

## 公司研究

## 业务结构持续优化，深化电网数字化、智能化转型

## ——国电南瑞（600406.SH）2020 年报点评

## 要点

**事件：**国电南瑞发布 2020 年年报：公司 2020 年营业收入为 385.02 亿元，同比增长 18.75%；实现归母净利润 48.52 亿元，同比增长 11.71%；实现扣非归母净利润 46.37 亿元，同比增长 11.75%，业绩符合预期。

**Q4 业绩加速释放，计提减值影响盈利。**公司 2020Q4 营业收入为 184.05 亿元，同比增长 20.73%，环比增长 131.67%；实现归母净利润 23.03 亿元，同比增长 4.83%，环比增长 96.46%；实现扣非归母净利润 22.2 亿元，同比增长 3.92%，环比增长 94.04%。从历史季度业绩来看，Q4 是公司收入利润确认高峰。此外，公司在 Q4 计提了 2.45 亿元资产减值损失、2.36 亿元信用减值损失。

**电网、信通业务高速增长，继保业务盈利提升，业务结构优化。**公司 2020 年收入增长，主要由于占比较大的**电网自动化及工业控制业务**积极开拓市场，提供整体系统解决方案的业务增加，实现收入为 215.3 亿元，同比增长 16.40%，毛利率为 26.31%，同比减少 2.37pcts。**继电保护及柔性输电**收入为 60.14 亿元，同比增长 4.97%，毛利率为 38.06%，同比增加 3.54pcts，主要由于相关项目技术含量高，盈利能力提升。**信通业务**主要系抢抓电力行业转型升级机遇，相关信息建设基础业务增长，实现收入 65.01 亿元，同比增长 30.44%，毛利率为 20.11%，同比减少 5.22pcts。

**费用率管控，持续研发投入，现金流优异。**公司 2020 年毛利率为 26.8%，较上年下降 1.98pcts，净利率为 13.54%，较上年下降 0.84pcts。销售、管理、研发费用率 10.9%，同比降低 2 pcts。研发投入共计 25.23 亿元，同比增长 14.07%，占营收比例为 6.55%，同比减少 0.27pcts。2020 年经营活动净现金流为 56.35 亿元，净利润现金比率为 1.16，现金流优异。

**国网集招份额提升，南网市场持续拓展，在手订单充裕。**2020 年我国电网工程建设投资稳步推进，全年完成投资 4699 亿元，同比-3.2%。南昌-长沙、荆门-武汉特高压交流工程获得核准；白鹤滩-江苏特高压直流工程开工，青海-河南特高压直流工程建成投运。国网批次集招份额持续提升，深入拓展南网市场，变电站自动化及安防设备中标份额突破 40%。2020 年末公司在手订单 455.72 亿元，同比+14%，其中新签在手订单 255.46 亿元，同比+10%。

**盈利预测、估值与评级：**公司新增在手订单持续增长，业绩逐步兑现，基本维持 2021-2022 年净利润预测，新增 2023 年预测，预计 2021-2023 年归母净利润 60.36/70.18/79.12 亿元，对应 PE 25/22/19X。国家电网、南方电网 2021 年发布双碳目标行动方案，电网自动化、信通、新能源行业面临新的发展机遇，公司作为领先的能源互联网企业，电工装备产业体系完备，技术优势明显，维持“买入”评级。

**风险提示：**电网投资不及预期，海外业务经营风险，竞争加剧风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	32,424	38,502	45,935	53,405	60,016
营业收入增长率	13.61%	18.75%	19.31%	16.26%	12.38%
净利润（百万元）	4,343	4,852	6,036	7,018	7,912
净利润增长率	4.35%	11.71%	24.42%	16.27%	12.73%
EPS（元）	0.94	1.05	1.31	1.52	1.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.23%	14.21%	15.79%	16.37%	16.47%
P/E	35	31	25	22	19
P/B	5.0	4.4	4.0	3.5	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-23

## 买入（维持）

当前价：32.79 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

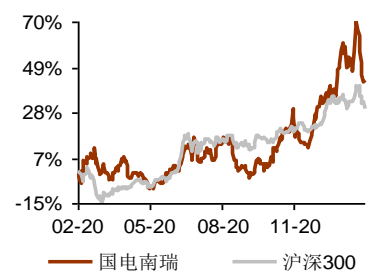
联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	46.21
总市值(亿元):	1515.39
一年最低/最高(元):	18.15/34.76
近 3 月换手率:	26.65%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.91	11.64	34.04
绝对	6.43	2.92	68.13

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩稳健增长，多业务增势强劲——国电南瑞（600406.SH）2020 年半年报点评（2020-08-31）

业绩符合预期，电网、信通业务增势强劲——国电南瑞（600406.SH）2019 年报点评&2020 年一季报点评（2020-04-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	32,424	38,502	45,935	53,405	60,016
营业成本	23,089	28,182	33,721	39,355	44,366
折旧和摊销	779	1,124	1,343	1,614	1,846
税金及附加	198	205	244	284	319
销售费用	1,588	1,454	1,735	1,910	2,086
管理费用	815	886	1,057	1,176	1,261
研发费用	1,768	1,856	2,214	2,628	3,013
财务费用	-27	45	-5	100	85
投资收益	47	50	60	60	60
营业利润	5,253	5,874	7,223	8,388	9,487
利润总额	5,280	5,934	7,272	8,447	9,556
所得税	620	723	886	1,029	1,164
净利润	4,660	5,212	6,386	7,418	8,392
少数股东损益	317	360	350	400	480
归属母公司净利润	4,343	4,852	6,036	7,018	7,912
EPS(按最新股本计)	0.94	1.05	1.31	1.52	1.71

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,684	5,635	4,599	7,053	8,828
净利润	4,343	4,852	6,036	7,018	7,912
折旧摊销	779	1,124	1,343	1,614	1,846
净营运资金增加	-3,831	559	3,748	2,721	2,027
其他	3,393	-900	-6,528	-4,300	-2,957
投资活动产生现金流	-2,684	-476	-2,989	-3,065	-2,040
净资本支出	-2,925	-3,462	-3,100	-3,100	-2,100
长期投资变化	61	86	0	0	0
其他资产变化	179	2,901	111	35	60
融资活动现金流	-1,970	-609	731	-1,635	-4,706
股本变化	38	0	0	0	0
债务净变化	3	961	2,668	844	-1,858
无息负债变化	1,811	3,837	5,013	5,142	4,592
净现金流	43	4,458	2,341	2,353	2,083

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	28.8%	26.8%	26.6%	26.3%	26.1%
EBITDA 率	19.7%	20.2%	19.4%	19.4%	19.3%
EBIT 率	17.2%	17.3%	16.4%	16.4%	16.3%
税前净利润率	16.3%	15.4%	15.8%	15.8%	15.9%
归母净利润率	13.4%	12.6%	13.1%	13.1%	13.2%
ROA	8.1%	7.9%	8.2%	8.3%	8.6%
ROE (摊薄)	14.2%	14.2%	15.8%	16.4%	16.5%
经营性 ROIC	15.4%	16.3%	15.5%	15.9%	16.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	43%	45%	48%	49%	47%
流动比率	1.75	1.71	1.59	1.56	1.62
速动比率	1.51	1.43	1.33	1.29	1.34
归母权益/有息债务	21.54	14.36	7.58	7.28	11.91
有形资产/有息债务	38.83	26.68	14.98	14.71	23.56

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	57,425	65,962	78,088	89,113	97,476
货币资金	7,627	12,129	14,470	16,823	18,906
交易性金融资产	4,522	1,513	1,513	1,563	1,613
应收帐款	19,147	19,007	22,677	25,410	27,484
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	252	170	202	235	264
存货	5,796	7,820	9,419	11,026	12,452
其他流动资产	3,153	3,860	4,725	5,594	6,364
流动资产合计	42,605	47,739	56,710	64,823	71,693
其他权益工具	17	18	18	18	18
长期股权投资	61	86	86	86	86
固定资产	8,254	8,934	10,869	12,483	13,040
在建工程	2,604	2,649	2,484	2,369	2,078
无形资产	1,116	1,084	1,076	1,063	1,052
商誉	1	1	1	1	1
其他非流动资产	30	93	93	93	93
非流动资产合计	14,819	18,223	21,378	24,290	25,783
总负债	24,772	29,570	37,250	43,236	45,970
短期借款	1,414	1,163	3,831	4,674	2,816
应付账款	15,417	19,102	22,856	26,676	30,072
应付票据	1,592	2,173	2,600	3,035	3,421
预收账款	4,296	5	0	0	0
其他流动负债	-	429	954	1,481	1,947
流动负债合计	24,320	27,923	35,614	41,599	44,333
长期借款	0	200	200	200	200
应付债券	0	999	999	999	999
其他非流动负债	263	242	242	242	242
非流动负债合计	453	1,647	1,637	1,637	1,637
股东权益	32,653	36,392	40,837	45,877	51,506
股本	4,621	4,621	4,621	4,621	4,621
公积金	11,004	11,396	12,000	12,374	12,374
未分配利润	15,247	18,480	21,972	26,238	31,387
归属母公司权益	30,523	34,146	38,241	42,880	48,030
少数股东权益	2,129	2,246	2,596	2,996	3,476

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.90%	3.78%	3.78%	3.58%	3.48%
管理费用率	2.51%	2.30%	2.30%	2.20%	2.10%
财务费用率	-0.08%	0.12%	-0.01%	0.19%	0.14%
研发费用率	5.45%	4.82%	4.82%	4.92%	5.02%
所得税率	12%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.29	0.42	0.51	0.60	0.68
每股经营现金流	1.01	1.22	1.00	1.53	1.91
每股净资产	6.60	7.39	8.27	9.28	10.39
每股销售收入	7.01	8.33	9.94	11.56	12.99

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	35	31	25	22	19
PB	5.0	4.4	4.0	3.5	3.2
EV/EBITDA	24.4	20.1	18.0	15.6	13.8
股息率	0.9%	1.3%	1.6%	1.8%	2.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE