

# 国电南瑞(600406)

## 上市公司业绩稳定 注入资产优质订单丰富 买入(维持)

2017年07月30日

证券分析师 曾朵红

执业证书编号: S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 汪林森

010-66573527

wangls@dwzq.com.cn

### 投资要点

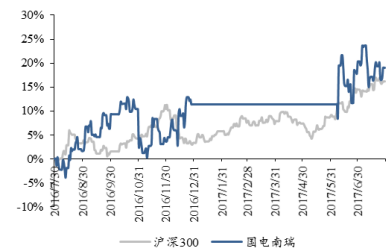
■ 公司2017上半年营收41.76亿元,同比增长10.03%,归母净利润3.50亿元,同比增长24.68%。公司发布2017年半年报,报告期内公司实现营业收入41.76亿元,同比增长10.03%;实现归属母公司净利润3.50亿元,同比增长24.68%,对应EPS为0.14元。其中2季度实现营业收入27.55亿元,同比增长15.95%,环比增长93.92%,环比高增长主要来自行业季节性影响;实现归属母公司净利润3.32亿元,同比增长24.49%,环比增长1757%,2季度对应EPS为0.14元。2017年公司计划实现营业收入125亿元,同比增长10%,发生营业成本97亿元,期间费用12亿元。

■ 电网自动化业务增速坚挺毛利率稳定。公司上半年电网自动化板块营收26.59亿元,同比增长17.15%,毛利率23.55%,同比增长0.13个百分点,上半年四个自动化板块中配电自动化和变电自动化业务增速较快,调度自动化和用电自动化产品小幅增长。从配电终端来看,17年第一批采购48877套,16年全年采购量31126套,说明国网加大了配电自动化领域的相关投资;变电自动化业务目前进行了三批招标,其中保护设备同比增长7%,监控类业务同比增长8%;调度自动化主要业绩贡献来自于地调D5000的更新,省调需要等待后续产品的下一轮升级;用电自动化业务中电表招标上半年进行了第一批,总计电表2100万只,重点产品710万个,16年第一批招标中电表3800万只,终端243万个,有一定程度的下滑。

■ 节能环保业务略有下滑,电网节能和充电业务潜力十足。节能环保板块营收4.60亿元,同比减少8.56%,毛利率28.14%,同比增加1.02个点,电网节能业务16年签订浙江、安徽等地区配电网节能改造设备、电能量提升等项目,17年上半年继续推进浙江和江苏的配网节能项目,节能业务主要面向系统内,由国网节能公司自行招标,价格好于国网统招,同时南瑞也在探索金融租赁模式开展配网的建设模式,值得持续关注。充电桩业务公司开展设备制造和运营,国网充换电设备集招的中标份额第一,实现国家电动汽车互联互通项目平台2.2万台充电桩接入。

■ 发电及新能源业务战略收缩,轨交板块总包大单确认营收大涨毛利率。发电及新能源板块包括风电\光伏\发电自动化设备,上年营收5.77亿元,同比减少16.09,毛利率3.29%,同比降低1.87个百分点,新能源行业市场竞争加剧,光伏总包EPC市场竞争加剧利润下滑,同时本期投运项目硬件含量较高毛利率较低。工控轨交板块营收4.74亿元,同比增长44.02%,毛利率10.66%,同比下降6.67个百分点,宁和城际大单开始确认,按投运进度集中确认业绩,17年有望持续高增长,同时总包项目拉低整体毛利率。此外今年公司中标宁波、重庆等轨道综合监控及哈牡铁路综自系统,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,在地铁综合监控产品市场占有率稳定。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.46
一年最低/最高价	13.97/18.46
市净率(倍)	4.96
流通A股市值(百万元)	38,512

### 基础数据

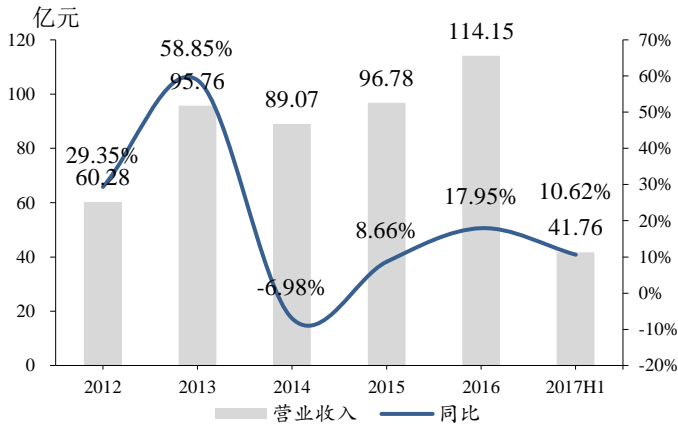
每股净资产(元)	3.49
资本负债率(%)	48.72
总股本(百万股)	2,429
流通A股(百万股)	2,206

### 相关研究

1. 历史性资产重组落地 新南瑞新版图新腾飞 -20170607
2. 业绩表现持续稳健 资产注入等待方案落地 -20170330

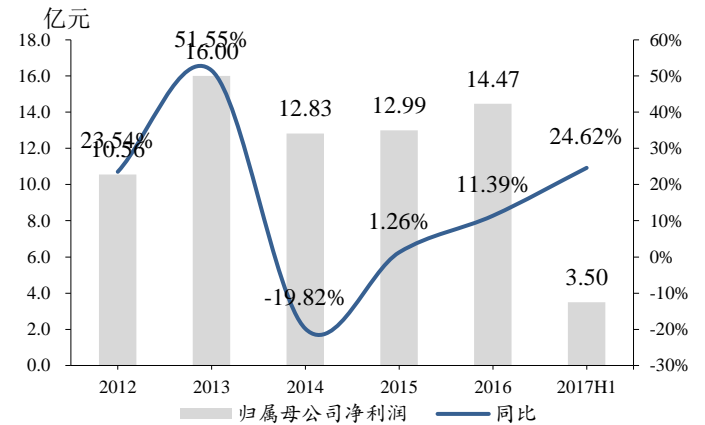
- **南瑞集团整体上市方案落地，南瑞继保和普瑞工程的直流业务订单丰富，2016-2020年4年时间努力实现翻番。**南瑞集团整体上市从09年开始市场就有所期待的，上半年公告了资产注入方案，集团的优质资产全部注入上市公司，可谓众望所归。此次交易标中最优质的资产就是南瑞继保和普瑞工程，目前南瑞继保和普瑞工程共同占领国内直流输电换流阀的50%市场，在国家电网公开中标的线路中有中标业绩6个换流站，若按照10个亿一个换流站来测算，在手订单60亿元。新南瑞品牌承载历史使命，未来新南瑞将加强业务上的整合，加强管理上的协同和精简管理层级，预计整体经营情况到2020年有望实现4年翻番，其中电力电子新业务和海外是主要增长点。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年国际业务占比达20%；大力发展新兴产业，2017年占比8%，至2020年业务占比达15%。
- **费用略有增长，经营现金流同比好转。**上半年公司销售费用为2.11亿元，同比增长11.81%，销售费用率5.04%，去年同期为4.99%；发生管理费用为2.78亿，同比增长3.68%，管理费用率6.66%，去年同期为7.10%；财务费用-0.14亿，同比减少2.24%，财务费用率-0.33%，去年同期为-0.37%。资产减值损失0.42亿元，同比上升13.5%，上半年公司有一次性其他收益0.61亿元贡献业绩，主要来自于会计政策的变更。公司预收账款为16.70亿元，同比降低5%；应收账款70.55亿元，同比减少1.69亿元；存货24.61亿元，较年初增加4.14亿元。现金流量方面，经营活动产生的现金流量净额本期金额为-0.27亿元，去年同期为-5.41亿元，经营现金流好转。
- **盈利预测与投资评级：**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17.46元计算，股本增厚至45亿股，对应市值785亿，对应估值19.3倍，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。

