

投资评级 **买入** 维持

各项业务表现优异,资产注入有望年内再启动

股票数据

6个月内目标价(元)	21.00
08月24日收盘价(元)	15.60
52周股价波动(元)	12.18-18.17
总股本/流通A股(百万股)	2429/2206
总市值/流通市值(百万元)	37892/34410

主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	24.6	21.9	19.1
市净率	4.0	3.4	2.9
市销率	3.30	2.92	2.57
EV/EBITDA	19.2	16.8	14.0
分红率(%)	—	—	—

相关研究

《资产注入,成就百亿市值成长之路》
2016.07.31

《中期业绩向好,资产注入节点渐进》
2016.07.12

《业绩稳定增长,节能环保业务亮眼》
2016.04.05

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.3	20.8	21.1
相对涨幅(%)	7.1	12.6	12.4

资料来源:海通证券研究所

分析师:牛品

Tel:(021)23219390

Email:np6307@htsec.com

证书:S0850511060001

分析师:房青

Tel:(021)23219692

Email:fangq@htsec.com

证书:S0850512050003

联系人:张向伟

Tel:(021)23154141

Email:zxw10402@htsec.com

投资要点:

- **2016年上半年营收同比增长34.86%,归母净利润同比增长1025.43%。**2016年上半年,公司实现营业总收入37.75亿元,同比增长34.86%;归母净利润2.81亿元,同比增长1025.43%;综合毛利率20.09%,同比增长3.96个百分点;实现稀释每股收益0.12元。
- **公司各项业务均实现较快增长。**2016年上半年,公司各项主营业务均实现较快增长,其中:电网自动化业务营收22.49亿元,同比增长25.68%;发电及新能源业务营收6.87亿元,同比增长31.41%;节能环保业务营收5.03亿元,同比增长43.06%;工业控制(含轨道交通)业务营收3.29亿元,同比增长157.03%。
- **毛利率大幅提升&去年基数较低致净利润增速远超营收增速。**报告期内,公司净利润增速远超营收增速,主要源于:1)占比较大的电网自动化业务毛利率大幅提升8.64个百分点,达到23.48%,主要源于高端产品投运占比提升;2)去年同期净利润基数较低。
- **电网自动化业务表现优异。**2016年上半年,公司电网自动化业务营收22.49亿元,同比增长25.68%,毛利率23.48%,同比增长8.64个pct。公司在国网集招市场继续保持稳定份额,首次中标特高压1000kV自动化设备、特高压调相机二次配套设备,完成江苏“源网荷”互动协调控制系统、西北分部智能调控系统提升及河北“四表合一”集抄系统、20套地调主调及备调等重大项目。此外,公司在南网市场取得突破,中标南网总调备、220kV及500kV变电站自动化系统年度框架、用电信息主站等项目。
- **资产注入有望年内再启动,公司市值有再翻倍空间。**2013年11月,南瑞集团出具承诺函,承诺将在重组完成后(2013-12-30)3年之内解决普瑞特高压、中电普瑞、南瑞继保与公司之间的同业竞争问题。我们认为,2016-2017年公司有望再次启动资产注入,南瑞集团有望通过公司的平台实现整体上市。截至2015年末,南瑞集团营业总收入238.54亿元,净利润28.37亿元,收入、净利润是公司的两倍多,随着集团资产注入,公司市值有翻倍可能。
- **盈利预测与投资建议。**不考虑资产注入下,我们预计2016-2018年公司净利润同比增长12.41%、14.49%、13.01%;每股收益0.60、0.69、0.78元。我们认为公司2017年之前启动资产重组的概率较大,考虑到拟注入资产质量优良、净利润高于公司,公司可享受高于行业平均的估值水平。给予公司2016年30-35倍估值,合理估值区间为18.00-21.00元/股,“买入”评级。

- **主要不确定因素。**南瑞集团延后履行资产整合承诺的风险。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	8907.00	9678.01	10950.06	12443.56	14082.80
(+/-)YoY(%)	-6.98%	8.66%	13.14%	13.64%	13.17%
净利润(百万元)	1283.06	1299.22	1460.48	1672.12	1889.59
(+/-)YoY(%)	-19.82%	1.26%	12.41%	14.49%	13.01%
全面摊薄EPS(元)	0.53	0.53	0.60	0.69	0.78
毛利率(%)	27.20%	25.19%	25.02%	24.73%	24.54%
净资产收益率(%)	17.95%	16.12%	15.34%	14.94%	14.45%

资料来源:公司年报(2014-2015),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

事件：

2016 年上半年营收同比增长 34.86%，归母净利润同比增长 1025.43%。2016 年上半年，公司实现营业总收入 37.75 亿元，同比增长 34.86%；归母净利润 2.81 亿元，同比增长 1025.43%；综合毛利率 20.09%，同比增长 3.96 个百分点；实现稀释每股收益 0.12 元。

点评：

公司各项业务均实现较快增长。2016 年上半年，公司各项主营业务均实现较快增长，其中：电网自动化业务营收 22.49 亿元，同比增长 25.68%；发电及新能源业务营收 6.87 亿元，同比增长 31.41%；节能环保业务营收 5.03 亿元，同比增长 43.06%；工业控制（含轨道交通）业务营收 3.29 亿元，同比增长 157.03%。

毛利率大幅提升&去年基数较低致净利润增速远超营收增速。报告期内，公司净利润增速远超营收增速，主要源于：1）占比较大的电网自动化业务毛利率大幅提升 8.64 个百分点，达到 23.48%，主要源于高端产品投运占比提升；2）去年同期净利润基数较低。

新产品、新技术带来持续看点。报告期内，公司多项产品、技术取得突破，为公司未来发展提供新的动力，主要包括：完成虚拟同步机、新型同步调相机、需求侧资源优化协调、微电网互动服务支撑平台、电动汽车与电网双向互动等核心技术产品；基于服务管理中心的广域运维系统、特高压直流电网系统保护、港口岸电综合管理系统等研发持续推进；计算机联锁系统顺利通过劳氏亚洲铁路安全完整性等级 SIL4 认证证书。

分业务来看：

电网自动化：特高压产品持续拓展，南网市场取得突破。2016 年上半年，公司电网自动化业务营收 22.49 亿元，同比增长 25.68%，毛利率 23.48%，同比增长 8.64 个 pct。公司在国网集贸市场继续保持稳定份额，首次中标特高压 1000kV 自动化设备、特高压调相机二次配套设备，完成江苏“源网荷”互动协调控制系统、西北分部智能调控系统提升及河北“四表合一”集抄系统、20 套地调主调及备调等重大项目。此外，公司在南网市场取得突破，中标南网总调备、220kV 及 500kV 变电站自动化系统年度框架、用电信息主站等项目。

发电及新能源业务：SFC、海上风电进展迅速。报告期内，公司发电及新能源业务实现营收 6.87 亿元，同比增长 31.41%，毛利率 5.16%，同比下降 10.58 个 pct，毛利率下滑主要源于竞争加剧&本期投运项目硬件含量较高。公司抽水蓄能变频启动装置（SFC）拓展得力，陆续签订阜宁、东沟农光互补、湖北光伏扶贫等多个光伏项目；同时，公司海上风电设备业务确定良好拓展，中标东台 200MW 海上风电工程电气二次设备项目，获得中国北车主控、变流、变桨设备订单，成为国内首家风电三大核心设备供应商。

节能环保业务：充电桩产品表现亮眼。报告期内，公司节能环保业务营收 5.03 亿元，同比增长 43.06%，毛利率 27.12%，同比增长 10.58 个 pct。公司充电桩产品表现亮眼，2016 年两批次充电设备招标中，公司及子公司国电南瑞南京控制系统中标约 1.44 亿元，市占率约 11%；若进一步考虑集团下属普瑞特高压，则合计中标金额达到约 2.43 亿元。目前公司充电桩产品已落地苏州金鸡湖、无锡新安、宜兴、嘉兴芦花荡等水上服务区岸电项目及广州路灯景观照明项目。电网节能业务方面，公司签订了浙江、安徽等多地配电节能改造设备、电能量提升等项目。

工业控制（含轨交）业务高速增长。报告期内，公司工业控制（含轨交）营收 3.29 亿元，同比增长 157.03%，毛利率 17.33%，同比大幅下降 18.18 个 pct，主要源于本期投运项目毛利率较低。公司中标贵阳轨交 1 号线、长沙轨交 3 号线、宁高城际禄口新城南至南淳段等多个综合监控系统项目，在铁路监控系统方面亦取得良好拓展。

期间费用率大幅下降。报告期内，公司期间费用率 11.72%，同比大幅下降 3.52 个百分点，其中销售费用率和管理费用率分别大幅下降 1.08 和 2.18 个百分点，主要源于费用增长幅度小于营收增长幅度。

表 1 国电南瑞主要财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入 (亿元)	17.81	50.98	13.99	23.76
综合毛利率 (%)	29.08	28.74	16.06	22.59
期间费用率 (%)	11.64	7.31	15.73	9.36
净利润率 (%)	15.26	20.16	0.75	11.27
经营活动净现金流/营业收入 (%)	17.17	27.55	-55.06	9.64

资料来源: WIND, 海通证券研究所

资产负债表各主要指标正常。

表 2 国电南瑞资产负债表主要指标

	指标	数值	同比去年同期变动
2016 年上半年	应收账款 (亿元)	68.86	9.01%
	应付账款 (亿元)	52.15	12.44%
	预付账款 (亿元)	6.69	62.42%
	预收账款 (亿元)	17.56	55.58%
	存货 (亿元)	24.68	14.46%

资料来源: 公司 2015-2016 年中报, 海通证券研究所

未来预判:

