

信通持续高景气，主业边际改善

买入（维持）

2020年08月31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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	32,424	37,936	44,355	51,111
同比（%）	13.6%	17.0%	16.9%	15.2%
归母净利润（百万元）	4343	5266	6273	7358
同比（%）	4.3%	21.2%	19.1%	17.3%
每股收益（元/股）	0.94	1.14	1.36	1.59
P/E（倍）	24.63	20.31	17.05	14.54

投资要点

■ **Q2 恢复稳增，H1 营收+11.2%、利润+14.59%**。2020H 公司实现营收 121.54 亿，同比+11.15%；实现归母净利润 13.77 亿元，同比+14.59%。其中 20Q2，实现营收 82.8 亿，同比+15.27%，环比+113.72%；实现归母净利润 13.01 亿元，同比+15.67%，环比+113.72%。20H1 毛利率为 27.47%，同比下降 0.05pct，20Q2 毛利率 29.63%，同比上升 0.34pct。

■ **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**。1-7 月电网建设投资完成额 2053 亿元，同比+1.6%，其中 Q2 明显加速，4-7 月投资分别 305 亿/464 亿/523 亿/396 亿元，同比+1.3%/+31.1%/+7.4%/+5.0%，明显恢复。南瑞电网自动化及工控板块 20H1 收入 68.7 亿，同比+0.4%，上半年新签订单快速增长。20 年全年来看，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，预计仍稳健增长。

■ **信通 H1 收入 21.6 亿，同比高增+35%，毛利率 23.2%保持稳健；电力物联网方向明确，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，2020 年工作计划重点部署电力物联网建设工作，6 月国网携手 BAT 重点布局“数字新基建”，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，预计 20-21 年复合增速 40-50%。

■ **继保与柔直 20H 收入 14.1 亿，同比-0.7%，毛利率 39.5%，同比大幅+6.7pct；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。20H 继保柔直收入 14.1 亿，同比-0.7%，毛利率大幅提升 6.7pct，主要来自柔直产品高毛利率的贡献，因目前招标量相对少，新签订单同比预缩下滑，但 19 年持续高比例中标特高压项目，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。

■ **盈利预测与投资评级**：预计 2020-22 年归母净利润分别 52.66 亿、62.73 亿、73.58 亿，同比分别+21.2%、+19.1%、+17.3%，对应现价 PE 分别 20 倍、17 倍、15 倍，基于目标价 27.2 元，对应 21 年 20 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：宏观经济下行，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.14
一年最低/最高价	16.14/24.03
市净率(倍)	3.49
流通 A 股市值(百万元)	67913.56

基础数据

每股净资产(元)	6.62
资产负债率(%)	44.97
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）：业绩稳步增长，龙头迎来景气周期》2020-05-03

2、《国电南瑞（600406）：泛在核心支撑，迎接景气周期》2020-01-15

3、《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

Q2 恢复稳增，H1 营收+11.2%、利润+14.59%。2020H 公司实现营收 121.54 亿，同比+11.15%；实现归母净利润 13.77 亿元，同比+14.59%。其中 20Q2，实现营收 82.8 亿，同比+15.27%，环比+113.72%；实现归母净利润 13.01 亿元，同比+15.67%，环比+1616.90%。20H1 毛利率为 27.47%，同比下降 0.05pct，20Q2 毛利率 29.63%，同比上升 0.34pct。

表 1：国电南瑞中报核心财务数据（亿元）

国电南瑞	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	121.54	109.34	11.2%	82.80	71.83	15.3%	38.74	113.7%
毛利率	27.5%	27.5%	0.0pct	29.6%	29.3%	0.3pct	22.8%	6.8pct
营业利润	17.46	14.61	19.5%	16.39	13.39	22.4%	1.07	1432.2%
利润总额	17.69	14.77	19.8%	16.60	13.49	23.1%	1.09	1420.5%
归属母公司净利润	13.77	12.01	14.6%	13.01	11.25	15.7%	0.76	1616.9%
扣非归母净利润	12.72	11.14	14.2%	12.22	10.66	14.6%	0.50	2324.7%
归母净利率	11.3%	11.0%	0.3pct	15.7%	15.7%	1.3pct	2.0%	15.0pct
股本	46.22	46.22	-	46.22	46.22	-	46.22	-
EPS	0.30	0.26	14.6%	0.28	0.24	15.7%	0.02	1616.9%

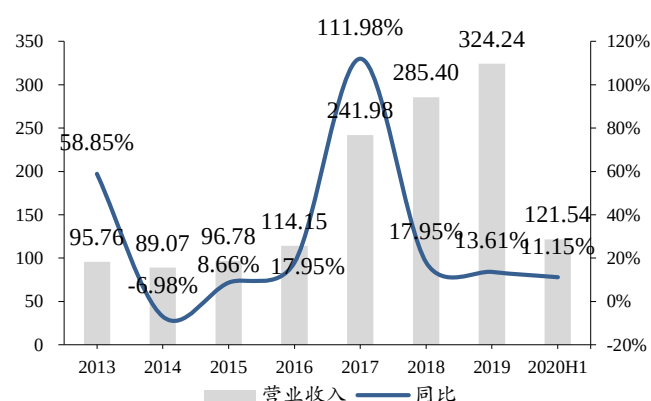
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：国电南瑞分季度核心财务数据（百万元）

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020
营业收入	3,844	6,714	6,602	11,380	3,751	7,183	6,246	15,244	3,874	8,280
营业收入 YoY	171%	144%	121%	-33%	-2%	7%	-5%	34%	3%	15%
营业成本	2,891	4,761	4,753	7,932	2,847	5,079	4,286	10,877	2,989	5,826
营业税金及附加	27	41	51	141	29	35	32	102	22	58
销售费用	337	289	348	530	368	328	351	541	333	294
管理费用	432	471	460	817	164	162	174	315	200	153
研发费用					313	317	387	751	376	388
财务费用	25	(74)	(71)	31	21	(13)	(36)	0	(21)	1
营业利润	176	1,493	1,153	2,176	122	1,339	1,144	2,648	107	1,639
归母净利润	94	1,258	964	1,846	77	1,125	945	2,197	76	1,301
主营业务毛利率	24.8%	29.1%	28.0%	30.3%	24.1%	29.3%	31.4%	28.6%	22.8%	29.6%
销售费用率	8.8%	4.3%	5.3%	4.7%	9.8%	4.6%	5.6%	3.6%	8.6%	3.6%
管理费用率	11.2%	7.0%	7.0%	7.2%	4.4%	2.3%	2.8%	2.1%	5.2%	1.9%
研发费用率					8.3%	4.4%	6.2%	4.9%	9.7%	4.7%
财务费用率	0.6%	-1.1%	-1.1%	0.3%	0.6%	-0.2%	-0.6%	0.0%	-0.5%	0.0%
净利率	2.5%	18.7%	14.6%	16.2%	2.0%	15.7%	15.1%	14.4%	2.0%	15.7%

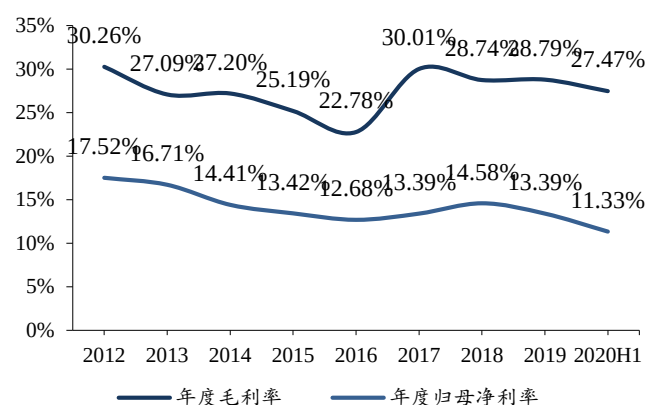
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1: H1 收入 121.54 亿元, 同比+11.15%



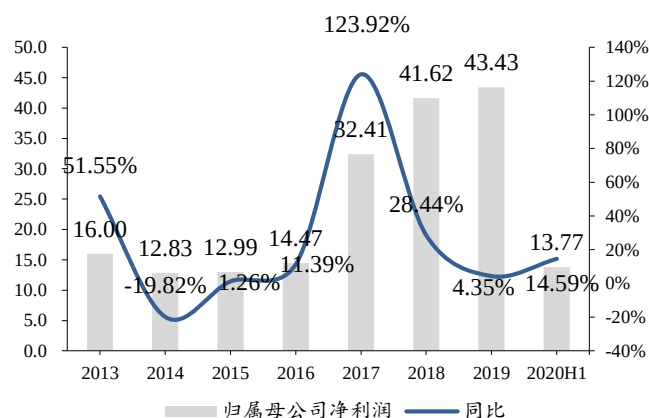
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 20H1 毛利率、净利率同比-0.05、+0.34pct



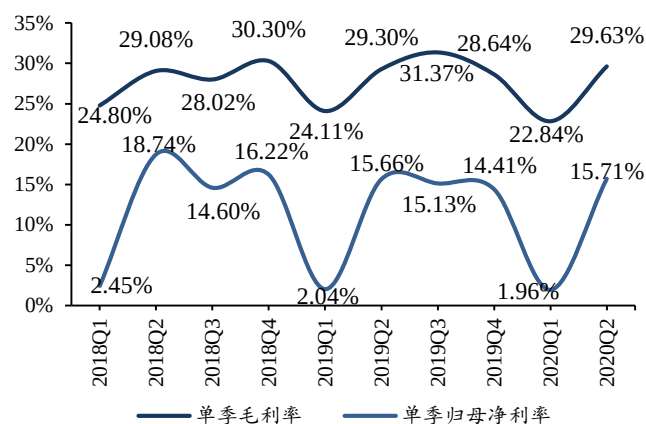
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: H1 归母净利润 13.77 亿元, 同比+14.59%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 20Q2 毛利率、净利率同比+0.34、+1.32pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 3: 国电南瑞分板块情况

	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1
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	68.71
YoY			36.3%	16.6%	2.9%	15.3%	0.4%
毛利(亿元)	14.68	24.70	18.93	28.49	18.84	34.21	18.56
毛利率(%)	30.1%	28.5%	28.5%	28.2%	27.5%	29.4%	27.0%
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	14.10
YoY			49.6%	-5.6%	2.5%	8.0%	-0.7%
毛利(亿元)	3.43	20.61	5.01	15.66	4.66	16.63	5.57
毛利率(%)	37.0%	48.7%	36.1%	39.2%	32.8%	38.6%	39.5%
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	21.63
YoY			-22.2%	135.9%	12.2%	41.2%	35.0%
毛利(亿元)	4.33	1.39	2.90	7.72	3.72	8.90	5.03
毛利率(%)	23.6%	13.7%	20.3%	32.2%	23.3%	26.3%	23.2%
发电及水利环保							
收入(亿元)	10.32	11.60	7.95	11.95	6.52	10.84	9.09
YoY			-22.9%	3.0%	-18.0%	-9.2%	39.4%
毛利(亿元)	0.95	1.04	1.19	-0.05	0.82	1.17	0.54
毛利率(%)	9.2%	9.0%	15.0%	-0.4%	12.6%	10.8%	6.0%
集成及其他							
收入(亿元)	1.05	2.54	2.57	2.49	3.75	10.10	7.62
YoY			144.0%	-1.8%	45.9%	305.8%	103.1%
毛利(亿元)	0.25	1.25	0.75	0.97	1.75	3.65	3.43
毛利率(%)	23.4%		29.2%	39.1%	46.7%	36.1%	45.0%

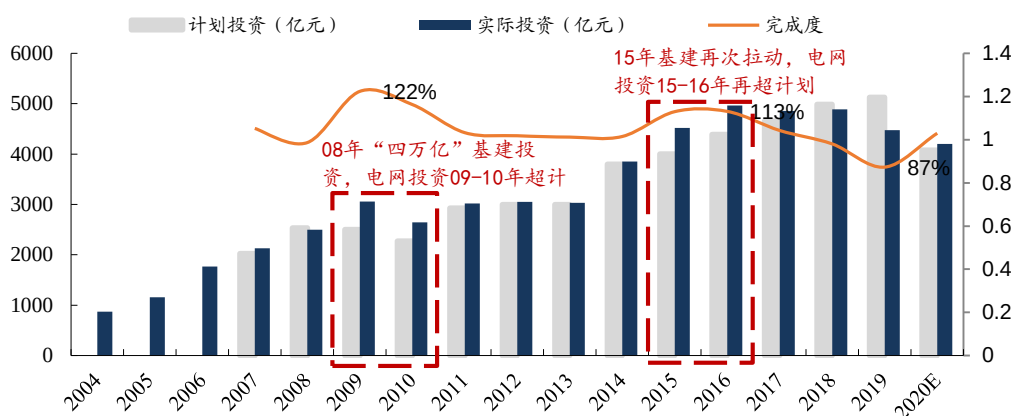
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

20H 电网自动化及工控收入 68.7 亿、同比 0.4%，毛利率 27.0%，同比-0.5pct；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。

- **20 年电网投资上调，电网投资逐月增长。**在国内疫情后基建拉动的大背景下，20 年国网投资从 4080 亿（同比-9%）上调至 4500 亿（同比持平），我们预计实际投资规模不低于 4500 亿；1-7 月电网建设投资完成额 2053 亿元，同比+1.6%，其中 Q2 明显加速，4-7 月投资分别 305 亿/464 亿/523 亿/396 亿元，同比+1.3%/+31.1%/+7.4%/+5.0%，明显恢复。南瑞电网自动化及工控板块 20H1 收入 68.7 亿，同比+0.4%，上半年新签订单快速增长。
- **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

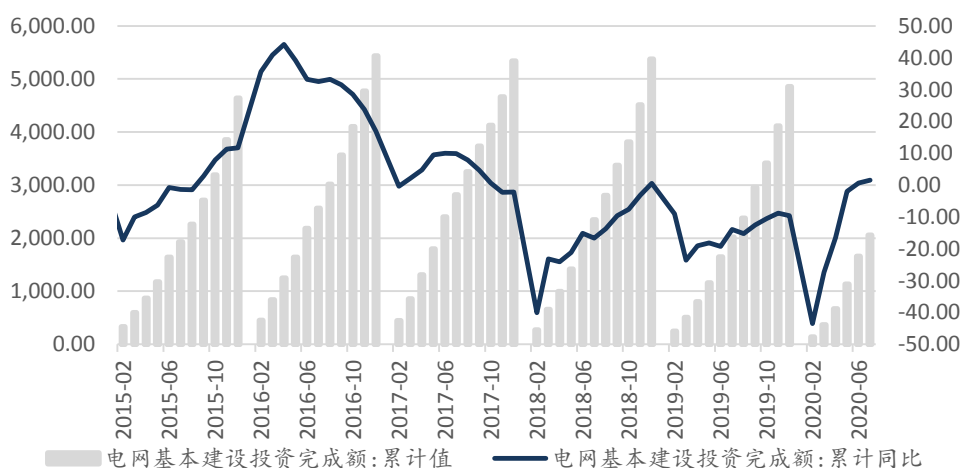
增长。

图 5：国网计划投资与实际投资的关系



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

图 6：国网 1-7 月投资同比+1.6%



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

表 4：国网集中招标统计：组合电器、断路器等招标量增长

产品	14A	15A	16A	17A	18A	19A	19A YoY	20年1-3批	20 (1-3) YoY
变压器（容量MVA）	265,201	295,155	242,747	175,866	244,991	186,081	-24.0%	89,067	-22.5%
电抗器	1,362	1,282	1,391	1,085	1,379	1,374	-0.4%	396	-42.4%
互感器	28,053	37,468	27,491	21,551	24,678	9,903	-59.9%	4,468	-18.1%
电容器	11,004	25,317	13,815	16,317	20,552	6,607	-67.9%	1,701	-70.4%
组合电器	8,428	8,187	7,393	7,534	7,461	4,217	-43.5%	3,231	36.9%
断路器	8,267	10,089	6,956	5,454	6,583	1,695	-74.3%	1,019	5.1%
隔离开关	24,600	28,948	17,453	13,681	17,446	4,785	-72.6%	2,221	-24.3%
消弧线圈	4,066	5,430	5,647	2,813	3,402	604	-82.2%	230	-42.4%
开关柜	45,759	57,796	38,468	40,060	38,359	6,350	-83.4%	8,553	150.1%
保护类设备	17,679	17,114	14,964	14,493	19,165	25,141	31.2%	9,969	-37.3%
变电监控设备	1,891	2,706	1,697	1,826	1,813	1,721	-5.1%	406	-60.7%

数据来源：国家电网，东吴证券研究所

信通 H1 收入 21.6 亿，同比高增+35%，毛利率 23.2%保持稳健；电力物联网方向明确，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，2020 年工作计划重点部署电力物联网建设工作，6 月国网携手 BAT 重点布局“数字新基建”，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，预计 20-21 年复合增速 40-50%。

表 5: 国网“数字新基建”十大重点建设任务具体内容

序号	建设任务	具体内容	目标
1	电网数字化平台	建设以云平台、企业中台、物联平台、分布式数据中心等为核心的基础平台，提升数字化连接感知和计算处理能力	年内初步建成两级平台
2	能源大数据中心	建设以电力数据为核心的能源大数据中心，服务政府政策制订、社会治理、民生保障，服务能源生产、传输、消费上下游企业和客户	年内建成 7 个省级能源大数据中心
3	电力大数据应用	建设电力大数据应用体系，培育高价值大数据产品，对外重点开展电力看经济、复工复产分析、污染防治监测、企业信用评价等，服务国家治理现代化；对内重点开展电网智能规划、设备精益运维、客户体验及营商环境分析等，助力公司智慧运营	年内完成 12 类大数据应用建设
4	电力物联网	建设覆盖电力系统各环节的电力物联网，推动电网感知测控边界向电源侧、客户侧和供应链延伸，提升电网、设备、客户泛在互联和全息感知能力，打造精准感知、边缘智能、共建共享、开放合作的智慧物联体系和应用生态	年内建成统一物联管理平台，打造输电、变电、配电、综合能源、供应链等 5 类智慧物联示范应用
5	能源工业云网	建设技术领先、安全可靠、开放共享的能源工业云网平台，推动智能制造、智慧交易、智能运维、智能监造、智慧物流五大核心功能全场景应用	年内实现交易规模 800 亿元
6	智慧能源综合服务	建设“绿色国网”和省级智慧能源服务平台，广泛聚合资源，为能效服务各类市场主体引流赋能，为客户提供能效管理、智能运维、需求响应等能效服务，支撑商业楼宇、工业企业、园区等典型场景应用，降低能耗，提升全社会综合能效	年内完成“绿色国网”和 15 家省级平台上线，实现 5 家省公司全部高压大工业客户和 2.9 万户年用电量 100 万千瓦时以上楼宇客户接入
7	能源互联网 5G 应用	利用 5G 大速率、高可靠、低时延、广连接等技术优势，聚焦输变电智能运维、电网精准负控和能源互联网创新业务应用，推进与电信运营商、服务商深度合作，加强 5G 关键技术应用、行业定制化产品研制、电力 5G 标准体系制定，拓展智慧城市等领域 5G 应用	年内打造一批“5G+能源互联网”典型应用
8	电力人工智能应用	建设人工智能能力开放平台，面向电网安全生产、经营管理和客户服务等场景，研发电力专用模型和算法，打造设备运维、电网调度、智能客服等领域精品应用，提高电网安全生产效率、客户优质服务和企业精益管理水平	年内建成人工智能“两库一平台”（即样本库、模型库和训练平台），探索 13 类典型应用
9	能源区块链应用	建设能源区块链公共服务平台，提升能源电力上下游各市场主体互信能力，支撑跨行业多层次数据协同，推动线上产业链金融等典型应用，面向政府、金融机构和产业链上下游，形成能源区块链产业新格局	年内建成“一主两侧”国网链，探索 12 类试点应用
10	电力北斗应用	建设电力北斗地基增强系统和精准时空服务网，构建“通信、导航、遥感”一体化运营体系，在电力设备运检、营销服务、基建施工、调度控制等领域推广北斗应用，向交通、物流等行业延伸提供精准授时、定位导航、地理信息服务，助力国家北斗产业发展	年内建成电力北斗地基增强网，推进电力运检、营销、基建、调控等 4 大领域典型应用

数据来源：国家电网，东吴证券研究所

继保与柔直 20H 收入 14.1 亿，同比-0.7%，毛利率 39.5%，同比大幅+6.7pct；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。20H 继保柔直收入 14.1 亿，同比 0.7%，毛利率大幅提升 6.7pct，主要来自柔直产品高毛利率的贡献，因目前招标量相对少，新签订单同比预缩下滑，但 19 年持续高比例中标特高压项目，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。

表 6： 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
	荆门-武汉	本轮1809	待核准	预计2020年9月	-	6	235*2	69
直流	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 7： 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 8: 国电南瑞过去在直流换流阀占据 4 成以上份额

序号	线路	直流换流阀(台)								
		数量	中标量							
			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%

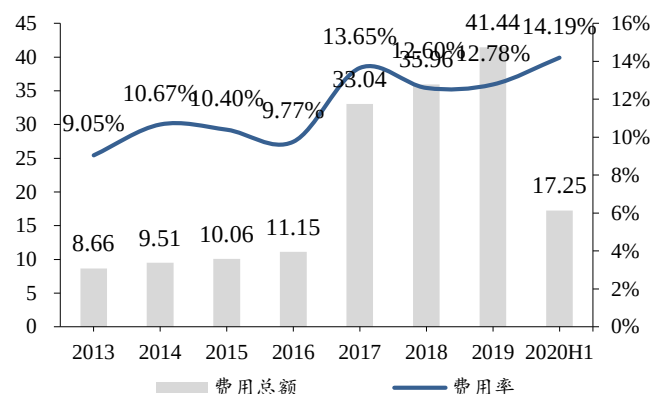
数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

配网节能设备融资租赁模式效果显著, 上半年收入 7.6 亿、高增 103.1%, 毛利率达 45%。配网节能设备融资租赁的业务模式为南瑞首创, 20H 节能设备融资租赁预算数 94.3 亿, 同增 5%, 20H 在建工程节能设备租赁期初账面价值 22.4 亿, 报告期内新增 4.6 亿、转固 2.7 亿, 期末 24.4 亿, 转固标志着租赁设备完成交付、开始产生租金收入, 20H 期末在建工程节能设备租赁账面价值 38.1 亿, 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。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。

新业务稳步推进。公司上半年率先实现完全自主可控 10-1000kV 全类型继电保护装置挂网运行, 完成 3300V IGBT 及 FRD 芯片设计封装测试, 首次实现电力现货市场技术支持系统完整月结算试运行。布局数字新基建, 支撑电网云、数据中台、5G 等国网规划和规范编制, 研制电网技术场景新应用、智慧物联系统装备及省级智慧能源综合服务平台。

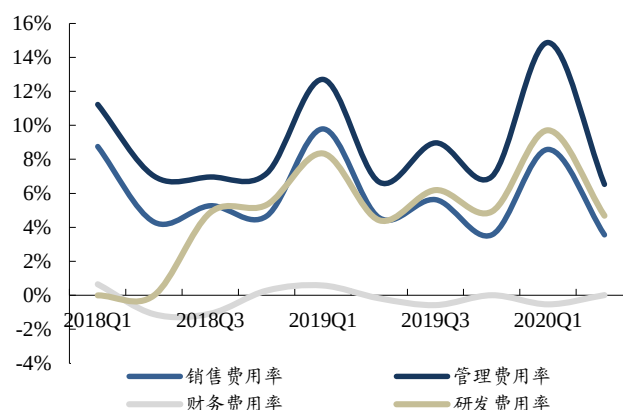
费用增长、费用率有所下降。公司 2020H 费用同比增长 3.93%至 17.25 亿元, 期间费用率下降 0.99 个百分点至 14.19%。其中, 销售、管理(含研发)、研发费用分别同比下降 9.81%、上升 8.57%、上升 21.20%至 6.27 亿元、11.18 亿元、7.64 亿元; 费用率分别下降 1.2、上升 0.45、上升 0.52 个百分点至 5.16%、9.19%、6.29%。20Q2, 销售、管理(含研发)、研发费用分别同比 -10.21%/-5.35%/+22.27%, 费用率分别为 3.55%/6.53%/4.68%。

图 7: 20H1 期间费用 17.25 亿元, 同比+3.93%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

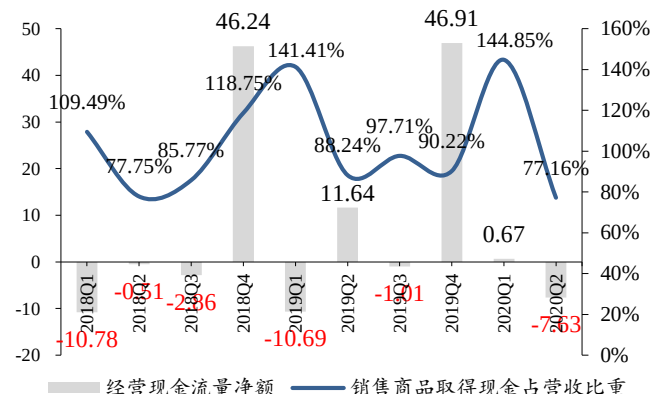
图 8: 20Q2 期间费用率 10.10%, 同比-0.95pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

本期现金净流出, 预收款、存货、应收款等稳定。20H1 经营活动现金流量净流出 6.96 亿元, 同比下降 833.14%; 销售商品取得现金 120.00 亿元, 同比增长 3.07%。期末预收款项 44.03 亿元, 同比下降 4.42%。期末应收账款 194.92 亿元, 较期初增长 3.45 亿元, 应收账款周转天数上升 83.05 天至 286.12 天。期末存货 71.26 亿元, 较期初上升 13.3 亿元; 存货周转天数上升 41.37 天至 131.94 天。

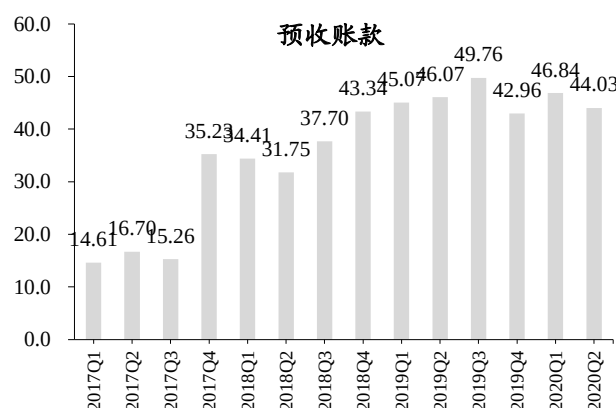
图 9: 20Q2 现金净流出 7.63 亿元, 同比-165.52%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

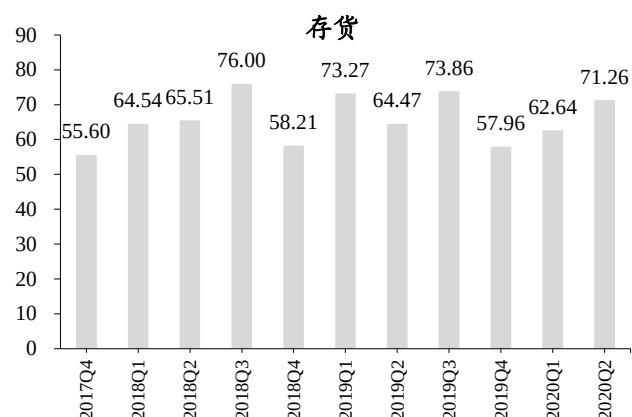
图 11: 期末存货 71.26 亿元, 较期初+13.3 亿元

图 10: 期末预收款项 44.03 亿元, 同比-4.42%

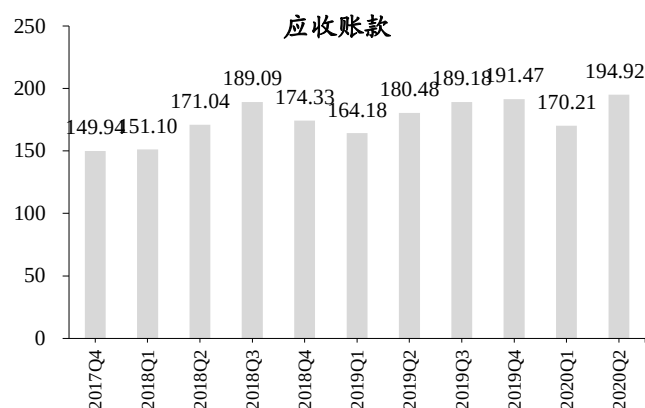


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 期末应收账款 194.92 亿元, 较期初+3.45 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：预计 2020-22 年归母净利润分别 52.66 亿、62.73 亿、73.58 亿，同比分别+21.2%、+19.1%、+17.3%，对应现价 PE 分别 20 倍、17 倍、15 倍，基于目标价 27.2 元，对应 21 年 20 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期

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	46347.0	52110.3	57700.3	营业收入	32423.6	37936.4	44354.8	51111.0
现金	7627.4	6101.9	6712.1	7047.7	减:营业成本	23089.4	26700.0	31122.3	35858.1
应收账款	19146.8	22865.8	26199.7	29586.7	营业税金及附加	197.9	379.4	434.7	490.9
存货	5796.3	6568.6	7503.4	8472.3	营业费用	1588.0	1858.9	2129.0	2351.1
其他流动资产	10035.0	10810.7	11695.1	12593.6	管理费用	2452.9	2958.3	3363.8	3768.3
非流动资产	14819.4	17711.7	20385.1	23130.3	财务费用	-26.9	-22.6	52.5	107.1
长期股权投资	61.2	61.2	61.2	61.2	资产减值损失	205.67	-350.00	-378.00	-408.24
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	6322.3	7531.3	8834.9
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	64058.6	72495.4	80830.7	利润总额	5280.0	6332.3	7542.8	8848.2
流动负债	24319.7	28177.6	33307.8	37764.3	减:所得税费用	619.8	759.9	905.1	1061.8
短期借款	1417.2	2176.7	3631.0	4297.2	少数股东损益	317.2	306.5	365.1	428.3
应付账款	17008.9	19275.3	22018.4	24861.6	归属母公司净利润	4343.1	5265.9	6272.6	7358.1
其他流动负债	5893.6	6725.6	7658.4	8605.6	EBIT	5191.7	6077.1	7342.2	8679.8
非流动负债	452.7	452.7	452.7	452.7	EBITDA	5970.5	6637.9	8095.9	9632.2
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	28630.2	33760.5	38217.0	重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	2129.5	2272.4	2442.6	2642.3	每股收益(元)	0.94	1.14	1.36	1.59
					每股净资产(元)	6.60	7.17	7.85	8.65
归属母公司股东权益	30523.1	33156.0	36292.3	39971.4	发行在外股份(百万股)	4622.1	4621.9	4621.9	4621.9
负债和股东权益	57424.9	64058.6	72495.4	80830.7	ROIC(%)	15.3%	17.2%	18.4%	19.2%
					ROE(%)	14.2%	15.9%	17.3%	18.4%
					毛利率(%)	28.8%	29.6%	29.8%	29.8%
现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	13.4%	13.9%	14.1%	14.4%
经营活动现金流	4684.3	3851.2	6097.3	7454.3	资产负债率(%)	43.1%	44.7%	46.6%	47.3%
投资活动现金流	-2684.3	-3503.3	-3805.1	-4105.8	收入增长率(%)	13.6%	17.0%	16.9%	15.2%
筹资活动现金流	-1970.3	-1873.4	-1682.0	-3012.9	净利润增长率(%)	4.3%	21.2%	19.1%	17.3%
现金净增加额	42.6	-1525.5	610.2	335.6	P/E	24.63	20.31	17.05	14.54
折旧和摊销	778.8	560.8	753.6	952.4	P/B	3.50	3.23	2.95	2.68
资本开支	-4232.5	-3503.3	-3805.1	-4105.8	EV/EBITDA	22.06	20.43	17.38	15.07
营运资本变动	4999.8	-2468.4	-1477.2	-1464.1					

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>