新能源与汽车研究部

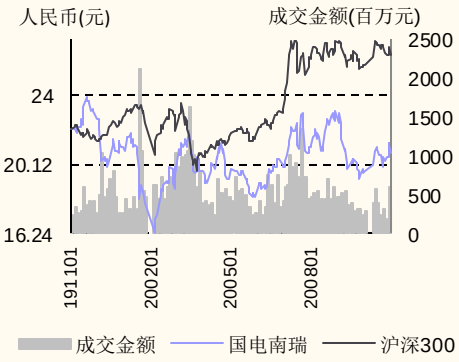
国电南瑞 (600406.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：20.76 元
目标价格（人民币）：33.40-33.40 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	46.22
已上市流通 A 股(亿股)	29.35
总市值(亿元)	959.51
年内股价最高最低(元)	23.86/16.24
沪深 300 指数	4695
上证指数	3225



相关报告

1.《国电南瑞中报点评-Q2 恢复快速增长，网外业务新兴业务成效显著》，2020.8.31
2.《国电南瑞年报一季报点评-电网强投资，特高压、信息通信助力业绩...》，2020.4.30
3.《公司拟成立机器人合资子公司研究-拟成立合资公司，加快带电作业...》，2019.11.17

邓伟 分析师 SAC 执业编号：S1130519070002
(8621)60935389
dengwei@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

电网自动化业务加速，信息通信增长抢眼

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.908	0.940	1.133	1.337	1.607
每股净资产(元)	6.06	6.60	7.37	8.29	9.39
每股经营性现金流(元)	0.70	0.98	0.87	1.57	1.63
市盈率(倍)	20.41	22.54	18.33	15.52	12.92
净利润增长率(%)	28.44%	4.35%	20.54%	18.08%	20.19%
净资产收益率(%)	14.98%	14.23%	15.37%	16.14%	17.12%
总股本(百万股)	4,583.66	4,622.12	4,621.94	4,621.94	4,621.94

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年三季报，营业收入和归母净利润、扣非归母净利润分别 201 亿元、25.5 亿元、24.2 亿元，同比分别增长 17%、18.7%、20.1%。

经营分析

- **三季报业绩超预期。**Q3 营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 79.4 亿元、11.7 亿元、11.4 亿元，同比增长 27.2%，24.0%、27.3%。公司前三季度毛利率 28.6%，其中 Q3 毛利率达到 30.2%，环比和同比分别+0.6%、-1.2%，前三季度毛利率略微下降，主要是由于低毛利率的发电与水利环保占比提升所致。前三季度管理费用率、销售费用率分别下降 0.2pct、1.2pct，使得净利润率同比提升 0.35pct，拉动 ROE 同比提升 0.43pct。
- **电力信息通信、电网自动化及继电保护等核心业务持续保持中高速成长。电力信息通信：**国网今年公布了 10 项数字新基建业务合计 247 亿元，预计将拉动电力信息通信总投资 350 亿元左右。数字经济正在加速与传统电网自动化进行融合，预计多站融合、调控云、配网主站将陆续迎来订单的大规模释放，其中备受市场关注的高单价调控云启动规模化招标有助于公司未来两年业绩加速释放。**电网自动化与工业控制：**受电网建设加速，Q3 该板块交货大幅提速，前三季度该板块营收增长达到 10%左右（H1 增长仅 0.4%），且新签订单有一定加速。**继电保护及柔性输电：**该板块今年新签订单下滑较多，主要系直流特高压整线今年 0 招标（2019 年 3 条直流特高压线路招标）如果单看继电保护业务，今年订单增长也能达到 20%左右。目前江苏-白鹤滩直流特高压项目有望在今年核准招标，未来剩余的 9 条待核准特高压项目极有可能保持平稳招投标，对公司的业务波动影响将减少。
- **扣除特高压影响新签订单同比增长约 26%，在线订单足。**2019 年公司新签特高压直流订单 37 亿元，根据测算扣除这一影响，公司订单增长约 26%。其中电网自动化及工业控制、电力信息通信保持 15-30%中高速增长。
- **十四五风光规划将极大刺激智能电网需求。**电网消纳和储能对于十四五乃至更长期风光快速发展必不可少，两者相辅相成。风光出力功率不确定性，需要配合调频电源或者储能，同时对于智能调度、配网自动化的需求和技术难度非常大。南瑞作为一家智能电网业务为主体的公司，将充分受益能源革命带来的智能化、信息化投资提升，其估值理应随着发展高确定性而 提升。

