

国电南瑞(600406)/电气自动化设备

二次设备绝对龙头重装上阵，新南瑞新起点

评级：买入(维持)

市场价格：18.16

目标价格：22—22

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

电话：

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

联系人：孟兴亚

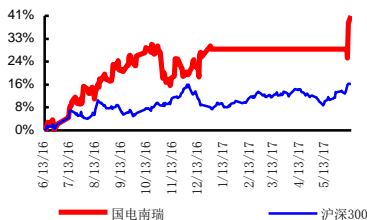
电话：

Email: mengxy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,429
流通股本(百万股)	2,206
市价(元)	18.16
市值(百万元)	44,110
流通市值(百万元)	40,056

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9678.0	11415.3	12897.0	14797.5	16991.9
增长率 yoy%	8.7%	18.0%	13.0%	14.7%	14.8%
净利润	1299.2	1447.2	1650.9	1930.3	2235.3
增长率 yoy%	1.3%	11.4%	14.1%	16.9%	15.8%
每股收益(元)	0.53	0.60	0.68	0.79	0.92
净资产收益率	16.1%	16.4%	16.0%	16.3%	16.3%
P/E	34.0	30.5	26.7	22.9	19.7
PEG	2.4	1.9	3.0	1.6	1.2
P/B	5.5	5.0	4.3	3.8	3.3

投资要点

■ **电力二次设备绝对龙头，技术+资本双轮驱动：**公司背靠国网科院（拥有四名工程院院士，是中国最大的电力设备成套供应商），资本实力雄厚、技术位于行业最前端，主要业务覆盖电网自动化、发电及新能源、节能环保、工业控制（含轨道交通）、国际工程业务五大领域。

公司自 2003 年上市以来，已于 2010 与 2012 年完成 2 次集团资产注入（包括航天电气控制、北京科东等资产），缓解了公司与集团在发电新能源、电网调度和配电自动化相关领域同业竞争问题，同时巩固公司二次设备的绝对龙头地位，并大幅提升公司轨交综合监控领域市场份额（国内最大的轨交监控供应商）。业绩方面，公司受行业与资产注入影响历经两次高速增长阶段，近 3 年来公司业务逐步稳定，收入与业绩增速维持在 10~15% 区间，毛利率由于多元化布局影响近年回落并稳定在 20% 之上。

■ **兑现承诺，注入优质资产、募投高端项目，多方共赢谋发展：**此次重大资产重组，是公司 2013 年时就解决与集团在继保与特高压等领域同业竞争承诺的兑现。公司将向国网科院、南瑞集团、沈国荣、云南能投发行股份及支付现金购买南瑞继保 87% 股权、南瑞信通 100% 股权、普瑞工程 100% 股权等 14 项资产，合计作价 264.79 亿（发股底价 13.93 元/股），同时非公开发行股票募集配套资金 61.03 亿元用于现金对价以及 IGBT 模块产业化等 13 项募投项目。

其中购买资产对应 PE 约 14 倍，收购完成后公司整体对应 2016 年 PE 约 22 倍（收购前对应 PE 约 23 倍）。回顾历史资产注入情况，公司承诺业绩完成度高，第二次注入资产完成后三年内业绩完成率达 110% 以上。本次重组后公司在继电保护和柔性输电、电力信息通信、海外工程总包等新兴业务领域获得强势补充，同时通过募投发展 IGBT 等高端制造业务形成新南瑞新版图，有望迎来新一轮的增长趋势，进一步提升盈利能力。

■ **为何看好新南瑞的腾飞：1) 完善的产业链布局，业务盈利模式全面升级。**重组后公司业务线由电网自动化及工控、发电及水利环保两大业务线，新增继电保护及柔性输电、电力信息通信、海外工程总包三大业务线，实现电力设备全产业链布局。在业务模式上，公司实现向“设备供应商+工程总承包商”转变；在盈利模式上，公司实现向“投融资收益+设备利润”转变，打造电力设备行业标杆。**2) 重组是集团与上市公司的双赢。**南瑞集团在重组后已基本实现优质资产的悉数上市，成为国企资产证券化的代表，同时上市公司多业务线得到补强，蓄势待发。**3) 原有主业电网自动化、新能源、轨交业务齐头并进，稳健发展。**公司在电网调度市占率近 7 成，变动自动化与许继、南瑞继保三分天下，轨交监控国内市占率居首，在十三五期间电网仍旧是重点投资方向，轨交业务进入高速增长阶段，公司传统主业保持 10~15% 的稳健增长。**4) 注入再度补强研发实力，驱动新兴业务保持 10% 以上增长。**集团拥有四名院士，上市公司硕士员工占比 45.08%，2016 年人均产值达 357.4 万，注入后公司在柔性直流与电力信息通信等领域的实力跃居行业第一梯队，未来在特高压输电与电力物联网等新兴业务将保持 10%+ 的业绩增速。**5) 海外业务空间广阔，力业务年均增速超 30%。**上市公司海外业务起步较晚，在一带一路推进的大背景下，公司将通过集体众多海外经营资产布局南美、东亚、欧洲、非洲等市场，加速拓展国际工程 EPC 和设备出口业务。

■ **投资建议：**由于资产注入流程较长，仍需一定时间才能完成。出于审慎性原则，我们暂时预测公司原有主业盈利情况。预计 2017 至 2019 年的年营业收入分别为 128.97/147.97/169.92 亿元，同比分别增长 13.0%/14.7%/14.8%；2017-2019 年净利润分别为 16.51/19.30/22.35 亿元，对应增速 14.1%/16.9%/15.8%，EPS 分别为 0.68/0.79/0.92 元。根据可比公司 2017 年平均市盈率 21.5X 作参考，考虑公司此番资产注入带来的历

史性机遇，给予 2017 年公司收购完成后整体 25 倍市盈率的估值溢价，对应收购完成后目标市值 1000 亿（2016 年公司整体实现 33.4 亿，我们预计 2017 年实现 20% 增速达 40.1 亿），对应目标价 22.0 元，给予买入-评级。

- **风险提示：**经济周期变动风险、业务整合风险、税后优惠变动风险

内容目录

1. 公司概况：二次设备领域绝对龙头，资本雄厚、技术一流	- 5 -
1.1 两次资产注入扩充业务布局，受益智能电网投资，历史业绩曾实现高速增长	- 5 -
2. 交易方案详解	- 7 -
2.1 交易方案：注入继保、信通等优质资产，实现由发电到用电的全产业链布局	- 7 -
2.2 注入标的资产梳理	- 11 -
2.3 募投项目简介：进入高端制造领域，驱动产业加速升级	- 16 -
3. 为何看好新南瑞的新腾飞	- 17 -
3.1 完善全产业链布局，打造电力行业标杆，业务盈利模式全面升级	- 17 -
3.2 重组为行业带来极强示范效用，集团与上市公司实现双赢	- 20 -
3.3 电网自动化、新能源、轨交业务齐头并进、稳健发展	- 21 -
3.4 注入再度补强研发实力，驱动新兴业务保持 10% 以上增长	- 28 -
3.5 电力设备厂商出海大势所趋，集团海外业务保持年均增速 30%	- 32 -
4. 估值与投资建议	- 34 -
5. 风险	- 35 -

图表目录

图表 1：国电南瑞历次资产注入与收入变化情况	- 5 -
图表 2：公司历年收入及增速	- 7 -
图表 3：公司历年净利润及增速	- 7 -
图表 4：公司历年费用率	- 7 -
图表 5：公司分业务历年毛利率	- 7 -
图表 6：重大资产重组收购方式概括	- 8 -
图表 7：注入标的资产近年财务状况一览	- 9 -
图表 8：上市公司及标的资产财务状况概览	- 10 -
图表 9：资产注入完成后公司股本及市盈率测算	- 10 -
图表 10：公司第二次注入资产备考及实际实现利润概览	- 10 -
图表 11：本次注入资产增值情况一览	- 11 -
图表 12：注入前公司股权结构	- 11 -
图表 13：注入后公司股权结构	- 11 -
图表 14：南瑞继保主营产品	- 12 -
图表 15：南瑞继保获得的体系认证与产品认证	- 13 -
图表 16：南瑞继保发展历程	- 13 -
图表 17：南瑞继保分业务占比	- 14 -
图表 18：南瑞继保分业务毛利率	- 14 -
图表 19：2015-2017 年相关公司国网充电桩中标数量统计	- 14 -
图表 20：全国公告充电桩数量（累计）	- 15 -
图表 21：全国各月度公共充电桩增量统计	- 15 -
图表 22：智能电网构架	- 16 -

图表 23: 信通公司示范工程.....	- 16 -
图表 24: 募投项目一览.....	- 16 -
图表 25: 公司技术及对应产品.....	- 18 -
图表 26: 2016 年国网变电继保与监控系统中标数.....	- 18 -
图表 27: 2016 年国网变电继保与监控系统中标比.....	- 18 -
图表 28: 注入后公司新业务布局.....	- 19 -
图表 29: 公司业务模式.....	- 19 -
图表 30: 2020 年集团收入目标.....	- 21 -
图表 31: 2020 年集团净利润目标.....	- 21 -
图表 32: 2012-2016 年电力投资情况分拆.....	- 21 -
图表 34: 2020 年电网各细分领域市场空间.....	- 22 -
图表 35: 中国电网调度架构.....	- 23 -
图表 36: 调度产品简介.....	- 23 -
图表 37: 全国电力交易中心一览.....	- 24 -
图表 38: 2012 年各国用户年平均停电时间 (分钟)	- 25 -
图表 39: 2014 年全国停电原因占比.....	- 25 -
图表 40: 城乡年户均停电小时对比.....	- 25 -
图表 41: 城乡供电可靠率对比.....	- 25 -
图表 42: 配电网建设改造指导目标.....	- 26 -
图表 43: 公司轨交监控系统示意图.....	- 28 -
图表 44: 2020 年多省市轨交规划.....	- 28 -
图表 45: 公司研发费用及占比.....	- 29 -
图表 46: 公司所获科技奖项.....	- 29 -
图表 47: 2016 年员工构成.....	- 29 -
图表 48: 公司人均产值.....	- 29 -
图表 49: 柔性直流与常规直流输电比较.....	- 30 -
图表 50: IGBT 结构图.....	- 31 -
图表 51: IGBT 应用领域.....	- 31 -
图表 52: 中国 IGBT 市场空间统计.....	- 31 -
图表 53: 2020 年公司新兴产业目标新增合同.....	- 32 -
图表 54: 集团海外重点工程.....	- 33 -
图表 55: 中国一带一路地区新签合同额.....	- 34 -
图表 56: 可比公司估值情况.....	- 35 -
图表 57: 公司分业务盈利预测.....	- 35 -
图表 58: 国电南瑞财务预测表.....	- 36 -

1. 公司概况：二次设备领域绝对龙头，资本雄厚、技术一流

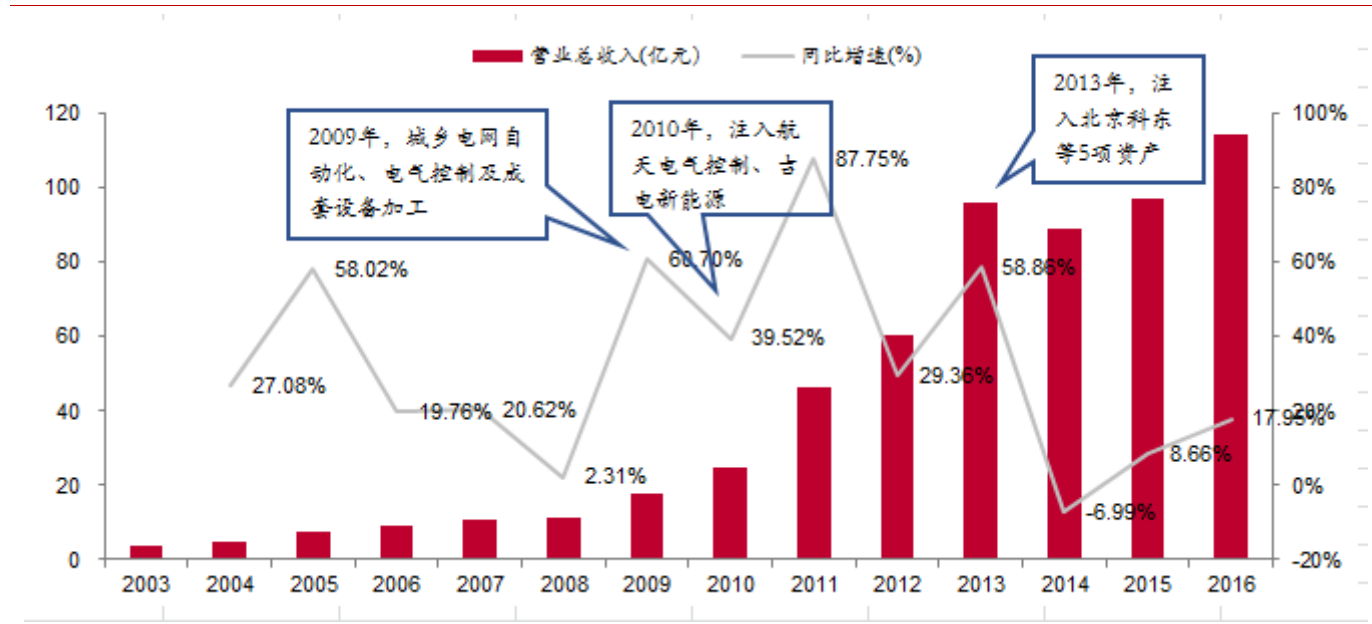
- 公司背靠国网电科院，资本实力雄厚，技术位于行业最前端，截止 2016 年底，公司总资产 175.32 亿元，集团总资产超 600 亿元。公司主要业务覆盖电网自动化、发电及新能源、节能环保、工业控制（含轨道交通）、国际业务五大领域。

公司电网自动化产品主要包括电网调度自动化、电网安全稳定控制、变电站保护及综合自动化、配/农电自动化及终端设备、用电自动化及终端设备、电力市场运营技术支持系统等，发电及新能源产品主要包括发电机组励磁、高温高压管件、光伏控制设备及系统、风电控制设备及系统等，节能环保产品主要包括电网节能、电能替代、智慧照明、电动汽车充换电设备及系统、大气污染综合治理、低阶煤综合利用、水处理系统等，工业控制（含轨道交通）产品主要包括轨道交通综合监控系统、工业控制自动化设备及系统等，国际业务主要包括电力设备跨国销售、电力工程 EPC 等。

1.1 两次资产注入扩充业务布局，受益智能电网投资，历史业绩曾实现高速增长

- 为解决同业竞争，自上市以来，公司历经两次集团资产注入。2010 年注入航天电气控制和吉电新能源，2012 年注入北京科东（电网调度自动化）、电研华源（智能配电设备）、国电富通（电站辅机）、南瑞太阳能（光伏 EPC）、稳定分公司（电网安全稳定控制）5 家公司。该资产注入缓解了公司与集团在发电新能源、电网调度和配电自动化相关领域同业竞争问题，同时促公司成为智能电网二次设备绝对龙头，并且提升公司国内轨道交通综合监控领域市占率升至第一。

图表 1：国电南瑞历史资产注入与收入变化情况



来源: wind, 中泰证券研究所

- 本次资产重组注入继保电气、普瑞工程、普瑞特高压、信通公司、印尼和巴西公司等 14 项资产，首先解决了集团在 2013 年承诺的进一步缓解电网（特高压、充电桩）和工控自动化同业竞争问题，同时也为**后续打造智能电网大数据信息系统、开拓电力设备海外市场打下基础。**

重组后公司技术与资本再次补强，驱动公司业绩持续发展，成为覆盖发、输、变、配、用电全产业链布局的电力设备综合龙头。中期来看，公司依托一带一路视角，大力发展国际市场，着力打造成为电力设备领域的中国名片。

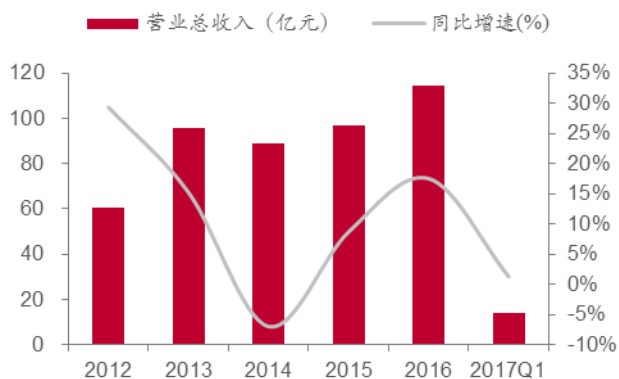
- 公司业务经营离不开技术与资本的双重驱动，回顾公司历史业绩，公司历经两次业绩快速发展阶段，分别是：2004~2007 年，营收 CAGR 30.51%，主要受益于电力消费需求增长，变电自动化发展迅速，2008~2011 年营收 CAGR 61.47%，主要受益于我国智能电网的大力投资，二次设备尤其是继电保护、智能调度发展迅速，同时经历两次资产注入。

2014 年开始，公司传统电网自动化业务收入占比呈下降趋势，但依然占据主导，新业务如新能源发电、节能环保、工控等收入占比递增趋势明显。因为业务多元化，公司综合毛利率在第一次资产注入后达 33%，随后逐步减少，2016 年综合毛利率稳定在 22%，仍位于行业较高水平。我们预期本次资产注入后，受益于新兴业务，如：电力电子、电力信息通信等，综合毛利率有望提升。

- 公司 2017 年一季度实现营业收入 14.21 亿元，同比增长 1.3%；实现归母净利润 1786 万元，同比增长 31.8%。2016 年实现营业收入 114.15 亿元，同比增长 17.54%；归母净利润 14.47 亿元，同比增长 11.36%。

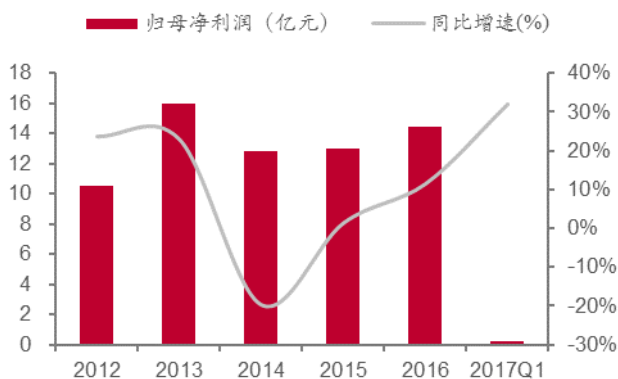
收入业绩稳定增长主要原因为：1) 电网自动化方面，加快新产品新技术推广，在国网、南网市场的中标合同同比增长超 20%，贡献业绩收入 75.85 亿元，同比增长 22.41%；2) 节能环保业务方面，大力推广电网节能、港口岸电、电动汽车充换电市场，陆续签订地区配网节能改造和大型车企充电桩供货协议，贡献业绩收入 14.37 亿元，同比增长 30.79%；3) 工控（含轨道交通）方面，产品市占率稳定，业务推广成绩突出，中标贵阳、昆明、常州等多套城市轨道交通综合监控系统，贡献业绩收入 8.67 亿元，同比增长 71.83%。

图表 2：公司历年收入及增速



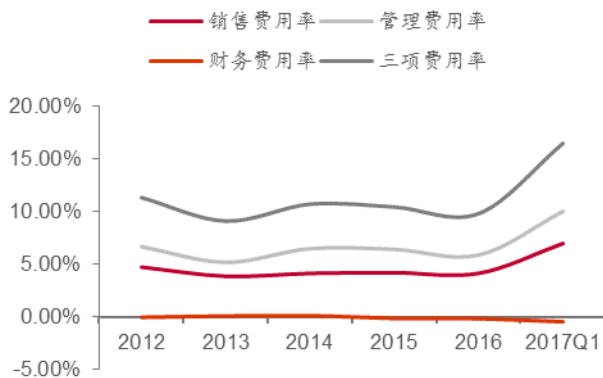
来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：公司历年净利润及增速



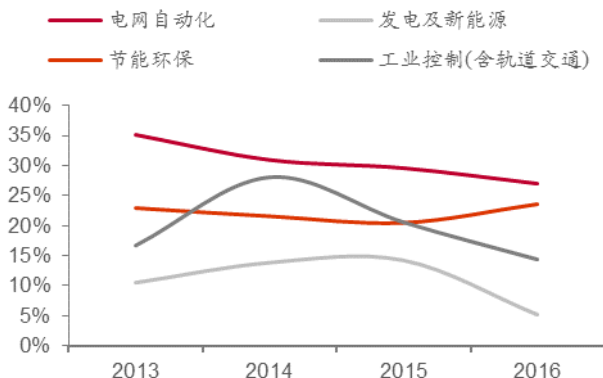
来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：公司历年费用率



来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：公司分业务历年毛利率



来源：wind，中泰证券研究所

2. 交易方案详解

2.1 交易方案：注入继保、信通等优质资产，实现由发电到用电的全产业链布局

2.1.1 集团剩余优质资产悉数装入

- 此次资产重组公司拟发行股份并支付现金交易对方为国网电科院、南瑞集团、沈国荣、云南能投，标的资产为继保电气 87%股权（其余 13% 仍为沈国荣所有）、普瑞工程 100%股权、普瑞特高压 100%股权、信通公司 100%股权、印尼和巴西公司等 14 项资产。
- 收购标的资产交易价格共计 264.79 亿，其中拟发行股份部分 239.80 亿元，股份支付数量约 17.21 亿股，定价 13.93 元/股；拟支付现金部分 24.99 亿元，具体为南瑞集团所持继保电气 79.239%股权支付比例的 14.60%；募集资金配套融资股份发行价格不低于 13.93 元/股。

图表 6: 重大资产重组收购方式概括

序号	交易对方	支付方式	标的资产	交易价格(亿元)	股份支付数量
1			普股权瑞特高压 100%股权	7.52	
2	国网电科院	发行股份	设计公司 100%股权	3.36	2.46 亿股
3			江宁基地及浦口房产土地	23.38	
4		发行股份 (85.40%) 及 支付现金 (14.60%)	继保电气 79.239%股权	187.93	
6			南瑞集团主要经营性资产及负债	8.58	
7			信通公司 100%股权	9.90	
8	南瑞集团		普瑞工程 100%股权	17.60	
9			普瑞科技 100%股权	3.69	13.55 亿股
10		发行股份	北京南瑞 100%股权	0.45	
11			上海南瑞 100%股权	0.68	
12			印尼公司 90%股权	0.18	
13			巴西公司 99%股权	0.66	
14			瑞中数据 60%股权	0.66	
15	沈国荣	发行股份	云南南瑞 65%股权	.20	
16	云南能投	发行股份	继保电气 7.761%股权	16.7	1.20 亿股
			云南南瑞 35%股权	0.07	50.75 万股
		合计		264.79	17.21 亿股

注：沈国荣仍持有继保电气剩余 13%股权

来源：公司公告，中泰证券研究所

此次发行股份购买资产的发行价格包含调价条件，具体如下：

本次发行股份购买资产定价为 13.93 元/股，为对应市场因素导致公司股价剧烈波动可能为此次购买资产造成影响，对于发行股份购买资产的发行价格公司依规设定调价机制（股东大会通过即可）；

1) 可调价期间：审议本次交易的股东大会决议公告日~本次交易证监会过会期间

2) 调价触发条件：

A: 上证综指连续 20 交易日内中 10 个交易日收盘点数低于国电南瑞首次停牌日上证综指 3,102.24 点的 90%，即 2792.02 点且国电南瑞连续 20 交易日内中的 10 日收盘价低于 16.63 元/股；

B: 电气设备指数（882210.WI）连续 20 交易日内中 10 个交易日收盘点数低于 4514.14 点且国电南瑞连续 20 交易日内中的 10 日收盘价低于 16.63 元/股；

3) 调价基准日：董事会通过本调价方案对本次交易的发行价格进行调整的决议公告日；

4) 调整后价格：调价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%

2.1.2 补强电网自动化、水电环保业务实力，开拓电力电子、电力信息通信新领域

- 本次重组后以南瑞继保、普瑞工程、信通公司、印尼和巴西公司为载体，公司在继电保护和柔性输电、电力信息通信、海外工程总包等新兴业务领域，实现优势布局。同时通过继保电气、普瑞特高压与水电分公司的合并，强化在电网自动化、工控业务板块市场份额和技术实力。

注入的 14 项标的资产 2015 年、2016 年营业收入分别为 138 亿元、190 亿元，归母净利润分别为 13.72 亿元、18.89 亿元以上。以上优质资产注入，将促进形成新南瑞新版图，公司有望迎来新一轮的增长趋势，进一步提升盈利能力。

图表 7：注入标的资产近年财务状况一览

序号	标的资产	营业收入			净利润			毛利率(%)		
		2016年	2015年	增长率	2016年	2015年	增长率	2016年	2015年	增长率
1	继保电气87%股权	638,270.15	608,712.53	4.9%	166,829.52	150,704.60	10.7%	44.33	43.93	0.9%
2	普瑞特高压100%股权	63,253.22	55,470.33	14.0%	5,104.61	1,442.78	253.8%	16.46	10.94	50.5%
3	普瑞工程100%股权	120,843.17	77,995.30	54.9%	36,641.75	5,109.50	617.1%	45.36	16.45	175.7%
4	普瑞科技100%股权	33,408.45	36,669.01	-8.9%	2,364.66	2,438.07	-3.0%	17.94	14.99	19.7%
5	信通公司100%股权	65,628.06	33,204.27	97.6%	9,866.75	11,794.82	-16.3%	23.87	48.17	-50.4%
6	瑞中数据60%股权	13,183.73	10,274.34	28.3%	-1,613.64	-2,916.59	44.7%	14.09	-3.96	455.8%
7	设计公司100%股权	65,072.28	87,889.07	-26.0%	1,810.17	-330.57	647.6%	7.09	2.15	229.8%
8	上海南瑞100%股权	8,013.38	7,421.10	8.0%	82.49	-115.61	171.4%	3.81	2.1	81.4%
9	云南南瑞100%股权	2,947.06	3,015.53	-2.3%	88.18	98.02	-10.0%	15.63	16.24	-3.8%
10	巴西公司99%股权	6,727.61	507.99	1224.4%	21.32	-441.47	104.8%	10.7	-21.59	149.6%
11	印尼公司90%股权	719.59	360.64	99.5%	29.79	-202.15	114.7%	64.61	16.24	297.8%
12	北京南瑞100%股权	427.65	448.74	-4.7%	171.97	151.8	13.3%	79.01	79.13	-0.2%
13	南瑞集团主要经营性资产及负债	954,019.83	497,742.43	91.7%	6,589.92	3,928.82	67.7%	7.17	10.96	-34.6%
14	江宁基地及浦口房产土地	9,513.32	9,382.80	1.4%	-10,116.44	-6,577.69	-53.8%	19.78	28.88	-31.5%

来源：公司公告，中泰证券研究所

2.1.3 收购完成后公司净利润实现质的增长：

- 根据资产注入方案提供的财务数据，合并计算此次注入资产与上市公司，2015 年双方合计实现收入 234.78 亿，净利润 26.78 亿，2016 年双方合计实现收入 304.1 亿，净利润 33.36 亿；对比重组前，公司整体净利润实现翻倍的扩充，每股收益从 0.6 元升至 0.8 元，形成实质的增长。
- 本次重组标的资产的作价初步预计为 264.79 亿元(除去 25 亿现金对付，剩余 239.8 亿元以 13.93 元/股，对应新增股本约 17.2 亿股)，非公开发行股票募集配套资金 61.03 亿元（定价基准日为上市首日，我们此处以上市首日收盘价 16.23 元/股计算，新增股本约 3.76 亿股）。因此若募资顺利，本次重组完成后公司总股本有望达到 $24.3+17.2+3.8=45.3$ 亿股，对应最新市值约 $45.3*16.23=735.2$ 亿市值。
- 若合并标的资产，上市公司 2016 年整体净利润约 33.4 亿元，对应市盈率= $735.2/33.4=22.0$ 倍。同时回顾公司 2012 年注入北京科东、电研华源等 5 项资产是的收购 PE，彼时收购 PE 约 9.4 倍，公司当时的 PE 约 25 倍。

图表 8：上市公司及标的资产财务状况概览

项目	上市公司(亿元)			标的资产(亿元)		
	2016 年	2015 年	增长率	2016 年	2015 年	增长率
总资产	175.32	163.34	7.3%	276.49	262.60	5.3%
归母股东权益	88.50	80.59	9.8%	103.30	112.14	-7.9%
营业收入	114.15	97.12	17.5%	9.95	137.90	37.7%
营业利润	13.82	12.81	7.9%	21.10	15.65	34.8%
归母净利润	14.47	13.00	11.4%	18.89	13.72	37.7%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：资产注入完成后公司股本及市盈率测算

现股本 (亿)	24.29	收购北京科东等 5 资产的收购市盈率	9.4
发行股份购买资产新增股本 (亿)	17.2	收购继保电气等 14 项资产的收购市盈率	4.01
募资配套资金新增股本 (亿)	3.6		
发行完毕后总股本 (亿)	45.3		
上市公司净利润 (亿元)	14.47		
注入资产合计净利润 (亿元)	18.89		
收购前对应 2016 市盈率	22.79		
收购后对应 2016 市盈率	22.01		

来源：公司公告，中泰证券研究所

2.1.4 回顾历史，优势资产注入后业绩兑现能力强

- 2013 年公司注入的资产为北京科东 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及负债。注入资产 2013~2015 年的预测净利润分别为 28,536.32 万元、29,068.78 万元和 32,844.36 万元。据 2013~2015 年报统计，除稳定分公司外，注入资产实际净利润分别为 32577.31 万元、37865.35 万元、41807.07 万元，业绩完成率达 110%以上，业绩兑现能力强。

图表 10：公司第二次注入资产备考及实际实现利润概览

单位:万元	2013	2014	2015
预测净利润	28,536.32	29,068.78	32,844.36
实际净利润	32,577.31	37,865.35	41,807.07
北京科东	22,642.50	26,521.37	28,091.42
电研华源	2,357.69	2,429.76	2,758.79
国电富通	4,623.13	5,678.61	5,772.95
南瑞太阳能	2,953.99	3,235.61	5,183.91
承诺业绩完成率	114.16%	130.26%	127.29%

来源：wind，中泰证券研究所

- 本次重组标的资产作价初步预计为 264.79 亿元：以 2016 年 12 月 31 日为预估基准日，本次标的资产 100%权益汇总的账面净资产为 114.05 亿元，预估值为 293.34 亿元，预估增值 179.29 亿元，增值率为 157.20%。

根据历史重组及业绩兑现状况，预计本次优质资产注入将为公司带来尚佳的业绩表现。

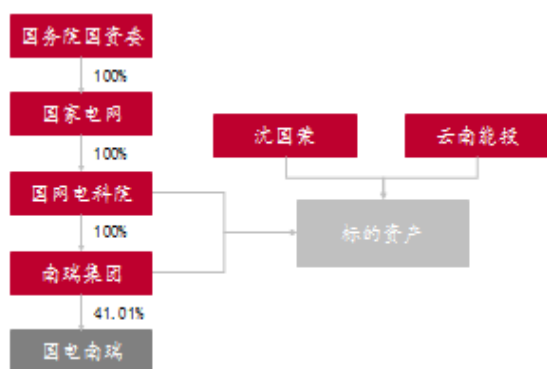
图表 11：本次注入资产增值情况一览

标的名称	账面值 (100% 权益)	预估值 (100% 权益)	增减值	增值率	收购比例	标的资产预估值
	A	B	C=B-A	D=C/A	E	F=E*B
1 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
2 继保电气	773,925.78	2,160,090.08	1,386,164.30	179.11%	87.00%	1879278.37
3 普瑞特高压	3,770.83	75,221.64	71,450.81	1894.83%	100.00%	75221.64
4 设计公司	9,604.16	33,635.60	24,031.44	250.22%	100.00%	33635.6
5 瑞中数据	8,561.36	11,000.00	2,438.64	28.48%	60.00%	6600
6 信通公司	9,986.60	98,953.09	88,966.49	890.86%	100.00%	98953.09
7 普瑞工程	52,713.68	175,954.81	123,241.13	233.79%	100.00%	175954.81
8 普瑞科技	23,399.51	36,928.83	13,529.32	57.82%	100.00%	36928.83
9 云南南瑞	1,200.86	2,019.89	819.03	68.20%	100.00%	2019.89
10 北京南瑞	1,926.50	4,528.50	2,602.00	135.06%	100.00%	4528.5
11 上海南瑞	277.07	6,824.12	6,547.05	2362.96%	100.00%	6824.12
12 印尼公司	1,002.20	2,011.23	1,009.03	100.68%	90.00%	1810.107
13 巴西公司	5,354.63	6,694.00	1,339.37	25.01%	99.00%	6627.06
14 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	1,140,535.86	2,933,411.04	1,792,875.18	157.20%	/	2,647,931.27

来源：公司公告，中泰证券研究所

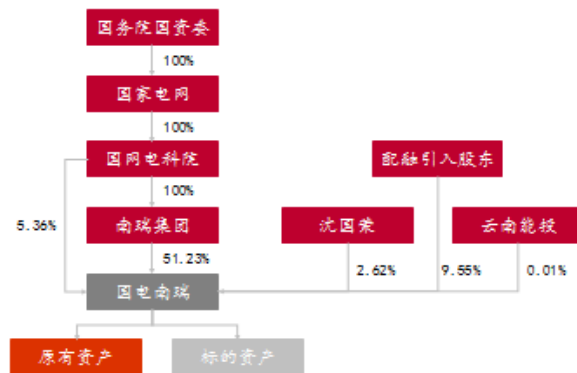
- **注入后股东结构更为多元化：**若此次发行股份及配股融资进展顺利，公司将引入沈国荣 (2.62%)、云南南能投 (0.01%)、配股股东 (9.55%)，股权结构更为多元化，与资本市场的联系更加紧密。

图表 12：注入前公司股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13：注入后公司股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

2.2 注入标的资产梳理

2.2.1 继保电气：继保与柔直行业龙头

- 继保电气业务定位为电网自动化及工业控制、继电保护及柔性输电业务。

主要产品为电网调度、电厂和工控自动化，电力系统继电保护，高压直流输电控制与保护、柔性交直流等，应用范围于电网、电厂、工矿企业、轨道交通等。

图表 14：南瑞继保主营产品


来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司在沈国荣院士带领下形成以研发为核心、以质量为保证，做精主业、外延发展的战略发展布局。公司以强大的技术实力和可靠的质量管理，通过质量管理体系、环境管理体系等 9 项体系认证，太阳能产品、商用密码产品等 6 项产品认证，同时具备信息系统安全集成服务一级、电力工程施工总承包二级、电子与智能化工程专业承包二级、环保工程专业承包三级等多项重要资质。

图表 15：南瑞继保获得的体系认证与产品认证

体系认证	产品认证
质量管理体系认证	太阳能产品认证
环境管理体系认证	商用密码产品生产定点单位证书
测量管理体系认证	欧盟CE认证
职业健康管理体系英文	荷兰KEMA认证
CMMI5级认证	防爆电气产品认证
ESD管理体系认证	北美UL认证
计算机集成资质认证	PCCC认证
实验室认证	

来源：公司官网，中泰证券研究所

南瑞继保核心产品市场占有率高居行业首位，继电保护产品在 220kV 及以上电压等级国内市场占有率超 40%，产品广泛应用于三峡输变电、“西电东送”、北京奥运、上海世博等国家重点工程。继电保护、电网安全稳定控制、高压直流输电控制保护、柔性输电等技术打破国外长期技术和产品垄断，具备先进性、实用性和可靠性，处于国际领先地位。

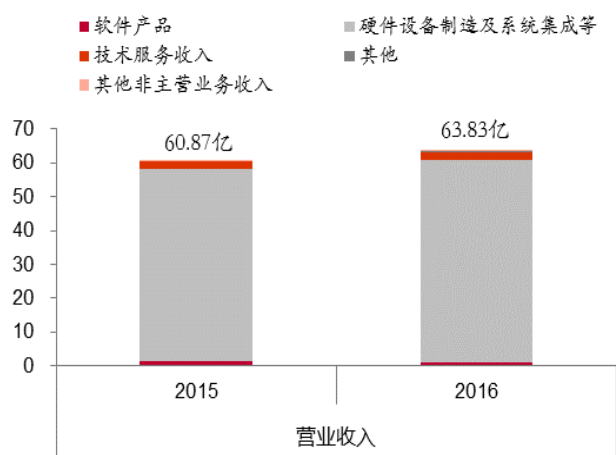
公司积极深入拓展电力电子、大型工业领域过程控制、新能源等领域，同时加快国际化步伐，产品远销全球 85 个国家和地区。2016 年新签合同 100.2 亿元，近三年平均每年上缴税收 8 亿元。公司年人均合同额超过 250 万元，劳动生产率达到同行业领先水平。

图表 16：南瑞继保发展历程

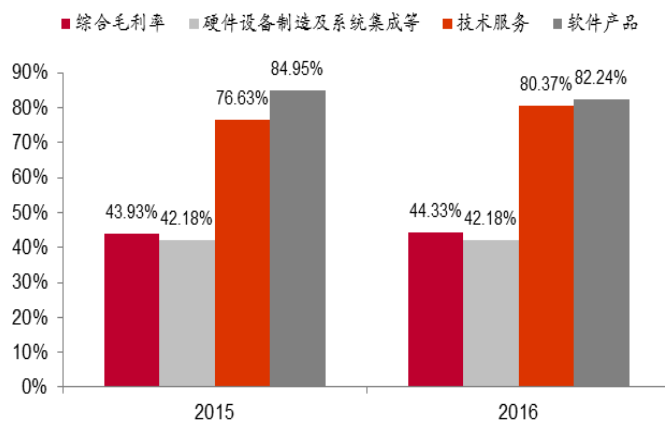

来源：公司官网，中泰证券研究所

继保电气业绩表现良好，2016 年实现营收 63.83 亿元，同比增长 4.9%，净利润 16.68 亿元，同比增长 10.7%，毛利率 44.33%，盈利能力突出。

收入结构方面，硬件设备制造及系统集成收入占比最高为 93%，其次为技术服务 3.7%；毛利率方面，软件产品毛利率最高为 82.24%，其次为技术服务 80.37%。

图表 17：南瑞继保分业务占比


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18：南瑞继保分业务毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

2.2.2 普瑞特高压：国网充电桩重要供应商

- 公司主攻的电能存储转换技术主要应用于新能源发电接入储能系统工程，电动汽车充换电设施主要产品为交流充电桩、电池更换设备、充换电服务网络系统等一下列软硬件产品。

公司是国家电动汽车充换电设施建设的重要供应商，拥有已经授权的专利共 62 项，其中独有专利 4 项，共有专利 58 项。公司 2016 年实现营收 6.33 亿元，同比增长 14.03%，净利润 5104.61 万元，同比增长 253.80%，毛利率 16.46%。重组后，国电南瑞和普瑞特高压充电桩业务解决同业竞争，发挥协同效应，预计国网中标市占率达 20%。

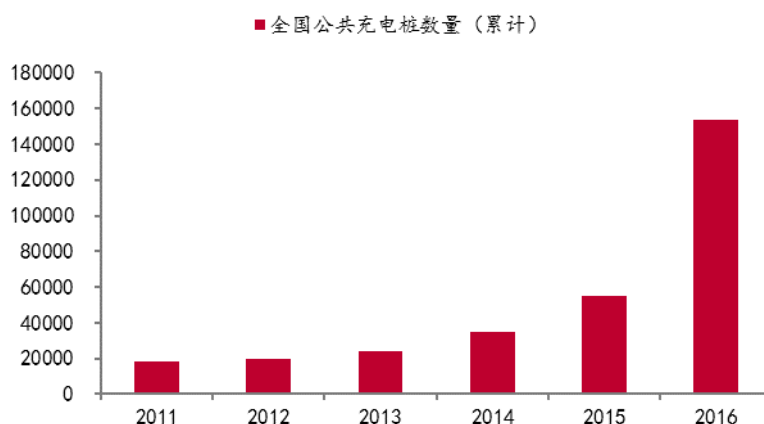
图表 19：2015-2017 年相关公司国网充电桩中标数量统计

主要公司 (套)	2015	2016	2017
国电南瑞	1062	1726	2054
普瑞特高压	872	900	62
许继电气	1726	1298	166
合计	3660	3924	2282

来源：国网电子商务平台，中泰证券研究所

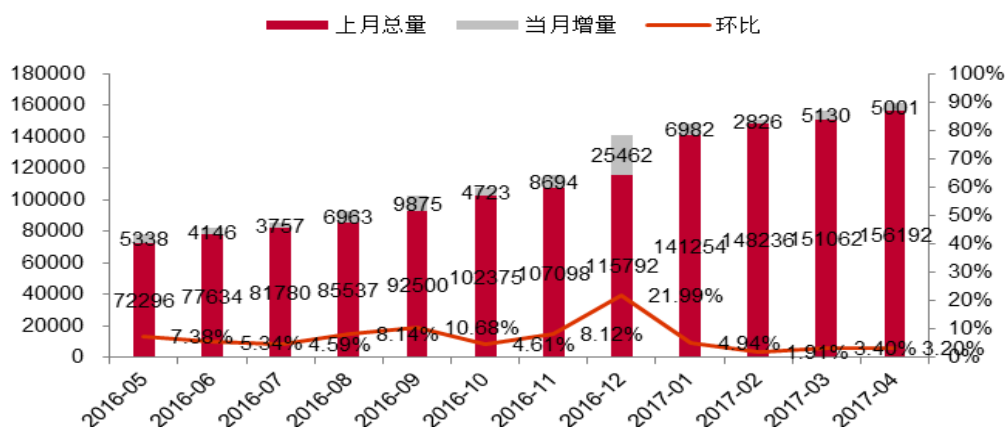
- 充电桩行业加速发展，弥补车桩比缺口。据能源局统计，截止 2016 年底，我国公共充电桩累计 15 万台，与年初相比增加约 10 万台，涨幅约 200%，私人充电桩约 60 万，合计充电桩数量约 75 万台，虽然充电桩建设如火如荼，但与规划目标 1:1 的车桩比仍存差距。政府政策意图明确，“桩站先行”的方向没有变化，我们认为新能源汽车配套建设目前未满足规划需求，充电桩市场未来望加速发展，弥补车桩比目前的缺口。

图表 20: 全国公告充电桩数量 (累计)



来源: 国家电网, 中泰证券研究所

图表 21: 全国各月度公共充电桩增量统计



来源: EVCIPA, 中泰证券研究所

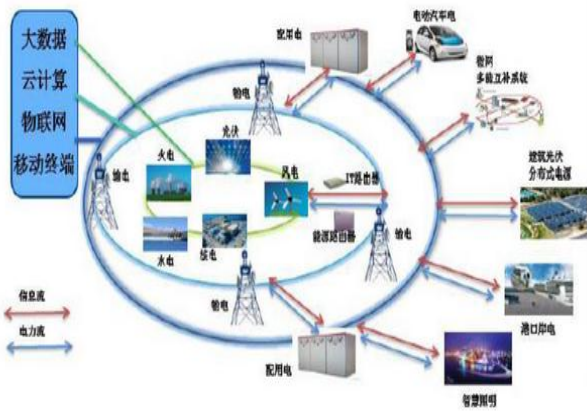
2.2.3 信通公司、瑞中数据: 国网信息网络框架构建商

- 我们熟悉的智能电网是一个完整的基础设施+信息架构体系, 在可再生能源与储能系统接入、互动式用电广泛普及的情况下, 对电力运营、电力用户、电力资产的持续性监控难度不断加大, 加强“按需应变”的电力信息通信建设对于提高电网工作效率、运行可靠性具有重要意义。
- 信通公司、瑞中数据定位**电力信息通信业务**。两家公司主要从事电力生产管理、运行监控等信息通信软硬件研发制造、电力实时数据库运营维护, 目前正处于高速增长期, 其中信通公司 2016 年实现营收 6.56 亿元, 同比增长 97.6%, 净利润 0.99 亿元, 毛利率 23.87%。

信通公司承担国家电网公司信息网的核心网建设, 先后组织完成三峡送出、西电东送、全国联网等输变电工程的通信系统建设, 现已基本形成盖全国的“三纵四横”骨干通信网络, 未来依托国家电网优质资源、行业技术积累优势, 搭乘大数据、信息化时代潮流, 提供电信增值、信息技术等多种优质服务。

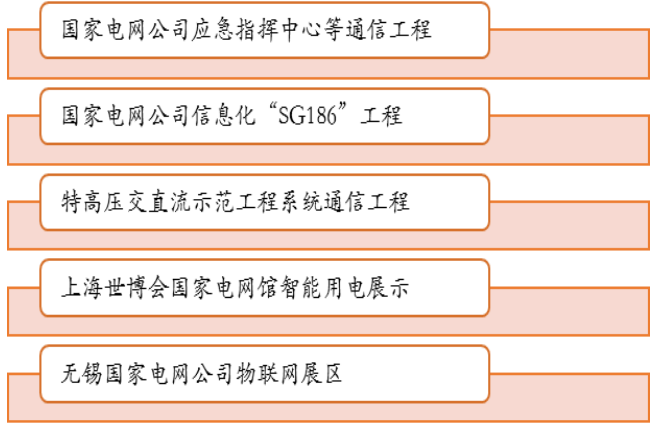
- 公司已通过四标体系认证和软件企业认定，建有 4G-LTE 电力宽带集群通信实验室，是国家电网调度数据整合专家组成员单位、国家电网信息安全防护专家组成员单位和国家电网 OMS 系统专家组成员单位。公司拥有 ITSS 信息技术服务运行维护标准、信息安全服务资质、信息安全风险评估服务资质、国家信息系统灾难备份与恢复一级等各类资质。

图表 22：智能电网构架



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 23：信通公司示范工程



来源：公司官网，中泰证券研究所

2.2.4 印尼、巴西公司：南瑞集团海外业务桥头堡

- 印尼和巴西公司是南瑞集团海外业务的代表，此次集团内其余海外资产也一并注入。在国内电力投资需求增速放缓，电力产品供给旺盛的背景下，集团凭借高性价比的产品和国际一流技术积极布局海外业务。
- 公司海外业务较特变电工、海兴电力起步较晚，未来依托南瑞集团在电力系统各领域产品的全面覆盖优势（其中上海南瑞主营设备进出口贸易和物流服务，印尼和巴西主营当地及周边地区电力产品销售和工程总包，致力为当地客户提供成套设备和工程总包整体解决方案）将弥补公司海外业务板块短板，助力公司提升海外业务市场份额。

2.3 募投项目简介：进入高端制造领域，驱动产业加速升级

- 此次重大资产重组有望同步募投重要项目 61.03 亿元，推进公司技术和服 务升级。发行股价不低于新发股份上市首日前 20 个交易日均价的 90%，其中支付继保电气现金对价 24.99 亿元，剩余资金将投向 IGBT 模块、电力电子设备、信息安全重复全和云计算平台等。
- 当前南瑞已进入以资本和研发驱动的高端制造阶段，通过攻克 IGBT 模块关键技术环节实现国有化替代，提高硬件设备竞争力；顺应大数据趋势打造电力信息智慧平台，提高软件技术服务水平，强化公司实力，推进产业升级。

图表 24：募投项目一览

序号	项目名称	实施主体	项目总投资金额 (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(重组后上市公司)	20,200
2	大功率电力电子设备智能生产线建设项目	南瑞集团(重组后上市公司)	14,964
3	IGBT 模块产业化项目	南瑞集团(重组后上市公司)	164,388
4	智慧水务产业化建设项目	南瑞集团(重组后上市公司)	26,600
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	南瑞集团(重组后上市公司)	16,812
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(重组后上市公司)	8,074
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(重组后上市公司)	7,914
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(重组后上市公司)	10,470
9	区域多能互补智能化产业化项目	南瑞集团(重组后上市公司)	9,800
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(重组后上市公司)	7,100
11	大功率电驱动系统生产线建设及产业化项目	南瑞集团(重组后上市公司)	11,866
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
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
	项目总投资金额		346,953
	支付现金对价		249,899
	支付相关税费和中介费用		17,101
	合计		610,328

来源：公司公告，中泰证券研究所

3. 为何看好新南瑞的新腾飞

3.1 完善全产业链布局，打造电力行业标杆，业务盈利模式全面升级

- 重组前国电南瑞两大业务板块为**电网自动化及工控**，发电及水利环保，其中电力自动化稳居行业龙头地位，细分领域中的变电自动化在国网招标中与南瑞继保、许继电气分列行业前三；
 - 调度自动化 D5000 已实现国家电网省级及以上调度机构主/备调系统全覆盖，并占有地区级调度系统大多数份额，CC-2000A、D5000

系列化产品网省公司以上市占率达到 40%；

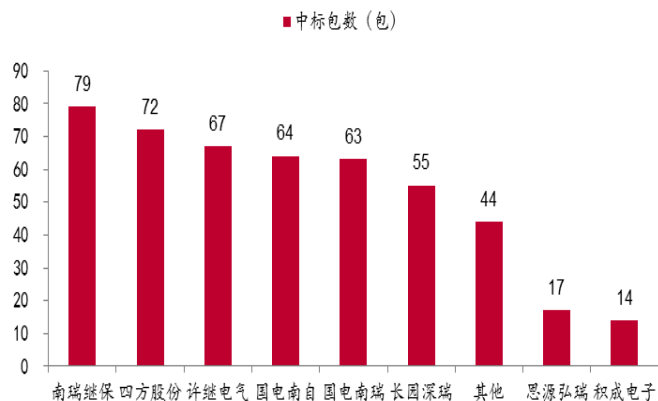
- 配电自动化承担了银川、杭州、南京、成都等 17 个大中型城市配电自动化试点建设。
- 公司接连中标贵阳轨道交通 1 号线、长沙轨道交通 3 号线、宁高城际禄口新城南至高淳段等综合监控系统等项目，在轨交综合监控领域市场占比近四成。同时国电南瑞和南瑞继保是国家软件百强企业第 6 位，是国家规划布局内重点软件企业。

图表 25：公司技术及对应产品

	技术平台	产品平台
电网自动化技术	调控技术	电网安全稳定系列
	保护技术	电网调控自动化系列
	总控、测控技术	配电网自动化系列
信息通信技术	信息安全技术	高压继电保护及自动装置系列
	数据分析技术	变电站保护及自动化系列
	可视化技术	电网生产管理系列
电力电子技术	电力控制保护技术	信息安全系列
	柔性交流输电技术	用电自动化需求侧管理系列
	高压交直流输电技术	一个是直流换流阀系列
	发电机励磁技术	电站辅机系列
发电及新能源技术	风电控制技术	风力发电系列
	光伏发电并网与运行控制技术	太阳能发电系列
	水电厂测控技术	智能水电厂系列
		水利信息化系列
	水利工程自动化技术	环保与气象系列

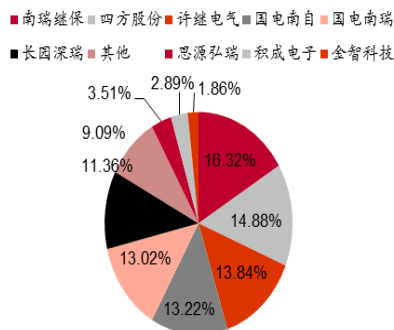
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 26：2016 年国网变电继保与监控系统中标数



来源：国家电网电子商务平台，中泰证券研究所

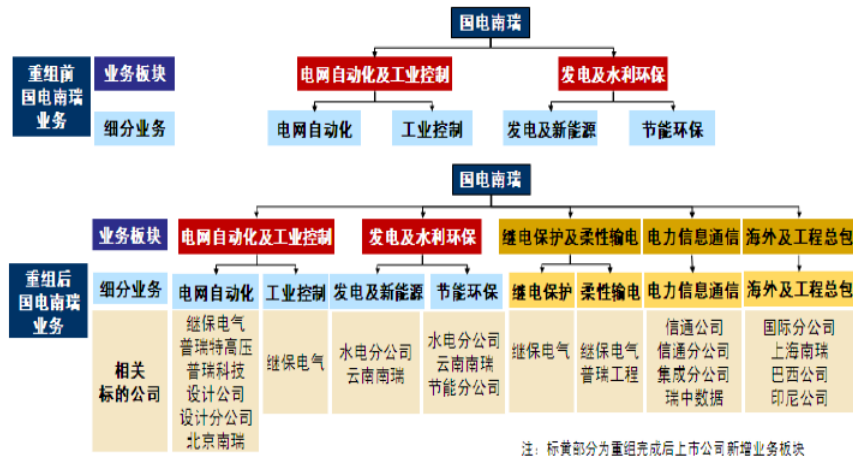
图表 27：2016 年国网变电继保与监控系统中标比



来源：国家电网电子商务平台，中泰证券研究所

- 重组后国电南瑞新增继电保护及柔性输电、电力信息通信、海外工程总包三大业务板块，进一步巩固二次电力设备行业龙头地位，同时借助信通公司与瑞中数据的加入，公司搭建完整的智能电网信息运营维护框架，此外，借助集团内国际分公司、印尼与巴西分公司等，将视角投向海外。在全球电力网络互联互通的大趋势下，公司定位于中国智能电网技术引领者、全球电力装备重要供应商，致力成为一流的国际化产业集团。

图表 28：注入后公司新业务布局



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 在业务模式上，公司实现向“设备供应商+工程总承包商”转变；在盈利模式上，公司实现由单纯“设备利润”向“投融资收益+设备利润”转变。

图表 29：公司业务模式



来源：公开资料，中泰证券研究所

3.2 重组为行业带来极强示范效用，集团与上市公司实现双赢

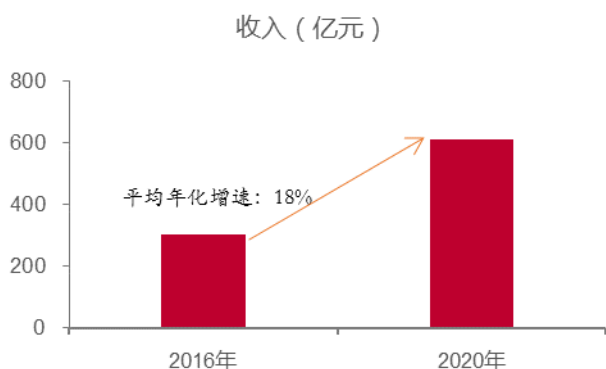
对集团与电力设备行业其余国企业的意义在于：

- 1) 成为积极推动国企主业资产整体上市的标杆示范：《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》明确提出鼓励通过整体上市、并购重组、发行可转债等方式，逐步调整国有股权比例，积极引入各类投资者，股权结构要多元，此次以国电南瑞作为上市平台，将国网电科院、南瑞集团下属主要资产注入，实现南瑞集团及国网电科院核心业务资产的整体上市。
- 2) 解决国网电科院和南瑞集团的同业竞争：国网电科院、南瑞集团曾承诺解决国电南瑞与国网电科院、南瑞集团下属普瑞特高压、中电普瑞电网监控技术分公司、继保电气之间的同业竞争，此次重组以解决以上同业竞争。

对于国电南瑞上市公司的意义在于：

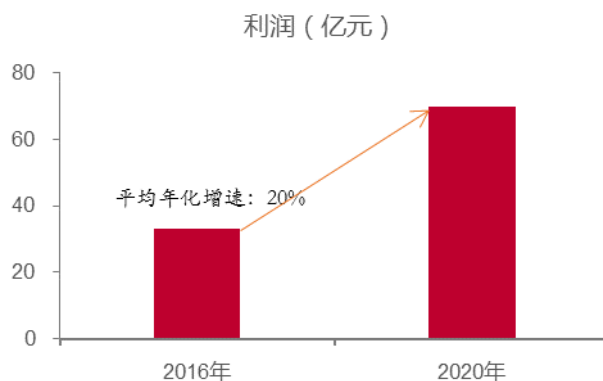
- 1) 成为电网自动化与继电保护领域的绝对龙头，扩充电力信息通信潜力新领域：公司一直是我国电力自动化、轨道交通监控的技术、设备、服务供应商和龙头企业，此次交易完成后，公司业务线扩充出电力信息通信、继电保护及柔性输电、发电及水利环保、海外及工程总包业务；成为国内电网二次设备的绝对龙头。
- 2) 加速“走出去”，做大做强海外业务：公司在电网自动化与继电保护领域具备国际领先水平，巴西公司、印尼公司的注入将有利于上市公司更好的积累国际电力工程建设经验（特别是一带一路地区），依托国网在海外的优势布局，未来公司的海外业务将做大做强。
- 3) 公司整体盈利水平再上层楼：公司 2016 年实现营业收入 114.2 亿，归母净利 14.5 亿；净利润率 12.71%，ROE16.35%。拟收购资产 2016 年合并营业收入 189.9 亿，归母净利 18.9 亿元，净利润率 11.24%，ROE18.29%。若顺利完成收购，上市公司 2016 年整体净利润可达 33.4 亿元。基于公司内部整合、转型升级等因素的促进，合并口径下 2016 年合同总额 440 亿，2020 年预计达到 850~900 亿。公司计营收划由 2016 年的 304 亿（合并后）提升至 2020 年 610 亿，年复合增速 18%，利润由 2016 年 33 亿（合并后）提升至 2020 年 70 亿，年复合增速 20%。

图表 30：2020 年集团收入目标



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 31：2020 年集团净利润目标



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 4) 募投项目潜力十足：**公司此番将募投 34.3 亿元用于 IGBT 模块、电力工控安全防护、区域多能互补等 13 项项目。其中多项项目具备亮点如 IGBT 作为自动控制及功率变换的关键部件，是节能设备、直流配电网等新兴业务的核心元器件，可有效地推动相关战略新兴产业的发展；区域多能互补智能化产业是近两年新兴的区域多源能源综合利用产业，是《能源发展“十三五”规划》的重点方向之一等等。

3.3 电网自动化、新能源、轨交业务齐头并进、稳健发展

3.3.1 电网自动化：十三五期间仍是电网高投入的关键发展时期，公司电网业务有望保持年均 10%~15% 增速

- 我国电力投资结构正在经历从电源投资向电网投资转移，并着力形成二者均衡发展，侧重配网局面，目前我国电网投资额度和比重逐步扩大，具体来看，电网建设重心向配网转移。2012~2016 年我国电源投资 CAGR 为 -2.1%，电网投资 CAGR 为 10.34%，电网投资增速超电源投资已成事实，其中配网投资比重达 58%。据十三五规划，十三五期间特高压骨干网架和跨区特高压直流工程建设投资达 2.7 万亿，配网建设投资超 1.7 万亿。

图表 32：2012-2016 年电力投资情况分析

项目	2012	2013	2014	2015	2016
电力投资 (亿元)	7392.82	7611.00	7805.46	8576.00	8855.00
增长率		2.95%	2.55%	9.87%	3.25%
电源投资 (亿元)	3731.82	3717.00	3686.13	3936.00	3429.00
电网投资 (亿元)	3661.00	3894.00	4119.32	4640.00	5426.00
主网投资	1764.60	2055.20	113.00	2319.10	2278.90
占比	48.20%	52.78%	51.29%	49.98%	42.00%
配网投资	1896.40	1800.80	2006.00	2320.90	3147.10
占比	51.80%	46.25%	48.70%	50.02%	58.00%

国家电网投资 (亿元)	3054	3379	3855	4521	4977
-------------	------	------	------	------	------

来源：中电联，中泰证券研究所

- 据公司预计，至 2020 年，电网领域中的投资超 2 万亿，其中配网领域投资约 1.7 万亿，占比近八成，用电领域投资 2000 亿，占比近一成。值得注意的是，电力信息通信领域的投资有望投资增至 80 亿。

图表 33：2020 年电网各细分领域市场空间

业务领域	市场规模 (亿元)
高压继电保护	90
直流输电与柔性交流输电	200
智能变电站	1000
配电网建设	17000
用电领域	2000
电网调度	251
电力信息通信	79

来源：公司资料，中泰证券研究所

- 公司电网自动化包括四大细分领域，分别为调度自动化、配网自动化、变电自动化、用电自动化。2016 年公司电网自动化实现营业收入 75.85 亿元，同比增长 22.41%，营业毛利率 27.03%。

其中，公司调度自动化、高端变电站自动化等产品稳定增长，配电自动化及终端设备、用电自动化及终端设备等产品及电网运维业务则保持快速增长。公司在调度自动化领域市场地位最高，市占率 75% 以上。基于一体化支撑平台，研发了实时监控与预警、调度计划、安全校准和调度管理四大类应用，实现调度控制业务的横向和纵向贯通，支撑特大电网多级调度的协调运作和控制。

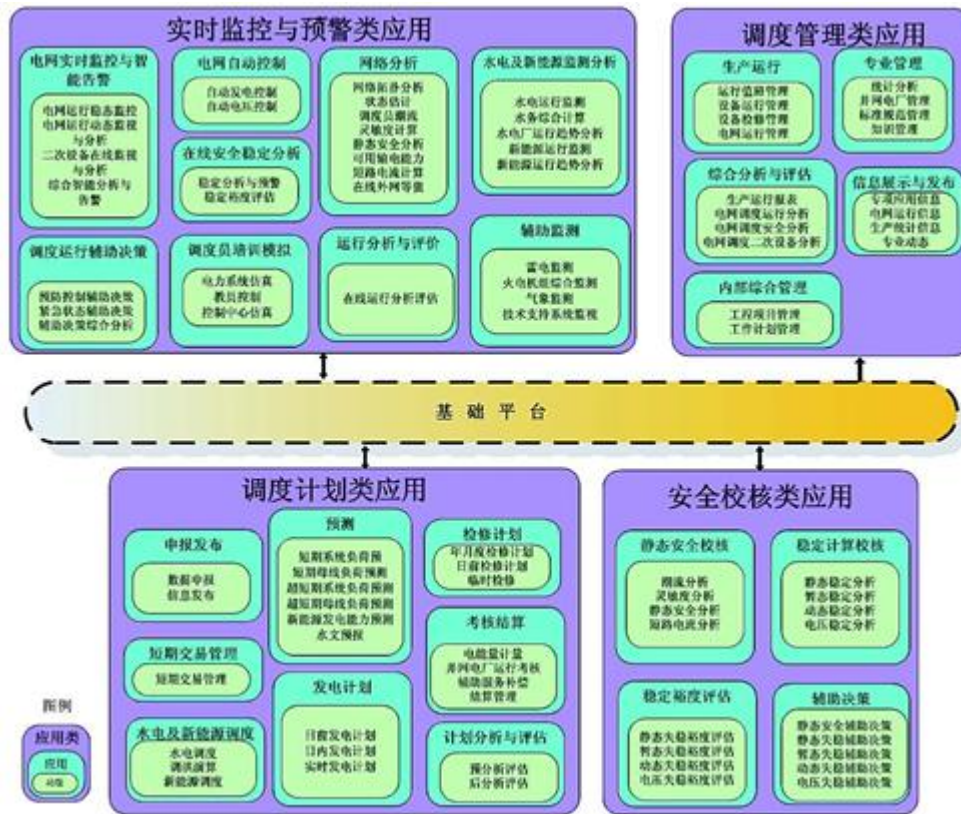
截止 2013 年底，D5000 已实现国家电网省级及以上调度机构主/备调系统几乎全覆盖，实现 100% 的市占率，在地区级调度系统中也占据超过 70% 的市场份额。其中国调中心、华中网调 D5000 系统于 2011 年 09 月投入切主运行，华北网调、华东网调、陕西省调、山西省调、浙江省调、江苏省调、安徽省调、重庆市调、北京城区、衡水地调等系统已切主稳定运行 1 年以上。

图表 34：中国电网调度架构



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 35：调度产品简介



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **电改提高交易软件使用频次。**电改“9 号文”以来，国家陆续出台若干配套文件和实施细则，从综合体制、输配电成本核定、售电侧开放三个维度推进改革。作为电力体制市场化改革的重要支撑，我国目前已建立国家级（国网北京电力交易中心、南网广州电力交易中心）和省级（广东、上海等 26 家）电力交易中心。在此基础上，根据《电力十三五发展规划》，2018 年底前，启动现货交易试点，2020 年全面启动现货交易市场，研究风险对冲机制。

电力现货市场离不开健全的电力市场体系。建立标准统一的电力市场交易技术支持系统，积极培育合格市场主体，完善交易机制，丰富交易品种是电力现货市场的核心要素，其中电力交易系统软件首当其冲。早在2014年，全国统一电力市场交易平台便已上线运行，公司全资子公司北京科东承担了该平台的系统研发，作为国内首套正式投入运行的大用户直接交易平台，该项目具有极强的示范效应。

