

经营业绩符合预期，在手订单稳增
买入（维持）

2021年04月23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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	38,502	44,973	52,934	61,902
同比（%）	18.7%	16.8%	17.7%	16.9%
归母净利润（百万元）	4852	5733	6799	8085
同比（%）	11.7%	18.2%	18.6%	18.9%
每股收益（元/股）	1.05	1.24	1.47	1.75
P/E（倍）	31.24	26.44	22.29	18.75

股价走势



投资要点

- 20 年收入同比+19%、利润同比+12%，其中 Q4 计提较多减值，收入增长及经营利润符合预期。公司发布 2020 年年报，2020 年实现营收 385.02 亿元，同比+18.75%；实现归母净利润 48.52 亿元，同比+11.71%。其中 2020Q4，实现营收 184.05 亿元，同比+20.73%；实现归母净利润 26.63 亿元，同比+21.23%。20 年计提资产减值/信用减值损失分别 2.45 亿/3.49 亿，同比分别+2.08 亿/+0.86 亿，对利润影响较多，考虑该影响后实际经营利润符合预期。公司预计 2021 年收入 425 亿，同比+10%，营业成本 310 亿（+10%）、期间费用 47 亿（+10%）。电网自动化 Q3 增速略有提速，20 年起迎来细分业务景气周期。
- 电网自动化板块 H2 显著提速，细分业务迎来景气周期。20 年电网自动化及工控板块收入 215.3 亿，同比+16.4%，其中 H2 收入 146.6 亿，同比+25.8%明显提速。因板块提供整体解决方案业务比例增加，毛利率同比下降 2.4pct 至 26.3%。电网投资整体预计今年继续维持稳健增长，“双碳”背景下南瑞多个细分业务景气度上升：1）20 年新一代调度系统完成研制，21 年有望开始迭代，南瑞延续主导地位；2）新一代智能电表 20 年第二批开始招标，21 年起有望量价齐升；3）配网重点部署，配网改造加速、景气度提升。整体看南瑞迎来多个细分板块景气度向上的周期，预计仍维持稳健增长。
- 电力物联网延续高景气，信通业务高增。信通业务 2020 年收入 65 亿，同比+30.4%；其中 H2 收入 43.4 亿，同比+28.3%；板块由于相关信息建设基础业务增长，毛利率下降 5.2pct 至 20.1%。20 年国网在数字新基建领域总计投资 247 亿，实施数字化平台、能源大数据中心、电力大数据应用、5G 应用、工业物联网、电力北斗应用等十大“数字新基建”重点建设任务。南瑞继续承担国网“能源互联网”战略的核心支撑职责，推动数字化融合新高台，瞄准“大云物移智链”等技术在能源电力领域的融合创新和应用，积极布局调度、配电、用电、电力交易等云化技术，支撑电网搭建国网云、调控云、数据中台、业务中台、智慧物联平台，加快各级大数据中心、多站融合建设，开发 5G 适用性产品等。预计未来 21-23 年复合增速维持 30%以上。
- 继保与柔直业务稳增，其中继保稳健、特高压短期承压，但“十四五”期间建设有望加速。2020 年继保与柔直业务收入 60.1 亿，同比+5%，其中 H2 收入 46 亿，同比+7%有所提速，其中继保业务稳健增长、特高压因前期订单完工，收入有所下滑。毛利率同比+3.5pct 至 38.1%。“十四五”期间特高压、特别是特直作为新能源远距离输送的主要方式，建设有望继续加速，20 年“两直”获得核准（白鹤滩-江苏、闽粤联网直流）；“一直”完成可研（白鹤滩-浙江）；“三直”完成预可研（陇东-山东、金上-湖北、哈密北-重庆），21-25 年预计将建成 5-10 调特高压直流线路，南瑞在特直核心设备直流换流阀地位稳固，订单、收入有望恢复快速增长。
- 盈利预测与投资评级：由于会计调整，预计未来将计提较多减值，下调公司 2021-22 年归母净利润分别至 57.3（-5.7）亿、68.0（-6.3）亿，预计 23 年归母净利润 80.9 亿，同比分别+18.2%、+18.6%、+18.9%，对应现价 PE 分别 26x、22x、19x，给予目标价 37.2 元，对应 21 年 30xPE，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济下行，竞争加剧

市场数据

收盘价(元)	32.79
一年最低/最高价	18.15/34.76
市净率(倍)	4.44
流通 A 股市值(百万元)	150610.68

基础数据

每股净资产(元)	7.39
资产负债率(%)	44.83
总股本(百万股)	4621.49
流通 A 股(百万股)	4593.19

相关研究

- 1、《国电南瑞（600406）：拥抱电网转型，巨轮扬帆起航》2020-11-23
- 2、《国电南瑞（600406）三季度报点评：主业增长提速，信通持续高景气》2020-11-01
- 3、《国电南瑞（600406）中报点评：信通持续高景气，主业边际改善》2020-08-31

20 年收入同比+19%、利润同比+12%，其中 Q4 计提较多减值，收入增长及经营利润符合预期。公司发布 2020 年年报，2020 年实现营收 385.02 亿元，同比+18.75%；实现归母净利润 48.52 亿元，同比+11.71%。其中 2020Q4，实现营收 184.05 亿元，同比+20.73%；实现归母净利润 23.03 亿元，同比+4.83%。20 年计提资产减值/信用减值损失分别 2.45 亿/3.49 亿，同比分别+2.08 亿/+0.86 亿，对利润影响较多，考虑该影响后实际经营利润符合预期。公司预计 2021 年收入 425 亿，同比+10%，营业成本 310 亿(+10%)、期间费用 47 亿(+10%)。

表 1: 国电南瑞 2020 年度核心财务数据

国电南瑞	2020	2019	同比	2020Q4	2019Q4	同比	2020Q3	环比
营业收入	385.02	324.24	18.7%	184.05	152.44	20.7%	79.44	131.7%
毛利率	26.8%	28.8%	-2pct	24.9%	28.6%	-3.7pct	30.2%	-5.3pct
营业利润	58.74	52.53	11.8%	26.52	26.48	0.1%	14.65	79.6%
利润总额	59.34	52.80	12.4%	26.80	26.55	1.0%	14.85	80.5%
归属母公司净利润	48.52	43.43	11.7%	23.03	21.97	4.8%	11.72	96.5%
扣非归母净利润	46.37	41.49	11.8%	22.20	21.36	3.9%	11.44	94.0%
归母净利率	12.6%	13.4%	-0.8pct	12.5%	14.4%	-1.89pct	14.8%	-2.29pct
股本	46.22	46.22	-	46.22	46.22	-	46.22	-
EPS	1.05	0.94	11.7%	0.50	0.48	4.2%	0.25	100.0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2020 年收入 385.02 亿元, 同比+18.75%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 48.52 亿元, 同比+11.71%



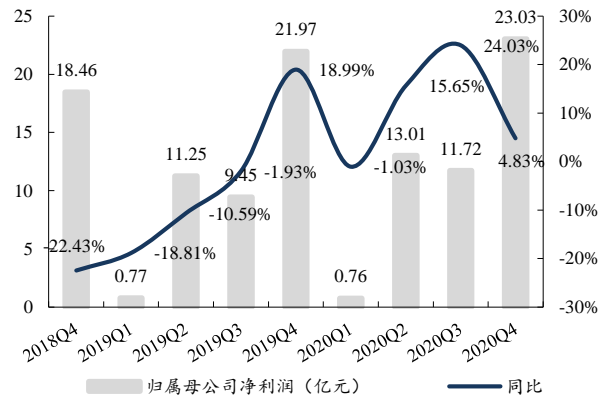
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: Q4 收入 184.05 亿元, 同比+20.73%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: Q4 归母净利润 23.03 亿元, 同比+4.83%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

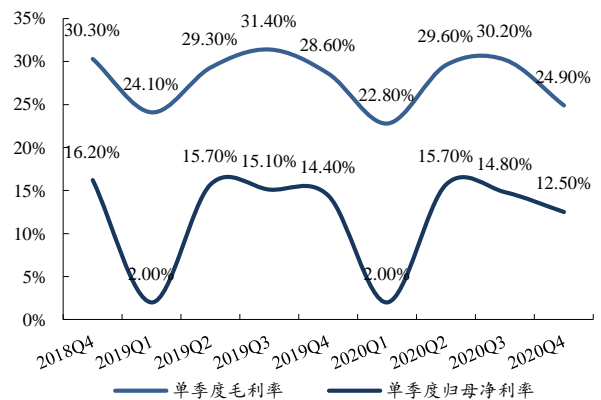
整体解决方案、集成总包类业务占比提升, 使得经营毛利率下降。2020 年毛利率为 26.80%, 同比下降 1.98pct, Q4 毛利率 24.90%, 同比下降 3.74pct, 环比下降 5.30pct。电网自动化板块、电力自动化信息通信、集成与其他板块中总包类、解决方案类业务占比提升, 使得毛利率有所下降; 而继电保护及柔性直流输电、发电及水利环保板块毛利率提升。

图 5: 2020 年毛利率、净利率同比-2pct、-0.8pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: Q4 毛利率、净利率同比-3.7pct、-1.89pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

20 年国网投资同比+3%、南瑞新签订单同比+10%稳健增长, 在手订单 456 亿、锁定 21 年增长。20 年国网完成电网投资 4605 亿元, 同比+3%, 超额完成年初 4200 亿的投资任务。21 年国网投资有望继续稳增, 计划投资 4730 亿, 同比+3%。20 年国电南瑞新签订单 255 亿, 同比+9.9%; 期末在手订单 456 亿, 同比+14.4%, 在手订单锁定 21 年持续增长。

图 7: 2020 年公司新签订单 255 亿, 同比+9.9%

(亿元)	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
当年新签订单	36.38	52.13	70.34	72.85	54.95	174.54	193.74	232.37	255.46
同比增长		43.29%	34.93%	3.57%	-24.57%	217.63%	11.00%	19.94%	9.94%
期末在手订单	50.19	76.44	105.74	126.87	115.57	312.79	331.02	398.32	455.75
营收	60.28	95.76	89.07	96.78	114.15	241.98	285.40	324.24	385.02
营收增速		29.35%	58.85%	-6.98%	8.66%	17.95%	111.98%	17.95%	13.61%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 2: 国电南瑞主营业务拆分

	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2	19H1	20H2	2020A
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	146.59	215.30
YoY			36.3%	16.6%	2.9%	15.3%	0.4%	25.8%	16.40
毛利(亿元)	14.68	24.70	18.93	28.49	18.84	34.21	18.56	38.09	56.65
毛利率(%)	30.1%	28.5%	28.5%	28.2%	27.5%	29.4%	27.0%	26.0%	26.31
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	46.04	60.14
YoY			49.6%	-5.6%	2.5%	8.0%	-0.7%	6.8%	4.97
毛利(亿元)	3.43	20.61	5.01	15.66	4.66	16.63	5.57	17.32	22.89
毛利率(%)	37.0%	48.7%	36.1%	39.2%	32.8%	38.6%	39.5%	37.6%	38.06
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	43.38	65.01
YoY			-22.2%	135.9%	12.2%	41.2%	35.0%	28.3%	30.44
毛利(亿元)	4.33	1.39	2.90	7.72	3.72	8.90	5.03	8.05	13.07
毛利率(%)	23.6%	13.7%	20.3%	32.2%	23.3%	26.3%	23.2%	18.5%	20.11
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	16.53	25.62
YoY			-22.9%	3.0%	-18.0%	-9.2%	39.4%	52.4%	47.53
毛利(亿元)	0.95	1.04	1.19	-0.05	0.82	1.17	0.54	2.89	3.43
毛利率(%)	9.2%	9.0%	15.0%	-0.4%	12.6%	10.8%	6.0%	17.5%	13.39
集成及其他									
收入(亿元)	1.05	2.54	2.57	2.49	3.75	10.10	7.62	10.31	17.93
YoY			144.0%	-1.8%	45.9%	305.8%	103.1%	2.1%	29.41
毛利(亿元)	0.25	1.25	0.75	0.97	1.75	3.65	3.43	3.74	7.17
毛利率(%)	23.4%	49.2%	29.2%	39.1%	46.7%	36.1%	45.0%	36.3%	36.57

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

电网自动化板块 H2 显著提速, 细分业务迎来景气周期。20 年电网自动化及工控板块收入 215.3 亿, 同比+16.4%, 其中 H2 收入 146.6 亿, 同比+25.8%明显提速。因板块提供整体解决方案业务比例增加, 毛利率同比下降 2.4pct 至 26.3%。电网投资整体预计今年继续维持稳健增长, “双碳”背景下南瑞多个细分业务景气度上升: 1) 20 年新一代调度系统完成研制, 21 年有望开始迭代, 南瑞延续主导地位; 2) 新一代智能电表 20 年第二批开始招标, 21 年起有望量价齐升; 3) 配网重点部署, 配网改造加速、景气度提升。整体看南瑞迎来多个细分板块景气度向上的周期, 预计仍维持稳健增长。

电力物联网延续高景气, 信通业务高增。信通业务 2020 年收入 65 亿, 同比+30.4%; 其中 H2 收入 43.4 亿, 同比+28.3%; 板块由于相关信息建设基础业务增长, 毛利率下降 5.2pct 至 20.1%。20 年国网在数字新基建领域总计投资 247 亿, 实施数字化平台、能源大数据中心、电力大数据应用、5G 应用、工业物联网、电力北斗应用等

十大“数字新基建”重点建设任务。南瑞继续承担国网“能源互联网”战略的核心支撑职责，推动数字化融合新高台，瞄准“大云物移智链”等技术在能源电力领域的融合创新和应用，积极布局调度、配电、用电、电力交易等云化技术，支撑电网搭建国网云、调控云、数据中台、业务中台、智慧物联平台，加快各级大数据中心、多站融合建设，开发 5G 适用性产品等。预计未来 21-23 年复合增速维持 30% 以上。

继保与柔直业务稳增，其中继保稳健、特高压短期承压，但“十四五”期间建设有望加速。2020 年继保与柔直业务收入 60.1 亿，同比+5%，其中 H2 收入 46 亿，同比+7%有所提速，其中继保业务稳健增长、特高压因前期订单完工，收入有所下滑。毛利率同比+3.5pct 至 38.1%。“十四五”期间特高压、特别是特直作为新能源远距离输送的主要方式，建设有望继续加速，20 年“两直”获得核准（白鹤滩-江苏、闽粤联网直流）；“一直”完成可研（白鹤滩-浙江）；“三直”完成预可研（陇东-山东、金上-湖北、哈密北-重庆），21-25 年预计将建成 5-10 调特高压直流线路，南瑞在特直核心设备直流换流阀地位稳固，订单、收入有望恢复快速增长。

表 3: 特高压推进进度统计

类型	特高压项目简称	项目所属	项目进度	核准时间	投运时间	投资额(亿元)
交流	张北-雄安	本轮1809	已投产	2019年3月	2020年8月	59
	驻马店-南阳	本轮1809	已投产	2019年3月	2020年7月	51
	南阳-荆门-长沙	本轮1809	待核准	-	-	104
	驻马店-武汉	本轮1809	待核准	-	-	55
	南昌-武汉	本轮1809	待核准	-	-	69
	南昌-长沙	本轮1809	待核准	争取20年内	预计2022年	72
	荆门-武汉	本轮1809	待核准	争取20年内	预计2022年	69
直流	青海-河南	本轮1809	建设中	2018年11月	预计2020年12月	268
	雅中-江西	本轮1809	建设中	2019年9月	预计2021年6月	331
	陕西-湖北	本轮1809	建设中	2020年2月	预计2021年9月	185
	白鹤滩-江苏	本轮1809	已核准	2020年11月	预计2022年	507
	白鹤滩-浙江	本轮1809	待核准	-	-	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：国家电网，东吴证券研究所

设备融资租赁模式增长放缓，发电及水利环保 H2 提速增长，毛利率快速改善。配网节能设备融资租赁的业务模式为南瑞首创，租金收入计入“集成与其他”业务板块，20 年集成与其他业务收入 17.9 亿，同比+29%，其中 H2 收入 10.3 亿，同比+2.1%，由于技术提升、增速放缓，板块毛利率 20 年下降 2.4pct 至 36.6%。目前公司节能设备租赁项目在手订单仍多，在建工程“节能设备租赁项目”预算数 106 亿，未来仍将持续确认租金收入。发电及水利环保业务 20 年整合顺利，20 年收入 25.6 亿，同比+47.5%，其中 H2 收入 16.5 亿，同比+52.4%，20A 毛利率同比+1.9pct 至 13.4%，未来有望实现稳健增长。

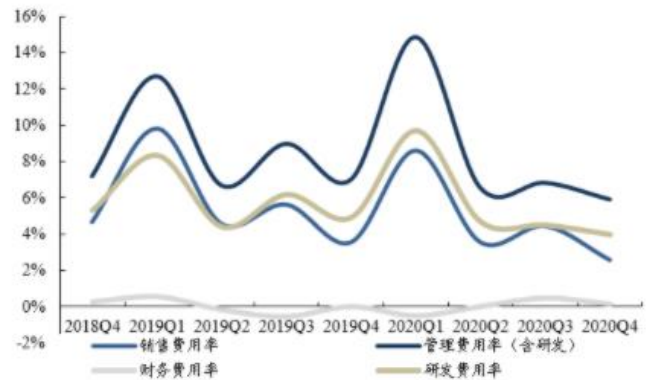
精益管理成效凸显，费用率整体有所下降。公司 2020 年费用同比增长 2.35% 至 42.41 亿元，期间费用率下降 1.76 个百分点至 11.02%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比下降 8.44%、上升 6.17%、上升 4.96%、上升 267.85% 至 14.54 亿元、27.42 亿元、18.56 亿元、0.45 亿元；费用率分别下降 1.12、下降 0.84、下降 0.63、上升 0.2 个百分点至 3.78%、7.12%、4.82%、0.12%。Q4，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比-12.39%/+1.60%/-2.39%/+5894.56%，费用率分别为 2.58%/5.89%/3.98%/0.14%。

图 8: 2020 年期间费用 23.85 亿元，同比+0.41%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: Q4 期间费用率 8.60%，同比-1.94pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

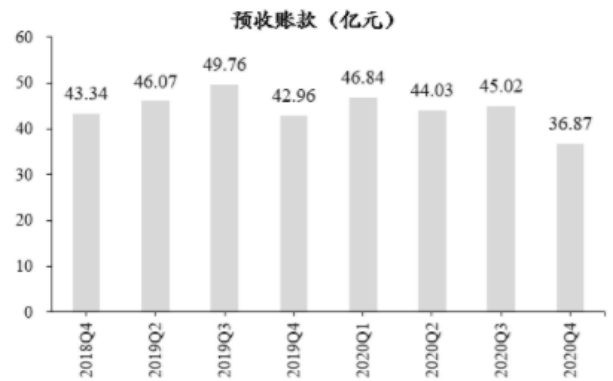
现金流稳健，预收账款、存货有小幅下降。2020 年经营活动现金流量净流入 56.35 亿元，同比增长 20.30%，其中 Q4 经营活动现金流量净额 65.38 亿元；销售商品取得现金 349.35 亿元，同比增长 10.91%。期末预收款项+合同负债 36.87 亿元，比年初下降 14.19%。期末应收账款 190.07 亿元，较期初下降 1.39 亿元，应收账款周转天数下降 24.7 天至 178.37 天。期末存货 78.2 亿元，较期初上升 20.23 亿元；存货周转天数下降 3.6 天至 86.97 天。

图 10: Q4 现金净流入 65.38 亿元，同比+39.38%



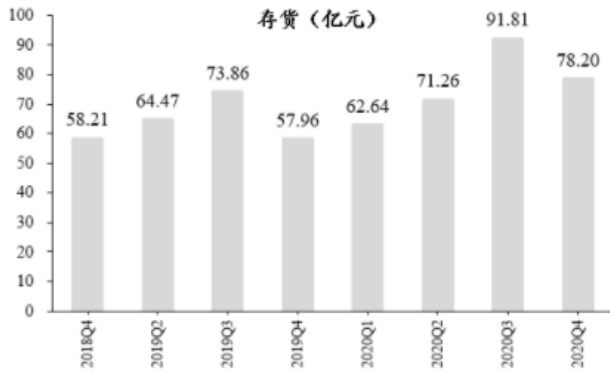
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 期末预收款项 36.87 亿元，较年初-14.19%



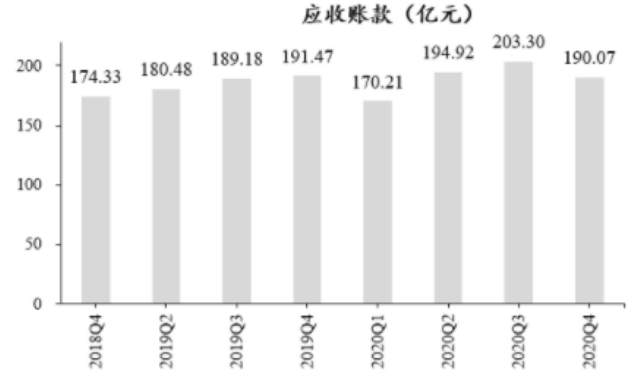
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 期末存货 78.2 亿元, 较期初+20.23 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 期末应收账款 190.07 亿元, 较期初-1.39 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 由于会计调整, 预计未来将计提较多减值, 下调公司 2021-22 年归母净利润分别至 57.3 (-5.7) 亿、68.0 (-6.3) 亿, 预计 23 年归母净利润 80.9 亿, 同比分别+18.2%、+18.6%、+18.9%, 对应现价 PE 分别 26x、22x、19x, 给予目标价 37.2 元, 对应 21 年 30xPE, 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)					利润表(百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	47739.4	55157.6	62737.6	70513.3	营业收入	38502.4	44973.1	52933.6	61902.2
现金	12128.5	9702.8	10673.1	11206.7	减:营业成本	28181.9	32412.8	38077.4	44407.4
应收款项	19177.0	27107.1	31267.1	35833.4	营业税金及附加	204.9	269.8	317.6	371.4
存货	7819.7	8813.7	10147.0	11597.2	营业费用	1454.0	1686.5	1974.4	2302.8
其他流动资产	8614.3	9534.0	10650.5	11876.0	管理费用	2855.3	3229.2	3783.8	4406.4
非流动资产	18222.6	20554.5	22484.3	24205.3	财务费用	45.2	51.8	125.6	156.9
长期股权投资	86.1	86.1	86.1	86.1	加:投资净收益	50.0	60.0	66.0	72.6
固定资产	11034.1	13402.2	15368.0	17125.1	其他收益	63.0	-363.9	-395.9	-430.4
无形资产	1083.6	1047.4	1011.3	975.2	营业利润	5874.1	7019.1	8324.9	9899.4
其他非流动资产	6018.8	6018.8	6018.8	6018.8	加:营业外净收支	60.4	10.0	11.5	13.2
资产总计	65962.0	75712.1	85221.9	94718.6	利润总额	5934.5	7029.1	8336.4	9912.6
流动负债	27923.1	32339.7	38107.8	43155.4	减:所得税费用	722.8	864.6	1025.4	1219.3
短期借款	1179.1	2187.1	3395.7	3482.4	少数股东损益	360.1	431.5	511.8	608.5
应付账款	21275.4	23980.1	27607.5	31553.1	归属母公司净利润	4851.5	5733.0	6799.3	8084.8
其他流动负债	5468.6	6172.6	7104.6	8119.9	EBIT	5919.3	7410.9	8816.5	10450.3
非流动负债	1647.1	1647.1	1647.1	1647.1	EBITDA	7043.3	8634.2	10323.7	12305.7
长期借款	200.0	200.0	200.0	200.0					
其他非流动负债	1447.1	1447.1	1447.1	1447.1					
负债合计	29570.1	33986.8	39754.9	44802.4	重要财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2246.3	2534.7	2876.8	3283.5	每股收益(元)	1.05	1.24	1.47	1.75
归属母公司股东权益	34145.6	39190.6	42590.2	46632.7	每股净资产(元)	7.39	8.48	9.21	10.09
负债和股东权益	65962.0	75712.1	85221.9	94718.6	发行在外股份(百万股)	4621.7	4621.5	4621.5	4621.5
					ROIC(%)	15.8%	16.4%	17.1%	18.3%
					ROE(%)	14.2%	14.6%	16.0%	17.3%
					毛利率(%)	26.8%	27.9%	28.1%	28.3%
					销售净利率(%)	12.6%	12.7%	12.8%	13.1%
					资产负债率(%)	44.8%	44.9%	46.6%	47.3%
					收入增长率(%)	18.7%	16.8%	17.7%	16.9%
					净利润增长率(%)	11.7%	18.2%	18.6%	18.9%
					P/E	31.24	26.44	22.29	18.75
					P/B	4.44	3.87	3.56	3.25
					EV/EBITDA	25.71	21.49	18.53	15.96

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>