资产注入有望年内再启动, 公司市值有再翻倍空间。2013 年 11 月, 南瑞集团出具承诺函, 承诺将在重组完成后 (2013-12-30) 3 年之内解决普瑞特高压、中电普瑞、南瑞继保与公司之间的同业竞争问题。我们认为, 2016-2017 年公司有望再次启动资产注入, 未来南瑞集团有望通过公司的平台实现整体上市。截至 2015 年末, 南瑞集团总资产 427.70 亿元, 净资产 222.60 亿元, 营业总收入 238.54 亿元, 净利润 28.37 亿元。集团目前的收入、净利润是公司的两倍多, 随着集团资产的注入, 公司市值有再翻倍可能。

盈利预测与投资建议。不考虑资产注入的情况下, 我们预计, 2016-2018 年公司净利润同比分别增长 12.41%、14.49%、13.01%; 每股收益为 0.60 元、0.69 元、0.78 元。我们认为公司 2017 年之前启动资产重组的概率较大, 考虑到拟注入资产质量优良、净利润高于公司, 公司可享受高于行业平均的估值水平。给予公司 2016 年 30-35 倍估值, 合理估值区间为 18.00-21.00 元/股, “买入”评级。

主要不确定因素。行业政策发生变动的风险, 产品技术创新风险, 南瑞集团延后履行资产整合承诺的风险。

表 3 同业估值水平

	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (X)			
			2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	
000400.SZ	许继电气	9.76	79.37	0.42	0.54	0.63	23.24	18.21	15.59
601126.SH	四方股份	15.75	158.81	0.71	0.88	1.15	22.04	17.83	13.71
002339.SZ	积成电子	17.12	64.87	0.38	0.46	0.56	45.05	37.51	30.79
行业平均							30.11	24.52	20.03

资料来源: WIND, 海通证券研究所

盈利预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入(百万元)	8907.00	9678.01	10950.06	12443.56	14082.80
同比增长(%)	-6.98	8.66	13.14	13.64	13.17
营业总成本(百万元)					
营业成本(百万元)	6484.37	7239.91	8210.30	9365.85	10626.74
<u>毛利率(%)</u>	<u>27.20%</u>	<u>25.19%</u>	<u>25.02%</u>	<u>24.73%</u>	<u>24.54%</u>
营业税金及附加(百万元)	65.34	74.84	82.13	93.33	105.62
营业税金及附加/营业收入(%)	0.73%	0.77%	0.75%	0.75%	0.75%
销售费用(百万元)	363.58	402.28	438.00	497.74	563.31
销售费用率(%)	4.08%	4.16%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用(百万元)	576.98	619.48	700.80	796.39	901.30
管理费用率(%)	6.48%	6.40%	6.40%	6.40%	6.40%
财务费用(百万元)	10.07	-15.47	-77.78	-102.06	-128.84
<u>财务费用率(%)</u>	<u>0.11%</u>	<u>-0.16%</u>	<u>-0.71%</u>	<u>-0.82%</u>	<u>-0.91%</u>
资产减值损失(百万元)	158.43	78.84	167.18	153.42	163.13
投资收益(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润(百万元)	1248.22	1278.13	1429.43	1638.90	1851.54
同比增长(%)	-16.09%	2.40%	11.84%	14.65%	12.97%
营业外收入(百万元)	213.18	254.85	274.29	311.70	352.76
营业外支出(百万元)	0.18	0.50	0.54	0.61	0.69
利润总额(百万元)	1461.22	1532.48	1703.18	1949.99	2203.61
同比增长(%)	-18.62%	4.88%	11.14%	14.49%	13.01%
所得税费用(百万元)	159.86	207.20	212.90	243.75	275.45
有效所得税率(%)	10.94%	13.52%	12.50%	12.50%	12.50%
净利润(百万元)	1301.36	1325.28	1490.28	1706.24	1928.15
少数股东损益(百万元)	18.30	26.07	29.81	34.12	38.56
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1283.06	1299.22	1460.48	1672.12	1889.59
同比增长(%)	-19.82%	1.26%	12.41%	14.49%	13.01%
净利润率(%)	14.41%	13.42%	13.34%	13.44%	13.42%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.53	0.60	0.69	0.78
扣除非经常损益后的净利润(百万元)	1111.66	1105.32	1250.75	1434.04	1620.09

资料来源: 公司 2014-2015 年年报, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

牛品 电力设备及新能源行业
房青 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 科大智能,合康变频,置信电气,新时达,方正电机,长园集团,蓝海华腾,长高集团,信质电机,林洋能源,安科瑞,炬华科技,恒华科技,电科院,汇川技术,科远股份,理工环科,四方股份,万马股份,鲁亿通,特锐德,国电南瑞,红相电力,高澜股份,宏发股份,大洋电机,金杯电工,新天科技,新联电子,平高电气,理工监测,和顺电气,风范股份,中国西电

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。