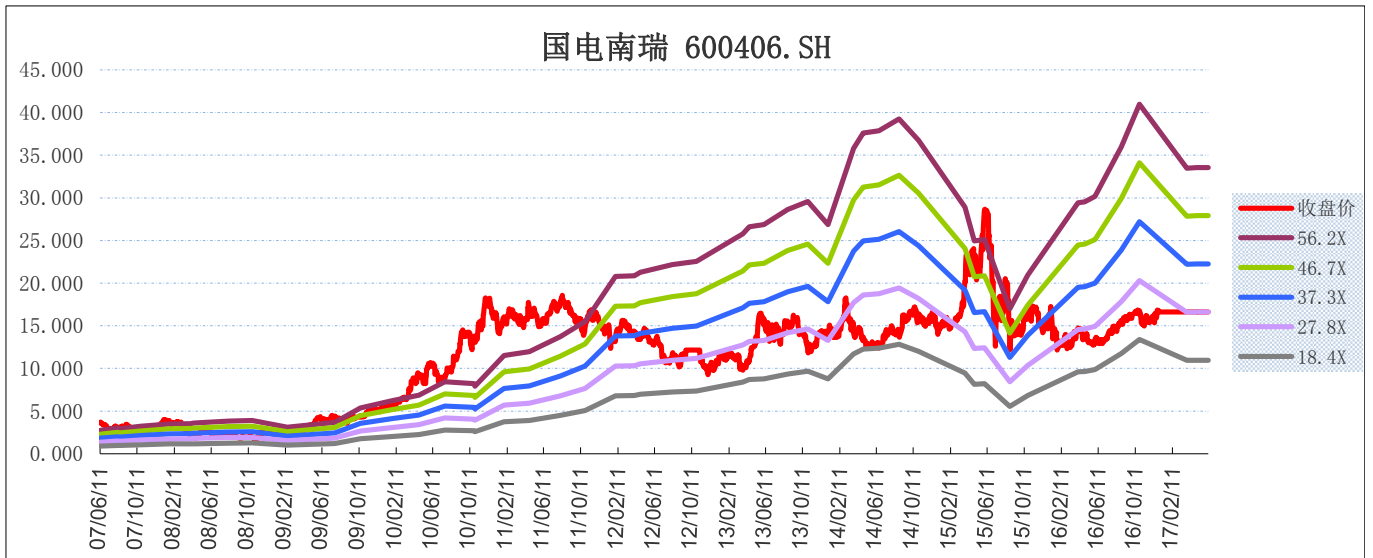


资料来源：公司募资预案、申万宏源研究

6. 盈利预测与估值

不考虑注入的影响，我们维持盈利预测，预计公司 17-19 年实现归母净利润 17.01 亿元、20.64 亿元和 24.25 亿元，对应 EPS 分别为 0.70、0.85 和 1.00 元/股，目前股价对应 PE 分别为 23.8 倍、19.6 倍和 16.7 倍；考虑增发预计公司 17-19 年实现备考归母净利润 41.71 亿元、50.28 亿元和 59.82 亿元，按照 13.93 元的增发价格对应 EPS 分别为 0.87、1.16 和 1.52 元/股，增发后对应 PE 分别为 17.5 倍、14.5 倍和 12.2 倍，维持“买入”评级。

图 27：公司股价处于历史 PE 低位



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 15：利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	9,712	11,415	12,937	14,622	16,475
二、营业总成本	8,431	10,033	11,230	12,509	13,948
其中：营业成本	7,262	8,815	9,837	11,001	12,305
营业税金及附加	75	68	91	101	109
销售费用	405	467	517	585	626
管理费用	625	669	737	833	923
财务费用	(16)	(22)	(23)	(39)	(51)
资产减值损失	79	35	71	27	37
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
三、营业利润	1,281	1,382	1,707	2,113	2,527
加：营业外收入	255	269	246	256	257
减：营业外支出	1	0	0	0	0
四、利润总额	1,536	1,650	1,953	2,369	2,783
减：所得税	207	199	234	284	334
五、净利润	1,328	1,451	1,718	2,085	2,449
少数股东损益	29	4	17	21	24
归属于母公司所有者的净利润	1,300	1,447	1,701	2,064	2,425
六、基本每股收益	0.53	0.60	0.70	0.85	1.00
全面摊薄每股收益	0.53	0.60	0.70	0.85	1.00

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。