

2021年半年度业绩预告点评：收入订单稳增、盈利能力改善，利润预增超市场预期 买入（维持）

2021年07月01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	1.03	1.23	1.46
P/E（倍）	22.14	22.48	18.96	15.94

投资要点

■ **21H1 净利润预增+27%-37%，超市场预期。**2021H1 公司预计实现归母净利润 17.48-18.86 亿元，同比+27%-37%，其中 2021Q2 实现归母净利润 15.47-16.85 亿元，同比+19%-30%；Q2 利润增速超市场预期。

■ **今年电网投资有望稳增，在双碳、新型电力系统背景下调度、配用电、特高压直流等存在结构性增长机会。**21 年电网计划投资 4730 亿，同比+3%；1-5 月国内电网投资 1225 亿，同比+8%，未来电网总体投资我们预计维持稳增状态。但新能源、尤其是分布式能源的大量并网接入，新兴复合增长，以及与之匹配的大量电力电子设备的接入，对电网提出新的要求。我们预计在此背景下调度、配用电、特高压直流等领域面临结构性增长的机会，同时二次设备和电网智能化投资有望结构性增长。

■ **在手订单保障收入稳增，同时利润率同比提升。**截至 2020 年底公司在手订单 456 亿，较上年末增长 14.4%，今年以来订单维持稳增，我们预计 Q2 收入端维持 10-20%增速；此外公司持续优化产品结构，成本费用得到了很好的控制，同时强化应收款管理，加快款项催收力度，我们预计本期计提的资产减值同比有所减少，因此 Q2 利润增速显著快于收入。全年来看，我们预计南瑞收入端维持 15-20%增速，其中信通增速有望达 30%以上，调度、配用电等带动电网自动化板块维持 10-20%增长，叠加利润率改善，我们全年利润增速将快于收入。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2021-23 年归母净利润预测分别为 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 22x、19x、16x，给予目标价 28.8 元，对应 21 年 28x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电网投资不及预期，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.24
一年最低/最高价	15.87/23.38
市净率(倍)	3.12
流通 A 股市值(百万元)	128094.87

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)	5545.79
流通 A 股(百万股)	5511.83

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

21H1 净利润预增+27%-37%，超市场预期。2021H1 公司预计实现归母净利润 17.48-18.86 亿元，同比+27%-37%，其中 2021Q2 实现归母净利润 15.47-16.85 亿元，同比增长 19%-30%；2021H1 实现扣非归母净利润 16.91-18.19 亿元，同比增长 33%-43%，其中 2021Q2 实现扣非归母净利润 15.18-16.46 亿元，同比增长 24%-35%。Q2 利润增速超市场预期。（亿元）

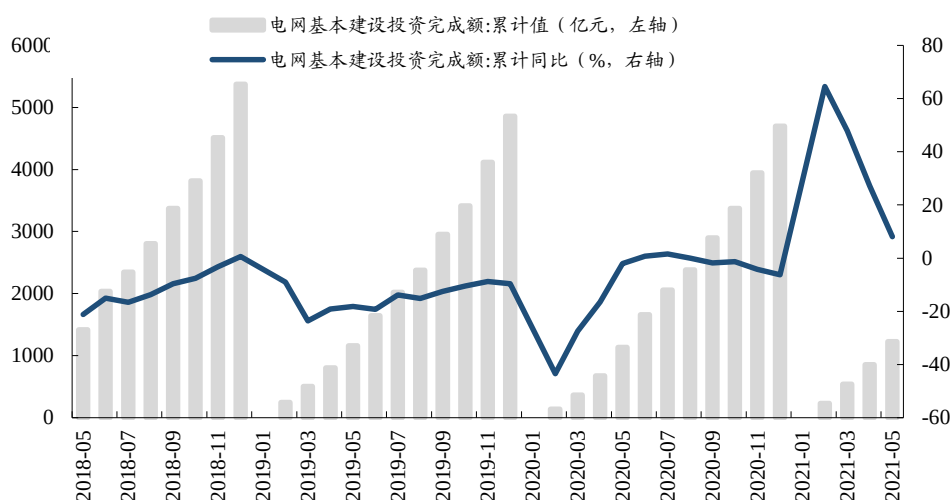
表 1：国电南瑞 2021 年 H1 经营数据数据

国电南瑞	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比
营业收入（亿元）	—	121.54	—	—	82.80	—
毛利率	—	27.5%	—	—	29.6%	—
营业利润（亿元）	—	17.46	—	—	16.39	—
利润总额（亿元）	—	17.69	—	—	16.60	—
归属母公司净利润（亿元）	17.48-18.86	13.77	26.9%-37.0%	15.47-16.85	13.01	18.9%-29.5%
扣非归母净利润（亿元）	16.91-18.19	12.72	32.9%-43.0%	16.91-18.19	12.22	38.3%-48.9%
归母净利率	—	11.3%	—	—	15.7%	—
股本	55.46	46.22	—	55.46	46.22	—
BPS（元/股）	0.32-0.34	0.30	—	0.28-0.30	0.28	—

数据来源：Wind，东吴证券研究所

今年电网投资有望稳增，在双碳、新型电力系统背景下调度、配用电、特高压直流等存在结构性增长机会。21 年电网计划投资 4730 亿，同比+3%；1-5 月国内电网投资 1225 亿，同比+8%，未来电网总体投资我们预计维持稳增状态。但新能源、尤其是分布式能源的大量并网接入，新兴复合增长，以及与之匹配的大量电力电子设备的接入，对电网提出新的要求。我们预计在此背景下调度、配用电、特高压直流等领域面临结构性增长的机会，同时二次设备和电网智能化投资有望结构性增长。

图 1：1-5 月电网投资 1225 亿，同比+8%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

在手订单保障收入稳增，同时利润率同比提升。截至 2020 年底公司在手订单 456 亿，较上年末增长 14.4%，今年以来订单维持稳增，我们预计 Q2 收入端维持 10-20% 增速；此外公司持续优化产品结构，成本费用得到了很好的控制，同时强化应收款管理，加快款项催收力度，我们预计本期计提的资产减值同比有所减少，因此 Q2 利润增速显著快于收入。全年来看，我们预计南瑞收入端维持 15-20% 增速，其中信通增速有望达 30% 以上，调度、配用电等带动电网自动化板块维持 10-20% 增长，叠加利润率改善，我们全年利润增速将快于收入。

盈利预测与投资建议：我们维持公司 2021-23 年归母净利润预测分别为 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 22x、19x、16x，给予目标价 28.8 元，对应 21 年 28x，维持“买入”评级。

风险提示：电网投资不及预期，竞争加剧

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				
少数股东权益	2246.3	2534.7	2876.8	3283.5	标	2020	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	34145.6	39190.6	42590.2	46632.7	每股收益(元)	1.05	1.03	1.23	1.46
负债和股东权益	65962.0	75712.1	85221.9	94718.6	每股净资产(元)	7.39	7.07	7.68	8.41
					发行在外股份(百万股)	4621.7	5545.8	5545.8	5545.8
					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	22.14	22.48	18.96	15.94
					P/B	3.15	3.29	3.03	2.76
					EV/EBITDA	19.45	16.38	14.26	12.37
现金流量表 (百万元)									
	2020	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	5635.0	1316.5	7408.3	8940.7					
投资活动现金流	-475.6	-4062.2	-4247.0	-4451.3					
筹资活动现金流	-609.3	320.0	-2191.0	-3955.7					
现金净增加额	4457.6	-2425.7	970.3	533.7					
折旧和摊销	1124.0	1223.3	1507.2	1855.5					
资本开支	-936.4	-4062.2	-4247.0	-4451.3					
营运资本变动	-2572.5	-6678.2	-2050.2	-2281.2					

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>