2015年6月，公司又中标了国网电力交易平台项目的研发，我们预计随着2大国家级电力交易中心和26个省级电力交易中心的陆续开放，电力交易软件将为公司调度软件类细分市场提供大量业务机会。作为目前国内仅有少数几家电力交易软件和系统提供商，公司在智能调度和电力交易平台上具有绝对优势。

图表 36：全国电力交易中心一览

序号	省份	国家级交易中心	省级交易中心	综合改革	输配电价改革	售电侧改革	序号	省份	国家级交易中心	省级交易中心	综合改革	输配电价改革
1	广东		▲		▲	▲	17	河南		▲		
2	广西	广州电力交易中心	▲	▲			18	河北		▲		▲
3	贵州		▲	▲	▲		19	北京		▲		
4	云南		▲	▲	▲		20	天津		▲		▲
5	海南						21	四川		▲		▲
6	浙江		▲				22	重庆				▲
7	江苏		▲				23	甘肃	北京电力交易中心	▲		
8	上海		▲				24	宁夏		▲		▲
9	江西		▲		▲		25	福建		▲		
10	湖南	北京电力交易中心	▲		▲		26	西藏		▲		
11	湖北				▲		27	青海		▲		
12	山西		▲	▲	▲		28	新疆		▲		
13	陕西		▲		▲		29	内蒙古		▲		▲
14	吉林		▲				30	安徽		▲		▲
15	辽宁		▲				31	山东		▲		
16	黑龙江		▲									

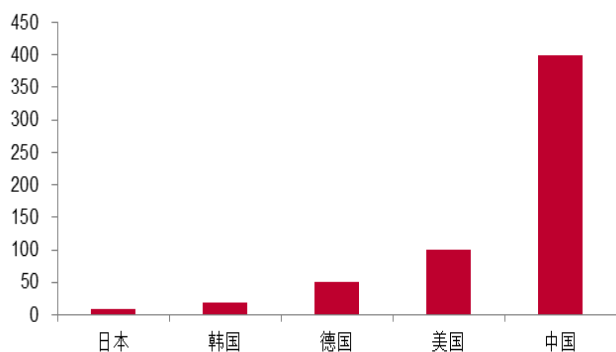
来源：北极星电力网，中泰证券研究所

- 此外，我们预计公司未来在配网自动化领域也颇具发展潜力。配网是电力系统中与电力用户联系最为紧密的最终环节，其可靠性举足轻重。美国、英国、日本等国家的电网输配电投资是电源投资的1.2倍左右，配电网投资是输电网投资的1倍多。而一段时间以来由于电力工业发展所处的特定阶段，我国的电力投资都优先投向电源和输电领域，导致配电网设施相对落后，难以保障供电可靠性。

从国际对比来看，我国的年平均停电时间远高于发达国家，而从原因分

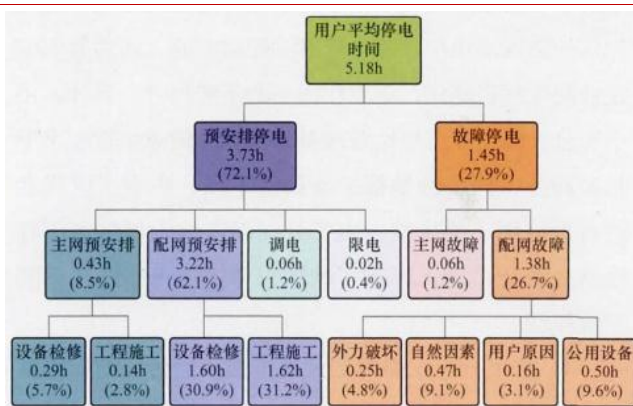
析来看，配网（包括配网预安排和配网事故）导致的停电时间占总停电时间的比例竟高达 88.8%，我国配电网的投资和改造升级迫在眉睫。

图表 37：2012 年各国用户年平均停电时间（分钟）



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

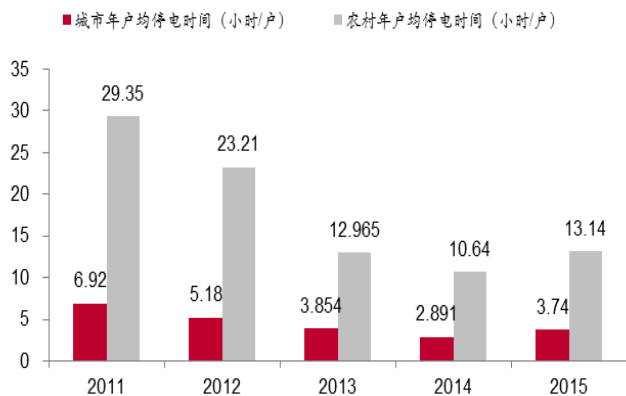
图表 38：2014 年全国停电原因占比



来源：《我国供电可靠性管理的现状分析与展望》，中泰证券研究所

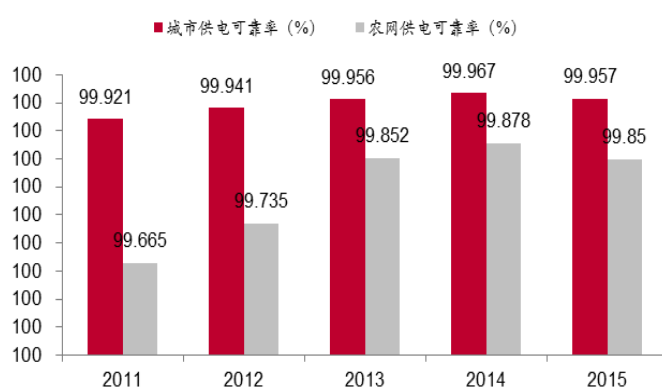
- 国配电网存在的另一问题是，城乡之间供电可靠性差距较大，城区范围与县域范围在网架设备水平及可靠性指标上仍存在巨大差距，特别是地方企业、代管县级供电企业，设备落后、经营投资能力弱等问题突出。

图表 39：城乡年户均停电小时对比



来源：国网 2015 年社会责任报告，中泰证券研究所

图表 40：城乡供电可靠率对比



来源：国网 2015 年社会责任报告，中泰证券研究所

- **现实需求催生 1.7 万亿投资规划，农网及智能化升级投资弹性足**
现实需求下，近几年来我国的电力投资结构已开始有所优化：2013 年，电网投资开始超过电源，到 2015 年接近电源投资的 1.13 倍；再者电网投资结构上，2011 年开始，220KV 以下电网（并不全为配电网）的建设改造投资额已经超过了 220KV 以上电网。根据《国网 2015 年社会责任报告》，110 千伏及以下配电网投资占到电网总投资的 52%，约为 2350.79 亿元，比 2014 年同比增长 46%。
- 为尽快提升我国配电网可靠性，满足用电需求，2015 年能源局发布了《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》，着力解决城乡配电网发展薄

弱问题，推动装备提升与科技创新。计划指出：2015-2020年，配电网建设改造投资不低于2万亿元，其中2015年投资不低于3000亿元，“十三五”期间累计投资不低于1.7万亿元，行业内配网优质设备制造商与自动化系统及软件提供商业绩提升有望实现。

- 计划中同时指出要加大配网自动化建设，持续提升配电自动化覆盖率，提高配电网运行监测、控制能力，实现配电网可观可控，变“被动报修”为“主动监控”，2020年配电自动化覆盖率须达到90%，但我国配电自动化覆盖率相当低，2014年该值仅为10%，如若达到计划要求，未来将提升80%地区的配电自动化覆盖，空间极为广阔。

图表 41：配电网建设改造指导目标

指标	单位	2014年	2017年	2020年
1.供电可靠率	%	99.35	99.69	99.82
其中：中心城市（区）	%	99.95	99.97	99.99
城镇	%	99.8	99.85	99.88
乡村	%	99.16	99.45	99.72
2.用户年均停电时间	小时	57	27	15.7
其中：中心城市（区）	小时	4.4	2.6	1
城镇	小时	17.5	13.2	10
乡村	小时	73.6	48	24
3.综合电压合格率	%	95.88	97.53	98.65
其中：中心城市（区）	%	99.94	99.96	99.97
城镇	%	96.92	97.95	98.79
乡村	%	90.77	94.69	97
4.110千伏及以下线损率	%	6.2	6.1	6
5.高压配电网容载比		2.01	1.8-2.2	
6.乡村户均配变容量	千伏安	1.55	1.8	2
7.配电自动化覆盖率	%	20	50	90
8.配电通信网覆盖率	%	40	60	95
9.智能电表覆盖率	%	60	80	90

来源：《配电网建设改造行动计划（2015-2020年）》，中泰证券研究所

- 公司产品主要包括配电自动化系统、配网管理系统、配电终端、县级电网调配孔一体化系统、分布式电源及微电网运行控制系统等，重点研制适应智能配电网建设与发展需要的配网自动化主站系统、配网综合监控管理系统、配网运维管理系统、信息交互总线、配电GIS、智能配电台区、微网运行控制系统及装置等系列产品。我们预计，伴随配网行业1.7万亿投资的逐步落地，公司配电自动化业务有望持续受益。

3.3.2 新能源及发电业务：清洁能源大势所趋，分布式光伏空间较大

- 公司新能源产品主要包括风电场 EPC、机组控制系统、综合监管系统等，光伏产品主要包括光伏订单 EPC、综合监控系统等，发电自动化业务主要包括厂用电监控系统等。该部分业务 2016 年实现收入 15.12 亿元，同比减少 20.29%，毛利率 5.17%，同比降低 9.12 个点，主要系当年弃风弃光现象严重导致。

“十三五”期间分布式光伏行业仍有一定发展空间

- 根据《电力发展“十三五”规划》，2020 年全国太阳能发电装机目标为 110GW 以上，其中分布式光伏 60GW 以上、光热发电 5GW。截止 2016 年底，全年新增装机 34.24GW，占“十三五”规划量的 55.4%，致使 2017-2020 年间年均新增装机规划量仅为 6.90GW，低于“十二五”期间年均 8.62GW 的新增装机。经计算，“十三五”期间分布式光伏的 CAGR 能达到 58.2%，远超集中式电站的 3.9%。分布式光伏可就近消纳、容量灵活、可用装机面积多、补贴高、回报率高的特点使今后的几年内分布式光伏的发展较集中式更有优势，发展潜力更大，分布式光伏行业仍将有一定增长空间。

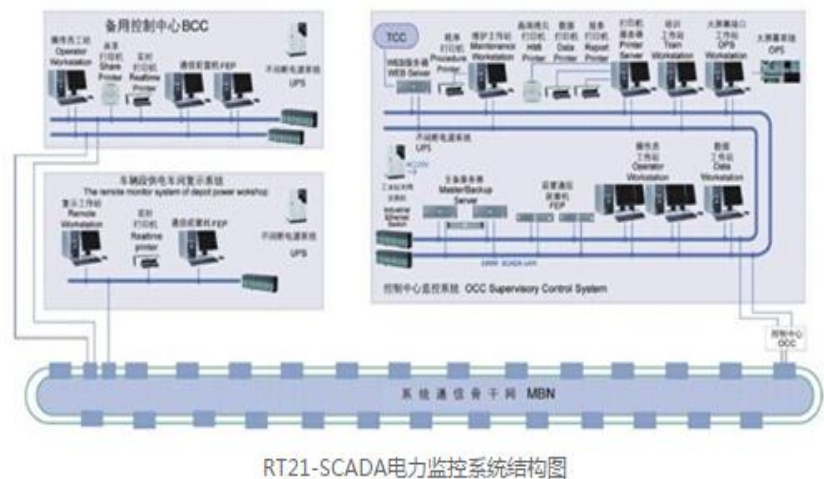
3.3.3 轨道交通：“十三五”城市轨道交通进入高速增长期，公司身为监控龙头充分受益

- 公司轨交业务主要产品包括轨交综合监控、指挥中心调度决策、电气化铁路自动化及保护等，2016 年工业控制（含轨道交通）业务实现营收 8.67 亿元，同比增长 71.83%，毛利率 14.44%，主要系宁和 PPP 项目大单陆续确认，同时相继中标贵阳轨道交通 1 号线、长沙轨道交通 3 号线、宁高城际禄口新城南至高淳段等综合监控系统项目。公司轨交综合监控、牵引自动化系统技术成熟，市占率稳定在 30%，未来业绩有望持续高增长。

“十三五”城市轨交进入高速增长，市场规模可期

- 2007~2016 年，我国汽车保有量从 0.57 亿辆提升至 1.94 亿辆，但城市实有道路面积仅提升 60%，伴随人口和汽车保有量的稳定增长，解决城市拥堵问题已成为燃眉之急，而城市轨道交通以其安全性、全天候、运量大、节能等特点成为解决城市拥堵问题的最佳方案。

图表 42：公司轨交监控系统示意图



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 2016 年我国城市轨道交通运营线路为 4152.8 公里，其中地铁占 76.3%，轻轨、单轨、市域快轨等其他制式占 23.7%。2016 年 5 月，国家发改委与交通部联合印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016~2018 年将新建城市轨道交通 2000 公里以上，投资额达 1.6 万亿元。根据城市轨道交通协会统计，全国 58 座城市已经获批城市轨道交通建设投资总额 3.70 万亿元，预计“十三五”期间，新增城轨通车里程将达到 5000 公里，未来五年投资额年复合增长率达到 15%。其中，城市轨道交通监控约占总投资比例为 2%~3%，按照未来三年轨交总投资 1.6 万亿测算，预计综合监控市场规模约 320 亿元。

图表 43：2020 年多省市轨交规划

城市	规划长度(公里)	车站(座)	批复总投资额(亿元)
北京	454.9	174	257.0
武汉	512.6	319	2855.7
成都	379.	275	2230.4
上海	277.3	472	2015.5
广州	417.8	139	1945.2
青岛	363.8	190	1887.1
厦门	227.5	125	145
重庆	214.2	126	1226.5
西安	195. 2	143	1182.5
杭州	420	170	1168.1

来源：《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，中泰证券研究所

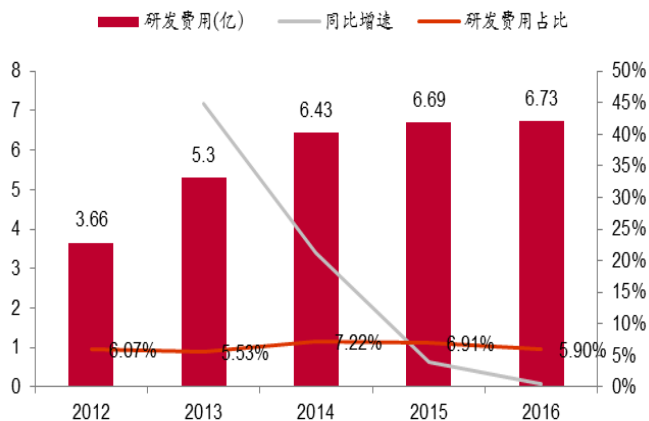
3.4 注入再度补强研发实力，驱动新兴业务保持 10%以上增长

3.4.1 研发费用持续投入，集团内部人才济济

- 公司坚持技术领先战略，通过持续投入研发保持技术创新，研发费用占

总收入比例始终维持在 6%左右。公司坚持自主创新，整体技术已达到国内国际先进水平，部分核心技术已达到国际领先水平，获得国家科技进步一、二等奖、中国专利金奖、省、部级科技奖励等诸多奖项，获专利授权 2210 项，承担诸多国家级科技项目和智能电网核心技术研发及重大关键技术研制，主要参与相关标准的制定，进而更好地把握行业技术发展方向和提升产品开发制造水平。

图表 44：公司研发费用及占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

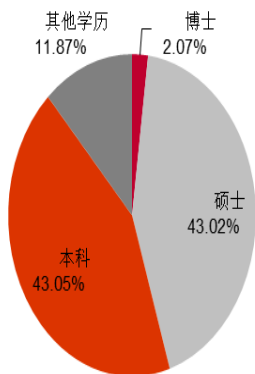
图表 45：公司所获科技奖项

奖励名称	数量(项)
国家科学进步特等奖	1
国家科学进步一等奖	6
国家科学进步二等奖	23
国家技术发明二等奖	3
中国专利金奖	1
省、部级科技奖励特等奖	1
省、部级科技奖励一等奖	88

来源：公司公告，中泰证券研究所

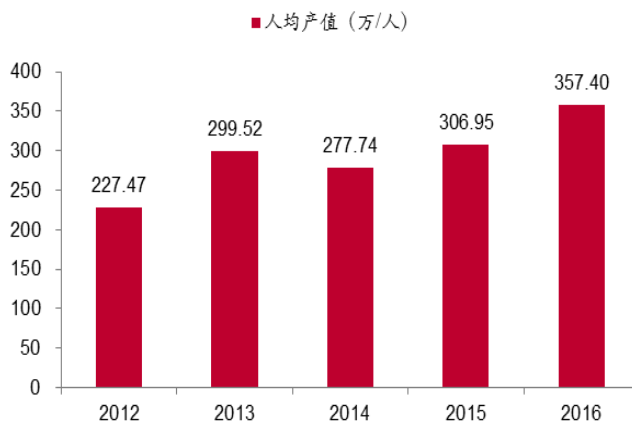
- 公司汇聚了一批电网自动化、发电及新能源、节能环保、工业控制（含轨道交通）等各类专业的科技人才和高端经营管理人才。高学历、高素质、知识化、专业化的人才队伍可促使科技成果迅速转化成生产力。2016 年，公司员工总数为 3194 人，其中本科及以上学历员工占总数的 88.13%，具备研究生及以上学历员工占总数的 45.09%，人才优势明显，2016 年人均产值达 357.4 万元，居同行业领先水平。

图表 46：2016 年员工构成



来源：wind，中泰证券研究所

图表 47：公司人均产值



来源：wind，中泰证券研究所

3.4.2 资产注入后公司技术实力再度补强，柔直与 IGBT 成为两大亮点

- 柔性直流：产注入后，由继保电气和普瑞工程共同主营柔性输电业务，其中继保电气为国内柔直输电龙头。目前电力传输方式改变，混合电网

+柔性输电成发展趋势：我国电力传输方式发展存在三个阶段：1) 电力系统建设初期，交流输电可通过电磁感应方便升降压发展迅速；2) 直流输电技术成熟，适用于大规模长距离电力传输；3) 柔性直流输电技术出现，解决传统直流输电换相失败、换流器运行产生大量低频谐波需配套滤波装置等问题。

图表 48：柔性直流与常规直流输电比较

比较项目	常规直流输电	柔性直流输电
换流阀器件设备	采用大功率晶闸管，属于非可关断器件，其关断需要依靠交流母线电压过零	一般采用 IGBT 阀，属于可关断器件，通过控制门极的控制脉冲来控制器件的开通和关断，不需要换向电流
换流阀和连接设备	饱和电压器、变压器	串联电抗器、变压器
稳流设备	平波电抗器、直流滤波器	直流电容器
通信系统	需要	不需要
功率控制	需要无功补偿设备	不需要无功补偿设备

来源：北极星电力网，中泰证券研究所

- 柔性直流输电采用具备可关电能力的换流阀，方便调节两端交流系统的有功和无功功率，应用场景丰富，主要包括：应用于分布式能源并网，提高电能质量和系统稳定性；应用于大型城市柔性直流供电，提高城市供电可靠性；应用于交流电网背靠背工程，动态调节系统有功和无功功率；应用于孤岛系统供电，方便多余电能反馈；应用于海上风电并网，提高系统建设经济性。建设以特高压为骨干网架、各级电网协调发展的智能电网需要柔性直流技术的广泛运用，**预计十三五期间直流输电与柔性直流输电市场规模为 200 亿元。**
- IGBT：本次配套资金募投项目中包含 IGBT 模块产业化项目。IGBT 被称为电力电子装置的 CPU，是能源变换与传输的核心器件，兼有 MOSFET 的高输入阻抗和 GTR 的低导通压降两方面的优点，具备高耐压、大电流、易开关等特性。IGBT 通常以模块形式应用，IGBT 模块是将多个芯片以绝缘方式组装在金属基板上，采用高压硅脂或者硅脂等软性绝缘材料与空气隔绝，用空心塑壳封装而成，广泛应用于轨道交通、智能电网、航空航天、电动汽车与新能源装备等领域。

募投项目的实施将引进 IGBT 技术并实现自主化生产，实现核心半导体关键技术国产化，这将有助于上市公司在重组完成后为现有柔性直流输电、静止无功发生器、风电变流器、光伏逆变器等电力电子设备研发等提供技术支撑的同时实现核心功率器件自有化，延伸重组后上市公司的产业链，提升产品整体竞争力。

图表 52：2020 年公司新兴产业目标新增合同

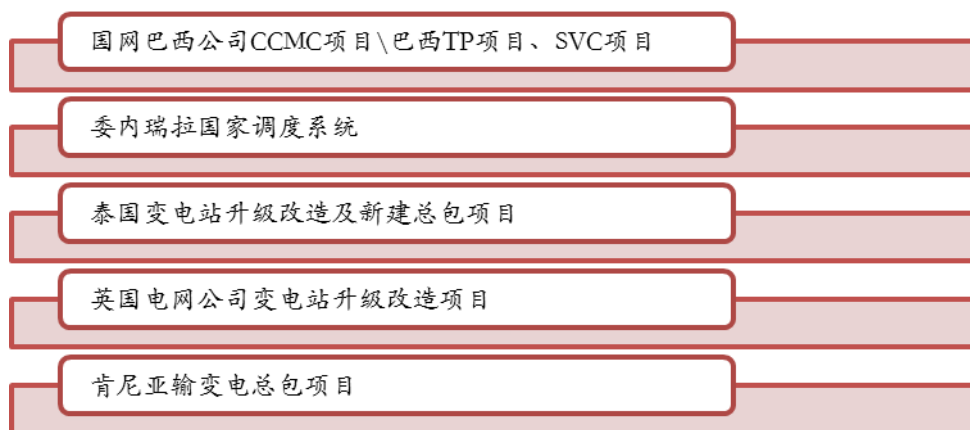
新兴产业（增长率：10%+）	
重点发展业务领域	目标新增合同 (至2020年累计)
服务国家电力体制改革需求，研发应用现货交易的智能化管控系统、交易平台系统等高端软件产品和服务	50亿元
服务特高压、智能电网的运维、检修需求，研发应用基于“大云物移”技术的电网运检综合数据分析系统和软件产品	200亿元
服务能源系统智能化和绿色发展需求，研发互联网+智慧能源、储能、多能互补，电能替代等技术产品	80亿元
围绕智能装备，智能工厂等工业控制领域，加快IGBT板块，大功率电力电子、工业生产过程自动化，打造智能制造整体解决方案	76亿元
加快城市轨道交通电气分包和城市轨道交通PPP项目拓展落地	50亿元
服务电力生产管理、运行监控、安全防护等领域的电力信息安全需求，加大电网数据中心，调控云、量子安全通信、电动汽车车联网等领域的新技术研发和新产品推广	30亿元
服务航母供电、海岛供配电、边防哨所配网等领域，研发提供微电网接入和控制、工程安全检测、工业控制系统、安防系统、特种变频器等产品	5亿元

来源：公司公告，中泰证券研究所

3.5 电力设备厂商出海大势所趋，集团海外业务保持年均增速 30%

- 公司依靠具有自主知识产权的核心技术和产品，积极参与国际工程项目，产品销往全球 85 个国家和地区，在巴西、印尼、美国、印度等 12 个国家设有 14 个海外分支机构，电网调度自动化、变电站自动化、继电保护、配电自动化、柔性直流输电等领域产品在全球电力系统得到广泛应用，品牌国际形象不断提升。此次注入的巴西公司位于巴西圣保罗州，是国家电网公司首个海外电工装备制造企业，实现了集团电网自动化和继电保护的二次设备本地制造与销售；印尼公司位于雅加达，作为合资公司，在当地重点开展电力总承包及国际贸易等业务。

上市公司海外业务起步较晚，2016 年海外业务实现营收 0.47 亿元，同比增长 17.58%，毛利率 22.72%。此次资产注入后，以集团层面来看，海外业务占比约 8%，预计到 2020 年该部分收入占比达 20%，年均增速达 30%。

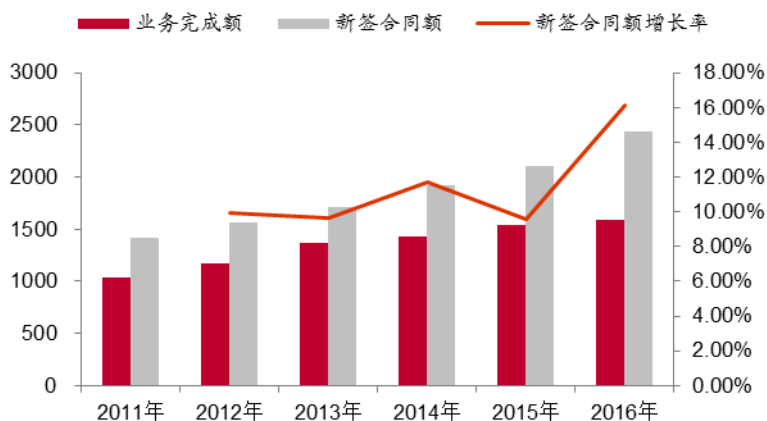
图表 53：集团海外重点工程


来源：公司官网，中泰证券研究所

- 在一带一路推进的大背景下，公司将深耕南美、东南亚等传统优势市场，带动由发电到用电的全产业链产品输出，积极把握欧洲能源结构调整机遇，加大特高压直流输电等高端技术输出，同时紧握非洲电力需求增长契机，发挥电力工程 EPC 优势，加速拓展国际工程 EPC 业务。

一带一路浪潮起，电力设备企业开启海外市场新纪元

- “一带一路”政策推广基建先行。据商务部数据，2016 年我国电力企业海外承包工程新签合同额 593.7 亿美元，同比增长 30%。按照电力工程中设备金额约占总工程 50~60% 的比例，我国电力企业的海外工程有望拉动近 400 亿美元设备需求。假设我国电力企业在海外拿订单的复合增速维持在 30%，到 2020 年我国电力企业在海外订单有望达 1700 亿美元，拉动相关设备金额有望超千亿美元。
- 一带一路国家电力需求潜力十足，三类典型地区电力需求情况分析。经过分析我们认为一带一路国家中包含众多：1) 制造业大规模转移，用电需求快速增长（东南亚国家为代表）；2) 电力结构不平衡，电力设备改造新建存客观需求（巴西、非洲为代表）；3) 典型友好国家经济发展趋势向上，用电需求稳步增长（巴基斯坦为代表）等电力设备市场潜力十足的国家。
- 我国电力设备厂商供给能力突出，技术优势+产能充足支持企业走出去。目前我国电力技术在发输变配各领域均取得突破进展，享受了部分技术红利，如特高压技术领域。同时我国电力行业产能过剩问题正日益凸显。2011 年以来，我国全社会用电量增速放缓，且与发电量增速拉开差距。从装机容量结构上看，我国火电装机容量比重逐年下降。因此在此背景下，首先在电源与输变电端，我国产能出海成为了疏导国内过剩产能的重要方向。

图表 54：中国一带一路地区新签合同额


来源：商务部，中泰证券研究所

4. 估值与投资建议

- 我们认为：1) 公司在电力二次设备领域处于绝对的领先地位，背靠国网电科院大股东，坐拥强大的研发团队与雄厚的资本实力，技术+资本双轮驱动公司发展，有望充分享受行业中稀缺的龙头溢价；2) 注入优质资产后，公司致力打造全球电力设备领域的“中国名片”，实现发-输-变-配-用-储的全产业链布局。原有业务受电改推进，配网加速投资，轨交建设高速增长等因素驱动，望实现 10~15% 稳健增长。新业务依靠南瑞继保等公司突出的技术实力与市场口碑，同时通过巴西海外分公司等打开海外业务大门，有望在直流输电、电力信息通信、电力工程 EPC 业务上加速发展，实现 10+% 的业务增速；3) 资产注入完成既是公司实现 2013 年解决同业竞争的承诺，同时也是为行业内同美国企证券化树立示范标杆，意义重大。我们对于公司原有业务进行了分项分析，成长情况预测请见图
- 由于资产注入流程较长，仍需一定时间才能完成。出于审慎性原则，我们暂时预测公司原有主业盈利情况。2017 至 2019 年的年营业收入分别为 128.97/147.97/169.92 亿元，同比分别增长 13.0%/14.7%/14.8%；2017-2019 年净利润分别为 16.51/19.30/22.35 亿元，对应增速 14.1%/16.9%/15.8%，EPS 分别为 0.68/0.79/0.92 元。根据可比公司 2017 年平均市盈率 21.5X 作参考，考虑公司此番资产注入带来的历史性机遇，给予 2017 年公司整体 25 倍市盈率的估值溢价，对应收购完成后目标市值 1000 亿（2016 年公司整体实现 33.4 亿，我们预计 2017 年实现 20% 增速达 40.1 亿），目标价 22.0 元。

图表 55：可比公司估值情况

	收盘价	EPS			PE		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
许继电气	16.8	0.9	1.2	1.3	19.5	14.5	12.6
四方股份	9.7	0.4	0.5	0.6	26.9	21.1	16.8
金智科技	22.1	0.5	0.9	1.2	47.4	24.6	18.5
积成电子	18.1	0.2	0.6	0.8	86.1	27.9	21.5
长园集团	13.5	0.5	0.7	0.9	25.4	19.6	15.4
均值					41.1	21.5	17.0

来源：wind，中泰证券研究所（*注收盘价去 6-12 日收盘价，公司预测 EPS 取 wind 一致预期）

图表 56：公司分业务盈利预测

百万元	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
国电南瑞营业收入	9,583.56	8,944.78	9,621.17	11,415.44	12,897.14	14,797.75	16,992.10
营业成本	6,973.44	6,480.38	7,209.70	8,811.54	9,909.00	11,313.55	12,972.29
毛利率	27.24%	27.55%	25.06%	22.81%	23.17%	23.55%	23.66%
增长率	58.99%	-6.67%	7.56%	18.65%	12.98%	14.74%	14.83%
电网控制自动化收入	5,917.36	6,160.72	6,121.12	7,582.99	8,357.73	9,291.55	10,318.50
成本	3,831.37	4,212.42	4,308.22	5,538.46	6,072.03	6,751.34	7,491.20
毛利率	35.25%	31.01%	29.62%	26.96%	27.35%	27.34%	27.40%
增长率	7.97%	4.11%	-0.64%	23.88%	10.22%	11.17%	11.05%
发电及新能源收入	2,438.95	1,558.13	1,897.02	1,511.93	1,587.52	1,666.90	1,750.25
成本	2,181.69	1,341.40	1,625.94	1,433.31	1,508.15	1,583.56	1,662.73
毛利率	10.55%	13.91%	14.29%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%
增长率	46.07%	-36.11%	21.75%	-20.30%	5.00%	5.00%	5.00%
节能环保收入	570.76	686.65	1,098.64	1,437.02	1,868.13	2,484.61	3,230.00
成本	413.76	538.68	874.19	1,097.89	1,466.48	1,900.73	2,470.95
毛利率	22.96%	21.55%	20.43%	23.60%	21.50%	23.50%	23.50%
增长率	12.22%	20.30%	60.00%	30.80%	30.00%	33.00%	30.00%
工业控制（含轨道交通）收入	656.48	539.28	504.39	867.00	1,083.75	1,354.69	1,693.36
成本	546.62	387.88	401.35	741.89	862.34	1,077.92	1,347.41
毛利率	16.74%	28.07%	20.43%	14.43%	20.43%	20.43%	20.43%
增长率	-1.60%	-17.85%	-6.47%	72.00%	25.00%	25.00%	25.00%

来源：中泰证券研究所

5. 风险

- 经济周期波动风险：**电力行业的发展受国家宏观政策（如宏观经济政策、能源政策、环保政策等）影响较大。未来宏观经济的周期性波动，可能致使相关行业的经营环境发生变化，项目投资或技术改造不及预期，上市公司盈利能力存在一定的波动风险。
- 税收优惠变动风险：**标的企业中继保电气、普瑞特高压、普瑞科技、普瑞工程、瑞中数据为高新技术企业，按 15% 的税率缴纳企业所得税；信通公司属于软件产业，按 12.5% 的税率缴纳企业所得税。未来可能因上述税收优惠政策被取消，或者相关主体在现有高新技术企业证书有效期后无法被继续认定为高新技术企业等原因，导致该等标的公司无法继续获得税收优惠。因此，本次重组完成后，上市公司经营业绩存在税收优惠变动风险。
- 业务整合风险：**本次重组后上市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，若管理水平、治理能力和资产整合不能达到预期，重组后上市公司业务协同效应无法得以短期体现，从而影响公司的长远发展。

图表 57: 国电南瑞财务预测表

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,678.0	11,415.3	12,897.0	14,797.5	16,991.9	成长性					
减: 营业成本	7,239.9	8,815.2	9,908.9	11,313.4	12,972.1	营业收入增长率	8.7%	18.0%	13.0%	14.7%	14.8%
营业税费	74.8	68.3	94.1	102.1	124.0	营业利润增长率	2.4%	8.1%	10.1%	16.8%	16.7%
销售费用	402.3	467.3	528.8	606.7	693.3	净利润增长率	1.3%	11.4%	14.1%	16.9%	15.8%
管理费用	619.5	669.2	773.8	902.7	1,019.5	EBITDA增长率	1.5%	7.6%	11.1%	17.1%	16.0%
财务费用	-15.5	-21.7	-7.9	6.4	6.9	EBIT增长率	0.3%	7.8%	11.3%	17.8%	16.7%
资产减值损失	78.8	34.7	77.4	88.8	102.0	NOPLAT增长率	-2.6%	9.6%	11.1%	18.4%	16.1%
加: 公允价值变动收	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.2%	-0.6%	31.5%	-1.9%	26.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	12.9%	9.8%	15.0%	15.3%	15.3%
营业利润	1,278.1	1,382.3	1,521.9	1,777.6	2,074.1	利润率					
加: 营业外净收支	254.4	268.1	385.1	442.1	508.0	毛利率	25.2%	22.8%	23.2%	23.5%	23.7%
利润总额	1,532.5	1,650.3	1,907.0	2,219.7	2,582.1	营业利润率	13.2%	12.1%	11.8%	12.0%	12.2%
减: 所得税	207.2	199.1	232.7	261.9	315.0	净利润率	13.4%	12.7%	12.8%	13.0%	13.2%
净利润	1,299.2	1,447.2	1,650.9	1,930.3	2,235.3	EBITDA/营业收入	14.1%	12.9%	12.7%	12.9%	13.1%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	13.0%	11.9%	11.7%	12.1%	12.2%
货币资金	4,162.5	4,720.6	5,874.3	7,736.3	8,588.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	19	17	15	12	9
应收帐款	7,002.7	6,818.7	8,944.3	9,141.6	11,626.2	流动营业资本周转天	96	84	90	91	92
应收票据	1,027.8	1,469.9	822.9	1,807.8	1,213.0	流动资产周转天数	526	483	500	515	522
预付帐款	479.7	420.8	845.4	600.2	1,057.3	应收帐款周转天数	254	218	220	220	220
存货	2,148.3	2,046.8	3,458.1	2,827.1	4,379.6	存货周转天数	79	66	77	76	76
其他流动资产	3.1	325.8	112.2	148.1	195.9	总资产周转天数	578	533	548	555	557
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	130	113	116	114	111
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	16.1%	16.4%	16.0%	16.3%	16.3%
投资性房地产	55.7	54.0	54.0	54.0	54.0	ROA	8.1%	8.3%	7.7%	8.2%	7.9%
固定资产	517.6	557.5	515.3	448.9	382.6	ROIC	32.2%	33.2%	37.1%	33.4%	39.5%
在建工程	74.0	30.3	6.1	6.1	6.1	费用率					
无形资产	403.3	413.3	451.7	480.8	500.6	销售费用率	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
其他非流动资产	419.2	669.8	651.4	651.4	651.4	管理费用率	6.4%	5.9%	6.0%	6.1%	6.0%
资产总额	16,299.3	17,532.4	21,736.7	23,902.3	28,655.2	财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%
短期债务	98.0	82.0	1,000.0	1,200.0	1,440.0	三费/营业收入	10.4%	9.8%	10.0%	10.2%	10.1%
应付帐款	5,203.9	5,333.4	6,920.5	7,070.4	8,971.8	偿债能力					
应付票据	1,199.5	1,052.2	764.4	1,309.7	1,068.5	资产负债率	50.0%	48.9%	52.6%	50.4%	52.2%
其他流动负债	-	-	-	-	-	负债权益比	100.0%	95.9%	111.1%	101.4%	109.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.83	1.86	1.76	1.86	1.81
其他非流动负债	55.4	70.1	40.0	40.0	40.0	速动比率	1.57	1.62	1.46	1.62	1.52
负债总额	8,148.2	8,581.6	11,441.8	12,035.7	14,968.6	利息保障倍数	-81.61	-62.82	-191.33	280.47	303.39
少数股东权益	93.2	100.3	123.8	151.2	182.9	分红指标					
股本	2,429.0	2,429.0	2,429.0	2,429.0	2,429.0	DPS(元)	0.27	-	0.14	0.16	0.18
留存收益	5,629.0	6,421.5	7,742.2	9,286.5	11,074.8	分红比率	50.5%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	8,151.1	8,950.8	10,294.9	11,866.6	13,686.6	股息收益率	1.5%	0.0%	0.7%	0.9%	1.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,325.3	1,451.2	1,650.9	1,930.3	2,235.3	EPS(元)	0.53	0.60	0.68	0.79	0.92
加: 折旧和摊销	107.3	111.8	118.0	127.3	136.5	BVPS(元)	3.32	3.64	4.19	4.82	5.56
资产减值准备	78.8	34.7	-	-	-	PE(X)	34.0	30.5	26.7	22.9	19.7
公允价值变动损益	-	-	-	-	-	PB(X)	5.5	5.0	4.3	3.8	3.3
财务费用	8.3	3.2	-7.9	6.4	6.9	P/FCF	63.4	30.4	30.6	19.9	34.8
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	4.6	3.9	3.4	3.0	2.6
少数股东损益	26.1	4.1	23.4	27.4	31.7	EV/EBITDA	26.4	23.9	23.7	19.4	16.4
营运资金的变动	-307.7	-48.0	-1,129.8	53.0	-1,254.3	CAGR(%)	13.9%	16.0%	8.8%	13.9%	16.0%
经营活动产生现金	1,202.5	1,824.3	654.6	2,144.4	1,156.2	PEG	2.4	1.9	3.0	1.6	1.2
投资活动产生现金	-249.1	-323.2	-91.6	-90.0	-90.0	ROIC/WACC	2.7	2.8	3.1	2.8	3.3
融资活动产生现金	-806.6	-679.3	590.6	-192.4	-213.9	REP	3.7	3.6	2.7	2.9	1.9

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。