

国电南瑞（600406）

2023 年半年报点评：业绩符合市场预期，网 外市场拉动营收增长

买入（维持）

2023 年 08 月 31 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书：S0600523060001

xiezd@dwzq.com.cn

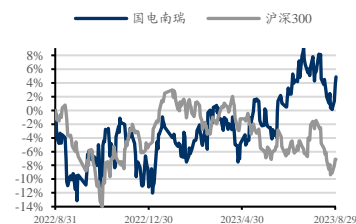
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	46,829	52,741	59,609	67,450
同比	10%	13%	13%	13%
归属母公司净利润（百万元）	6,446	7,496	8,681	10,013
同比	14%	16%	16%	15%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.80	0.93	1.08	1.25
P/E（现价&最新股本摊薄）	29.69	25.53	22.04	19.11

关键词：#业绩符合预期 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **2023 年 H1 营收同比+12%，归母净利润同比+18%，业绩符合市场预期。** 23H1 营收 182.5 亿，同增 12%；归母净利润 24.99 亿，同增 18%。Q2 营收 120.55 亿，同/环增 14%/95%；归母净利润 21.23 亿，同/环增 23%/304%。23H1 毛利率 28.57%，同增 1.20pct，归母净利率为 13.70%，同增 0.77pct。Q2 毛利率为 29.32%，同/环增-0.21/2.21pct，Q2 归母净利率 17.61%，同/环增 1.23/9.13pct。网内稳健+网外高增+国际业务快速回暖，业绩符合市场预期。
- **网内业务稳健增长、特高压满额中标锁定高增。** 1) 电网自动化板块营收同增 5%，毛利率同增 1.85pct，新一代调度、新一代集控站、电力现货批量应用，预计随着下半年电改深化推进+新一代调度系统在全国各省推广，板块增速有望提高。2) 继保&柔直板块营收同增 0.1%，毛利率同增 3.4pct，22 年无新增特高压直流工程订单导致板块业绩承压，国网 23YTD 继电保护招标量+34%、换流阀+直流控保满额中标，24 年收入&利润有望高增。3) 电网信通板块营收同增 9%，毛利率同增 3.85pct，受益于国网数字化、信息化领域的持续投入，业务增长确定性强。
- **新能源+储能贡献高增长、海外业务多点开花。** 1) 储能+水电业务规模大幅增长、工程总包项目占比提高略拖累板块毛利率水平，全年收入有望保持高增。2) 海外市场多点开花，营收同增 51%，在二次控保、用电 AMI 主站系统、智能电表和柔直设计等领域实现突破，我们预计公司在柔直换流阀、继电保护等优势业务有望帮助公司提升国际业务的市场份额。
- **战略业务持续投入、研发费用有所增长。** 23H1 期间费用合计 23.85 亿元，同增 18%，其中研发费用同增 24%，持续保持高投入。公司聚焦高压功率半导体领域的研发，4500V/3000A IGBT 在张北挂网成功，实现 650-4500V 全电压等级 IGBT 自主研发，我们预计公司将在战略业务领域持续投入，确保技术领先地位。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 23-25 年归母净利润分别为 75/86.8/100.1 亿元，同比+16%/16%/15%，对应 PE 为 26x、22x、19x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期、特高压建设不及预期、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.66
一年最低/最高价	22.34/28.50
市净率(倍)	4.47
流通 A 股市值(百万元)	188,544.93
总市值(百万元)	190,070.33

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.29
资产负债率(% ,LF)	37.55
总股本(百万股)	8,033.40
流通 A 股(百万股)	7,968.93

相关研究

- 《国电南瑞(600406): 2022 年报及 2023 年一季报点评: 电网龙头行稳致远, Q1 业绩表现亮眼》
2023-04-28
- 《国电南瑞(600406): 2022 三季报点评: 业绩符合市场预期, 盈利能力稳健提升》
2022-11-02

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	56,188	65,939	75,940	87,500	营业总收入	46,829	52,741	59,609	67,450
货币资金及交易性金融资产	16,491	20,378	25,464	30,472	营业成本(含金融类)	34,165	38,406	43,254	48,793
经营性应收款项	27,630	31,807	35,432	40,264	税金及附加	315	303	351	413
存货	8,294	9,878	10,842	12,195	销售费用	1,758	1,899	2,086	2,293
合同资产	1,426	1,606	1,815	2,054	管理费用	1,144	1,213	1,341	1,484
其他流动资产	2,347	2,270	2,387	2,515	研发费用	2,380	2,584	2,861	3,170
非流动资产	20,478	21,321	22,093	22,868	财务费用	(466)	(206)	(276)	(354)
长期股权投资	174	180	187	195	加:其他收益	492	607	626	600
固定资产及使用权资产	9,169	9,514	9,806	10,086	投资净收益	19	47	34	42
在建工程	2,531	2,791	2,993	3,165	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	1,355	1,637	1,953	2,309	减值损失	(202)	(80)	(91)	(100)
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	8	4	6	7
长期待摊费用	52	54	56	60	营业利润	7,852	9,120	10,565	12,200
其他非流动资产	7,194	7,143	7,096	7,052	营业外净收支	33	23	24	25
资产总计	76,666	87,259	98,033	110,368	利润总额	7,885	9,142	10,589	12,225
流动负债	30,696	34,574	38,483	43,035	减:所得税	980	1,114	1,292	1,500
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,316	112	124	145	净利润	6,905	8,029	9,297	10,725
经营性应付款项	22,895	27,742	30,772	34,219	减:少数股东损益	459	533	616	712
合同负债	3,771	4,239	4,775	5,386	归属母公司净利润	6,446	7,496	8,681	10,013
其他流动负债	2,715	2,481	2,812	3,285	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.80	0.93	1.08	1.25
非流动负债	611	571	571	571	EBIT	7,374	8,336	9,715	11,296
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	8,788	9,789	11,313	13,051
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.04	27.18	27.44	27.66
租赁负债	119	119	119	119	归母净利率(%)	13.77	14.21	14.56	14.84
其他非流动负债	492	451	451	451	收入增长率(%)	10.42	12.63	13.02	13.15
负债合计	31,307	35,145	39,053	43,605	归母净利润增长率(%)	14.24	16.28	15.81	15.34
归属母公司股东权益	42,466	48,689	54,938	62,009					
少数股东权益	2,892	3,425	4,042	4,754					
所有者权益合计	45,358	52,115	58,980	66,763					
负债和股东权益	76,666	87,259	98,033	110,368					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,760	8,627	9,829	10,402	每股净资产(元)	6.34	6.06	6.84	7.72
投资活动现金流	(3,803)	(699)	(2,312)	(2,462)	最新发行在外股份(百万股)	8,033	8,033	8,033	8,033
筹资活动现金流	(2,816)	(2,528)	(2,430)	(2,932)	ROIC(%)	14.56	14.77	15.29	15.70
现金净增加额	2,253	5,400	5,086	5,008	ROE-摊薄(%)	15.18	15.40	15.80	16.15
折旧和摊销	1,414	1,453	1,598	1,754	资产负债率(%)	40.84	40.28	39.84	39.51
资本开支	(3,414)	(2,313)	(2,378)	(2,529)	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.69	25.53	22.04	19.11
营运资本变动	236	(706)	(1,323)	(2,466)	P/B(现价)	3.76	3.93	3.48	3.09

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>