

## 电气设备

2017年7月31日

# 国电南瑞 (600406)

## ——中报增速略超申万宏源预期，轨交助力公司打开成长空间

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入 (维持)**

市场数据： 2017年07月28日

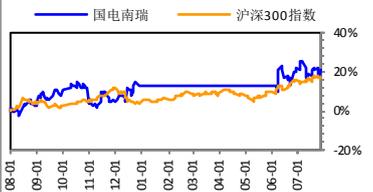
收盘价(元)	17.46
一年内最高/最低(元)	18.66/14.22
市净率	5.0
息率(分红/股价)	1.72
流通A股市值(百万元)	38513
上证指数/深证成指	3253.24 / 10437.94

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产(元)	3.49
资产负债率%	48.72
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：收购集团优质资产，电力设备综合巨头扬帆起航》  
2017/06/08

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

### 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
韩启明 A0230516080005  
hanqm@swsresearch.com

### 研究支持

郑嘉伟 A0230116110002  
zhengjw@swsresearch.com  
张雷 A0230117040007  
zhanlei@swsresearch.com

### 联系人

宋欢  
(8621)23297818×7409  
songhuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 事件：

- 7月28日国电南瑞发布2017年半年报，报告期内公司实现营业收入41.76亿元，同比增长10.03%；归属于母公司的净利润3.50亿元，同比增长24.68%，业绩增速略超申万宏源预期。

### 投资要点：

- **电网自动化内生增长优异，保障业绩稳健增长。**报告期内，公司电网自动化业务实现营业收入26.59亿元，同比增长17.15%，营业毛利率23.55%，小幅上升。其中，配电自动化、变电自动化等产品快速增长，调度自动化、用电自动化产品小幅增长。变电站自动化、用电自动化、调相机等产品在国网集招市场份额提升，开拓了巡检、运维、计量、次同步振荡站系统等新市场。我们认为电网自动化主业强势增长，证明了公司可持续的市场拓展能力。未来配电网建设加速、分布式发电推广、电力交易中心新建带来的诸多新需求，有望保障电网自动化业务持续增长。
- **工业控制(含轨道交通)业务是未来增量，有望助力公司打开成长空间。**发电及新能源方面，公司实现营业收入5.77亿元，同比下降16.09%，营业毛利率3.29%，主要受相关子行业市场竞争加剧、资金面紧张等不利影响。节能环保方面，公司实现营业收入4.60亿元，同比下降8.56%，营业毛利率28.14%，市占率、盈利能力稳定。工业控制(含轨道交通)方面，公司实现营业收入4.74亿元，同比增长44.02%，营业毛利率10.66%。公司地铁综合监控产品市场占有率稳定，地铁信息化和运维业务取得市场突破，同时积极开拓电气化铁路市场。国际市场业务方面，公司也在加快产品国际认证、市场布局 and 拓展。
- **ROE同比增长，费用管理卓有成效，现金流同比大幅改善，偿债风险较低。**报告期内，公司ROE达到4.13%，比去年同期增加0.48个百分点。公司费用控制成效显著，三费率持续降低。我们认为毛利率修复、销售收入增长持续提升仍有空间，看好公司短中期ROE继续上涨。公司经营活动产生的现金流入净额为-0.27亿元，资产负债表数据验证回款改善。公司本期流动比率和速动比率分别为1.82倍和1.51倍，基本维持稳定，存货周转率为1.48次，应收账款周转率为0.61次，同比均有提升，短期偿债风险较低。
- **维持盈利预测不变，维持“买入”评级：**公司传统电网自动化业务维持稳健增长，新业务例如工业控制(含轨道交通)业务增长迅速，集团资产注入工作有序推进。我们维持盈利预测不变，不考虑增发预计公司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25倍、21倍和18倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电网投资下滑或者建设速度放缓；海外业务推进不达预期

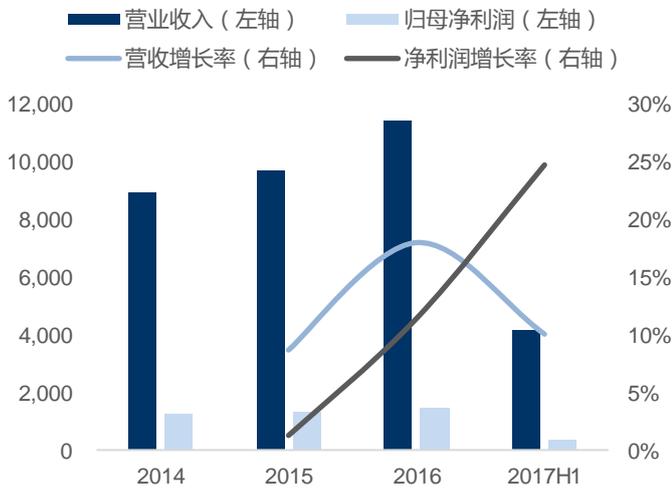
### 财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,415	4,176	13,305	15,048	16,982
同比增长率(%)	17.95	10.62	16.55	13.10	12.85
净利润(百万元)	1,447	350	1,701	2,064	2,425
同比增长率(%)	11.39	24.62	17.54	21.34	17.49
每股收益(元/股)	0.60	0.14	0.70	0.85	1.00
毛利率(%)	22.8	19.9	22.5	22.9	23.5
ROE(%)	16.4	4.1	16.1	16.4	16.1
市盈率	29		25	21	18

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  
2017H1营业收入和归母净利润增速未经追溯调整，与首段有差异

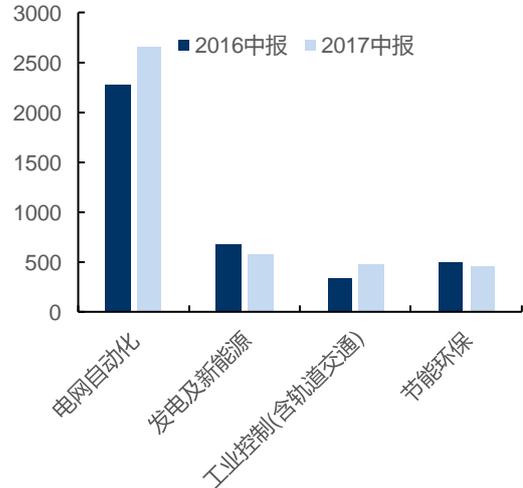
**业绩稳健增长，增速符合申万宏源预期。**报告期内，公司实现营业收入 41.76 亿元，同比增长 10.03%，归属于母公司净利润 3.50 亿元，同比增长 24.68%，增速符合申万宏源预期。（追溯调整后）

图 1：公司收入稳健增长（单位：百万元）



资料来源：公司定期报告，申万宏源研究

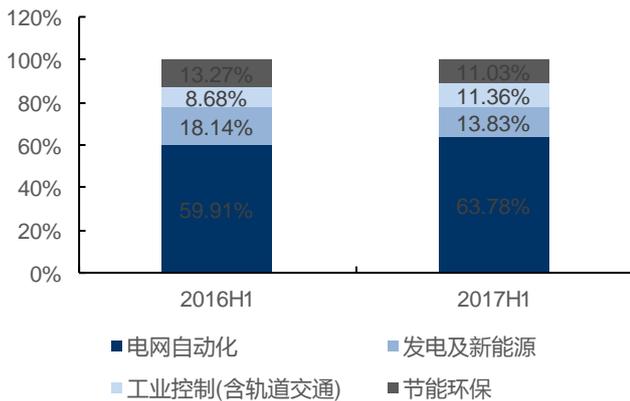
图 2：公司各主营业务总体健康发展（单位：百万元）



资料来源：公司定期报告，申万宏源研究

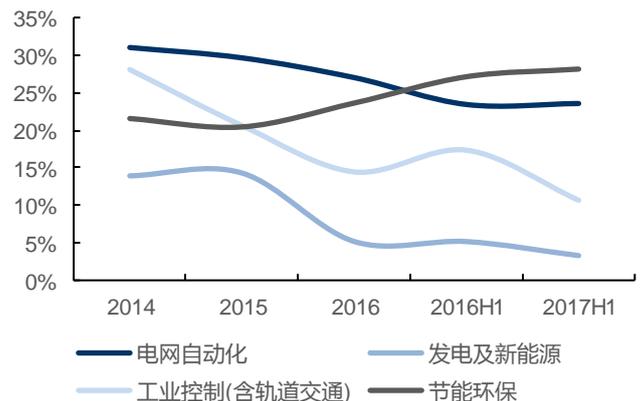
**收入构成总体维持稳定，毛利率具备向上修复空间。**公司收入构成维持稳定，电网自动化业务作为公司的传统优势业务占比仍旧最高，2017 年半年报占比达 63.78%；工业控制（含轨道交通）业务收入明显增长，占比提升至 11.36%。报告期内，公司产品综合毛利率 19.86%，同比下降 0.3 个百分点，各项主营业务毛利率总体有所下滑。我们认为 2017 年下半年公司毛利率具备向上修复空间。

图 3：公司业务收入占比稳定



资料来源：公司定期报告，申万宏源研究

图 4：毛利率有所下滑

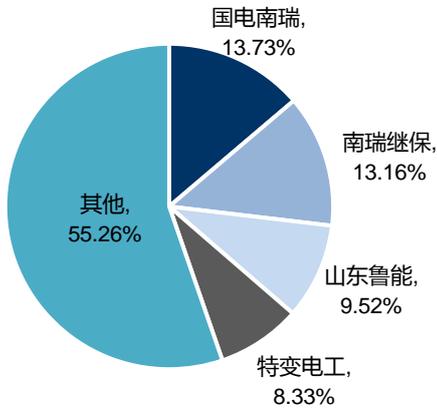


资料来源：公司定期报告，申万宏源研究

**电网自动化内生增长优异，保障业绩新增长。**报告期内，公司电网自动化业务实现营业收入 26.59 亿元，同比增长 17.15%，营业毛利率 23.55%，小幅上升。其中，配电自动化、变电自动化等产品快速增长，调度自动化、用电自动化产品小幅增长。变电站自动化、用电自动化、调相机等产品在国网集招市场份额提升，开拓了巡检、运维、计量、次同步振荡主站系统等新市场。我们认为电网自动化主业的强势增长凸显公司市场拓展能

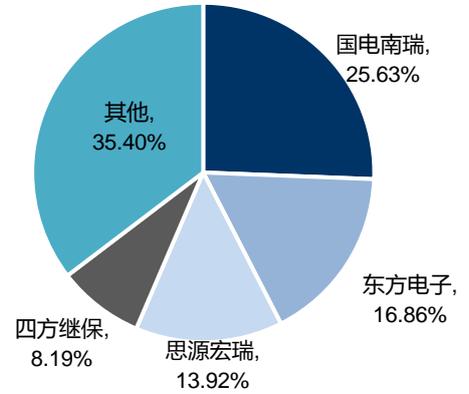
力，未来配电网建设继续加速，新能源、分布式发电带来电网安全稳定新要求，电改催生电力交易中心建设新需求有望保障电网自动化业务持续增长。

图 5：2016 年国网 FTU 各公司中标比例



资料来源：国网电子商务平台，申万宏源研究

图 6：2016 年国网 DTU 各公司中标比例

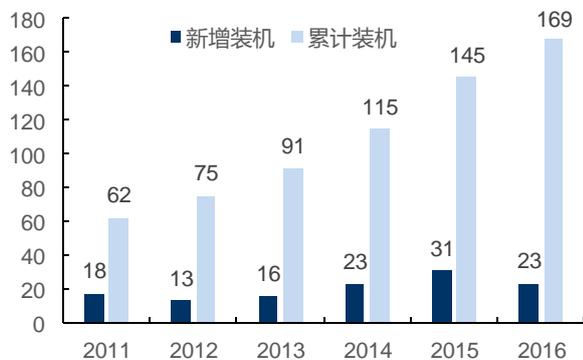


资料来源：国网电子商务平台，申万宏源研究

**发电及新能源业务下滑，下半年有望回升。**2017 年上半年公司实现发电及新能源业务营业收入 5.77 亿元，同比下降 16.09%，营业毛利率 3.29%。受相关子行业市场竞争加剧、行业资金面紧等不利影响，该业务的营业收入、盈利能力同比有所下降，同时本期投运项目硬件含量较高，毛利率较低。其中励磁系统、管件、干渣等传统发电业务市场占有率稳定，风功率预测等市场较快增长，光伏 EPC 总包市场竞争加剧利润下降，同时公司积极参与华东地区海上风电技术标准制定，为后续业务拓展奠定基础。

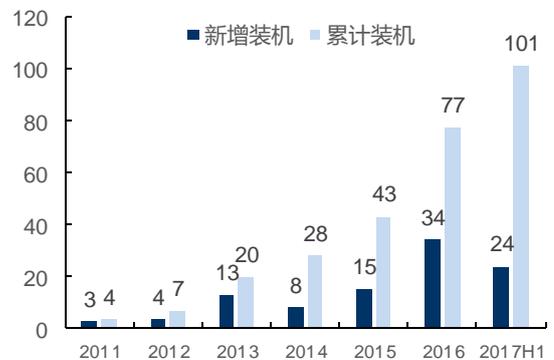
2017 年上半年，全国风电新增并网容量 6.01GW，较去年同期 7.74GW 降低 22.35%。上半年装机量下滑核心原因是“抢装机”改为“抢核准”，运营商投资节奏延后。进入下半年以后，风电装机进入传统的旺季，行业景气度有望回升。光伏方面，2017 年上半年新增装机量达到约 24GW，其中分布式光伏新增装机 7GW，为 2016 年同期新增规模的近 3 倍。预计 2017 年全年光伏装机量仍超预期，下半年公司发电及新能源业务有望回升。

图 7：历年风电装机情况 (GW)



资料来源：能源局，申万宏源研究

图 8：2017 年上半年光伏装机高增长 (GW)

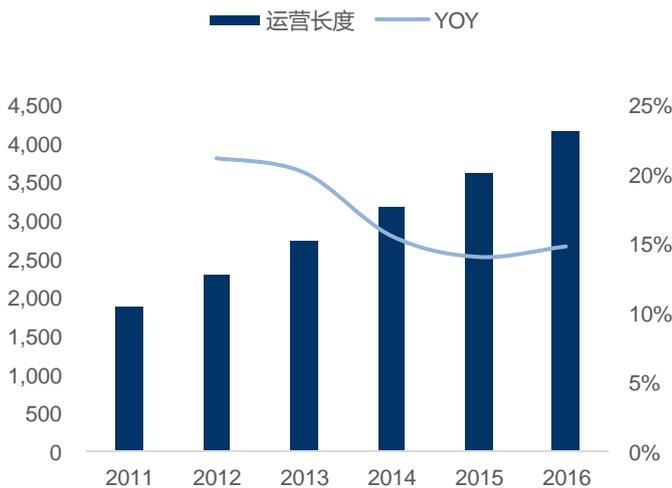


资料来源：能源局，申万宏源研究

**轨交行业持续景气，工业控制高速增长。**2017年上半年公司实现工业控制（含轨道交通）业务营业收入 4.74 亿元，同比增长 44.02%，营业毛利率 10.66%。该业务部分项目按投运进度集中投运，宁和城际大单开始确认，带动收入快速增长，同时总包项目拉低整体毛利率。公司积极开拓电气化铁路市场，首次中标铁总招标高铁客运专线牵引综合自动化系统。报告期内公司地铁综合监控产品市场占有率稳定，地铁信息化和运维业务取得市场突破，中标宁波、重庆等轨道综合监控及哈牡铁路综合自系统等项目，承接北京燕房线资产运维管理信息系统和全自动运行系统及运维管理平台设备集成项目。

2016年5月，发改委和交通运输部印发《交通设施重大工程建设三年行动计划》，指出2016-2018年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目，设计项目总投资约4.7万亿元，其中铁路新建扩建线路约2万公里，涉及投资约2万亿元，未来三年我国总新增城市轨道交通规划里程达到2385公里，投资额高达1.6万亿。公司是国内轨道交通自动化领域龙头企业，在国内市场占有率达40%以上。“十三五”期间轨道交通投资规模巨大，公司依靠自主研发的产品逐步形成轨交综合一体化解决方案，竞争优势持续加强，未来业绩增长空间可观。

图 9：2011-2016 年全国城市轨道交通运营长度（公里）



资料来源：中国城市轨道交通协会，申万宏源研究

图 10：2011-2016 年城市轨道交通投资总额（亿元）



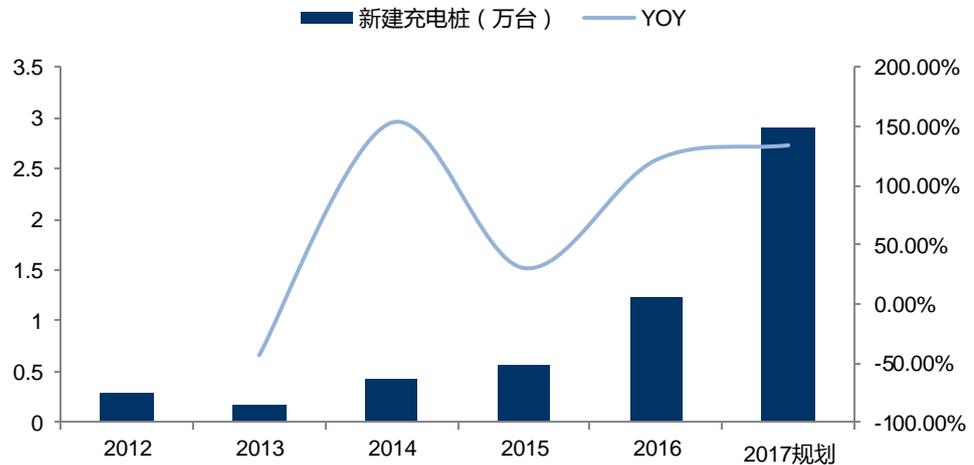
资料来源：中国城市轨道交通协会，申万宏源研究

**节能环保业务有序拓展，分享充电桩建设红利。**公司紧抓住国家节能环保产业发展机遇，积极培育电网节能、水处理、电动汽车充电等新业务，2017年上半年，公司节能环保业务营业收入 4.60 亿元，同比下降 8.56%，营业毛利率 28.14%。公司有序推进浙江、江苏等配网节能项目，同期线损产品市场取得良好成效，加大火电、石油石化、煤化工等领域废水处理市场拓展力度，积极参与电能替代市场，中标广州局南沙港高低压岸电系统，国网充换电设备集招中标份额第一，实现国家电动汽车互联互通项目平台 22000 余台充电桩接入，通用汽车充电桩实现批量化生产。

16 年国网建成充电桩 1.24 万台，2017 年计划建成 2.9 万台，复合增长率超 130%。国家电网规划到 2020 年建成充换电站 1 万座、充电桩 12 万台，南网“十三五”规划建成集中式充电站 674 座，公共分散式充电桩 2.5 万个。我们预计两网十三五期间总投资接

近 300 亿元，行业增长后劲十足，公司作为国网旗下主流充电设备供应商，稳定的国内市场占有率超过 35%，是国内、国际充电、换电的标准制定者和参与者。我们看好公司保持两网内招标份额领先地位，同时积极开拓社会市场驱动增长。

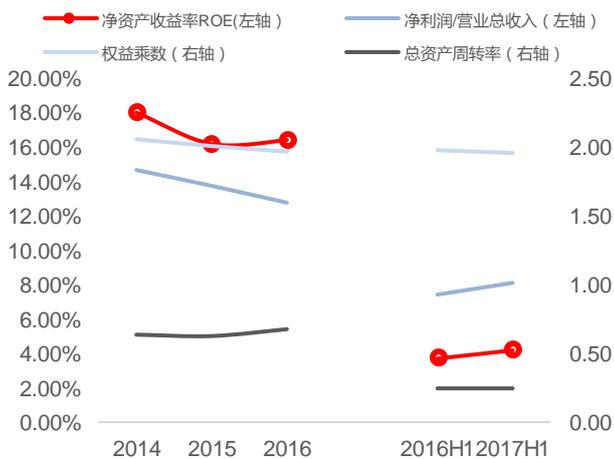
图 11：2017 年国家电网充电桩投资有望大幅增长



资料来源：国家电网社会责任报告，申万宏源研究

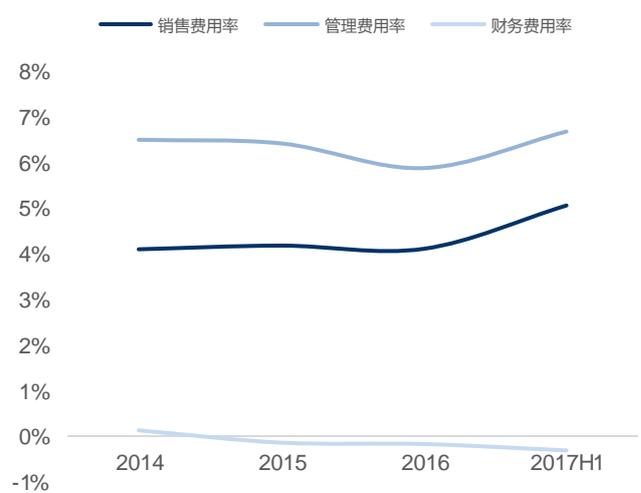
公司 ROE 同比增长，费用管理卓有成效。公司 2017 年半年报 ROE 达到 4.13%，同比上升 0.48 个百分点。公司费用控制成效显著，三费率持续降低。本报告期内，公司持续深化人财物集约化管理，优化企业负责人业绩指标体系和年度薪酬量化分配制度，开展“三去一补一降”，加强应收账款、税收管理及预算管控，提升资金使用效率，促进增收节支。尽管毛利率轻微下滑，费用管理加强仍促进 ROE 改善。我们认为毛利率修复、销售收入增长继续提升仍有空间，看好公司短中期 ROE 继续提升。

图 12：公司 ROE 同比提升



资料来源：公司定期报告，申万宏源研究

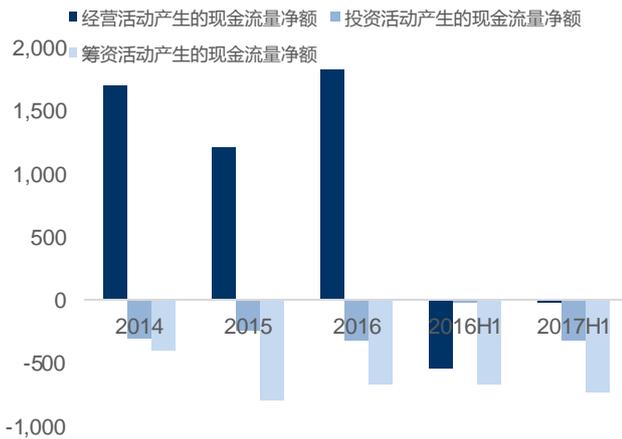
图 13：公司费用管理卓有成效



资料来源：公司定期报告，申万宏源研究

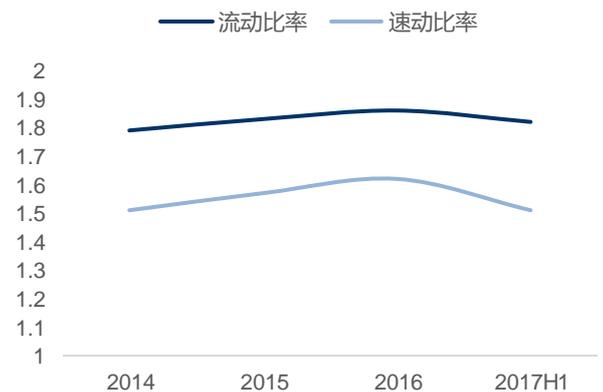
**现金流同比大幅好转，偿债风险低。**2017年半年报公司经营活动产生的现金流入净额为-0.27亿元，同比大幅改善，主要系公司本期收入增长、回款较好。同时投资活动本期支出较上期金额增多，主要系公司本期按合同约定支付宁和PPP项目公司投资款所致。公司本期流动比率和速动比率分别为1.82倍和1.51倍，基本维持稳定，存货周转率为1.48次，应收账款周转率为0.61次，同比均有提升，短期偿债风险较低。

图 14：现金流量好转（单位：百万元）



资料来源：公司定期报告，申万宏源研究

图 15：偿债能力强劲（单位：次）



资料来源：公司定期报告，申万宏源研究

**维持盈利预测不变，维持“买入”评级：**公司传统业务强势增长，新业务稳健拓展，集团资产注入有序进行。我们维持盈利预测不变，不考虑增发预计公司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24.9倍、20.5倍和17.5倍，维持“买入”评级。

**表 1：利润表**

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	8,907	9,712	11,415	13,305	15,048	16,982
二、营业总成本	7,659	8,431	10,033	11,625	12,990	14,502
其中：营业成本	6,484	7,262	8,815	10,318	11,606	12,994
营业税金及附加	65	75	68	80	90	102
销售费用	364	405	467	506	542	594
管理费用	577	625	669	705	737	798
财务费用	10	(16)	(22)	(23)	(42)	(54)
资产减值损失	158	79	35	41	58	68
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	188	206	208
三、营业利润	1,248	1,281	1,382	1,868	2,264	2,688
加：营业外收入	213	255	269	49	66	53
减：营业外支出	0	1	0	0	0	0
四、利润总额	1,461	1,536	1,650	1,917	2,329	2,741
减：所得税	160	207	199	207	255	304
五、净利润	1,301	1,328	1,451	1,709	2,075	2,437
少数股东损益	18	29	4	9	10	12
归属于母公司所有者的净利润	1,283	1,300	1,447	1,701	2,064	2,425
六、基本每股收益	0.53	0.53	0.60	0.70	0.85	1.00
全面摊薄每股收益	0.53	0.54	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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 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。