

公司研究/中报点评

2017年07月30日

电力设备与新能源/电力设备 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 17.46  
合理价格区间(元): 21.00~24.00

**黄斌** 执业证书编号: S0570517060002  
研究员 billhuang@htsc.com

**何昕** 执业证书编号: S0570515050001  
研究员 010-56793937  
hexin6573@htsc.com

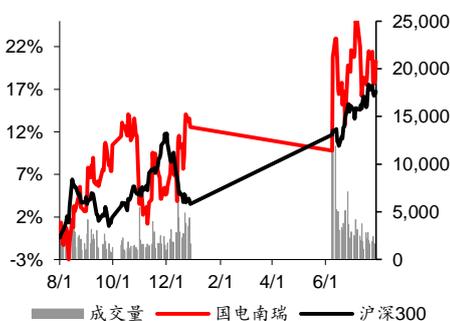
**李轶奇** 执业证书编号: S0570516080002  
研究员 021-28972087  
liyiqi@htsc.com

**丁宁** 010-56793941  
联系人 dingning2@htsc.com

相关研究

- 1 《国电南瑞(600406,增持): 重组方案出炉, 电网巨龙腾飞》2017.05
- 2 《国电南瑞(600406,增持): 电网巨龙稳增长, 国改打开新空间》2017.03
- 3 《国电南瑞(600406): 业务全面向好, 国改临近关口》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,429
流通A股 (百万股)	2,206
52周内股价区间 (元)	14.34-18.16
总市值 (百万元)	42,410
总资产 (百万元)	16,682
每股净资产 (元)	3.49

资料来源: 公司公告

# 重回快速上升通道, 重组打开空间

## 国电南瑞(600406)

### 公司 17 年半年报公布, 实现净利润 3.50 亿元, YOY 24.68%

公司公布 2017 年半年报, 上半年公司实现营业收入 41.76 亿元, 同比增长 10.03%; 实现归母净利润 3.50 亿元, 同比增长 24.68%; 实现归母扣非后净利润 3.36 亿元, 同比增长 22.19%; 实现 EPS 为 0.14 元, 同比增长 24.68%。公司业绩在电网自动化、工控轨交业务带动下实现稳定增长, 南瑞继保、国际公司等业务的注入将为公司打开新的增长空间。

### 电网自动化、工控轨交业务快速增长, 未来将提供主要业绩增量

上半年电网自动化收入 26.59 亿元, YOY 17.15%, 毛利率 23.55%, 同比增加 0.17 pct; 工控轨交收入 4.74 亿元, YOY 44.02%, 毛利率 10.66%, 同比减少 6.67 pct。公司在变配电自动化领域保持快速增长, 并通过电力市场现货交易系统、深圳计量主站、省调改造等项目直接介入电改核心领域, 保证可在未来电网市场的绝对优势。工控轨交方面, 公司保持了监控系统龙头地位, 继宁和线后中标宁波、重庆、北京等轨交及哈牡、华东等地高铁二次设备, 以及石化电厂信息化项目。随着配网投资和工业 4.0 带来的固定资产投资追加, 电网和工业自动化将成为公司主要收入增量来源。

### 发电新能源、节能环保业务有所下滑, 新兴领域布局广泛

发电新能源业务收入 5.77 亿元, YOY -16.09%, 毛利率 3.29%, 同比下降 1.87 个 pct。节能环保业务收入 460 亿元, YOY -8.56%, 毛利率 28.14%, 同比增长 1.02 个 pct。发电新能源业务受到下游风光火电装机量增速下滑的影响, 出现收入毛利率双降, 在维持励磁、管件、干渣等业务稳定的情况下, 未来将大概率发展功率预测、控制、海上风电等细分市场。节能环保业务波动应属正常范围, 公司积极布局配网节能、电能替代、废水处理、港口岸电等新兴节能市场, 实现了充电桩批量生产并累计介入 2.2 万个。新兴业务有望在未来 2-3 年内逐步弥补发电等传统业务的萎缩。

### 重组快速推进, 主营业务聚拢打造全新发展平台

17 年 5 月, 公司发布预案启动与南瑞集团的资产重组, 将南瑞继保在内的集团下属 11 家主要子公司将完成资产证券化, 实现集团主营业务整体上市。标的资产 16 年营收、净利润分别为 189.95、18.89 亿元, 是公司同期营收、净利润的 1.66、1.31 倍。通过资产注入, 公司全面覆盖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、海外及工程总包等五大业务板块, 进一步确立了公司二次设备的绝对龙头地位, EPC 能力得到释放, 同时获得出口业务平台。

### 资产注入打造电网设备航母, 维持“增持”评级

不考虑资产重组, 预测公司 17-19 年净利润分别为 16.08、20.09、23.45 亿元, 对应 EPS 为 0.66、0.83 和 0.97 元, 动态 PE 为 26、21、18 倍, 维持“增持”评级。考虑资产重组的情况下, 重组完成后上市公司净利润预计超过 32 亿元, 预测市值超过 800 亿元。

风险提示: 电网、轨交投资增速不达预期, 资产重组进度不达预期。

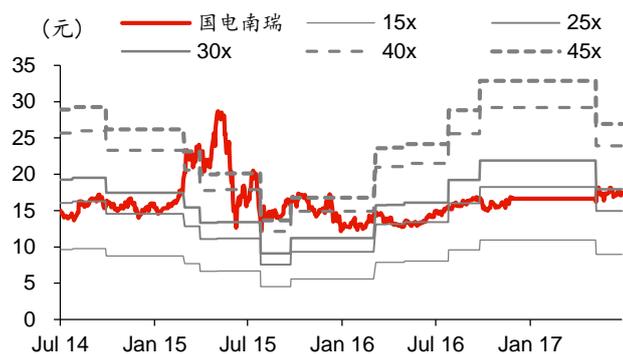
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	9,712	11,415	12,548	14,240	16,223
+/-%	9.03	17.54	9.92	13.49	13.92
净利润 (百万元)	1,300	1,447	1,608	2,009	2,345
+/-%	1.28	11.36	11.13	24.91	16.75
EPS (元, 最新摊薄)	0.54	0.60	0.66	0.83	0.97
PE (倍)	32.64	29.31	26.37	21.11	18.08

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

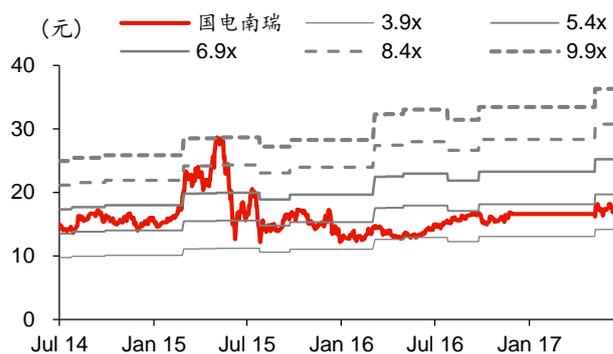
**PE/PB - Bands**

图表1: 国电南瑞历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 国电南瑞历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	14,856	15,803	18,639	20,910	23,582
现金	4,176	4,721	5,285	6,931	6,769
应收账款	6,912	6,703	8,189	9,122	10,312
其他应收账款	109.68	115.46	137.34	152.74	173.54
预付账款	479.75	420.75	552.52	596.83	664.75
存货	2,148	2,047	3,126	2,477	3,805
其他流动资产	1,031	1,796	1,349	1,629	1,858
非流动资产	1,477	1,730	1,512	1,450	1,369
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	518.29	557.47	509.08	451.86	390.22
无形资产	289.63	307.71	293.97	273.54	254.78
其他非流动资产	669.43	864.63	709.26	724.23	724.12
资产总计	16,334	17,532	20,151	22,359	24,951
流动负债	8,119	8,512	10,248	11,179	12,381
短期借款	98.00	82.00	100.00	100.00	100.00
应付账款	5,198	5,296	6,706	7,214	7,957
其他流动负债	2,823	3,134	3,442	3,865	4,324
非流动负债	55.44	70.07	54.60	60.04	61.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	55.44	70.07	54.60	60.04	61.57
负债合计	8,174	8,582	10,303	11,239	12,442
少数股东权益	100.36	100.31	118.13	138.44	160.03
股本	2,429	2,429	2,429	2,429	2,429
资本公积	1,149	1,149	1,149	1,149	1,149
留存公积	4,481	5,273	6,152	7,404	8,771
归属母公司股	8,059	8,850	9,730	10,982	12,349
负债和股东权益	16,334	17,532	20,151	22,359	24,951

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,200	1,824	1,261	2,376	780.74
净利润	1,328	1,451	1,626	2,029	2,367
折旧摊销	108.36	111.80	105.55	108.00	108.71
财务费用	(15.56)	(21.66)	(42.25)	(52.23)	(59.28)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(328.83)	242.69	(723.08)	190.90	(1,800)
其他经营现金	107.55	40.25	294.19	99.85	164.02
投资活动现金	(249.22)	(323.18)	(30.51)	(23.41)	(23.83)
资本支出	172.85	93.03	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	1.20	(0.31)	(0.05)
其他投资现金	(76.37)	(230.15)	(29.31)	(23.72)	(23.88)
筹资活动现金	(806.57)	(679.26)	(666.12)	(705.57)	(919.23)
短期借款	(394.00)	(16.00)	18.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.42	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(412.99)	(663.26)	(684.12)	(705.57)	(919.23)
现金净增加额	144.00	821.96	563.90	1,647	(162.32)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,712	11,415	12,548	14,240	16,223
营业成本	7,262	8,815	9,726	10,788	12,185
营业税金及附加	75.03	68.34	75.29	85.44	97.34
营业费用	405.10	467.26	470.54	526.89	597.00
管理费用	625.06	669.22	677.58	768.98	876.03
财务费用	(15.56)	(21.66)	(42.25)	(52.23)	(59.28)
资产减值损失	78.95	34.70	40.00	65.00	85.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,281	1,382	1,601	2,059	2,442
营业外收入	255.24	268.58	254.90	259.52	259.49
营业外支出	0.50	0.49	0.44	0.47	0.47
利润总额	1,536	1,650	1,855	2,318	2,701
所得税	207.17	199.10	229.17	288.45	333.55
净利润	1,328	1,451	1,626	2,029	2,367
少数股东损益	28.94	4.07	17.82	20.31	21.59
归属母公司净利润	1,300	1,447	1,608	2,009	2,345
EBITDA	1,374	1,472	1,664	2,114	2,491
EPS (元)	0.54	0.60	0.66	0.83	0.97

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	9.03	17.54	9.92	13.49	13.92
营业利润	2.62	7.92	15.81	28.59	18.60
归属母公司净利润	1.28	11.36	11.13	24.91	16.75
获利能力 (%)					
毛利率	25.22	22.78	22.49	24.25	24.89
净利率	13.38	12.68	12.82	14.11	14.46
ROE	16.12	16.35	16.53	18.29	18.99
ROIC	29.85	32.66	33.06	47.08	39.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.05	48.95	51.13	50.26	49.87
净负债比率 (%)	1.20	0.96	0.97	0.89	0.80
流动比率	1.83	1.86	1.82	1.87	1.90
速动比率	1.56	1.61	1.51	1.65	1.59
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.67	0.67	0.67	0.69
应收账款周转率	1.29	1.49	1.49	1.46	1.48
应付账款周转率	1.44	1.68	1.62	1.55	1.61
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.60	0.66	0.83	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.75	0.52	0.98	0.32
每股净资产(最新摊薄)	3.32	3.64	4.01	4.52	5.08
估值比率					
PE (倍)	32.64	29.31	26.37	21.11	18.08
PB (倍)	5.26	4.79	4.36	3.86	3.43
EV_EBITDA (倍)	27.19	25.37	22.45	17.67	15.00

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com