盈利预测与投资建议

- 公司三季报超预期，适当上调当年业绩，预计公司 2020-2022 年归母净利润 52.3/ 61.8/ 74.2 亿元，目标价 33.4 元，对应 2021 年 25x。

风险提示

- 电网投资不达预期；电力物联网建设不达预期；新兴产业拓展不达预期。

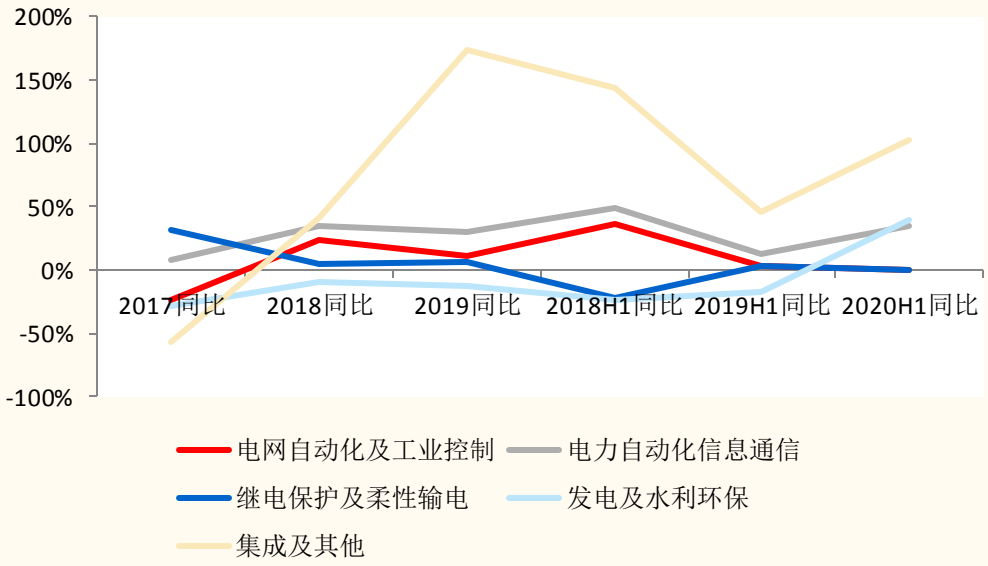
敬请参阅最后一页特别声明

图表 1：公司业绩拆分预测（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021	2022
营业收入	242.0	284.7	313.6	378.5	447.9	533.0
电网自动化及工业控制	135.6	167.6	185.0	203.5	223.8	257.4
继电保护及柔性输电	51.5	53.8	57.3	59.0	70.8	85.0
电力自动化信息通信	28.5	38.2	49.8	62.3	81.0	100.4
发电及水利环保	21.9	19.9	17.4	29.5	38.4	46.0
集成及其他	4.5	5.1	13.9	24.2	33.9	44.1
营收增速	-14.3%	17.6%	10.2%	20.7%	18.3%	19.0%
电网自动化及工业控制		23.6%	10.4%	10.0%	10.0%	15.0%
继电保护及柔性输电		4.5%	6.4%	3.0%	20.0%	20.0%
电力自动化信息通信		34.2%	30.3%	25.0%	30.0%	24.0%
发电及水利环保		-9.0%	-12.8%	70.0%	30.0%	20.0%
集成及其他		12.4%	173.8%	75.0%	40.0%	30.0%
毛利率	30.01%	28.81%	28.79%	28.57%	28.48%	29.07%
电网自动化及工业控制	29.33%	28.33%	28.68%	28.40%	28.50%	29.50%
继电保护及柔性输电	45.21%	38.45%	34.52%	40.00%	38.00%	37.00%
电力自动化信息通信	20.11%	27.79%	25.33%	25.30%	26.30%	27.00%
发电及水利环保	8.98%	5.70%	11.47%	6.00%	7.00%	8.00%
集成及其他	41.67%	34.08%	38.97%	38.00%	38.00%	38.00%
毛利	72.6	82.0	93.3	108.1	127.6	154.9

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：公司各版块收入变化趋势



来源：公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**24,198**	**28,540**	**32,424**	**37,855**	**44,794**	**53,297**
增长率		17.9%	13.6%	16.7%	18.3%	19.0%
主营业务成本	-16,936	-20,337	-23,089	-27,041	-32,036	-37,803
%销售收入	70.0%	71.3%	71.2%	71.4%	71.5%	70.9%
毛利	7,262	8,203	9,334	10,814	12,758	15,494
%销售收入	30.0%	28.7%	28.8%	28.6%	28.5%	29.1%
营业税金及附加	-295	-260	-198	-197	-246	-293
%销售收入	1.2%	0.9%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
销售费用	-1,277	-1,504	-1,588	-1,590	-1,926	-2,345
%销售收入	5.3%	5.3%	4.9%	4.2%	4.3%	4.4%
管理费用	-1,934	-639	-815	-939	-1,097	-1,386
%销售收入	8.0%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%
研发费用	0	-1,542	-1,768	-2,006	-2,374	-2,825
%销售收入	0.0%	5.4%	5.5%	5.3%	5.3%	5.3%
息税前利润（EBIT）	3,757	4,259	4,965	6,082	7,114	8,645
%销售收入	15.5%	14.9%	15.3%	16.1%	15.9%	16.2%
财务费用	-93	89	27	-36	-38	-35
%销售收入	0.4%	-0.3%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-83	-58	-159	-151	-168	-207
公允价值变动收益	0	0	47	30	40	50
投资收益	33	110	47	47	62	80
%税前利润	0.8%	2.2%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%
营业利润	4,201	4,998	5,253	6,442	7,565	9,145
营业利润率	17.4%	17.5%	16.2%	17.0%	16.9%	17.2%
营业外收支	46	19	28	38	46	55
税前利润	4,247	5,017	5,280	6,480	7,611	9,200
利润率	17.6%	17.6%	16.3%	17.1%	17.0%	17.3%
所得税	-545	-568	-620	-810	-951	-1,196
所得税率	12.8%	11.3%	11.7%	12.5%	12.5%	13.0%
净利润	3,703	4,450	4,660	5,670	6,660	8,004
少数股东损益	462	288	317	435	479	574
归属于母公司的净利润	**3,241**	**4,162**	**4,343**	**5,235**	**6,181**	**7,429**
净利率	13.4%	14.6%	13.4%	13.8%	13.8%	13.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,703	4,450	4,660	5,670	6,660	8,004
少数股东损益	462	288	317	435	479	574
非现金支出	629	617	947	1,023	1,125	1,270
非经营收益	122	-275	-253	-61	-102	-112
营运资金变动	-1,153	-1,583	-811	-2,610	-418	-1,646
经营活动现金净流	**3,301**	**3,208**	**4,543**	**4,022**	**7,265**	**7,515**
资本开支	-1,188	-1,713	-2,925	-1,061	-2,235	-1,726
投资	-418	-5,323	141	-570	-1,458	-1,948
其他	-274	192	99	-153	-108	-70
投资活动现金净流	**-1,879**	**-6,844**	**-2,684**	**-1,784**	**-3,801**	**-3,744**
股权募资	20	6,020	349	127	163	202
债权募资	305	-754	0	200	-230	450
其他	-2,565	-2,686	-2,307	-1,948	-2,224	-2,646
筹资活动现金净流	**-2,240**	**2,580**	**-1,957**	**-1,621**	**-2,290**	**-1,994**
现金净流量	**-819**	**-1,055**	**-99**	**617**	**1,174**	**1,777**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,737	7,561	7,627	8,245	9,419	11,196
应收款项	17,257	19,557	21,009	21,670	24,508	28,999
存货	5,560	5,821	5,796	6,816	7,899	9,114
