

2020年05月02日

业绩稳步增长，龙头迎来景气周期

买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	32,424	37,174	42,953	48,815
同比（%）	13.6%	14.7%	15.5%	13.6%
归母净利润（百万元）	4343	5115	6046	7010
同比（%）	4.3%	17.8%	18.2%	15.9%
每股收益（元/股）	0.94	1.11	1.31	1.52
P/E（倍）	21.39	18.16	15.37	13.25

投资要点

- 19年营收同比+13.6%、归母净利润同比+4.4%，Q4增长提速，符合预期。**公司发布2019年年报，报告期内实现营业收入324.24亿元，同比增长13.61%；实现归属母公司净利润43.43亿元，同比增长4.35%。20年目标营收357亿(+10%)、成本254亿(+10%)、期间费用45亿(+8.5%)，对应税前利润增速13%左右。
- 20Q1收入同比+3.3%、利润同比-1%，回落好于预期。**20Q1实现营收38.74亿，同比+3.27%；实现归母净利润0.76亿，同比-1.03%。Q1疫情影响下下游开工速度较慢、影响交付，但公司19年末在手订单旺盛，20Q1回落幅度好于预期。
- 19年电网自动化及工控收入185亿、同比10.4%，毛利率28.7%，同比+0.3pct；20年电网投资预期同比增长，调度、用电、配电等业务迎景气度周期。**19年电网投资在内外压力下下滑，20年预期在基建拉动下同比增长。公司层面，一方面电网投资整体规模同比增长，另一方面南瑞电网自动化细分业务将迎来景气周期：1)新一代调度系统开始迭代，南瑞延续主导地位；2)新一代智能电表开始迭代，量价齐升；3)国网充电桩规划超预期；4)配网重点部署，今年景气度向上；5)中高压变电自动化景气度改善。整体看南瑞迎来多个细分板块景气度向上的周期，预计仍稳健增长。
- 继保与柔直19年收入57.29亿，同比+6.55%，毛利率34.52%，同比-3.9pct；20年特高压明确进度加速，未来两年是确认高峰。**本轮特高压18年9月重启，规划5直7交12条线路，到19年末核准6条，20年国网、政治局多次强调部署推动特高压核准开工，今年2直5交建设时间表已下发，同时超预期追加3条直流进入预可研，增加了直流项目的延续性。现有特直、柔直项目累计+逾期中标近80亿，20-22年是业绩确认高峰。同时继保业务稳健增长。
- 信通19年收入50亿、同比高增30%，毛利率稳健；电力物联网方向明确，今年Q1订单仍旺盛，南瑞地位稳固，有望延续高景气。**电力物联网战略方向确定，今年起继续维持高景气。19年南瑞持续作为国网电力物联网建设的重要支撑单位，深度参与行业标准制定和方案设计，研发网格边缘代理、多站融合、物联代理等物联网技术产品。南瑞目前在重点项目集招中份额3成、金额4成，有望继续受益行业快速扩容，且目前体量不大，预计20-21年复合增速30%以上。
- 配网节能设备融资租赁模式效果卓著，仍有大量在手订单；新业务不断推进，海外市场捷报频传、今年有望贡献收入，南瑞的网外、海外业务值得期待。**
- 盈利预测与投资评级：**预计公司2020-22年归母净利润分别51.2亿、60.5亿、70.1亿，同比分别17.8%、18.2%、15.9%，对应现价PE分别18倍、15倍、13倍，给予20年24倍PE，对应目标价26.6元，“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧，电网投资不及预期

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉

chajjh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.10
一年最低/最高价	16.35/24.35
市净率(倍)	3.03
流通A股市值(百万元)	58991.47

基础数据

每股净资产(元)	6.62
资产负债率(%)	41.22
总股本(百万股)	4621.94
流通A股(百万股)	2934.90

相关研究

1、《国电南瑞 (600406)：泛在核心支撑，迎接景气周期》

2020-01-15

2、《国电南瑞 (600406)：携亿嘉和成立合资公司，推动带电作业机器人产业化》 2019-11-17

3、《国电南瑞 (600406) 三季报点评：增速放缓、毛利率改善，泛在订单已开始落地》

2019-10-30

19年营收同比+13.6%、归母净利润同比+4.4%，Q4增长提速，符合预期。公司发布2019年年报，报告期内实现营业收入324.24亿元，同比增长13.61%；实现利润总额52.8亿元，同比增长5.23%；实现归属母公司净利润43.43亿元，同比增长4.35%。其中2019Q4，实现营业收入152.44亿元，同比增长33.95%，环比增长144.08%；实现归属母公司净利润21.97亿元，同比增长18.99%，环比增长132.43%。2019年毛利率为28.79%，同比上升0.05pct，Q4毛利率28.64%，同比下降1.66pct，环比下降2.73pct。20年目标营收357亿(+10%)、成本254亿(+10%)、期间费用45亿(+8.5%)，对应税前利润增速13%左右。

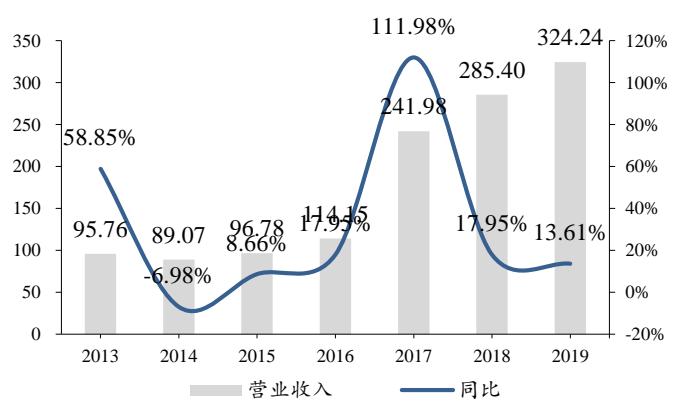
20Q1收入同比+3.3%、利润同比-1%，回落好于预期。20Q1实现营收38.74亿，同比+3.27%；实现归母净利润0.76亿，同比-1.03%。20Q1毛利率为22.84%，同比下降1.26pct，环比下降5.80pct。Q1疫情影响下下游开工速度较慢、影响交付，但公司19年末在手订单旺盛，20Q1回落幅度好于预期。

表1：19年利润同比+4.4%，20Q1利润

(亿元)	2019	2018	同比	2019Q4	同比	环比	2020Q1	同比	环比
营业收入	324.24	285.40	13.6%	152.44	33.9%	144.1%	38.74	3.3%	-74.6%
毛利率	28.8%	28.7%	0.0pct	28.6%	-1.7pct	-2.7pct	22.8%	-1.3pct	-5.8pct
营业利润	52.53	49.98	5.1%	26.48	21.7%	131.6%	1.07	-12.3%	-96.0%
利润总额	52.80	50.17	5.2%	26.55	21.7%	131.3%	1.09	-14.9%	-95.9%
归属母公司净利润	43.43	41.62	4.3%	21.97	19.0%	132.4%	0.76	-1.0%	-96.6%
扣非归母净利润	41.49	36.18	14.7%	21.36	26.4%	137.7%	0.50	5.6%	-97.6%
归母净利率	13.4%	14.6%	-1.2pct	14.4%	-1.8pct	-0.7pct	2.0%	-0.1pct	-12.5pct
股本	46.22	45.84	-	46.22	-	-	46.22	-	-
EPS	0.94	0.91	3.5%	0.48	18.0%	132.4%	0.02	-1.0%	-96.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图1：2019年收入324.24亿元，同比+13.61%



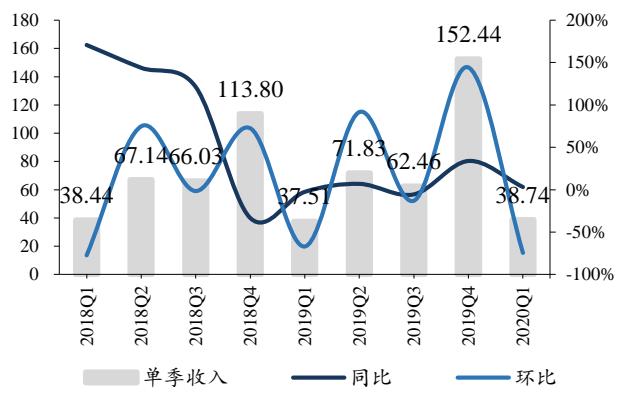
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2019年归母净利润43.43亿元，同比+4.35%



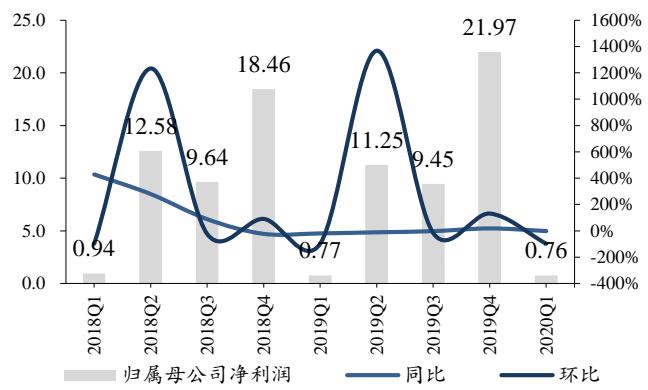
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3: 20Q1 收入 38.7 亿, 同比+3.3%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4: 20Q1 归母净利润 0.76 亿, 同比-1.0%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2: 国电南瑞分板块增长

	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2
电网自动化及工业控制						
收入(亿元)	48.82	86.64	66.53	101.03	68.44	116.53
YoY			36.3%	16.6%	2.9%	15.3%
毛利(亿元)	14.68	24.70	18.93	28.49	18.84	34.21
毛利率(%)	30.1%	28.5%	28.5%	28.2%	27.5%	29.4%
继电保护及柔性输电						
收入(亿元)	9.27	42.28	13.86	39.91	14.20	43.09
YoY			49.6%	-5.6%	2.5%	8.0%
毛利(亿元)	3.43	20.61	5.01	15.66	4.66	16.63
毛利率(%)	37.0%	48.7%	36.1%	39.2%	32.8%	38.6%
电力自动化信息通信						
收入(亿元)	18.33	10.16	14.27	23.96	16.01	33.83
YoY			-22.2%	135.9%	12.2%	41.2%
毛利(亿元)	4.33	1.39	2.90	7.72	3.72	8.90
毛利率(%)	23.6%	13.7%	20.3%	32.2%	23.3%	26.3%
发电及水利环保						
收入(亿元)	10.32	11.60	7.95	11.95	6.52	10.84
YoY			-22.9%	3.0%	-18.0%	-9.2%
毛利(亿元)	0.95	1.04	1.19	-0.05	0.82	1.17
毛利率(%)	9.2%	9.0%	15.0%	-0.4%	12.6%	10.8%
集成及其他						
收入(亿元)	1.05	2.54	2.57	2.49	3.75	10.10
YoY			144.0%	-1.8%	45.9%	305.8%
毛利(亿元)	0.25	1.25	0.75	0.97	1.75	3.65
毛利率(%)	23.4%	49.2%	29.2%	39.1%	46.7%	36.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**19 年电网自动化及工控收入 185 亿、同比 10.4%，毛利率 28.7%，同比+0.3pct；
20 年电网投资预期同比增长，调度、用电、配电等业务迎景气度周期。**

- 19 年电网投资在内外压力下下滑，20 年预期同比增长。**2019 年在工商业降价等压力下，国网营收、净利润增速下滑，电网投资同比下滑，19 年全年电网建设投资 4856 亿，同比-9.6%，国网投资 4473 亿，同比-8.5%。19 年底国网原计划 20 年投资 4080 亿，同比-9%。但在疫情背景下，电网投资有望成为拉动

基建投资的主力军，叠加新帅上任、十三五收官年的推动力，电网投资预期上调，此前国网发言人在新闻中表示今年将国网投资计划上调至 4500 亿，我们预计实际投资 4500 亿以上、同比正增长。

图 5：电网投资历来是拉动投资的主要动力



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

- **19 年逆势稳增，一方面二次设备需求结构性增长，另一方面是内部研发、营销共同强化。**尽管电网投资整体规模下滑，但电网智能化投资结构性增长，从国网招标情况来看，二次增长好于一次的趋势明确。从公司内部来看，研发驱动下二次龙头地位不断巩固，同时加强营销服务，推动“以客户为中心”理念有效落地，板块新接订单持续两位数增长，签约多套精准切负荷、调度自动化、新一代配电自动化等项目订单，推动板块业绩稳增。

表 3：国网招标情况：二次好于一次

产品	14A	15A	16A	17A	18A	19A	19A YoY	20 (1)	20年1批	20 (1) YoY
变压器 (容量 MVA)	265,201	295,155	242,747	175,866	244,991	186,081	-24.0%	24,174	24,174	-18.2%
电抗器	1,362	1,282	1,391	1,085	1,379	1,374	-0.4%		0	
互感器	28,053	37,468	27,491	21,551	24,678	9,903	-59.9%	1,131	1,131	-14.3%
电容器	11,004	25,317	13,815	16,317	20,552	6,607	-67.9%	698	698	-82.3%
组合电器	8,488	8,222	7,393	7,127	7,461	7,532	1.0%	3,859	3,859	160.0%
断路器	8,267	10,089	6,956	5,454	6,583	1,695	-74.3%	302	302	28.0%
隔离开关	24,600	28,948	17,453	13,681	17,446	4,785	-72.6%	539	539	-31.6%
消弧线圈	4,066	5,430	5,647	2,813	3,402	604	-82.2%		0	
开关柜	45,759	57,796	38,468	39,722	43,787	6,350	-85.5%	5,483	5,483	5121.9%
保护类设备	17,679	17,114	14,964	14,493	19,165	25,141	31.2%	2,290	2,290	-40.6%
变电监控设备	1,891	2,706	1,697	1,826	1,813	1,721	-5.1%	93	93	-57.3%

数据来源：国家电网，东吴证券研究所

- **20 年细分业务迎景气周期。**20 年来看，一方面电网投资整体规模同比增长，另一方面南瑞电网自动化细分业务将迎来景气周期：1) 新一代调度系统开始迭代，南瑞延续主导地位；2) 新一代智能电表开始迭代，量价齐升；3) 国网充电桩规划超预期；4) 配网重点部署，今年景气度向上；5) 中高压变电自动化景气度改善。整体看南瑞迎来多个细分板块景气度向上的周期，预计仍稳健增长。

继保与柔直 19 年收入 57.29 亿，同比+6.55%，毛利率 34.52%，同比-3.9pct；20 年特高压明确进度加速，未来两年是确认高峰。

- **19 年高比例中标特高压项目订单。**2019 年 1 月、9 月，公司继续高份额中标青海-河南&陕北-武汉、雅中-江西特高压直流换流阀、控制保护、调相机等产品订单，仅换流阀订单金额超 30 亿元。但 19 年特高压建设节奏偏慢，收入中特高压的增量尚未体现。
- **特高压加速推进，在手订单旺盛、20-22 年是确认高峰。**本轮特高压 18 年 9 月重启，规划 5 直 7 交 12 条线路，到 19 年末核准 6 条，20 年国网、政治局多次强调部署推动特高压核准开工，今年 2 直 5 交建设时间表已下发，同时超预期追加 3 条直流进入预可研，增加了直流项目的延续性。现有特直、柔直项目累计+逾期中标近 80 亿，20-22 年是业绩确认高峰。同时继保业务稳健增长。

表 4：1809 重启的 5 直 7 交将在 2020 年快速推进，3 条直流有望追加

类型	特高压项目简称	项目所属	建设情况	核准/开工时间	投运时间	输电能力 (GW)	线路长度 (km)	投资额 (亿元)
交流	张北-雄安	本轮1809	建设中	2019年3月	预计2020年	6	318*2	59
	驻马店-南阳	本轮1809	建设中	2019年3月	预计2020年	6	190.3*2	51
	南阳-荆门-长沙	本轮1809	待核准	预计2020年3月	预计2021年	6	335*2	104
	驻马店-武汉	本轮1809	待核准	预计2020年10月	-	6	276*2	55
	南昌-武汉	本轮1809	待核准	预计2020年12月	-		324*2	69
	南昌-长沙	本轮1809	待核准	预计2020年6月	-	6	324*2	72
直流	荆门-武汉	本轮1809	待核准	预计2020年9月	-	6	235*2	69
	青海-河南	本轮1809	建设中	2018年11月	预计2020年	8	1582	268
	雅中-江西	本轮1809	建设中	2019年9月	预计2020年	8	1711	331
	陕北-湖北	本轮1809	建设中	2020年2月	预计2021年	8	1137	185
	白鹤滩-江苏	本轮1809	待核准	预计2020年6月	预计2021年	8	2172	507
	白鹤滩-浙江	本轮1809	待核准	预计2020年12月	-	8	2177	270
	金上水电外送工程	20年追加	预可研					
	陇东-山东工程	20年追加	预可研					
哈密-重庆工程	20年追加	预可研						

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 5：1809 本轮 20 年新核准的 2 直 5 交主设备投资测算

产品	单站个数	单价 (亿元)	单站金额	总金额
特高压直流：直流的功能就是远距离直送，所以只有两端各1个换流站，本次2条线路共4个站				
换流阀	4	2	8-10亿	36-40亿
直流控制保护	1	0.8-1	1亿	4亿
换流变压器	28	0.4	10亿	40亿
电抗器	200-300	不同电压等级有差异		
保护类设备	200-250	不同设备保护有差异		
监控系统	150-250	IT系统价格随电压等级变化不大		
总金额	4个换流站		20-21亿	80-85亿
特高压交流：交流的功能是联网，所以会有若干变电站，目前看2-4个，本次5条线路约5个站				
主变压器	8-12	0.5	4-6亿	20-30亿
组合电器	10-12	0.9	9-11亿	45-55亿
保护设备	200-250	不同设备保护有差异		
监控系统	150-250	IT系统价格随电压等级变化不大		
电抗器	200-300	不同电压等级有差异		
总金额	5个变电站		15-18亿	65-85亿

数据来源：国家电网，东吴证券研究所

表 6：国电南瑞过去在直流换流阀占据 4 成以上份额

序号	线路	数量	直流换流阀 (台)							
			许继	市占率	南瑞+普瑞	市占率	西电	市占率	其他	市占率
1	溪洛渡-浙西	8	2	25.0%	2	25.0%	4	50.0%	0	0.0%
2	晋北-江苏	8	4	50.0%	0	0.0%	0	0.0%	4	50.0%
3	酒泉-湖南	8	0	0.0%	4	50.0%	4	50.0%	0	0.0%
4	锡盟-泰州	8	4	50.0%	0	0.0%	4	50.0%	0	0.0%
5	上海庙-山东	8	0	0.0%	8	100.0%	0	0.0%	0	0.0%
6	灵州-绍兴	8	4	50.0%	4	50.0%	0	0.0%	0	0.0%
7	滇西北-广东深圳	8	4	50.0%	4	50.0%	0	0.0%	0	0.0%
8	扎鲁特-青州	8	4	50.0%	4	50.0%	0	0.0%	0	0.0%
9	昌吉-古泉	8	0	0.0%	4	50.0%	2	25.0%	2	25.0%
10	渝鄂直流背靠背	8	4	50.0%	2	25.0%	0	0.0%	2	25.0%
11	张北柔直	4	1	25.0%	2	50.0%	0	0.0%	1	25.0%
12	乌东德-广东-广西	6	2	33.3%	1	16.7%	1	16.7%	2	33.3%
13	青海-河南	8	4	50.0%	4	50.0%	0	0.0%	0	0.0%
14	陕北-武汉	8	0	0.0%	4	50.0%	4	50.0%	0	0.0%
15	雅中-江西	8	0	0.0%	8	100.0%	0	0.0%	0	0.0%
合计		114	33	28.9%	51	44.7%	19	16.7%	11	9.6%

数据来源：国家电网，东吴证券研究所

信通 19 年收入 50 亿、同比高增 30%，毛利率稳健；电力物联网方向明确，今年 Q1 订单仍旺盛，南瑞地位稳固，有望延续高景气。20 年国网提出“建设具有中国特色国际领先的能源互联网企业”的口号，在 2020 年工作计划中，重点部署电力物联网建设工作，电力物联网战略方向确定，今年起继续维持高景气。19 年南瑞持续作为国网电力物联网建设的重要支撑单位，深度参与行业标准制定和方案设计，研发网格边缘代理、多站融合、物联代理等物联网技术产品。南瑞目前在重点项目集招中份额 3 成、金额 4 成，有望继续受益行业快速扩容，且目前体量不大，预计 20-21 年复合增速 30% 以上。

表 7：国网电力物联网战略方向确定

分类	《泛在电力物联网2020年重点建设任务大纲》	《国家电网有限公司2020年重点工作任务》
顶层设计	无相关表述	迭代完善顶层设计，深化理论、技术、标准和效益体系研究，因地制宜、统筹开展试点示范，对于产出效益不明显的坚决叫停
网络层	无相关表述	落实通信网建设新标准
能源生态	源网荷储协同互动、虚拟电厂、智慧能源综合服务平台、能源大数据、新能源云、智慧车联网、多站融合、线上产业金融、能源电商新零售	聚焦能源互联网产业链，拓展平台业务，加快形成具有市场竞争力的产品、服务和商业模式；推动源网荷储协同互动；车联网等
客户服务	营配贯通优化提升、营销2.0、新一代电力交易平台	做好营配贯通优化提升、挖掘智能电表非计量功能，加快营销2.0试点建设，优化“网上国网”功能
生产运行	新一代调度自动化系统、网上电网、基建全过程综合数字化管理平台	深化新一代调度系统的应用，加强网上电网、同期线损综合应用
经营管理	人力资源2.0建设、多维精益管理体系变革、新一代电费结算应用建设、现代（智慧）供应链体系构建、数字化审计、综合管理应用	深化现代智慧供应链应用
企业中台	数据中台建设应用、电网资源业务中台建设应用、客户服务业务中台建设应用、财务服务业务中台试点研究、项目管理业务中台试点研究	建成国网云和数据中台、初步建成电网资源和客户服务业务中台
智慧物联	智慧物联体系、设备侧物联网、客户侧物联网建设、电工装备智慧物联和工业云网、“国网芯”、新型智能终端及传感器的研发与应用	智能传感器等物联网重点技术研究、实物ID等、电力专用工控芯片等
基础支撑	“国网云”、电网GIS平台完善提升、全场景安全防护体系建设	建成国网云和数据中台、
技术研究	人工智能、5G、区块链、泛在电力物联网技术与标准体系完善、泛在电力物联网相关建设运营机制研究	实施芯片等12个新兴业务培育专项方案，加大关键核心技术攻关力度、电力专用工控芯片、智能传感器等物联网重点技术研究

数据来源：国家电网，东吴证券研究所

配网节能设备融资租赁模式效果显著，仍有大量在手订单。配网节能设备融资租赁

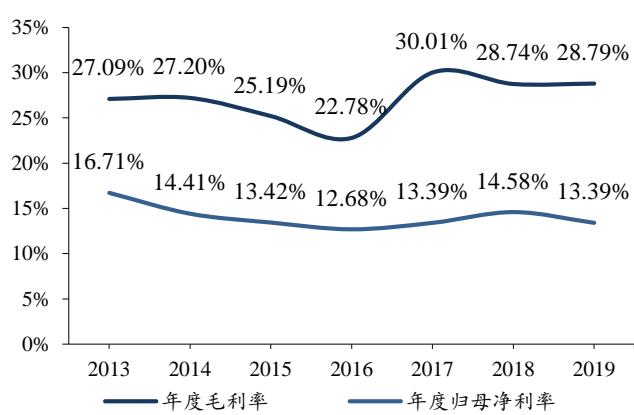
的业务模式为南瑞首创，19 年年报节能设备融资租赁预算数 93.2 亿，同增 5%，19 年期初账面价值 14.8 亿，报告期内新增 33.7 亿、转固 26.0 亿，期末 22.4 亿，转固标志着租赁设备完成交付、开始产生租金收入，租金收入计入“集成与其他”业务板块，且毛利率较高，对本期有较大正贡献。19 年集成与其他收入 13.85 亿，同比 173%，毛利率提升 4.9pct 至 39%。目前租赁项目在手订单仍多，长期看这块业务利润仍有较大成长空间。

新业务不断推进，海外市场捷报频传、今年有望贡献收入，南瑞的网外、海外业务值得期待。

- 19 年南瑞与联研院合资、导入 IGBT 技术，加速 IGBT 产业化进程，联研院目前已具备部分晶圆和 IGBT 模块中试产能，南瑞在本部投资 IGBT 封装测试线，2020 年将继续推动生产线建设及 3300V IGBT 芯片模块化工程应用。此外南瑞 19 年与亿嘉和合资设立国网瑞嘉（天津）智能机器人有限公司，从事带电作业机器人业务，预估潜在市场空间 50 亿以上，也将是公司的一项长期增长点。
- 19 年国际市场稳步推进，签约希腊 STATCOM、孟加拉油气输送 SCADA、埃及移动变、智利控保等一批重大项目，控保等产品通过 53 项国际认证测试，产品新进入智利、希腊等市场。加快国际业务拓展，支撑沙特 AMI、巴基斯坦直流送出等重大项目执行。希腊项目及沙特 AMI 项目有望在 20 年形成业绩贡献。

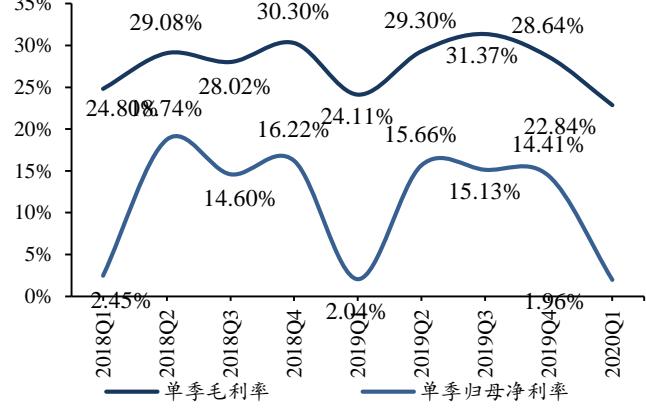
19 年费用率小幅上升。公司 2019 年费用同比增长 15.25% 至 41.44 亿元，期间费用率上升 0.18 个百分点至 12.78%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 5.58%、上升 18.45%、上升 14.68%、上升 69.78% 至 15.88 亿元、25.83 亿元、17.68 亿元、-0.27 亿元；费用率分别下降 0.37、上升 0.33、上升 0.05、上升 0.23 个百分点至 4.90%、7.97%、5.45%、-0.08%。20Q1，销售、管理、研发、财务费用分别同比 -9.46%/+20.89%/+20.12%/-195.88%，费用率分别为 8.59%/14.88%/9.71%/-0.53%。

图 6：2019 年毛利率、净利率同比+0.05、-1.19pct



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：Q4 毛利率、净利率同比-1.66、-1.81pct



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

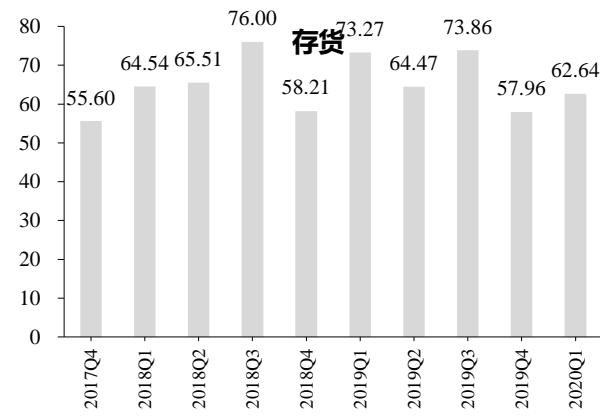
现金流强劲，Q1 预收款小幅回升。2019 年经营活动现金流量净流入 46.84 亿元，同比增长 46.01%，20Q1 经营活动现金流量净额 0.67 亿元，有所弱化；销售商品取得现金 314.98 亿元，同比增长 10.11%。20Q1 预收款项 46.84 亿元，比年初增长 3.88 亿。20Q1 应收账款 170.21 亿元，较期初小幅下降。期末存货 62.64 亿元，较期初小幅上升。

图 8：20Q1 经营性现金净流入 0.67 亿，同比改善



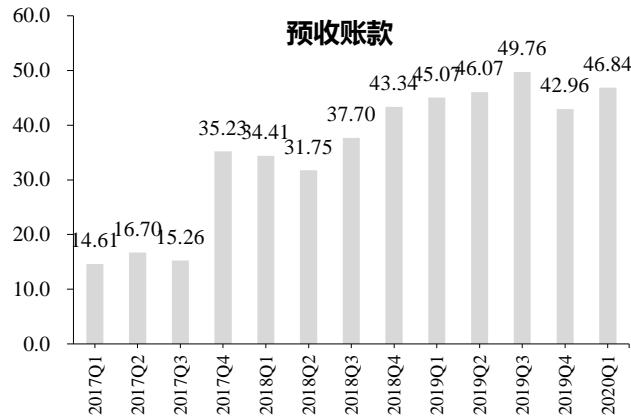
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：20Q1 存货 62.64 亿，较期初小幅提升



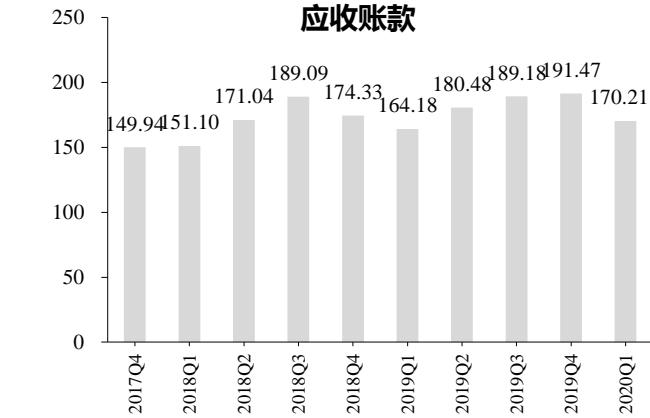
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：20Q1 预收账款小幅回升（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：20Q1 应收账款较期初小幅下降（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：预计公司 2020-22 年归母净利润分别 51.2 亿、60.5 亿、70.1 亿，同比分别 17.8%、18.2%、15.9%，对应现价 PE 分别 18 倍、15 倍、13 倍，给予 20 年 24 倍 PE，对应目标价 26.6 元，“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，电网投资不及预期，竞争加剧

国电南瑞三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	42605.4	45630.9	50816.5	55624.2	营业收入	32423.6	37174.3	42953.1	48815.3
现金	7627.4	6101.9	6712.1	7047.7	减:营业成本	23089.4	26152.1	30101.1	34187.8
应收账款	19146.8	22406.4	25371.7	28257.8	营业税金及附加	197.9	371.7	420.9	468.8
存货	5796.3	6433.8	7257.2	8077.7	营业费用	1588.0	1821.5	2061.7	2245.5
其他流动资产	10035.0	10688.8	11475.5	12241.1	管理费用	2452.9	2974.0	3344.6	3698.4
非流动资产	14819.4	17711.7	20385.1	23130.3	财务费用	-26.9	-26.2	44.7	98.2
长期股权投资	61.2	61.2	61.2	61.2	资产减值损失	-158.88	-200.00	-200.00	-200.00
固定资产	11033.0	13962.4	16673.1	19455.5	加:投资净收益	47.4	60.0	66.0	72.6
在建工程	2778.40	2446.92	2372.65	2409.09	其他收益	82.8	199.8	212.8	226.9
无形资产	1116.3	1079.1	1041.9	1004.7	营业利润	5252.5	6141.0	7258.8	8416.1
其他非流动资产	2609.0	2609.0	2609.0	2609.0	加:营业外净收支	27.5	10.0	11.5	13.2
资产总计	57424.9	63342.6	71201.6	78754.5	利润总额	5280.0	6151.0	7270.3	8429.3
流动负债	24319.7	27541.0	32212.9	36070.7	减:所得税费用	619.8	738.1	872.4	1011.5
短期借款	1417.2	2057.4	3490.5	4140.5	少数股东损益	317.2	297.7	351.9	408.0
应付账款	17008.9	18879.7	21296.0	23703.5	归属母公司净利润	4343.1	5115.2	6046.0	7009.8
其他流动负债	5893.6	6603.9	7426.5	8226.8	EBIT	5191.7	5892.2	7061.9	8252.0
非流动负债	452.7	452.7	452.7	452.7	EBITDA	5970.5	6453.0	7815.5	9204.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	452.7	452.7	452.7	452.7					
负债合计	24772.3	27993.7	32665.6	36523.4					
少数股东权益	2129.5	2268.3	2432.4	2622.6					
归属母公司股东权益	30523.1	33080.6	36103.6	39608.5					
负债和股东权益	57424.9	63342.6	71201.6	78754.5					
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4684.3	3895.1	6005.2	7296.3	每股收益(元)	0.94	1.11	1.31	1.52
投资活动现金流	-2684.3	-3503.3	-3805.1	-4105.8	每股净资产(元)	6.60	7.16	7.81	8.57
筹资活动现金流	-1970.3	-1917.3	-1590.0	-2854.9	发行在外股份(百万股)	4622.1	4621.9	4621.9	4621.9
现金净增加额	42.6	-1525.5	610.2	335.6	ROIC(%)	15.3%	16.8%	17.8%	18.4%
折旧和摊销	778.8	560.8	753.6	952.4	ROE(%)	14.2%	15.5%	16.7%	17.7%
资本开支	-4232.5	-3503.3	-3805.1	-4105.8	毛利率(%)	28.8%	29.7%	29.9%	30.0%
营运资本变动	4999.8	-2269.7	-1336.4	-1264.3	销售净利率(%)	13.4%	13.8%	14.1%	14.4%
					资产负债率(%)	43.1%	44.2%	45.9%	46.4%
					收入增长率(%)	13.6%	14.7%	15.5%	13.6%
					净利润增长率(%)	4.3%	17.8%	18.2%	15.9%
					P/E	21.39	18.16	15.37	13.25
					P/B	3.04	2.81	2.57	2.35
					EV/EBITDA	19.71	18.74	16.07	14.06

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,并注明出自为东吴证券研究所,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>