图表 1: 营业收入



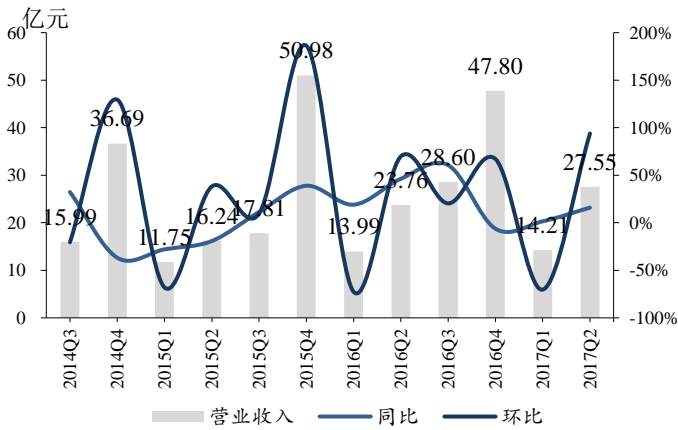
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 2: 归母净利润



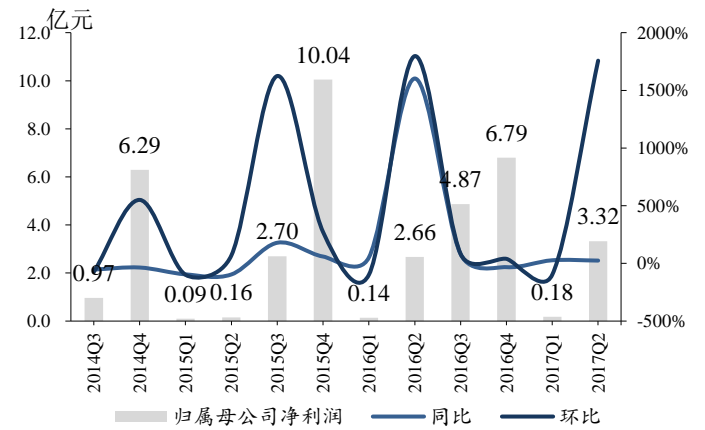
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 3: 营收按季度



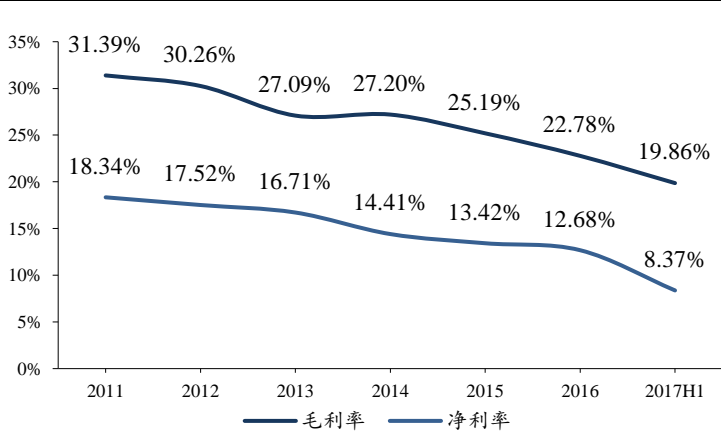
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 4: 归母净利润按季度



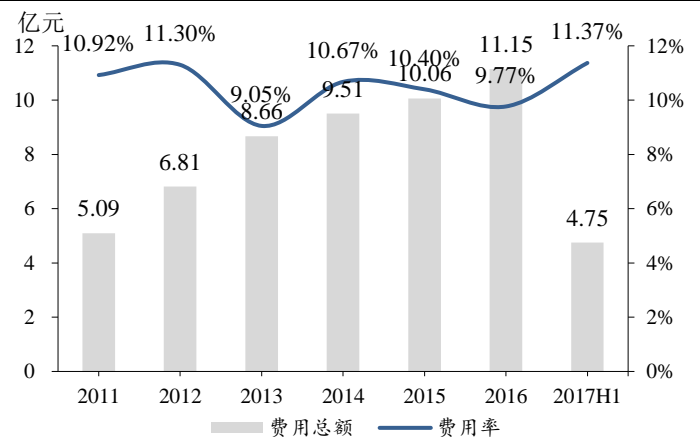
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 毛利率和净利率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 费用率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 公司运营情况

国电南瑞	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流(亿元)
2011	4.55%	6.52%	-0.15%	10.92%	31.39%	18.34%	124.07	124.01	4.35
2012	4.69%	6.66%	-0.05%	11.30%	30.26%	17.52%	117.36	156.18	5.60
2013	3.80%	5.16%	0.08%	9.05%	27.09%	16.71%	90.96	165.96	7.38
2014	4.08%	6.48%	0.11%	10.67%	27.20%	14.41%	115.69	247.22	16.93
2015	4.16%	6.40%	-0.16%	10.40%	25.19%	13.42%	105.71	249.53	12.03
2016	4.09%	5.86%	-0.19%	9.77%	22.78%	12.68%	85.66	214.45	18.24
2017H1	5.04%	6.66%	-0.33%	11.37%	19.86%	8.37%	121.24	296.49	(0.27)
2016H1	4.99%	7.10%	-0.37%	11.72%	20.17%	7.43%	137.88	328.59	(5.41)

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 公司分季度经营情况

国电南瑞	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	同比	环比
营业收入(亿元)	17.81	50.98	13.99	23.76	28.60	47.80	14.21	27.55	15.95%	93.92%
毛利率	29.08%	28.73%	16.06%	22.59%	26.67%	22.51%	15.47%	22.13%	-0.46%	6.66%
毛利润(亿元)	5.18	14.65	2.25	5.37	7.63	10.76	2.20	6.10	13.57%	177.42%
期间费用率	11.64%	7.31%	15.73%	9.36%	8.00%	9.28%	16.50%	8.72%	-0.64%	-7.78%
销售费用(亿元)	0.81	1.51	0.97	0.91	0.89	1.90	0.99	1.11	21.96%	12.29%
管理费用(亿元)	1.30	2.30	1.30	1.38	1.44	2.57	1.43	1.35	-1.70%	-5.09%
财务费用(亿元)	-0.03	-0.09	-0.07	-0.07	-0.05	-0.03	-0.07	-0.06	-3.36%	-11.78%
期间费用(亿元)	2.07	3.72	2.20	2.22	2.29	4.44	2.34	2.40	8.07%	2.48%
资产减值损失(亿元)	0.25	0.30	0.12	0.25	0.59	-0.62	-0.06	0.48	89.84%	-847.76%
营业利润(亿元)	2.74	10.15	-0.13	2.72	4.63	6.60	-0.15	3.68	35.35%	-2601.10%
营业外收入(亿元)	0.44	1.52	0.46	0.28	0.54	1.40	0.51	-0.35	-222.10%	-167.66%
利润总额(亿元)	3.19	11.67	0.33	3.00	5.17	8.00	0.36	3.33	11.03%	813.23%
所得税(亿元)	0.47	1.39	0.23	0.32	0.27	1.17	0.26	0.07	-79.21%	-74.86%
归属于母公司净利润(亿元)	2.70	10.04	0.14	2.66	4.87	6.79	0.18	3.32	24.49%	1757.17%
净利率	15.15%	19.70%	1.00%	11.21%	17.03%	14.21%	1.26%	12.04%	0.83%	10.78%
存货(亿元)	23.30	21.48	22.23	24.68	24.71	20.47	22.35	24.61	-0.29%	10.13%
股本	24.29	24.29	24.29	24.29	24.29	24.29	24.29	24.29		
EPS	0.11	0.41	0.01	0.11	0.20	0.28	0.01	0.14	24.49%	1757.17%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图标 9 国电南瑞三大财务预测表

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%
		1%	11%	18%	14%	14%

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	14,797	16,334	17,532	19,406	21,530	23,326

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	8.67%	8.00%	8.30%	8.83%	9.08%	9.55%
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	11.70%	9.78%	7.30%	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	51.21%	49.77%	48.65%	48.01%	47.86%	46.78%

数据来源: wind、东吴证券研究所

## 免责声明

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>

