

公司研究/季报点评

2019年11月01日

电力设备与新能源/电力设备 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 21.95
合理价格区间(元): 25.74~27.72

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

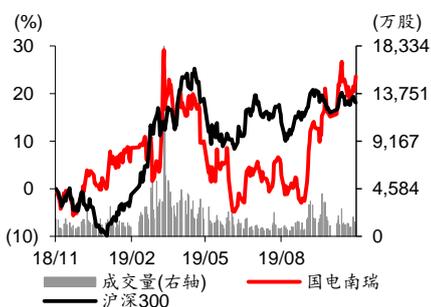
孙纯鹏 执业证书编号: S0570518080007
研究员 sunchunpeng@htsc.com

张志邦 01056793931
联系人 zhangzhibang@htsc.com

相关研究

- 1《国电南瑞(600406 SH,买入): 电网投资承压, 二次龙头稳健发展》2019.09
- 2《国电南瑞(600406,买入): 特高压克兑在即, 泛在网增添动力》2019.04
- 3《国电南瑞(600406,买入): 股权激励促改革, 增利降本迎发展》2018.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

深挖内功提毛利, 紧握泛在增弹性

国电南瑞(600406)

电网投资下滑拖累业绩, 泛在试点推广有望提振业绩, 维持“买入”评级
前三季度电网基本建设投资承压, 泛在电力物联网仍处于试点阶段, 公司营收 171.8 亿元 (+0.12%), 受应收坏账计提的会计方法变更影响, 归母净利润 21.46 亿元 (-7.32%), 扣非归母净利润 20.13 亿元 (同比+4.35%), 业绩符合预期。公司是坚强智能电网和泛在电力物联网的重要软硬件龙头, 在技术、产品等方面拥领先优势, 是泛在电力物联网建设的主要力量。我们预计公司 19-21 年 EPS 为 0.99/1.15/1.29 元, 目标价 25.74-27.72 元, 维持“买入”评级。

电网基本建设投资降幅收窄, 特高压业绩有望释放

2019 前三季度电网投资 2953 亿元, 同比下降 12.45%, 降幅较上半年 (19.25%) 有所收窄。根据公司季报电话会披露, 电网自动化板块营收同比-3.92%, 剔除去年风电项目回购影响后, 营收同比增长约 6%。电网投资呈现前低后高的特点, 四季度投资放量提振电力自动化业务业绩。根据国家电网电子商务平台披露, 雅中线第一次设备招标中, 国电南瑞共中标 17.56 亿元, 中标金额居首。当前仍有白鹤滩两条线路尚未核准招标, 我们认为随着前期中标业务兑现和新线路招标, 特高压业绩有望进一步释放。

全面承担泛在建设任务, 信通业务弹性充足

公司全面参与泛在建设任务, 根据公司季报电话会披露, 前三季度信通业务同比增长约 20%, 毛利率有所提升。公司作为泛在建设的主要力量, 加大专项研发投入, 根据中报披露, 南瑞承担江苏物联网云主站、上海“三站合一”等示范工程建设任务。根据国家电网披露, 国电南瑞在 19 年信息化设备中市占率约为 44%, 市占率居于高位。当前泛在仍处于设备研制和试点验证阶段, 投资尚未大规模放量。我们认为试点阶段项目的可推广性更为重要, 预计随着试点工程在国网范围内推广, 信通业务有望快速增长。

毛利率明显改善, 研发和销售拖累净利率增长

公司减少低毛利业务比例, 提升业务技术水平, 前三季度毛利率 28.92% (同比+1.21pct)。18 年招标的低毛利的特高压设备交付, 拖累继电保护和柔直业务毛利率水平, 随着高毛利特高压设备进入交付阶段, 柔直业务毛利率仍有上升空间。前三季度期间费用率为 14.77% (同比+1.85pct), 首此拖累, 净利率 13.29% (同比-1.00pct)。当前泛在建设仍处于试点阶段, 研发需求旺盛, 公司前三季度研发费用率 5.92% (同比+0.47pct); 受上半年招投标费用提升拖累, 销售费用率 6.09% (同比+0.42pct)。

电网投资承压, 二次龙头稳健发展, 维持“买入”评级

电网投资下滑拖累下游需求, 我们预计公司 19-21 年 EPS 为 0.99/1.15/1.29 元, 可比公司 19 年平均 PE 为 21.09 倍, 考虑公司作为二次设备龙头, 深入参与泛在电力物联网建设, 给予公司 19 年 26-28 倍 PE 估值, 目标价 25.74-27.72 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 电网投资建设低于预期; 特高压建设进度慢于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,622
流通 A 股 (百万股)	2,935
52 周内股价区间 (元)	17.10-23.40
总市值 (百万元)	101,455
总资产 (百万元)	53,793
每股净资产 (元)	6.12

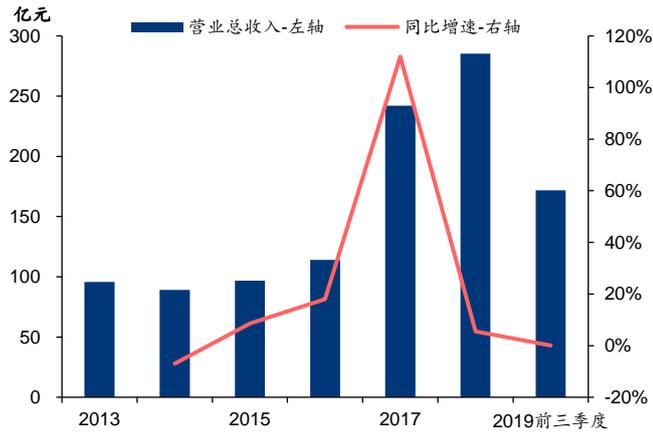
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	24,194	28,540	30,673	35,112	39,733
+/-%	(14.35)	17.96	7.47	14.47	13.16
归属母公司净利润 (百万元)	3,241	4,162	4,562	5,296	5,952
+/-%	2.51	28.44	9.60	16.10	12.38
EPS (元, 最新摊薄)	0.70	0.90	0.99	1.15	1.29
PE (倍)	31.31	24.38	22.24	19.16	17.05

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：2013-2019 前三季度营业总收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：2013-2019 前三季度营业总收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：2013-2019 前三季度经营性现金流情况



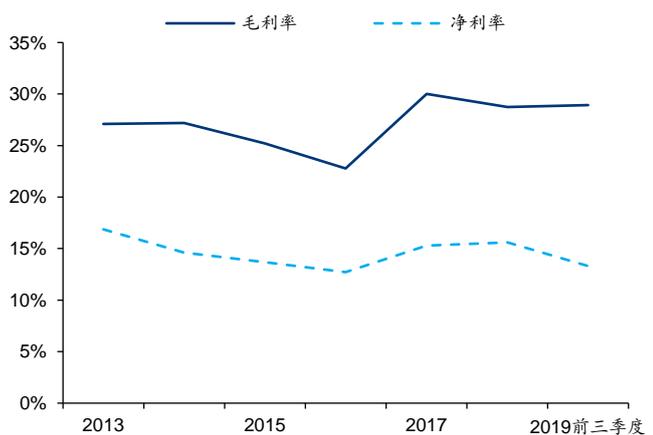
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：2013-2019 前三季度期间费用情况



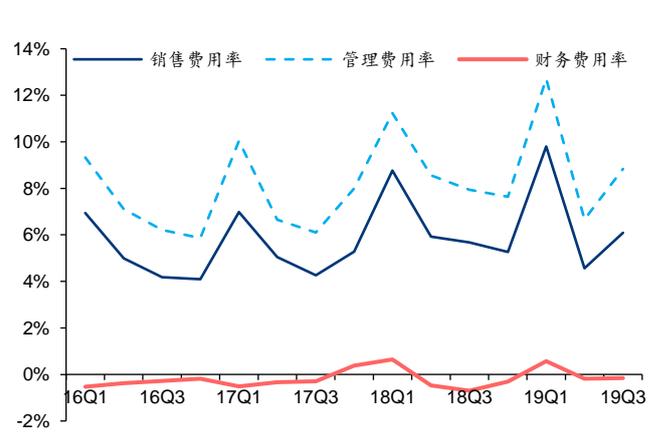
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：2013-2019 前三季度毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

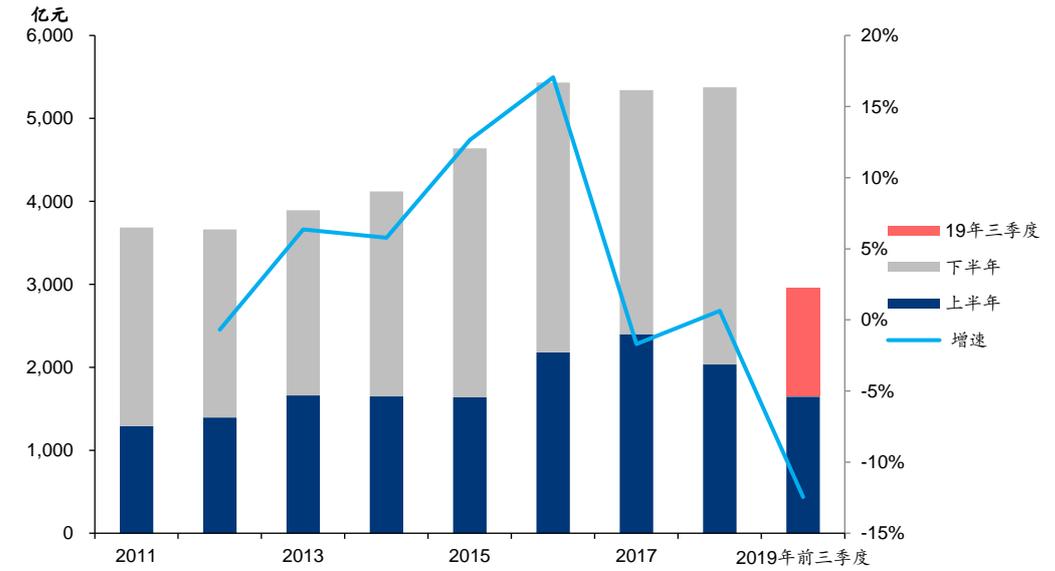
图表6：2013-2019 前三季度销售及管理费用情况



注：为保证数据可比，管理费用中已加入研发费用

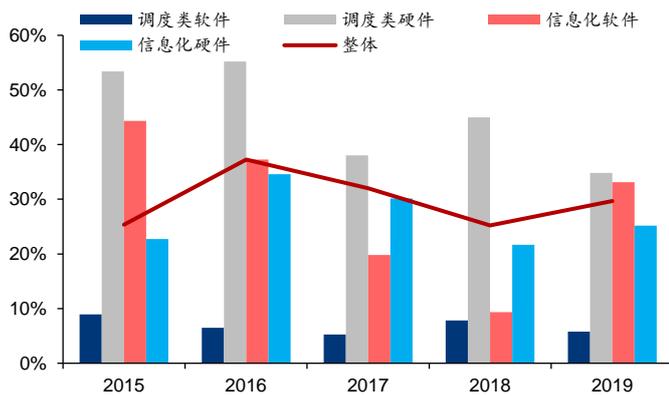
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7: 电网基本建设投资额及同比增速



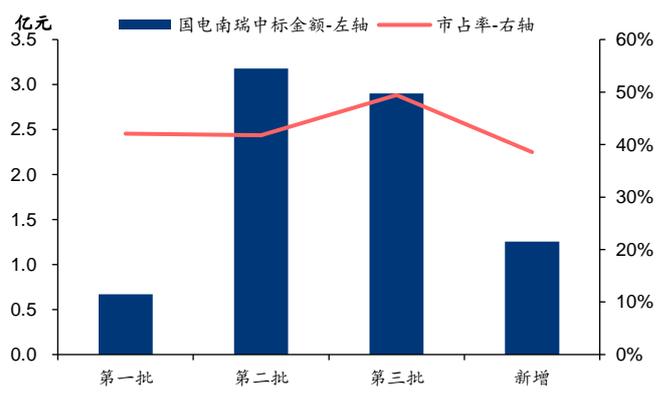
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 2015-2019 国电南瑞信息化设备中标市占率情况 (数量)



资料来源: 国家电网电子商务平台, 华泰证券研究所

图表9: 2019 年国电南瑞信息化设备中标情况 (金额)



注: 本表格未包含第二批调度类软件中标数据

资料来源: 国家电网电子商务平台, 华泰证券研究所

图表10: 可比公司估值表 (截至 2019 年 10 月 31 日)

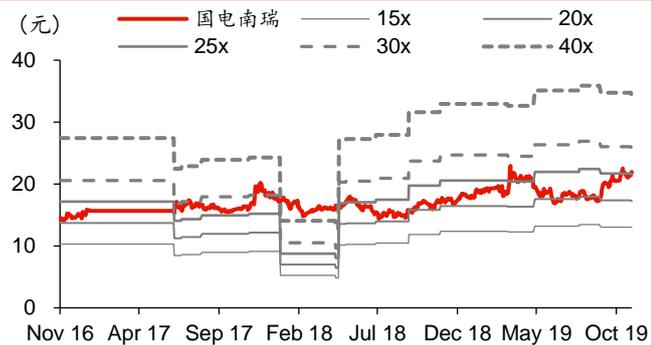
代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18E	19E	20E	21E
601727.SH	上海电气	4.88	0.20	0.18	0.19	-	24.40	26.67	25.32	
002028.SZ	思源电气	12.39	0.39	0.74	0.92	1.20	31.77	16.83	13.48	10.32
000400.SZ	许继电气	9.08	0.20	0.46	0.63	0.75	45.40	19.78	14.49	12.16
	平均值		0.26	0.39	0.48	0.65	33.86	21.09	17.76	11.24
600406.SH	国电南瑞	21.95	0.90	0.99	1.15	1.29	24.38	22.24	19.16	17.05

注: 除国电南瑞外, 其余均采用 wind 一致预期。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

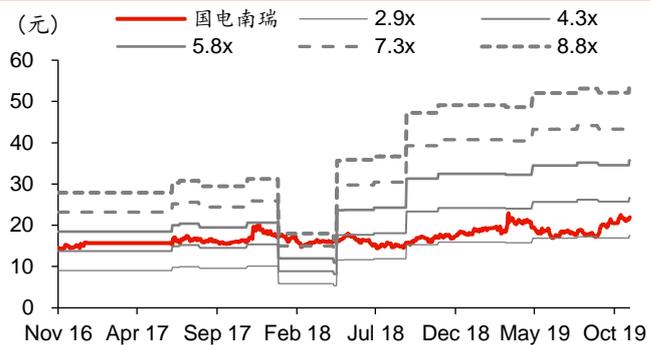
PE/PB – Bands

图表11: 国电南瑞历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表12: 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	35,670	41,296	42,820	52,242	62,293
现金	8,737	7,561	13,059	18,402	23,780
应收账款	14,994	17,433	18,859	21,520	24,378
其他应收账款	365.69	380.95	505.59	581.35	650.12
预付账款	1,314	1,938	1,656	1,956	2,344
存货	5,560	5,821	6,363	7,310	8,294
其他流动资产	4,699	8,163	2,377	2,472	2,846
非流动资产	10,308	11,043	12,310	12,443	11,832
长期投资	5.03	17.59	0.00	0.00	0.00
固定投资	5,223	5,933	7,802	8,413	8,227
无形资产	881.95	841.24	841.24	841.24	841.24
其他非流动资产	4,198	4,252	3,666	3,189	2,764
资产总计	45,978	52,340	55,129	64,685	74,125
流动负债	24,670	22,545	22,241	25,959	28,843
短期借款	62.00	1,408	30.00	50.00	70.00
应付账款	13,705	13,283	15,263	17,735	19,848
其他流动负债	10,903	7,855	6,948	8,174	8,926
非流动负债	164.25	413.64	189.16	186.88	201.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	164.25	413.64	189.16	186.88	201.31
负债合计	24,835	22,958	22,430	26,146	29,045
少数股东权益	1,764	1,597	1,988	2,531	3,120
股本	4,202	4,584	4,622	4,622	4,622
资本公积	4,026	9,554	9,554	9,554	9,554
留存公积	11,157	13,669	16,535	21,831	27,783
归属母公司股东权益	19,380	27,784	30,711	36,007	41,960
负债和股东权益	45,978	52,340	55,129	64,685	74,125

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	3,308	3,208	9,207	5,239	5,270
净利润	3,703	4,450	4,952	5,840	6,541
折旧摊销	546.55	558.15	729.45	938.64	1,061
财务费用	92.99	(89.03)	(322.58)	(617.69)	(838.12)
投资损失	(32.60)	(110.16)	(102.32)	(104.93)	(104.06)
营运资金变动	(1,146)	(1,583)	4,054	(1,180)	(1,715)
其他经营现金	144.40	(17.19)	(104.34)	363.61	325.67
投资活动现金	(1,886)	(6,844)	(1,791)	(861.94)	(358.75)
资本支出	1,195	1,714	2,200	950.00	450.00
长期投资	417.77	5,323	(23.00)	9.14	5.53
其他投资现金	(273.03)	193.32	386.17	97.20	96.78
筹资活动现金	(2,191)	2,544	(1,918)	965.68	466.63
短期借款	(30.00)	1,346	(1,378)	20.00	20.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1,773	381.69	38.45	0.00	0.00
资本公积增加	(3,047)	5,528	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(886.91)	(4,711)	(579.33)	945.68	446.63
现金净增加额	(818.85)	(1,055)	5,498	5,343	5,378

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	24,194	28,540	30,673	35,112	39,733
营业成本	16,936	20,337	22,171	25,452	28,902
营业税金及附加	294.55	260.03	279.46	319.90	362.01
营业费用	1,277	1,504	1,441	1,692	2,026
管理费用	681.31	638.57	736.15	842.68	1,093
财务费用	92.99	(89.03)	(322.58)	(617.69)	(838.12)
资产减值损失	82.70	58.36	82.70	74.59	74.59
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	32.60	110.16	102.32	104.93	104.06
营业利润	4,202	4,998	5,583	6,579	7,379
营业外收入	50.00	37.25	40.00	40.00	40.00
营业外支出	4.12	17.88	7.45	8.90	10.58
利润总额	4,247	5,017	5,616	6,610	7,408
所得税	544.59	567.61	663.56	769.91	867.03
净利润	3,703	4,450	4,952	5,840	6,541
少数股东损益	462.28	287.81	390.65	543.59	588.94
归属母公司净利润	3,241	4,162	4,562	5,296	5,952
EBITDA	4,841	5,467	5,990	6,900	7,601
EPS (元, 基本)	0.77	0.91	0.99	1.15	1.29

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	(14.35)	17.96	7.47	14.47	13.16
营业利润	22.16	18.96	11.71	17.83	12.16
归属母公司净利润	2.51	28.44	9.60	16.10	12.38
获利能力 (%)					
毛利率	30.00	28.74	27.72	27.51	27.26
净利率	13.39	14.58	14.87	15.08	14.98
ROE	16.72	14.98	14.85	14.71	14.19
ROIC	30.34	19.12	23.22	25.22	26.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.01	43.86	40.69	40.42	39.18
净负债比率 (%)	0.27	6.16	0.13	0.19	0.24
流动比率	1.45	1.83	1.93	2.01	2.16
速动比率	1.22	1.57	1.64	1.73	1.87
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.58	0.57	0.59	0.57
应收账款周转率	1.52	1.58	1.52	1.57	1.56
应付账款周转率	1.33	1.51	1.55	1.54	1.54
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.90	0.99	1.15	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.69	1.99	1.13	1.14
每股净资产(最新摊薄)	4.19	6.01	6.64	7.79	9.08
估值比率					
PE (倍)	31.31	24.38	22.24	19.16	17.05
PB (倍)	5.24	3.65	3.30	2.82	2.42
EV_EBITDA (倍)	19.96	17.68	16.13	14.01	12.71

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：91320000704041011J。

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 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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