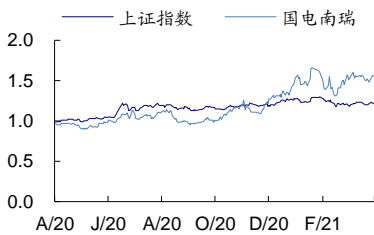


证券研究报告—动态报告
电气设备新能源
电气设备
国电南瑞(600406)
买入
2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	4,621/4,593
总市值/流通(百万元)	145,577/144,685
上证综指/深圳成指	3,465/14,209
12 个月最高/最低(元)	34.76/18.39

相关研究报告:

《国电南瑞-600406-2020 年三季度报告点评: 信通业务快速增长, Q4 静待特高压启动招标》——2020-11-06

《国电南瑞-600406-深度报告: 信息技术驱动能源转型, 科技龙头获益显著》——2020-02-20

《国电南瑞-600406-2017 年三季报点评: 业绩符合预期, 期待资产注入增厚》——2017-10-29

《国电南瑞-600406-重大事件快评: 电网软件公司重新启航》——2017-10-26

《国电南瑞-600406-2017 年半年报点评: 业绩符合预期, 二次龙头重新启航》——2017-07-30

证券分析师: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

电网转型排头兵, 业绩稳健成长

● 2020 年营收增速略超预期, 暂时性信用计提增加

2020 全年营收 385.02 亿元 (+18.75%), 归母净利润 48.52 亿元 (+11.71%), 扣非归母净利润 46.37 亿元 (+11.75%)。其中四季度单季营收 184.05 亿元 (+20.7%), 归母净利润 23.03 亿元 (+4.8%), 扣非归母净利润 22.20 亿元 (+3.9%), 收入略超预期, 毛利率因信通业务硬件收入占比较高而低于预期, 报告期公司因疫情导致海外回款拖延, 发生暂时的信用减值计提和资产减值计提增加, 归母净利润略低于预期, 但信用减值准备有望在 2021 年获得部分冲回。

● 新增订单增长强劲, 网外业务保持显著份额

2020 年公司新签订单 255.46 亿元, 同比增长 12%, 年底在手订单合计 455.72 亿元, 同比增长 14.4%。其中国网体系外的新增订单占比 25%, 保持显著份额。2020 年公司信通业务抢抓能源互联网等市场机遇, 收入实现较快收入增长; 受国际形势影响国际业务收入有所下降。

● 我国碳中和国策推动电网升级改造, 特高压即将迎来旺季

我国已经明确建立以新能源为主体的电力市场, 对电力系统灵活性和可靠性提出极高的要求。公司作为二次设备龙头企业, 未来围绕打造大电网安全稳定技术的宗旨, 发挥保障技术优势, 推动电力系统数字化融合新高度, 并加速布局海上风电等新兴领域, 着力推动核心产业再升级。

● 风险提示: 设备招标需求不达预期, 公司海外业务受到疫情影响。
● 投资建议: 上调盈利预测, 维持“买入”评级。

根据公司订单情况和行业景气度提升, 我们对 2021-2022 年盈利预测做出小幅调整, 并新增 23 年相关预测: 2021-2023 年预期营业收入为 424/491/565 亿元 (原预测值为 417/483 亿元), 归母净利润 60.39/67.39/78.89 亿元 (原预测值为 61.62/70.47 亿元)。2021-2023 年摊薄 EPS=1.31/1.46/1.71 元, 当前股价对应 PE25/23/19x, 上调合理估值区间至 45.53-49.05 元 (原区间为 28.08-29.23 元), 较当前股价溢价 46-50%, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	38,502	42,353	49,141	56,513	63,294
(+/-%)	18.7%	10.0%	16.0%	15.0%	12.0%
净利润(百万元)	4852	6039	6739	7889	9371
(+/-%)	11.7%	24.5%	11.6%	17.1%	18.8%
摊薄每股收益(元)	1.05	1.31	1.46	1.71	2.03
EBIT Margin	20.2%	17.3%	17.3%	17.5%	18.5%
净资产收益率(ROE)	14.2%	16.5%	17.2%	18.6%	20.3%
市盈率(PE)	31.2	25.1	22.5	19.2	16.2
EV/EBITDA	20.4	21.3	18.5	16.4	14.3
市净率(PB)	4.44	4.15	3.86	3.57	3.28

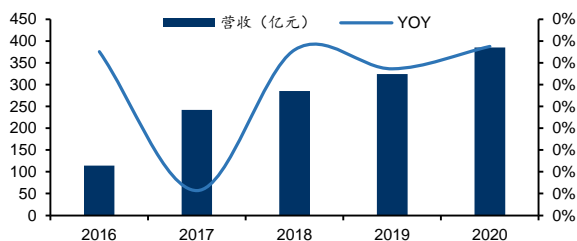
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020年营收增速略超预期，暂时性信用计提增加。公司2020年实现全年营收385.02亿元(+18.75%)，归母净利润48.52亿元(+11.71%)，扣非归母净利润46.37亿元(+11.75%)。其中四季度单季营收184.05亿元(+20.7%)，归母净利润23.03亿元(+4.8%)，扣非归母净利润22.20亿元(+3.9%)，收入略超预期，毛利率低于预期，报告期公司因疫情导致海外回款拖延，发生暂时的信用减值计提和资产减值计提增加，归母净利润略低于预期，但信用减值准备有望在2021年获得部分冲回。毛利率下降主要系2020年信息化建设以基础设施硬件为主，而硬件设备比软件设备毛利率低。后续预计信息化建设中软件占比将提升，毛利率预期将逐步回升至30%左右。

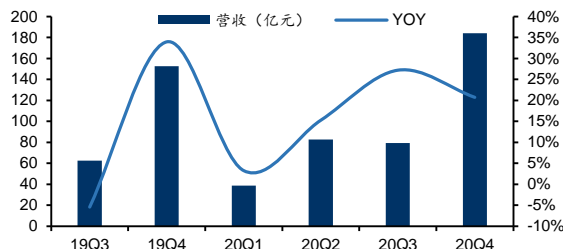
费用率稳中有降，2020年销售费用率3.78%(-1.12pct.)，管理费用率2.3%(-0.21pct.)，研发费用率4.82%(-0.63pct.)，财务费用率0.12%(+0.2pct.)，四项费用率合计11.02%(-1.76pct.)。

图 1：年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



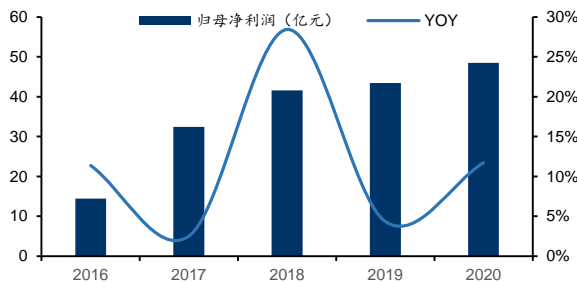
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



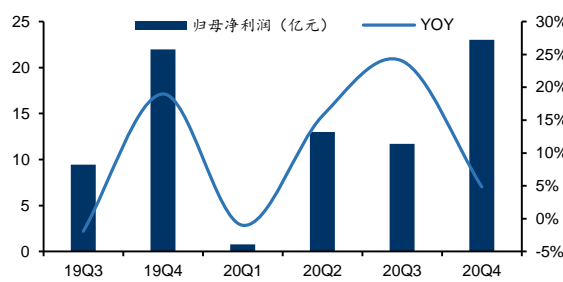
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



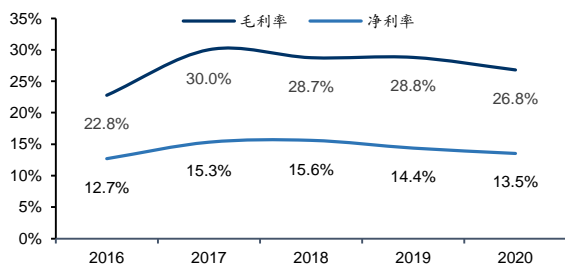
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



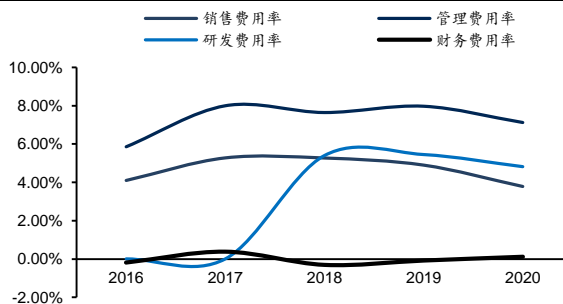
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

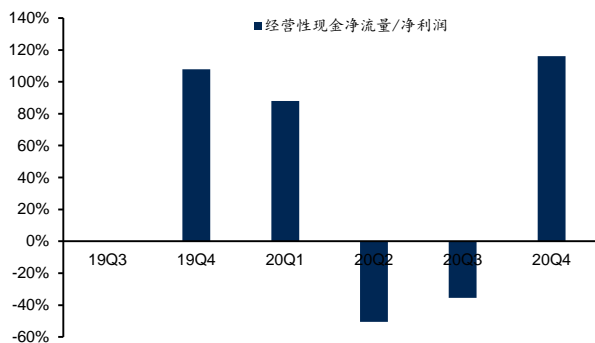
图 6：费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

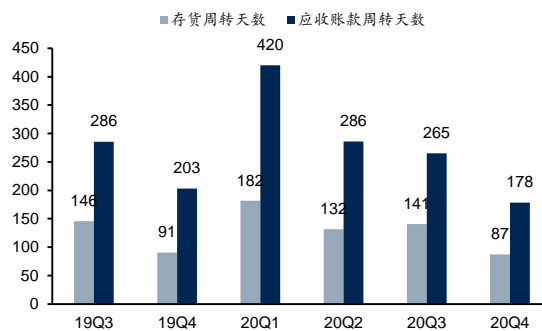
现金流稳健, 存货和应收账款周转加快。2020 年经营活动现金流量净流入 56.35 亿元 (+20.30%), 其中 20Q4 经营活动现金流量净额 65.38 亿元。公司 2020 年存货和应收账款周转逐季加快, 运营能力提升显著, 2020 年存货周转天数为 87 天(同比减少 4 天); 应收账款周转天数为 178 天(同比减少 25 天)。

图 7: 季度经营性现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 存货周转天数及应收账款周转天数情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2020 年公司在技术攻关、产品应用、成果培育等方面持续发力, 进一步激发创新活力。创新研制新一代调度自动化系统, 完成应用场景和核心功能集中测试, 3300V IGBT/FRD 芯片完成流片, 自主研制的 690V/6MW 风电变流器批量投运并成功并网。重大科技工程支撑有力, 以世界领先的换流阀、控制保护等技术和装备支撑张北柔直、昆柳龙特高压、青豫特高压等重大工程投运。上述工程投运实现了超高比例新能源大规模送出、新能源与特高压直流交互特性、高海拔地区特高压直流输电关键技术、特高压直流核心设备国产化等难题。全国国产化巨型水电站监控系统支撑乌东德水电站首批机组投产。

2020 年公司来自电网体系内营业收入 308.55 亿元, 占比 81%, 同比增长 23%, 在其他行业的营业收入 75.44 亿元, 同比增长 4.2%。2020 年公司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, 收入同比增长 16.4%, 毛利率下降 2.37%; 继电保护及柔性输电业务中柔性输电相关项目技术含量高, 收入增长 4.97%, 毛利率增加 3.54%; 电力自动化信息通信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, 收入同比增长 20%, 毛利率下降 5.22%; 发电及水利环保板块中光伏、海上风电等毛利率较高的业务占比提升, 收入增长 13.4%, 毛利率增加 1.92%。集成及其他板块, 总包设计类低毛利业务占比增长, 收入规模增长 29.4%, 毛利率下降 2.4%。受疫情及国际形势影响, 海外业务收入和毛利率有所下降。2020 年公司新签订单 255.5 亿元, 年末在手订单 456 亿元。

表 1: 公司主营业务经营业绩

分产品	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (pct.)	2020 年新增订单同比增速
电网自动化及工业控制	215.3	26.31	16.4	-2.37	15.60%
继电保护及柔性输电	60.1	38.06	4.97	3.54	22%
电力自动化信息通信	65.0	20.11	30.44	-5.22	-17%
发电及水利环保	25.6	13.39	47.53	1.92	-3.4%
集成及其他	17.9	36.57	29.41	-2.4	28%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。

表 2: 公司主营业务分地区情况

分地区	营业收入(亿元)	营业收入同比增减(%)	毛利率(%)	毛利率同比增减(%)
国内	375.55	19.55	26.81	-2.02pct.
海外	8.45	-8.12	22.51	-2.38pct.

资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 我国已经明确建立以新能源为主体的电力市场,对电力系统灵活性和可靠性提出极高的要求。公司作为二次设备龙头企业,未来围绕打造大电网安全稳定技术的宗旨,发挥保障技术优势,推动电力系统数字化融合新高度,并加速布局海上风电等新兴领域,着力推动核心产业再升级。根据公司订单情况和行业景气度提升,我们对 2021-2022 年盈利预测做出小幅调整,并新增 23 年相关预测: 2021-2023 年预期营业收入为 424/491/565 亿元(原预测值为 417/483 亿元),归母净利润 60.39/67.39/78.89 亿元(原预测值为 61.62/70.47 亿元)。2021-2023 年摊薄 EPS=1.31/1.46/1.71 元,当前股价对应 PE25/23/19x,上调合理估值区间至 45.53-49.05 元(原区间为 28.08-29.23 元),较当前股价溢价 46-50%,维持“买入”评级。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元)	总市值	20A			21E			投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
600406	国电南瑞	32.8	1,515.4	1.05	1.31	1.46	31.2	25.1	22.5	买入
600131	国网信通	14.5	173.8	0.54	0.66	0.82	27.3	21.9	17.7	无评级

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测, 国网信通业绩与估值来自 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	12129	4000	5369	8487	营业收入	38502	42353	49141	56513
应收款项	19177	25528	29619	34062	营业成本	28182	30070	34890	40124
存货净额	7820	8803	10199	11747	营业税金及附加	205	212	246	283
其他流动资产	6356	6776	4914	2826	销售费用	1454	1694	1966	2261
流动资产合计	47739	47107	52102	59122	管理费用	886	3104	3592	4010
固定资产	11584	12567	13251	13806	财务费用	45	(90)	(2)	(71)
无形资产及其他	1084	1029	975	921	投资收益	50	34	34	34
投资性房地产	5469	5469	5469	5469	资产减值及公允价值变动	295	200	0	0
长期股权投资	86	86	86	86	其他收入	(2201)	54	54	54
资产总计	65962	66258	71883	79404	营业利润	5874	7651	8537	9994
短期借款及交易性金融负债	1179	2113	100	100	营业外净收支	60	0	0	0
应付款项	21275	18406	21325	24562	利润总额	5934	7651	8537	9994
其他流动负债	5469	5093	5902	6779	所得税费用	723	1148	1281	1499
流动负债合计	27923	25611	27327	31441	少数股东损益	360	464	518	606
长期借款及应付债券	1199	1199	2199	2199	归属于母公司净利润	4852	6039	6739	7889
其他长期负债	448	448	448	448					
长期负债合计	1647	1647	2647	2647	现金流量表 (百万元)				
负债合计	29570	27258	29974	34088	净利润	4852	6039	6739	7889
少数股东权益	2246	2438	2653	2903	资产减值准备	(54)	143	21	17
股东权益	34146	36561	39257	42412	折旧摊销	1124	1127	1349	1482
负债和股东权益总计	65962	66258	71883	79404	公允价值变动损失	(295)	(200)	0	0
					财务费用	45	(90)	(2)	(71)
关键财务与估值指标					经营活动现金流				
	2020	2021E	2022E	2023E	资本开支	(1977)	(2000)	(2000)	(2000)
每股收益	1.05	1.31	1.46	1.71	其它投资现金流	2486	259	0	0
每股红利	0.35	0.78	0.87	1.02	投资活动现金流	484	(1741)	(2000)	(2000)
每股净资产	7.39	7.91	8.49	9.18	权益性融资	53	0	0	0
ROIC	21%	16%	18%	21%	负债净变化	200	0	1000	0
ROE	14%	17%	17%	19%	支付股利、利息	(1609)	(3623)	(4043)	(4733)
毛利率	27%	29%	29%	29%	其它融资现金流	2883	933	(2013)	0
EBIT Margin	20%	17%	17%	18%	融资活动现金流	118	(2690)	(5056)	(4733)
EBITDA Margin	23%	20%	20%	20%	现金净变动	4501	(8129)	1369	3117
收入增长	19%	10%	16%	15%	货币资金的期初余额	7627	12129	4000	5369
净利润增长率	12%	24%	12%	17%	货币资金的期末余额	12129	4000	5369	8487
资产负债率	48%	45%	45%	47%	企业自由现金流	3953	(5500)	6698	8117
息率	1.1%	2.4%	2.7%	3.1%	权益自由现金流	7036	(4490)	5688	8178
P/E	31.2	25.1	22.5	19.2					
P/B	4.4	4.15	3.9	3.6					
EV/EBITDA	20.4	21.3	18.5	16.4					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032