其他流动资产	4,116	8,358	8,172	10,986	13,183	16,016
流动资产	35,670	41,296	42,605	47,716	55,008	65,325
%总资产	77.6%	78.9%	74.2%	75.7%	76.6%	78.6%
长期投资	894	1,117	1,534	1,759	1,942	2,105
固定资产	6,852	7,930	10,858	11,042	12,244	12,785
%总资产	14.9%	15.2%	18.9%	17.5%	17.0%	15.4%
无形资产	1,042	1,068	1,353	1,385	1,509	1,685
非流动资产	10,308	11,043	14,819	15,276	16,835	17,746
%总资产	22.4%	21.1%	25.8%	24.3%	23.4%	21.4%
资产总计	**45,978**	**52,340**	**57,425**	**62,992**	**71,843**	**83,071**
短期借款	68	1,415	1,417	1,403	1,158	1,589
应付款项	23,882	20,137	21,809	18,761	22,563	26,730
其他流动负债	721	993	1,093	5,573	6,138	7,068
流动负债	24,670	22,545	24,320	25,738	29,859	35,387
长期贷款	0	0	0	200	200	200
其他长期负债	164	414	453	429	446	469
负债	**24,835**	**22,958**	**24,772**	**26,367**	**30,506**	**36,056**
普通股股东权益	**19,380**	**27,784**	**30,523**	**34,061**	**38,294**	**43,398**
其中：股本	4,202	4,584	4,622	4,622	4,622	4,622
未分配利润	10,369	12,714	15,247	18,633	22,689	27,576
少数股东权益	1,764	1,597	2,129	2,564	3,043	3,617
负债股东权益合计	**45,978**	**52,340**	**57,425**	**62,992**	**71,843**	**83,071**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.771	0.908	0.940	1.133	1.337	1.607
每股净资产	4.612	6.062	6.604	7.369	8.285	9.390
每股经营现金净流	0.786	0.700	0.983	0.870	1.572	1.626
每股股利	0.390	0.370	0.290	0.400	0.460	0.550
回报率						
净资产收益率	16.72%	14.98%	14.23%	15.37%	16.14%	17.12%
总资产收益率	7.05%	7.95%	7.56%	8.31%	8.60%	8.94%
投入资本收益率	15.44%	12.26%	12.84%	13.92%	14.58%	15.41%
增长率						
主营业务收入增长率	111.98%	17.95%	13.61%	16.75%	18.33%	18.98%
EBIT 增长率	169.27%	13.34%	16.60%	22.49%	16.97%	21.52%
净利润增长率	123.92%	28.44%	4.35%	20.54%	18.08%	20.19%
总资产增长率	162.25%	13.84%	9.72%	9.70%	14.05%	15.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	163.6	207.4	205.9	208.0	200.0	200.0
存货周转天数	82.0	102.1	91.8	92.0	90.0	88.0
应付账款周转天数	188.9	229.0	226.8	230.0	232.0	233.0
固定资产周转天数	78.8	75.9	92.9	76.5	67.1	55.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.00%	-20.92%	-32.87%	-32.13%	-35.52%	-38.35%
EBIT 利息保障倍数	40.4	-47.8	-184.5	171.3	185.4	245.7
资产负债率	54.01%	43.86%	43.14%	41.86%	42.46%	43.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

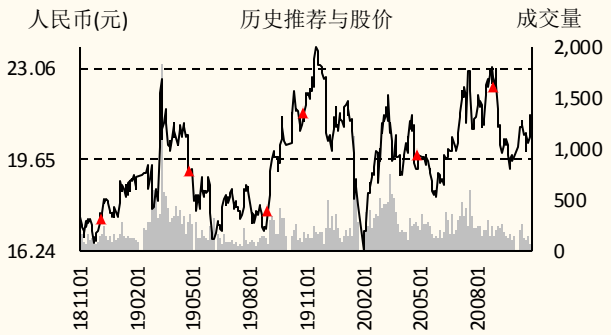
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-12-06	买入	18.23	25.40～25.40
2	2019-04-29	买入	19.87	25.40～25.40
3	2019-09-02	买入	17.30	24.80～24.80
4	2019-10-30	买入	21.39	28.50～28.50
5	2019-11-17	买入	23.70	28.50～28.50
6	2020-04-30	买入	19.53	28.70～28.70
7	2020-08-31	买入	23.14	33.30～33.30

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH