

21Q1 点评: 在手订单稳增、Q1 业绩恢复性高增长

买入 (维持)

2021 年 04 月 30 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

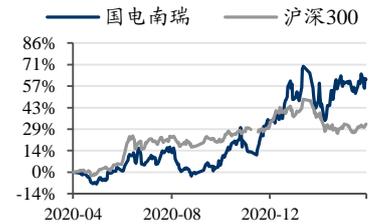
chaijh@dwzq.com.cn

| 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) | 30.54 | 25.85 | 21.79 | 18.33 |

投资要点

- **Q1 营收+27%，净利润+166%大幅增长，略超市场预期。**2021Q1 公司实现营收 49.21 亿元，同比+27.02%，相比于 19Q1 增长 31%；实现归属母公司净利润 2.01 亿元，同比增长 165.58%，公司 Q1 转回 1.24 亿信用减值，同比+0.9 亿，如考虑这一差异后经营利润增速约 46%，业绩高增一方面去年受疫情影响基数较低，今年有所恢复，而 Q1 相对占比低、利润弹性较大，另一方面信通等业务增速较快。2021Q1 毛利率为 22.05%，同比下降-0.8pct，环比下降-2.9pct。
- **21 年国网投资继续稳增，Q1 电网投资增速恢复，预计南瑞 Q1 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%。1-3 月电网投资 540 亿，同比+48%，相比于 19 年 1-3 月增长 7.6%，恢复稳增状态。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%；预计 21Q1 新增订单增速维持在 10%左右，在手订单锁定 21 年持续增长。
- **电网自动化板块 21 年延续提速，细分业务迎来景气周期。**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，我们预计 21 年仍维持稳健增长。
- **电力物联网延续高景气，信通业务 21Q1 继续快速增长。**20 年国网数字新基建投资 247 亿，21 年预计电网智能化投资将继续结构性增长，我们预期南瑞 21Q1 信通业务是增速最快的板块，南瑞作为国网能源互联网战略的核心支撑单位，21 年起信通业务有望维持高景气，预计 21-23 年复合增速维持 30%以上增长。
- **继保与柔直业务稳增，特直“十四五”期间建设有望加速。**“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：**我们维持公司 2021-23 年归母净利润预测 57.3 亿、68.0 亿、80.9 亿，同比分别+18.2%、+18.6%、+18.9%，对应现价 PE 分别 26x、22x、18x，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

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 32.06 |
| 一年最低/最高价 | 18.15/34.76 |
| 市净率(倍) | 4.30 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 147257.65 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 7.45 |
| 资产负债率(%) | 42.17 |
| 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) 年报点评: 经营业绩符合预期, 在手订单稳增》2021-04-24
- 2、《国电南瑞 (600406): 拥抱电网转型, 巨轮扬帆起航》2020-11-23
- 3、《国电南瑞 (600406) 季报点评: 主业增长提速, 信通持续高景气》2020-11-01

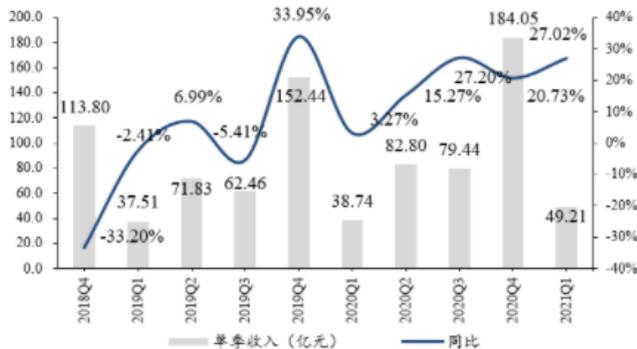
Q1 营收+27%，净利润+166%大幅增长，略超市场预期。2021Q1 公司实现营收 49.21 亿元，同比+27.02%，相比于 19Q1 增长 31%；实现归属母公司净利润 2.01 亿元，同比增长 165.58%，公司 Q1 转回 1.24 亿信用减值，同比+0.9 亿，如考虑这一差异后经营利润增速约 46%，业绩高增一方面去年受疫情影响基数较低，今年有所恢复，而 Q1 相对占比低、利润弹性较大，另一方面信通等业务增速较快。2021Q1 毛利率为 22.05%，同比下降-0.8pct，环比下降-2.9pct。

表 1: 国电南瑞 2021Q1 核心财务数据

| 国电南瑞 | 2020 | 2019 | 同比 | 2020Q4 | 同比 | 环比 | 2021Q1 | 同比 | 环比 |
|----------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|----------|
| 营业收入 | 385.02 | 324.24 | 18.7% | 184.05 | 20.7% | 131.7% | 49.21 | 27.0% | -73.3% |
| 毛利率 | 26.8% | 28.8% | -2pct | 24.9% | -3.7pct | -5.3pct | 22.1% | -0.8pct | -2.9pct |
| 营业利润 | 58.74 | 52.53 | 11.8% | 26.52 | 0.1% | 79.6% | 2.53 | 136.9% | -90.4% |
| 利润总额 | 59.34 | 52.80 | 12.4% | 26.80 | 1.0% | 80.5% | 2.59 | 136.8% | -90.4% |
| 归属母公司净利润 | 48.52 | 43.43 | 11.7% | 23.03 | 4.8% | 96.5% | 2.01 | 165.6% | -91.3% |
| 扣非归母净利润 | 46.37 | 41.49 | 11.8% | 22.20 | 3.9% | 94.0% | 1.73 | 243.2% | -92.2% |
| 归母净利率 | 12.6% | 13.4% | -0.8pct | 12.5% | -1.9pct | -2.2pct | 4.1% | 2.1pct | -8.42pct |
| 股本 | 46.22 | 46.22 | - | 46.22 | - | - | 46.21 | - | - |
| EPS (元) | 1.05 | 0.94 | 11.7% | 0.50 | 4.8% | 96.5% | 0.04 | 165.6% | -91.3% |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: Q1 收入 49.21 亿元, 同比+27.02%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: Q1 归母净利润 2.01 亿元, 同比+165.58%



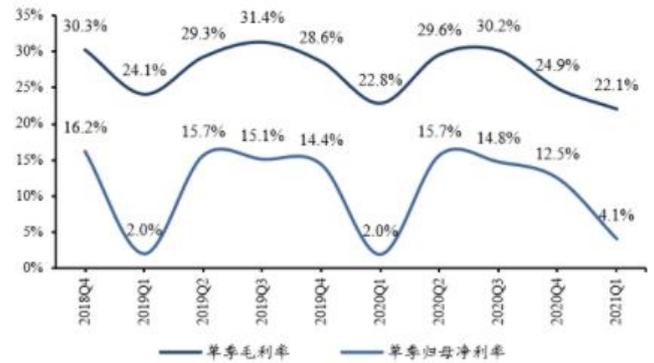
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 2021Q1 毛利率、净利率 22.1%、4.1%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q1 毛利率、净利率同比-0.8pct、+2.1pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

21 年国网投资继续稳增, Q1 电网投资增速恢复, 预计南瑞 Q1 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%。1-3 月电网投资 540 亿, 同比+48%, 相比于 19 年 1-3 月增长 7.6%, 恢复稳增状态。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%; 预计 21Q1 新增订单增速维持在 10% 左右, 在手订单锁定 21 年持续增长。

图 5: 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

电网自动化板块 21 年延续提速, 细分业务迎来景气周期。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, 我们预计 21 年仍维持稳健增长。

电力物联网延续高景气, 信通业务 21Q1 继续快速增长。20 年国网数字新基建投资 247 亿, 21 年预计电网智能化投资将继续结构性增长, 我们预期南瑞 21Q1 信通业务是增速最快的板块, 南瑞作为国网能源互联网战略的核心支撑单位, 21 年起信通业务有望维持高景气, 预计 21-23 年复合增速维持 30% 以上增长。

继保与柔直业务稳增, 特直“十四五”期间建设有望加速。“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。

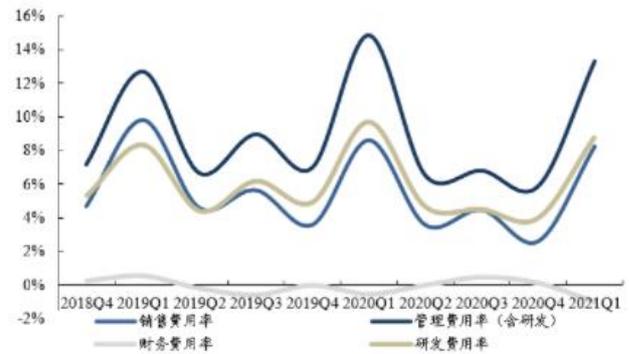
收入增长较快，费用增速低于收入，故费用率降低。2021Q1费用同比增长13.95%至10.13亿元，期间费用率下降2.36pct至20.58%。其中，销售、管理（含研发）、研发分别同比+21.65%/+13.85%/+14.82%至4.05亿元、6.56亿元、4.32亿元，财务费用产生0.48亿正贡献。费用率分别下降0.36、下降1.54、下降0.93、下降0.46个百分点至8.23%/13.34%/8.78%/-0.98%。

图 6：21Q1 期间费用 10.13 亿元,同比增长 13.95%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：2021Q1 期间费用率 20.58%，同比-2.36pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

预收账款、应收账款下滑，存货有所提升。Q1经营活动现金流量净额-11.63亿元，其中销售商品取得现金64.83亿元，同比增长15.54%。期末预收款项+合同负债34.95亿元，比年初下降5.20%。期末应收账款177.57亿元，较期初下降12.5亿元，应收账款周转天数上升157.83天至336.2天。期末存货94.1亿元，较期初上升15.91亿元；存货周转天数上升115.19天至202.16天。

图 8: Q1 现金净流出-11.63 亿元, 同比-117.79%



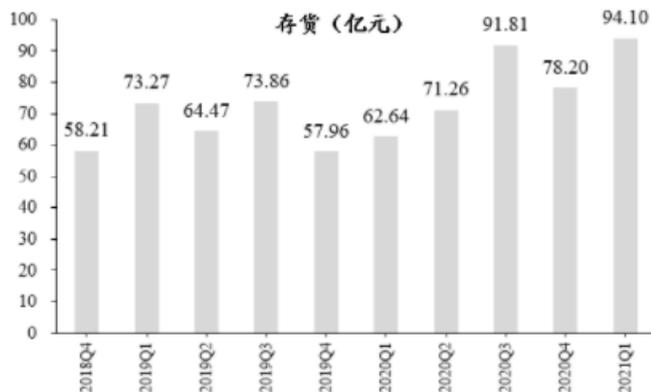
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 期末预收款项 34.95 亿元, 较年初-5.20%



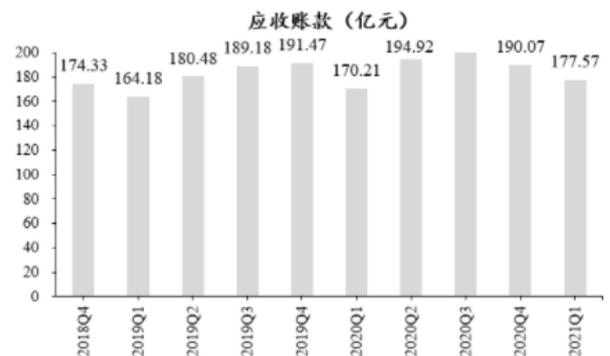
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 期末存货 94.1 亿元, 较期初+15.9 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 期末应收账款 177.57 亿元, 较期初-12.5 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 我们维持公司 2021-23 年归母净利润预测 57.3 亿、68.0 亿、80.9 亿, 同比分别+18.2%、+18.6%、+18.9%, 对应现价 PE 分别 26x、22x、18x, 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 | 30.54 | 25.85 | 21.79 | 18.33 |
| | | | | | P/B | 4.34 | 3.78 | 3.48 | 3.18 |
| | | | | | EV/EBITDA | 25.24 | 21.10 | 18.20 | 15.68 |

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>