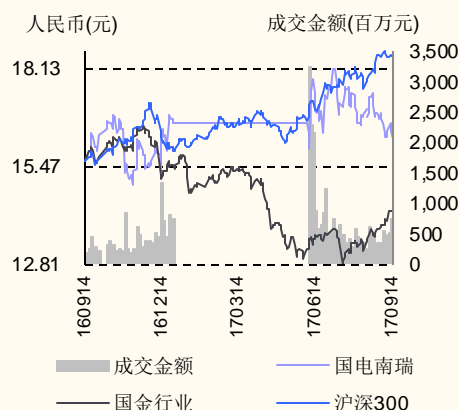


市场价格 (人民币): 16.22 元  
 目标价格 (人民币): 21.80-21.80 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,205.75
总市值(百万元)	39,397.62
年内股价最高最低(元)	18.14/14.96
沪深 300 指数	3829.96
上证指数	3371.43



## 从市场关心的八大热点问题再谈公司近期变化

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.535	0.596	0.703	0.817	0.936
每股净资产(元)	3.32	3.64	4.10	4.68	5.39
每股经营性现金流(元)	0.49	0.75	0.14	0.66	0.77
市盈率(倍)	31.18	27.91	23.09	19.87	17.33
行业优化市盈率(倍)	33.92	33.92	33.92	33.92	33.92
净利润增长率(%)	1.26%	11.39%	17.93%	16.21%	14.61%
净资产收益率(%)	16.12%	16.35%	17.14%	17.45%	17.37%
总股本(百万股)	2,428.95	2,428.95	2,428.95	2,428.95	2,428.95

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

注: 出于财务审慎性原则, 暂不考虑资产重组情况

### 投资逻辑

- **重组完成后将形成五大业务板块, 成就电网旗舰地位。**证监会近期受理了公司重大资产重组申请材料, 标志着重大资产重组行政流程正式启动。并购完成后, 公司将形成五大业务板块, 基本实现电网领域业务全覆盖, 并且在各板块都具有极强的市场竞争力, 影响力和竞争力均达到历史峰值。
- **配网自动化、电网安全稳定控制及电网信息通信将迎来大周期景气提升。**上半年配网自动化终端和主站招标数量同比去年全年分别增长 83.8% 和 81.2%, 2017 年全年和未来几年配网自动化将维持高景气周期。同时电网安全性、稳定性和可通信化的需求也将极大地拉动电网安全稳定控制和电网信息通信的需求。
- **轨交信号系统以及 EPC 等创新模式有望持续增厚公司轨交业绩。**轨交行业投资将逐步从一线城市下沉至二三线城市, 同时从沿海城市扩展至内陆城市, 三年 1.6 万亿轨交投资将极大助力轨交行业快速发展。公司现阶段正在相关机构积极为轨交信号系统进行备案, 产品本身已经在轨交部分细分市场具备市场化应用能力。同时公司也正在大力加强 EPC 工程总承包能力与资质建设, 积极探索 BT 等资本运作模式积极探索打开业绩增长空间。
- **海外业务和新兴业务均存亮点, 高速增长值得期待。**巴西美丽山特高压直流项目和英国设得兰柔直项目走出国门标志了国际市场对南瑞直流技术的认可。此外以 IGBT 智能制造、电力交易平台、电网节能为代表的一系列新兴业务蓄势待发。在整体低基数情况下, 海外和新兴业务高增长值得期待。
- **股权激励以及一系列体制机制改革创新将打造公司市场化能力。**在国改、混改的顶层政策设计下, 在国家电网的大力支持下, 我们判断公司资产重组完成后有极大的可能最终落实股权激励计划。在股权激励以及新的体制机制创新下, 公司活力和市场能力将会被充分调动, 将更有利于公司向网外和海外市场拓展, 助力业绩腾飞。

### 投资建议

- 上市公司 2017 到 2019 年公司净利润 17.1 亿、19.8 亿、22.7 亿。资产重组口径下, 2017 到 2019 年净利润 40.7 亿、49.2 亿、59.1 亿, 三年净利润复合增速 21.6%。维持买入评级, 目标价 21.8 元, 对应 2017 年 24x PE。

### 风险提示

- 电网投资不达预期、资产重组进度不达预期、公司海外业务进度不达预期。

### 相关报告

1. 《国电南瑞深度研究报告-集团重组打造电力旗舰, 多元布局成就千亿...》, 2017.8.8

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)60230214  
yaoy@gjzq.com.cn

邓伟

联系人  
(8621)60935389  
dengwei@gjzq.com.cn

## 内容目录

我们的观点.....	3
1、配网自动化景气度持续性如何? .....	4
2、除了配网自动化外, 电网领域还有哪些非常明确的快速增长点? .....	4
2.1 一个被忽略的增长点-电网安全稳定控制.....	4
2.2 信通公司将持续受益于电网信息通信行业高景气.....	5
3、变电自动化和调度自动化能否实现平稳增长? .....	5
3.1 地县一体化调度和新一代调度支持系统将接力变电自动化成长.....	5
3.2 变电自动化行业超预期发展, 将支撑配电自动化更好地与电网融合.....	5
4、公司未来组织架构的变化是否利于投标? .....	6
5、系统外业务(新兴业务)和海外业务的市场增量如何? .....	6
6、轨道交通业务是否会有大的突破? .....	7
7、公司股权激励、混改等体制机制改革是否能够推进? .....	8
8、考虑重组情况下, 公司近期的业绩到底怎么样? .....	8
9、风险提示.....	9

## 图表目录

图表 1: 配电网建设改造指导目标.....	4
图表 2: 电力信息通信发展的四大趋势.....	5
图表 3: 2014-2017 年继电保护招标情况.....	6
图表 4: 2014-2017 年变电站计算机监控系统招标情况.....	6
图表 5: 预计 2016 到 2023 年全球 HVDC 市场容量.....	7
图表 6: 我国城轨交通投资规模各分项占比情况.....	8
图表 7: 我国信息化系统各分项占比情况.....	8
图表 8: 上市公司合并前及合并后财务状况概览.....	9
图表 9: 上市公司和并购资产 2017 上半年业绩情况.....	9

## 我们的观点

公司重组完成后，将形成五大业务板块，实现了重组后，公司电网业务实现发电到用电、特高压到低压、一次到二次的全覆盖，同时已经实现了单纯设备销售向系统解决方案、EPC、PPP 等创新模式的转变。重组完成后，公司无论从业务的广度亦或是业务的市场竞争力皆为史上最强。未来配网自动化、电网安全稳定控制、电网信息通信等细分行业将呈现难得的景气提升，而公司传统的调度自动化和变电自动化也将持续平稳增长，在部分政策面驱动下也极有可能实现快速增长。以轨道交通和柔性直流输电项目为代表的系统外和海外业务有望保持高速增长，成为公司业绩新引擎。当前时点，公司股权激励等混合所有制改革预期强烈，如果股权激励能够落实，无论对业绩的长期增长还是公司的市场竞争力都将会产生极大地促进作用。

在此，我们公司基本面角度，集中回答市场较为关注的八大问题，希望能够对您的投资有所帮助。八大问题如下：

- 1、配网自动化景气度持续性如何？
- 2、除了配网自动化外，电网领域还有哪些非常明确的快速增长点？
- 3、变电自动化和调度自动化能否实现平稳增长？
- 4、公司未来组织架构的变化是否利于投标？
- 5、系统外业务（新兴业务）和海外业务的市场增量如何？
- 6、轨道交通业务是否会有大的突破？
- 7、公司股权激励、混改等体制机制改革是否能够推进？
- 8、考虑重组情况下，公司近期的业绩到底怎么样？

## 1、配网自动化景气度持续性如何？

配网自动化景气度好，未来还会一直好。从今年上半年起，我们就已经多次提出“电网投资看配网，配网投资自动化更优”的电力设备投资逻辑，我们坚定认为 2 万亿美元的配网投资是可以实现的，前两年配网一次设备投资先行，投资规模也较大，而二次设备投资停滞不前，但未来自动化、智能化、信息化一定是我国配电网的发展方向，所以我们坚定认为配网自动化、信息化建设会是绝对的配网投资新一轮重点。对于国电南瑞而言，2017 年必是一个大的业绩拐点年。上半年在价值量相对比较低的终端产品中，南瑞系总计中标 10% 排名第一，此外南瑞系在价值量达到千万级别的 29 套主站中标已经超过 50%（其中南京控制 15 套，北京科东 13 套，南瑞继保 6 套，电研华源 2 套），将有效增厚公司业绩。主站平台向来有技术壁垒高，安全稳定要求高等特点，竞争格局非常明晰，有资格参与的厂商很少，南瑞系份额历来最高。为了更简明扼要说明持续性这个问题，可以参考我国配网自动化覆盖率指标，2014 年我国配网自动化覆盖率仅为 20%，2020 年的目标是达到 90%，所以配网自动化建设道路还很长，配网自动化进入的显然是一个大的景气周期。

图表 1：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	%	99.80	99.85	99.88
乡村	%	99.16	99.45	99.72
2. 用户年均停电时间	小时	57.0	27.0	15.7
其中：中心城市（区）	小时	4.4	2.6	1.0
城镇	小时	17.5	13.2	10.0
乡村	小时	73.6	48.0	24.0
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	97.00
4. 110 千伏及以下线损率	%	6.2	6.1	6.0
5. 高压配电网容载比		2.01		1.8-2.2
6. 乡村户均配变容量	kVA	1.55	1.8	2.0
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》、国金证券研究所

## 2、除了配网自动化外，电网领域还有哪些非常明确的快速增长点？

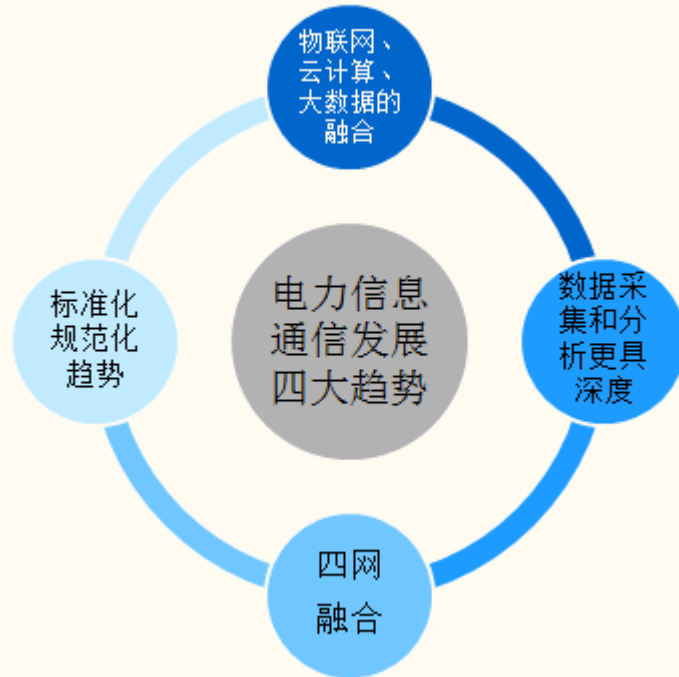
### 2.1 一个被忽略的增长点-电网安全稳定控制

电网稳定控制是大电网概念，占据了电网稳定、安全的制高点，掌握了电网稳控技术和市场对于下游很多产品的应用有着相当重要的作用，现阶段在该领域国电南瑞、四方、南瑞继保各占 30%。这项技术是在调度主站平台基础上进行开发的，需要调用很多电网运行潮流和调度数据。变电自动化、调度自动化、配网自动化、用电自动化均属于智能电网的概念范畴，未来随着智能电网建设的大力推进，电网系统将会变得越来越复杂，电网稳控势必非常重要，所以我们同样看好公司该业务的发展，一般电网稳定控制的使用周期在 5-10 年，陆陆续续的产品更迭也将进一步扩大该市场空间。

## 2.2 信通公司将持续受益于电网信息通信行业高景气

我们认为产业融合趋势将深刻改变电网信息通信行业，电力信息通信正广泛应用于智能电网领域，未来随着电网可通信化、自动化、智能化的发展，并伴随着电网复杂程度的提升、可再生能源的接入、充放电设施的快速发展以及互动用电的实现，智能电网对电力信息通信提出了更高的要求。这就要求电力信息通信更多地与电信、互联网、大数据等一系列技术进行深度的融合。信通公司是国家能源局信息安全等级保护测评中心第三实验室的支撑单位，是支撑智能电力信息通信系统建设的核心队伍，在电力信息安全、信息通信综合监管等领域均处于国内领先地位，将持续受益于行业的高景气。

图表 2：电力信息通信发展的四大趋势



来源：公司公告、国金证券研究所

## 3、变电自动化和调度自动化能否实现平稳增长？

### 3.1 地县一体化调度和新一代调度支持系统将接力变电自动化成长

国家电网总部有两套调度平台，南瑞和科东各一套，国网调度平台项目很大，需要一期一期进行迭代和升级，未来国网调度平台仍将持续进行一些模块功能的更新，相对而言需求最小。国电南瑞在网省的市场份额超过 70%，但同样在网省调度这个层面面临没有太多新增需求的局面。之前国网实施国调、网调、省调、地调和县调五级调度系统，后来国家电网调度体系由原来的五级调度向三级调度体系（即国调、省调、地县一体化调度）转变，由此催生了地县一体化调度中心的建设需求，现阶段中国规划的地县一体化调度中心有 300 余个，已经完成的地县一体化调度中心大致占三分之一，未来两年剩余 200 个调度中心将支撑公司调度系统的持续增长，所以地县一体化调度中心需求，将极有可能在未来两年集中爆发。

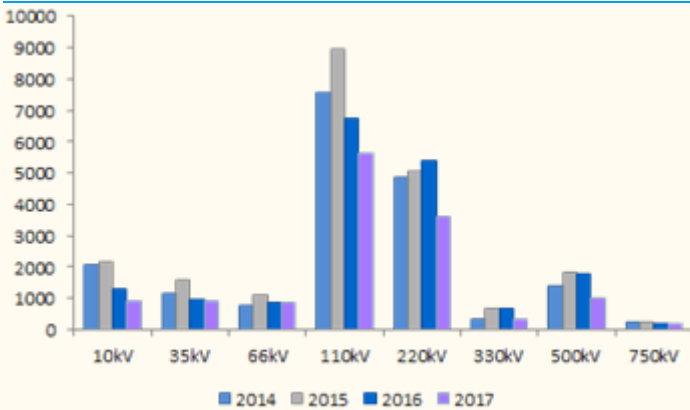
除此之外，近年来云计算、大数据等计算机新兴技术极大地提升了各行各业的效率，借此东风国网也正在研发新一代调度技术支持系统（包含云计算，并分别搭建总部和分部的云平台），预计明年下半年初步版本面世，届时国调、分部、省公司会启动试点，在试点当中分高的几家供应商会整体入围参与后期的正式产品招标。南瑞系作为调度自动化的绝对龙头，必将会充分受益其中。

### 3.2 变电自动化行业超预期发展，将支撑配电自动化更好地与电网融合

2015 年国家电网开始大力推行智能变电站，特别是 110kv 及以上电压需求很大，所以 2015 年是变电自动化大年。由于前一年出现的招标高点，2016 年整体变电自动化招标出现一定下滑，截止目前 2017 年已经进行了 4 批招标，前 4 批招标量（每年都有 6 批招标）非常客观，加上第五批、第六批的招标，2017 年继电保护和变电站计算机监控系统产品的招标量很可能接近 2015 年高点，大幅超出市场预期。2017 年南瑞继保和国电南瑞在继电保护和计算机监控产品均取得较高份额，所以变电自动化业务相对去年仍然会实现不小增长。

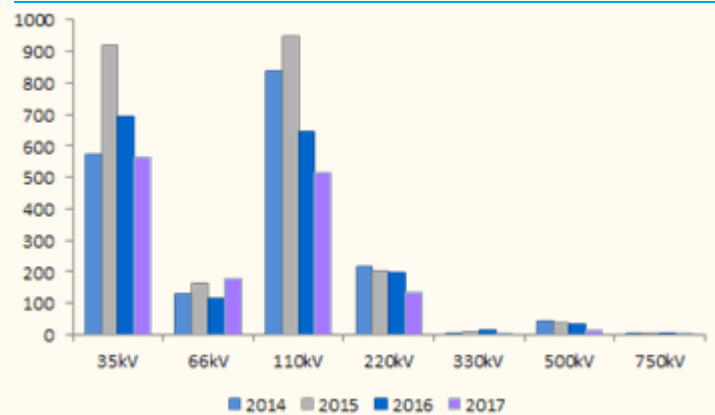
未来，伴随配网的大力建设，配网自动化需要和电网的自动化更好地进行技术上的融合，变电站自动化技术肯定得跟上。除此之外，市场依然存在一些与配网自动化的技术融合以及变电技术方案的更新改造需求。

图表 3：2014-2017 年继电保护招标情况



来源：国家电网电子商务平台、国金证券研究所

图表 4：2014-2017 年变电站计算机监控系统招标情况



来源：国家电网电子商务平台、国金证券研究所

#### 4、公司未来组织架构的变化是否利于投标？

公司在并购前，肯定已经充分考虑到了资产重组以及后续的组织架构调整带来的投标规则变化对公司业务特别是电网自动化业务的影响。我们判断本次重组的标的大都会以子公司形式出现在新国电南瑞体系中，因为这样的调整使子公司可以继续独立地参与各地区投标工作，不会影响南瑞集团之前总的份额。

另外国电南瑞还有电网、稳定、用电、变电公司、农配电等分公司，后续整合过程中也存在可能变成子公司分开进行财务核算，充分发挥组织、经营和投标的灵活性。

#### 5、系统外业务（新兴业务）和海外业务的市场增量如何？

实质上，对于所有国网下属企业来讲，国网总部年初都会对其制定各种业绩考核指标，这个考核就包括了系统外和海外业务的考核，而系统外和海外业务的指标都会分派下去，落实到各个子公司、分公司层面，所以不仅仅要完成一个具体的数字，甚至这个数字的系统内、系统外和海外的比例都会被严格考核。在过去的 2016 年，南瑞集团的海外业务占比大约为 8%，大约为 22.6 亿元左右，我们判断未来海外业务占比这项考核指标将持续向上抬升。在考核要求下，未来公司肯定会继续积极拓展国外及网外业务。

**海外业务：**我们依旧认为直流输电（包括柔直）可能会最先取得国际市场的普遍认可，英国设得兰柔直项目作为我国第一条海外柔直业绩备受关注，在过往的合作当中，南瑞继保以其技术领先、专业化的企业形象得到了英国国家电网的认可，未来南瑞继保作为直流技术（特高压和柔直）的国内领先公司必

将在海外拥有广阔的发展空间。全球第二大市场研究机构 Markets and markets 预计到 2023 年，HVDC 将增至 115.2 亿美元，这个市场规模可谓舞台宽广。

图表 5：预计 2016 到 2023 年全球 HVDC 市场容量



来源：Markets and markets、国金证券研究所

**新兴业务：**新兴业务中有部分是电力系统内非传统业务，也有部分完全是系统外的业务。总体来说这些新兴业务大多是刚处于起步阶段甚至全新的业务，其中包括轨道交通信号系统及信息化、IGBT 等智能制造、EPC 总包业务、电网运行检修自动化监控平台、增量配网、电力交易现货交易平台、电力中长期期货交易交易平台、能源管控、军工舰艇的变流器等。

1) 今年以来，我国电改推进进展还是可圈可点，国家发改委和能源局近期已经明确了 2018 年底前启动电力现货市场试运行，电力现货交易（日前交易、日内交易、实时交易）乃至未来的金融衍生品交易，必将极大带动电力现货交易和期货交易平台市场的发展。公司下属子公司北京科东（主要定位期货交易平台）和电网分公司（主要定位做现货交易平台）在电力交易平台市场份额极高，未来必将充分受益于该市场的集中爆发。

2) 另外南瑞集团旗下的节能分公司暂时还没有并入，所以公司还是以节能设备的销售为主，如果节能分公司能够顺利并入，也能分享未来景气程度高的配电网节能盛宴。

总体而言，各项新兴业务的布局大都围绕公司现有的研发基础和市场基础在开展，有比较强的技术延展性和市场资源的继承性，还是非常值得期待。

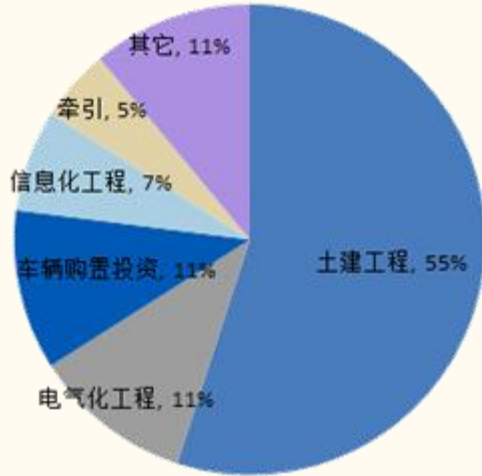
## 6、轨道交通业务是否会有大的突破？

现阶段我国轨道交通处于一个高速发展的阶段，未来我们认为轨交投资将逐步从一线城市下沉至二三线城市，同时从沿海城市扩展至内陆城市。这些城市的轨交建设将有力支撑我国轨道交通建设投资的快速增长。公司现阶段正在积极申请轨交信号系统相关部门的许可证，产品本身在轨交部分细分市场已经具备市场化应用能力，未来只要有了轨交信号系统具体应用业绩后，借助在行业内较强的商务合作关系，公司还是能很快切入到这个市场，毕竟公司在轨交行业耕耘多年并在监控系统取得了超过了 40% 的份额。除此之外南瑞也正在尝试一些地铁信息化以及地铁运维的业务，总体来讲这些业务都是偏软件的业务，无论是从技术研发一致性还是客户一致性的角度来看，公司在轨交业务肯定还是会有一番大的作为。

我国城市轨道交通建设投资规模当中，信息化工程大致占比 7%，以未来三年 16000 亿元的投入规模估算，信息自动化系统工程投资规模将达到 1120

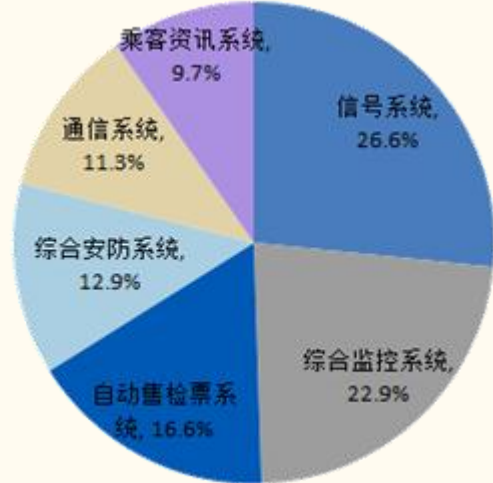
亿元。而在信息自动化系统中，信号系统占比 26.6%，综合监控系统占比 22.9%。则未来三年总共将直接产生 300 亿元城市轨道交通信号系统投资以及 257 亿元的综合监控系统投资。暂时不考虑信号系统，按照综合监控系统 30% 市场份额计算，公司平均每年有望新增订单 25 亿左右，业绩有望大幅增加。

图表 6：我国城轨交通投资规模各分项占比情况



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

图表 7：我国信息化系统各分项占比情况



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

## 7、公司股权激励、混改等体制机制改革是否能够推进？

8 月 9 日国网董事长舒印彪到南瑞集团调研指导工作，舒总重点指出：1) 南瑞利用重组加大体制机制改革创新力度；2) 抓紧市场机遇，在巩固系统内市场优势地位同时，加大系统外市场的力度 3) 深化人才引进机制创新，全面健全人才激励措施 4) 国网公司将在上市公司业绩兑现、员工股权激励试点、重点资质、重大科技项目牵头申报等方面给予全力支持。5) 提出南瑞集团实现三年内市值、产值“双千亿”的畅想。

我们对舒总讲话的解读如下：1) 南瑞继保市场化能力较强，通过本次并购南瑞集团可以吸收继保电气市场化运作经验，同时实现体制文化的转变，真正成为一家科技型上市公司。2) 支持南瑞集团开展轨交、工控、智能制造等新型网外业务的发展。3) 4) 明确提到了国家电网对公司实施员工股权激励等人才激励机制的大力支持，如果股权激励能够落实，无论是对业绩的长期增长还是市场情绪方面都会有极大地促进作用。4) 国网将继续在后续招标过程中给予大力的支持，该表态将保障公司未来网内业绩的较快增长。5) “双千亿”表明国网对南瑞集团的发展给予了非常高的期望，同时表露了国网打造中国“ABB”的殷切希望。

所以无论从国家的国改、混改的大方针，还是国网内部的大力支持来看，我们判断公司资产重组完成后有极大的可能最终落实股权激励计划。

## 8、考虑重组情况下，公司近期的业绩到底怎么样？

不考虑资产重组上市公司半年净利润同比增长 24%，从全年对上市公司的预期来看的话，半年报的业绩总体还是略超我们的判断。并购资产 2016 年净利润 18.42 亿是上市公司的 1.33 倍，而 2017 年上半年净利润 5.78 亿是上市公司的 1.65 倍，如果并购资产各个季度的净利润占比和上市公司相当的话，我们可以得到初步结论：并购资产净利润增速应该远大于 24%，说明并购资产 2017H1 的业绩增速也延续 2016 年全年净利润增速 34% 的高增速水平。



基于上半年良好的业绩表现，我们预测公司 2017 年考虑合并后公司的净利润增速在 20-25%之间，如果电网招标超预期的话，业绩甚至可能略超预期。

图表 8：上市公司合并前及合并后财务状况概览

	重组前			重组后		
	2017H1	2016	2015	2017H1	2016	2015
总资产	1668207.23	1753238.61	1633382.23	4183325.11	4350539.70	4259428.4
净资产	847133.62	885044.25	805908.33	1937493.14	1914598.68	1927347.61
营业收入	417596.54	1141528.3	971155.52	879133.41	2824837.79	2350158.54
营业利润	35301.76	138226.06	128097.51	106762.12	343829.30	284614.41
归母净利润	34957.98	144717.65	129950.34	92715.32	328952.78	267122.28
净资产收益率	4.13%	16.35%	16.12%	4.79%	17.18%	13.86%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9：上市公司和并购资产 2017 上半年业绩情况



来源：公司公告、国金证券研究所

## 9、风险提示

电网投资不达预期、资产重组整合进度不达预期、公司海外业务进度不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
主营业务收入	8,907	9,678	11,415	13,403	15,763	18,621	货币资金	3,901	4,162	4,721	4,900	5,914	7,525	
增长率		8.7%	18.0%	17.4%	17.6%	18.1%	应收款项	7,040	8,031	8,289	9,532	10,997	12,668	
主营业务成本	-6,484	-7,240	-8,815	-10,348	-12,275	-14,585	存货	2,104	2,148	2,047	2,211	2,421	2,757	
%销售收入	72.8%	74.8%	77.2%	77.2%	77.9%	78.3%	其他流动资产	430	483	747	789	810	825	
毛利	2,423	2,438	2,600	3,055	3,488	4,035	流动资产	13,475	14,824	15,803	17,432	20,141	23,775	
%销售收入	27.2%	25.2%	22.8%	22.8%	22.1%	21.7%	%总资产	91.1%	90.9%	90.1%	91.1%	92.4%	93.6%	
营业税金及附加	-65	-75	-68	-80	-95	-112	长期投资	58	56	54	56	59	64	
%销售收入	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	531	592	588	543	488	437	
营业费用	-364	-402	-467	-547	-642	-752	%总资产	3.6%	3.6%	3.4%	2.8%	2.2%	1.7%	
%销售收入	4.1%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%	无形资产	387	409	420	419	416	420	
管理费用	-577	-619	-669	-783	-914	-1,076	非流动资产	1,322	1,475	1,730	1,698	1,653	1,618	
%销售收入	6.5%	6.4%	5.9%	5.8%	5.8%	5.8%	%总资产	8.9%	9.1%	9.9%	8.9%	7.6%	6.4%	
息税前利润 (EBIT)	1,417	1,342	1,395	1,645	1,838	2,095	<b>资产总计</b>	<b>14,797</b>	<b>16,299</b>	<b>17,532</b>	<b>19,130</b>	<b>21,794</b>	<b>25,392</b>	
%销售收入	15.9%	13.9%	12.2%	12.3%	11.7%	11.3%	短期借款	492	98	82	292	0	0	
财务费用	-10	15	22	87	102	139	应付款项	7,009	7,900	8,068	8,229	9,651	11,349	
%销售收入	0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	其他流动负债	39	95	362	465	581	746	
资产减值损失	-158	-79	-35	-77	-11	-12	流动负债	7,540	8,093	8,512	8,986	10,232	12,095	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	38	55	70	79	83	89	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>7,578</b>	<b>8,148</b>	<b>8,582</b>	<b>9,065</b>	<b>10,314</b>	<b>12,184</b>	
营业利润	1,248	1,278	1,382	1,655	1,929	2,222	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,147</b>	<b>8,058</b>	<b>8,850</b>	<b>9,960</b>	<b>11,367</b>	<b>13,086</b>	
营业利润率	14.0%	13.2%	12.1%	12.3%	12.2%	11.9%	少数股东权益	71	93	100	105	112	122	
营业外收支	213	254	268	290	320	354	<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,797</b>	<b>16,299</b>	<b>17,532</b>	<b>19,130</b>	<b>21,794</b>	<b>25,392</b>	
税前利润	1,461	1,532	1,650	1,945	2,249	2,576	<b>比率分析</b>		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利润率	16.4%	15.8%	14.5%	14.5%	14.3%	13.8%	<b>每股指标</b>							
所得税	-160	-207	-199	-233	-259	-294	每股收益	0.528	0.535	0.596	0.703	0.817	0.936	
所得税率	10.9%	13.5%	12.1%	12.0%	11.5%	11.4%	每股净资产	2.943	3.317	3.644	4.100	4.680	5.388	
净利润	1,301	1,325	1,451	1,712	1,990	2,282	每股经营现金净流	0.695	0.493	0.749	0.137	0.662	0.765	
少数股东损益	18	26	4	5	7	9	每股股利	0.160	0.270	0.300	0.300	0.300	0.300	
归属于母公司的净利润	1,283	1,299	1,447	1,707	1,983	2,273	<b>回报率</b>							
净利率	14.4%	13.4%	12.7%	12.7%	12.6%	12.2%	净资产收益率	17.95%	16.12%	16.35%	17.14%	17.45%	17.37%	
							总资产收益率	8.67%	7.97%	8.25%	8.92%	9.10%	8.95%	
							投入资本收益率	16.36%	14.06%	13.58%	13.98%	14.17%	14.05%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	-6.98%	8.66%	17.95%	17.41%	17.61%	18.13%	
							EBIT增长率	-14.24%	-5.31%	4.01%	17.88%	11.71%	14.02%	
							净利润增长率	-19.82%	1.26%	11.39%	17.93%	16.21%	14.61%	
							总资产增长率	11.47%	10.16%	7.57%	9.11%	13.92%	16.51%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	250.7	253.0	217.4	210.0	204.0	197.0	
							存货周转天数	117.3	107.2	86.9	78.0	72.0	69.0	
							应付账款周转天数	255.6	253.3	216.7	215.0	213.4	212.8	
							固定资产周转天数	20.6	19.5	17.8	13.7	10.5	8.1	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-47.23%	-49.86%	-51.82%	-45.78%	-51.51%	-56.97%	
							EBIT利息保障倍数	140.6	-86.7	-64.4	-18.8	-18.0	-15.1	
							资产负债率	51.21%	49.99%	48.95%	47.39%	47.33%	47.98%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	19	19	19
增持	0	1	7	9	10
中性	0	0	1	2	2
减持	0	0	1	1	1
评分	1.00	1.25	1.43	1.52	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

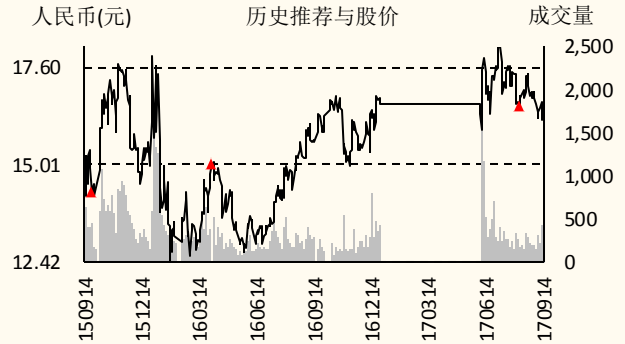
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-09-25	增持	14.92	16.00~16.00
2	2016-04-05	买入	14.78	18.00~18.00
3	2017-08-08	买入	16.66	21.80~21.80

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD