

携亿嘉和成立合资公司，推动带电作业机器人产业化  
买入（维持）

2019年11月17日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	28,540	31,413	36,192	42,333
同比（%）	17.9%	10.1%	15.2%	17.0%
归母净利润（百万元）	4162	4345	5255	6287
同比（%）	28.4%	4.4%	20.9%	19.6%
每股收益（元/股）	0.91	0.94	1.14	1.36
P/E（倍）	26.10	25.21	20.85	17.43

投资要点

- **事件：**公司拟与亿嘉和、三源电力共同出资成立国网南瑞嘉（天津）智能机器人有限公司，注册资本2.5亿元，其中中国电南瑞、亿嘉和、三源电力分别出资1亿元/1亿元/0.5亿元；国电南瑞推荐1名董事长、1名董事，合资公司主要从事带电作业机器人相关业务。
- **电力特种机器人是泛在电力物联网对内降本增效的重要一环，智能巡检机器人是第一步，带电作业是机器人从自主采集到自主运动作业的跨越。**泛在电力物联网总体框架上看，检测巡检装置是输变电、配用电环节泛在物联网的重要组成部分，是提升电网运检效率的重要途径。目前智能巡检机器人已经在部分项目投入运营，而带电作业是机器人可在高压电力设备上不停电检修，实现了从数据采集到自主运动作业的跨越，能有效提升作业效率、降低作业难度，并降低人力成本。
- **国电南瑞在电力特种机器人方面已有技术积累，带电作业机器人已形成样机。**国电南瑞在17年重组报告书中提出拟在“人工智能及机器人技术及产品”投入研发支出4.3亿元。目前已有一定的技术积累，今年上半年南瑞研发的变电站巡检机器人在全国首座智能全感知变电站——南京溧水区110KV南门变电站投入使用；在5月的第三届智能大会上，国网展区展出了南瑞研制的基于人工智能技术的配网带电作业机器人，单项作业效率较人工提升一倍。
- **亿嘉和在智能运检机器人已有产业化经验，2019年推出战略核心产品带电作业机器人。**亿嘉和主营服务机器人，其中主要是应用于电力行业的专业服务机器人，2018年机器人销量490台，营收4.56亿、毛利率高达63.4%，机器人平均单价近100万元，已经有了相当的产业化经验。2018年末研制、2019年重磅推出的室外带电作业机器人Z100是公司的战略核心产品，能通过模块化的软件切换自动调整作业策略，利用机械臂抓取、更换不同的工具，确保在正常供电的同时，替代作业人员完成支线线路引线搭接等多种复杂、危险的高空带电作业任务。
- **本次合作强强联合，将加速带电作业机器人产业化进程。**本次投资有利于推动实现带电作业机器人产品研发和产业化，保障电网安全可靠运行和作业人员安全提供高水平的装备支撑。我们估计带电作业机器人潜在市场空间在50亿元以上，本次合资结合了亿嘉和的带电机器人产品，与南瑞在研发和软件方面优势，同时借助南瑞在国网方面的渠道，预计产品能在未来几年内快速推广，带来比较好的效益。
- **南瑞是支撑泛在电力物联网建设的核心单位，信通业务有望进入高速增长周期。**国网提出“三型两网、世界一流”战略目标，南瑞是支撑泛在电力物联网建设、支持建设“世界一流能源互联网企业”的核心单位。2019Q4泛在电力物联网全面进入建设阶段，南瑞在泛在重点项目集中招标中标比例3成左右，金额占比4成左右，今年预计投资超100亿，明年投资节奏有望加速，信通业务有望进入高速增长周期。
- **电网自动化细分板块景气度有望向上、特高压继续落地、节能设备租赁订单驱动增长。**1) 电网自动化板块：从南瑞的细分业务看，20年起满足泛在要求的新一代调度系统、新一代智能电表明年有望逐步开始迭代，变电站自动化跟随新一轮特高压建设也有望景气度向上，电网自动化板块景气度预计整体有进一步好转。2) 特高压方面：南瑞今年高比例中标青海-河南&陕北-武汉、雅中-江西项目，直流感流阀订单超30亿，Q4起将逐步确认业绩，南瑞历史中标份额在4成左右，随着剩余3条线路的核准招标有望获取更多订单。3) 节能设备租赁方面：18年报在建工程中“节能设备租赁项目”预算数88.6亿，19H账面余额28.7亿，前三季度租金收入大增。后续剩余项目陆续开建，开建后将在5-8年内陆续确认收入，预示板块业绩仍有较大的增长空间。
- **盈利预测与投资评级：**预计2019-21年公司归母净利润分别43.45亿/52.55亿/62.87亿元，同比+4.4%/+20.9%/+19.6%。给予公司目标价28.5元，对应20年25倍PE，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，项目推进不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.70
一年最低/最高价	16.54/24.66
市净率(倍)	3.87
流通A股市值(百万元)	69557.10

基础数据

每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	44.21
总股本(百万股)	4622.12
流通A股(百万股)	2934.90

相关研究

- 1、《国电南瑞（600406）季报点评：增速放缓、毛利率改善，泛在订单已开始落地》2019-10-30
- 2、《国电南瑞（600406）：合资导入核心技术，IGBT产业化进程加快》2019-10-18
- 3、《国电南瑞（600406）：总体符合预期，信通和节能板块高速增长》2019-08-31

国电南瑞三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>41296.4</b>	<b>43763.8</b>	<b>48158.5</b>	<b>54479.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>28540.4</b>	<b>31412.6</b>	<b>36192.5</b>	<b>42332.5</b>
现金	7560.9	6921.6	6653.6	6986.2	减:营业成本	20337.2	22468.7	25638.9	29791.3
应收账款	19533.6	21515.5	24293.6	27846.7	营业税金及附加	260.0	314.1	354.7	406.6
存货	5820.8	6302.2	7047.6	8025.3	营业费用	1504.0	1664.9	1882.0	2159.0
其他流动资产	8381.2	9024.4	10163.8	11620.9	管理费用	2260.5	2446.8	2742.5	3160.6
<b>非流动资产</b>	<b>11043.4</b>	<b>12728.6</b>	<b>14398.0</b>	<b>16108.8</b>	财务费用	-89.0	-48.5	-16.4	39.0
长期股权投资	17.6	17.6	17.6	17.6	资产减值损失				
固定资产	7930.3	9643.6	11341.0	13079.9	加:投资净收益	110.2	120.0	132.0	145.2
在建工程					其他收益	620.3	478.0	524.0	553.3
无形资产	841.2	813.2	785.2	757.1	<b>营业利润</b>	<b>4998.1</b>	<b>5164.7</b>	<b>6246.9</b>	<b>7474.6</b>
其他非流动资产	2254.3	2254.3	2254.3	2254.3	加:营业外净收支	19.4	20.0	23.0	26.5
<b>资产总计</b>	<b>52339.9</b>	<b>56492.4</b>	<b>62556.6</b>	<b>70588.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>5017.5</b>	<b>5184.7</b>	<b>6269.9</b>	<b>7501.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>22544.8</b>	<b>24437.2</b>	<b>27768.2</b>	<b>32529.7</b>	减:所得税费用	567.6	586.5	709.3	848.6
短期借款	1414.6	1556.1	2196.4	3422.4	少数股东损益	287.8	252.9	305.8	365.9
应付账款	15013.2	16255.0	18177.5	20699.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4162.1</b>	<b>4345.3</b>	<b>5254.8</b>	<b>6286.6</b>
其他流动负债	6117.0	6626.1	7394.3	8408.2	EBIT	4258.5	4546.2	5602.5	6843.1
<b>非流动负债</b>	<b>413.6</b>	<b>413.6</b>	<b>413.6</b>	<b>413.6</b>	EBITDA	4807.2	4918.1	6068.6	7414.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	413.6	413.6	413.6	413.6	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>22958.4</b>	<b>24850.8</b>	<b>28181.8</b>	<b>32943.3</b>	每股收益(元)	0.91	0.94	1.14	1.36
少数股东权益	1597.1	1684.6	1790.5	1917.1	每股净资产(元)	6.06	6.48	7.05	7.73
归属母公司股东权益	27784.3	29956.9	32584.3	35727.6	发行在外股份(百万股)	4583.7	4622.1	4622.1	4622.1
<b>负债和股东权益</b>	<b>52339.9</b>	<b>56492.4</b>	<b>62556.6</b>	<b>70588.0</b>	ROIC(%)	14.6%	12.9%	14.5%	15.7%
					ROE(%)	15.0%	14.5%	16.1%	17.6%
					毛利率(%)	28.7%	28.5%	29.2%	29.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	14.6%	13.8%	14.5%	14.9%
经营活动现金流	3208.3	3491.1	3974.6	4672.0	资产负债率(%)	43.9%	44.0%	45.1%	46.7%
投资活动现金流	-6843.6	-2099.2	-2255.5	-2422.1	收入增长率(%)	17.9%	10.1%	15.2%	17.0%
筹资活动现金流	2543.8	-2031.2	-1987.1	-1917.3	净利润增长率(%)	28.4%	4.4%	20.9%	19.6%
现金净增加额	-1055.2	-639.3	-268.0	332.7	P/E	26.10	25.21	20.85	17.43
折旧和摊销	548.7	371.9	466.1	571.3	P/B	3.91	3.66	3.36	3.07
资本开支	-1463.7	-2099.2	-2255.5	-2422.1	EV/EBITDA	27.37	27.14	22.54	19.09
营运资本变动	-9674.5	-1413.5	-1972.1	-2452.4					

数据来源: 贝格数据, 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>

