

公司研究

“碳中和”拉动电网及输配电建设，电力设备龙头启航

——国电南瑞（600406.SH）跟踪报告

要点

国电南瑞是我国电网建设全方位解决方案龙头：国电南瑞始创于2001年，由南瑞集团作为主发起人，2003年9月在上海证券交易所上市。历经多年自主创新和产业发展，形成智能发电、智能输电、智能变电、智能配电、智能用电以及综合能源等全方位解决方案。截止2020年底，公司拥有电网自动化及工业控制、继电保护及柔性输电、电力自动化信息通信、发电及水利环保四大业务板块，下设1个研究院、4个事业部，15家分公司、26家子公司。

新能源装机快速提升，带动电网投资增长：“碳中和·碳达峰”背景下，我国风光装机规模快速扩大，2020年全国风电新增并网装机7167万千瓦，同比增长178.65%；全国太阳能发电新增装机4820万千瓦，同比增长81.75%。随着光伏、风电装机量迅速上升，配电网工程也需要进行相应的建设与改造。2015年8月，国家出台《配电网建设改造行动计划(2015-2020年)》，要求2015-2020年，配电网建设改造投资不低于2万亿元。

“碳中和”背景下，“再电气化”——电源侧增长带动电网侧投资：减少碳排放量需要加快推进能源清洁化和终端电气化率，我国国家电网指出到2050年中国能源发展将实现“两个50%”，即能源清洁化率（非化石能源占一次能源消费比重）超过50%，电气化率（电能占终端能源消费比重）超过50%。根据国网能源研究院测算，到2050年我国电能占终端能源消费的比重将达到51.7%，全社会用电量将显著提升。用电量的提升需要电源、电网侧投资提前布局，因此用电量的提升将带动电网侧投资增长。

新型储能加持，带来新的输配电建设需求：2021年7月23日，国家发改委、国家能源局发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》大力推进电源侧、电网侧、用户侧储能，将带来新的输配电建设需求。同时，《指导意见》允许将电网替代性储能设施成本纳入输配电价回收，进一步激发电网投资积极性。

投资建议：“碳中和”背景下，新能源装机的快速提升对电网侧稳定性提出了新的要求。“再电气化”趋势明确，未来电能占终端能源消费比重有望持续提升。随着储能政策理顺，居民侧特别是工商业储能有望放量，带动终端配网工程需求。我们维持公司21-23年盈利预测60.4/70.2/79.1亿元，对应21-23年EPS为1.09/1.27/1.43元，当前股价对应21年PE为29倍，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	1.09	1.27	1.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.23%	14.21%	15.78%	16.38%	16.48%
P/E	33	30	29	25	22
P/B	4.8	4.3	4.6	4.1	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-03；2020年末股本是46.22亿股，由于转增2021年变为55.46亿股

买入（维持）

当前价：31.40元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

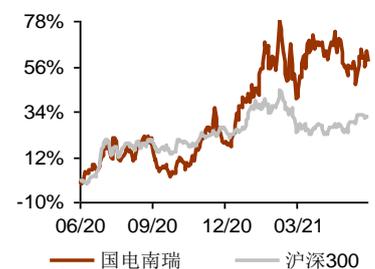
联系人：和霖

helin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	55.46
总市值(亿元)	1741.38
一年最低/最高(元)	19.30/40.37
近3月换手率	21.98%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	33.05	4.22	40.85
绝对	30.07	23.88	75.59

资料来源：Wind

目 录

1、国电南瑞：国网旗下二次设备龙头	4
1.1、公司发展历程	4
1.2、营收稳步增长，利润率保持稳定	5
1.3、业务覆盖发输变配用全流程	7
1.4、股权结构稳定，重视研发投入.....	8
2、“碳中和”背景下，电网投资迎来新机遇	9
2.1、新能源装机快速提升，带动电网投资增长	9
2.2、“碳中和”背景下，“再电气化”——电源侧增长带动电网侧投资	10
2.3、新型储能加持，带来新的输配电建设需求	11
2.4、国电南瑞：电网建设全方位解决方案.....	12
3、投资建议	13
4、风险分析	14

图目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 2016-2021 年 Q1 公司营收及同比增速	5
图 3: 2016-2021 年 Q1 公司归母净利润及同比增速	5
图 4: 公司毛利率、净利率情况.....	5
图 5: 公司 ROE、ROA 情况.....	5
图 6: 公司资产负债率情况.....	6
图 7: 公司各项费用率情况.....	6
图 8: 公司经营活动现金流.....	6
图 9: 公司分部业务营收.....	7
图 10: 公司分部业务营收结构	7
图 11: 公司分部业务毛利率	8
图 12: 公司股权结构.....	8
图 13: 公司研发投入及占比	9
图 14: 公司研发人员数量及占比.....	9
图 15: 2011-2020 年风光发电新增装机情况	9
图 16: 2020-2050 年终端能源消费变化情况	11
图 17: 电能占终端能源消费的比重	11
图 18: 2014-2020 年社会用电量及电力工程建设投资额变化.....	11
图 19: 电铁宝鸡供电段牵引供电所辅助主站系统	12
图 20: 电铁宝鸡供电段智能辅助监控系统界面.....	12
图 21: 华能江苏清洁能源生产管理系统界面.....	13
图 22: 华能江苏清洁能源集中控制项目	13
图 23: 源网荷储协调控制系统	13

表目录

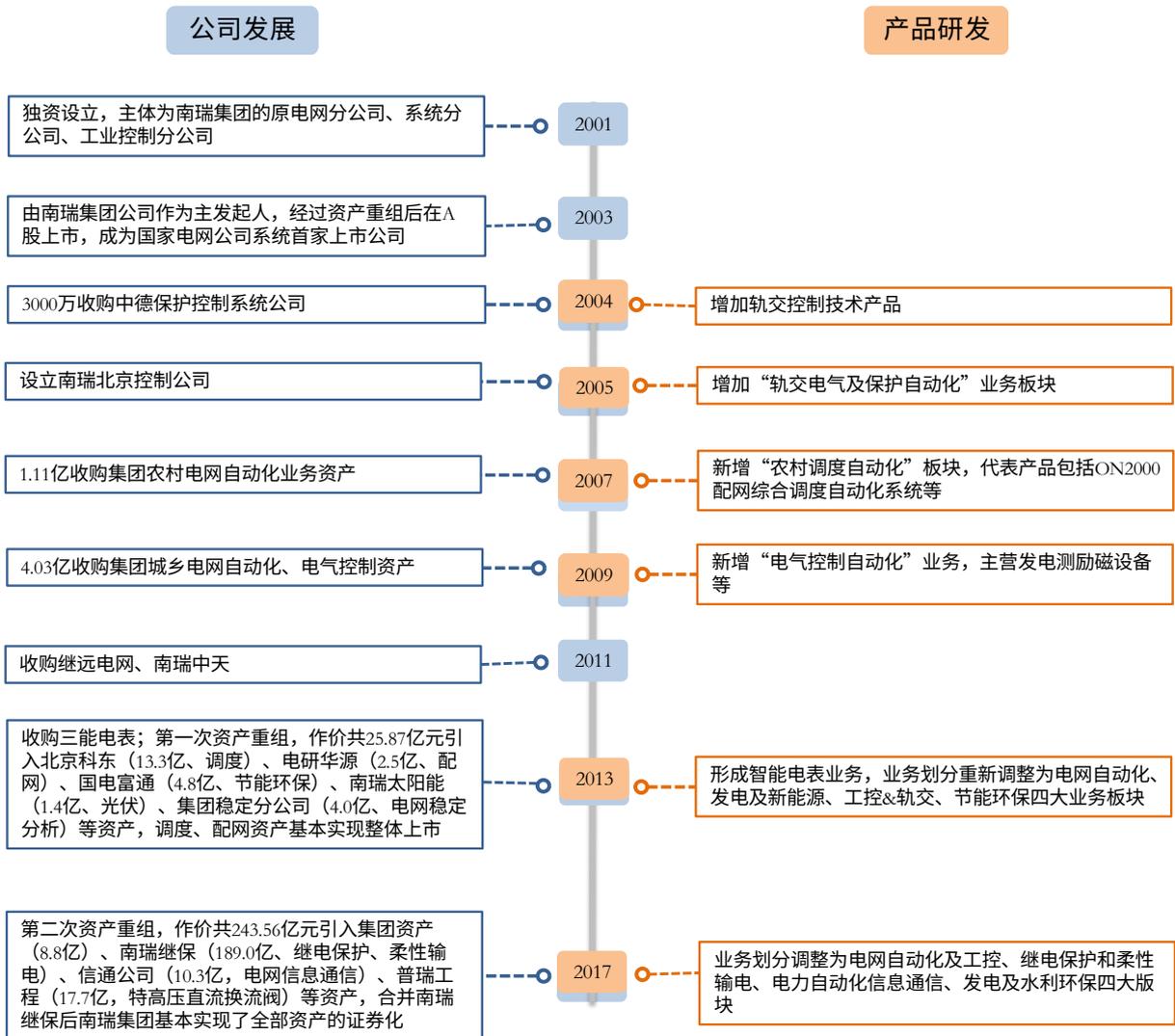
表 1: 公司主营业务.....	7
表 2: 我国配电网改造相关政策.....	10

1、国电南瑞：国网旗下二次设备龙头

1.1、公司发展历程

国电南瑞科技股份有限公司（以下简称“国电南瑞”）始创于2001年，由南瑞集团作为主发起人，2003年9月在上海证券交易所上市，成为国家电网公司系统内的首家上市公司。公司以先进的控制技术和信息技术为基础，以“大数据、云计算、物联网、移动互联、人工智能、区块链”等技术为核心，为电网、发电、轨道交通、水利水务、市政公用、工矿等行业和客户提供软硬件产品、整体解决方案及应用服务，是我国能源电力及工业控制领域卓越的IT企业和电力智能化领军企业。历经多年自主创新和产业发展，截止2020年底，公司拥有电网自动化及工业控制、继电保护及柔性输电、电力自动化信息通信、发电及水利环保四大业务板块，下设1个研究院、4个事业部，15家分公司、26家子公司。

图 1：公司发展历程

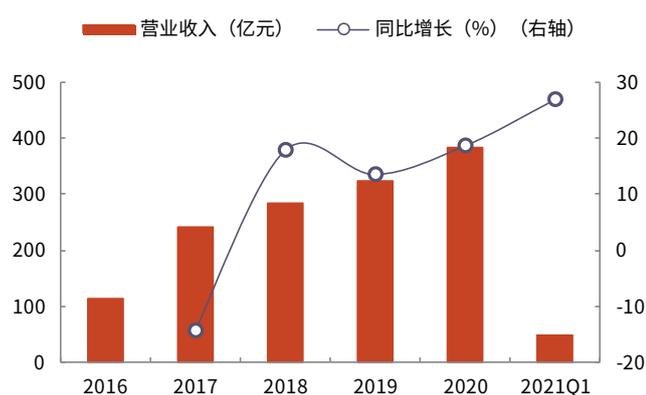


资料来源：公司官网、光大证券研究所整理

1.2、 营收稳步增长，利润率保持稳定

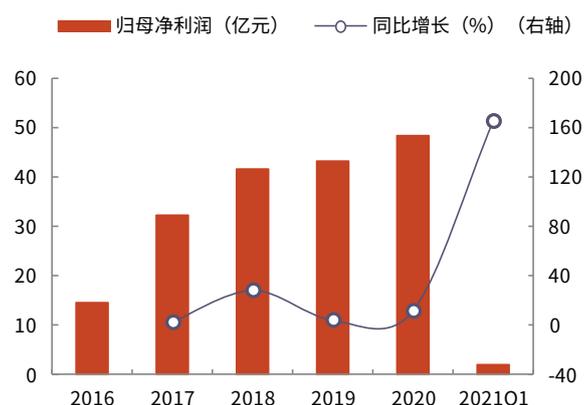
公司营收和归母净利润持续稳定增长。公司 2020 年营收 385.02 亿元，同比增长 18.75%；实现归母净利润 48.52 亿元，同比增长 11.71%。2020 年公司毛利率与净利率分别为 26.8%、13.54%，分别同比下降 1.98/0.84pct，毛利率下降原因为硬件占比较高的整体系统解决方案业务、信通建设基础业务等占比提升。2020 年电网投资额 4699 亿元，同比下降 6.20%，公司市场开拓顺利，核心产品份额持续提升，营收与归母净利润逆势稳健增长。

图 2：2016-2021 年 Q1 公司营收及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

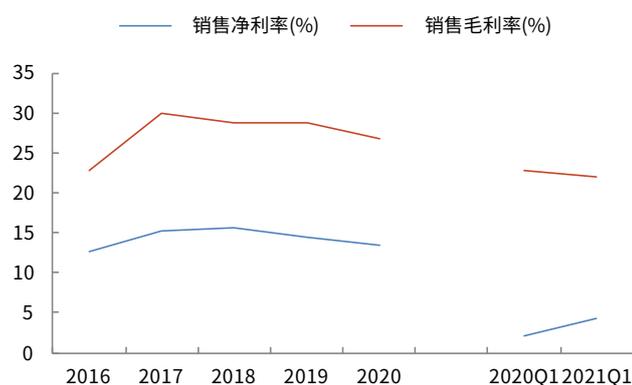
图 3：2016-2021 年 Q1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

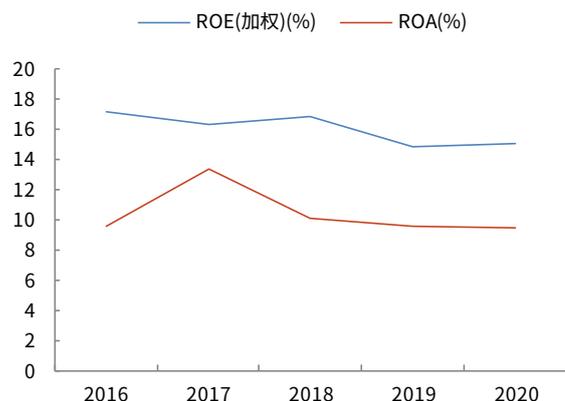
公司盈利能力保持稳定。2017-2019 年，公司 ROE 和 ROA 有所下滑，主要由于 2017 年公司实现第二次资产重组，资产规模大幅提升。2019-2020 年，公司 ROE（加权）由 14.82% 提升至 15.06%，ROA 由 9.56% 提升至 9.69%，实现稳步改善。2021 年 Q1，公司净利率 4.32%，较 2020 年 Q1 的 2.19% 提升 2.13pct。

图 4：公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：公司 ROE、ROA 情况



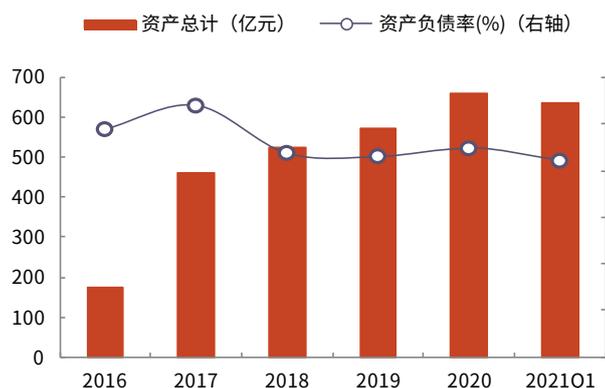
资料来源：Wind，光大证券研究所

2020 年费用管控良好，坚持高研发投入。2020 年公司销售/管理/研发/财务费用分别为 14.54/8.86/18.56/0.45 亿元，分别同比变动 -8.44%/+8.79%/+4.96%/+268%，四项费用率（含研发费用）分别为 3.78%/2.3%/4.82%/0.12%，期间费用率为 11.02%，同比下降 1.76pct，期间

费用管控良好，其中财务费用增长由于汇率变动导致汇兑损失增加。2021年Q1公司各项费用率均小幅下降，期间费用率20.59%，同比下降2.35pct。

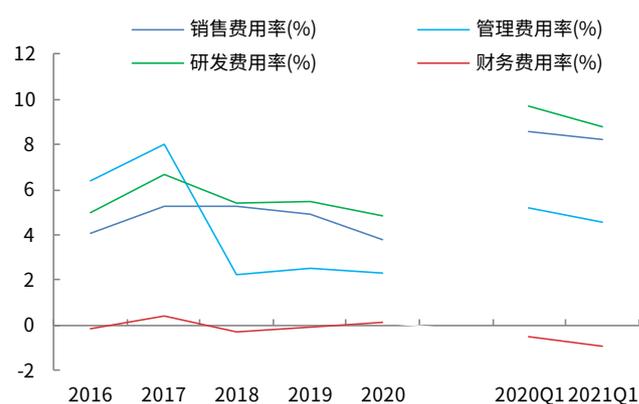
资产规模稳健扩张，经营现金流保持健康。截至2021年Q1，公司总资产规模达635亿元，资产负债率为42.2%，资产规模稳健提升、负债率保持稳定。2020年公司经营活动产生的现金流量净额为56.35亿元，同比增长20.30%，现金流保持健康。

图 6：公司资产负债率情况



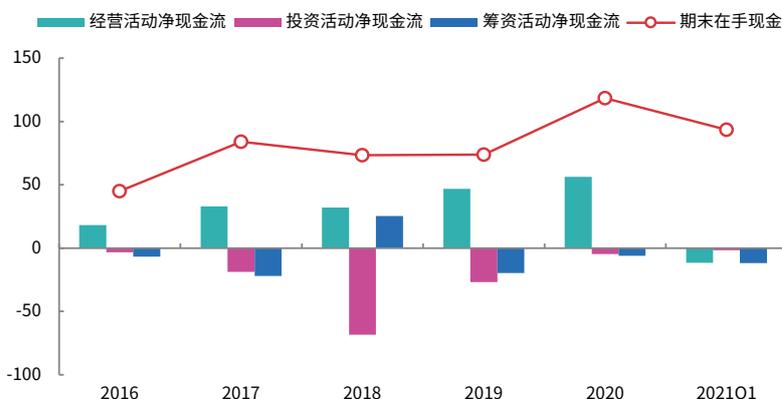
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：公司各项费用率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：公司经营活动现金流



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

1.3、业务覆盖发输变配用全流程

公司已形成电网自动化及工业控制、继电保护及柔性输电、电力自动化信息通信、发电及水利环保四大业务板块。在《国家电网 2020 年重点工作任务》中“精简供应商数量和设备种类，优选可靠性高、技术成熟的设备”思想的指导下，公司覆盖全产业链的产品线将会进一步增加中标优势。

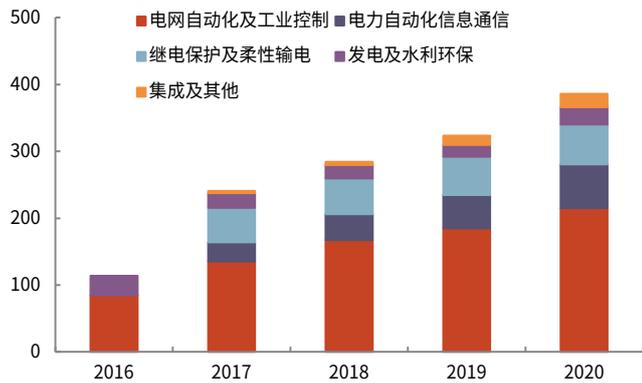
表 1：公司主营业务

产品类别	主要产品	市场地位
继电保护及柔性输电	控制保护、换流阀、串补、统一潮流控制器、直流断路器、可控高压电抗器、调相机二次成套系统、无功补偿装置 (SVC)、静止同步补偿器 (STATCOM)	在柔性输电领域，公司的高压大容量柔性直流换流阀、直流断路器、柔直控制保护和电流电压高速测量装置等关键设备整体达到国际领先水平；在继电保护领域，形成从线路保护到主设备保护，从中低压到特高压的全系列继电保护产品，是国内高压电网继电保护技术的开拓者和行业排头兵
电网自动化及工业控制	电网安全稳定分析控制、OPEN-3000 电网调度自动化集成系统、电力市场、新能源并网控制、智能变电站、配电自动化、通电自动化及需求侧管理、电动汽车充换电设施及充换电站运营管理、视频监控及图像处理、能源管控、RT21-SCS 轨道交通综合监控系统、电气化铁路供电调度自动化、牵引变电站综合自动化、铁路供电辅助综合监控、接触网开关监控、一体化监控及运维平台	以新一代智能电网调度技术支持系统为代表的调度自动化产品广泛应用于国家电网、南方电网及多个行业的各级电网调度控制中心，有效支撑我国特高压大电网安全稳定运行与企业生产可靠供电。在轨道交通领域综合监控方面，核心产品市场占有率处于国内领先地位
信息通信业务	智能电网整体技术、电力作业机器人、特种车辆及带电作业工器具等	公司产品线涵盖发、输、变、配、用、调度、通信等各领域，智能电网整体技术已达到国内国际先进水平，部分核心技术已达到国际领先水平
发电及水利环保	NSW6000 风电场群远程综合监控系统、NSF3200 光伏发电功率预测系统、炉底干式排渣系统、DTS 双套管气力输灰系统、环保型散料装船 (车) 系统、水脱盐系统、LTE 低温余热利用技术、中水回用处理系统	公司拥有风光储联合发电控制系统、风光储全景一体化系统、分布式发电/储能及微电网接入控制系统，光伏发电和风力发电运行控制与并网技术等多项专利，在发电及水利环保方面具有一定的优势

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

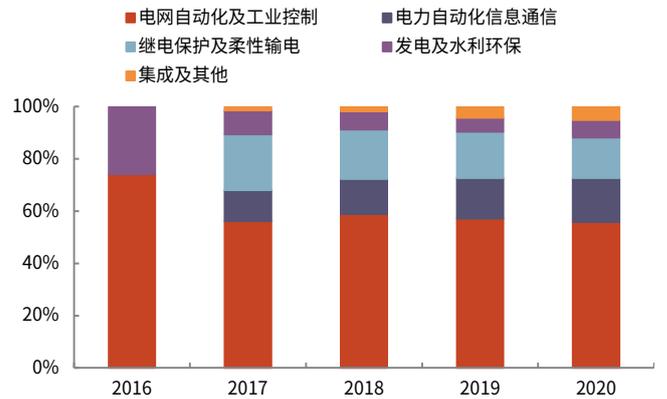
2020 年发电及水利环保、信通、集成业务增速较高。2020 年公司收入结构未发生明显变化，电网自动化及工业控制、电力自动化信息通信、继电保护及柔性输电、发电及水利环保、集成及其他业务营收增速分别达 16.40%/30.44%/4.97%/47.53%/29.41%，业务占比分别为 55.9%/16.9%/15.6%/6.7%/4.7%。

图 9：公司分部业务营收



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

图 10：公司分部业务营收结构

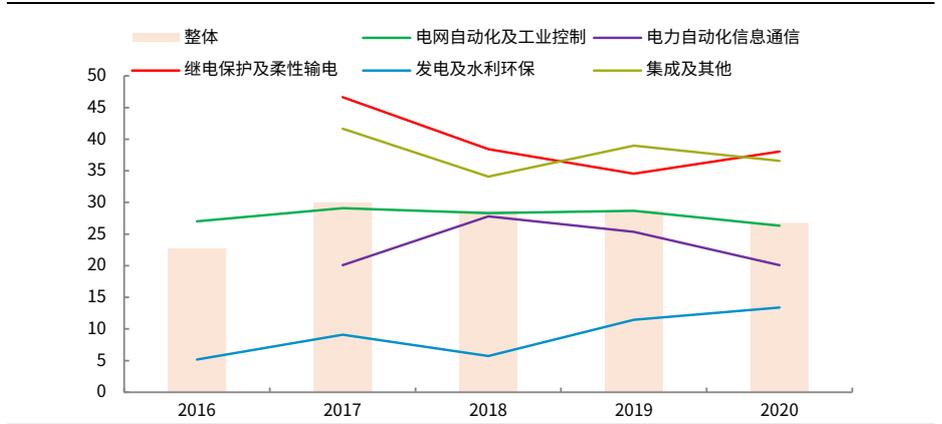


资料来源：Wind，光大证券研究所

整体毛利率小幅下降，继保柔直、发电及水利环保业务毛利率有所提高。2020 年公司整体毛利率为 26.8%，同比下降 1.98pct。其中，继保及柔直业务毛利率提升 3.54pct，原因为技术含量较高的柔性输电相关项目占比提升；发电及水利环保业务毛利率增加 1.92pct，原因为光伏、海上风电等毛利率较高的业务占比提升；电网自动化及工业控制业务毛利率下降 2.37pct，原因为提供整体系统解决方案的业务增加；电力自动化信息通信业务毛利率下降 5.22pct，原因为公司

抢抓电力行业转型升级机遇，相关信息建设基础业务增长；集成及其他业务毛利率下降 2.40pct，原因为总包设计类低毛利业务占比增长。

图 11：公司分部业务毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：%

1.4、 股权结构稳定，重视研发投入

股权结构清晰。国电南瑞由南瑞集团作为主发起人，联合国网系统下属电力企业发起设立的高科技企业，南瑞集团是国家电网直属的下属单位，目前持有国电南瑞 51.79%的股份，是第一股东。

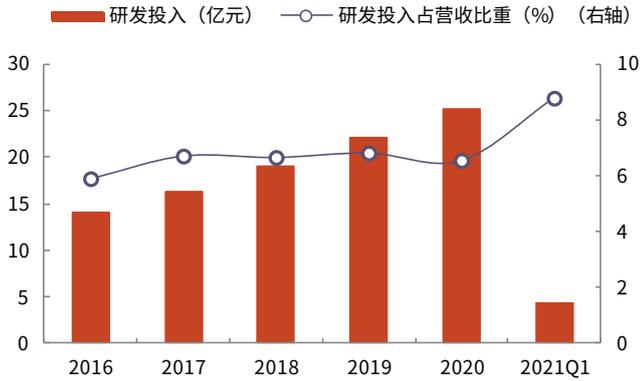
图 12：公司股权结构



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：2021 年一季度数据

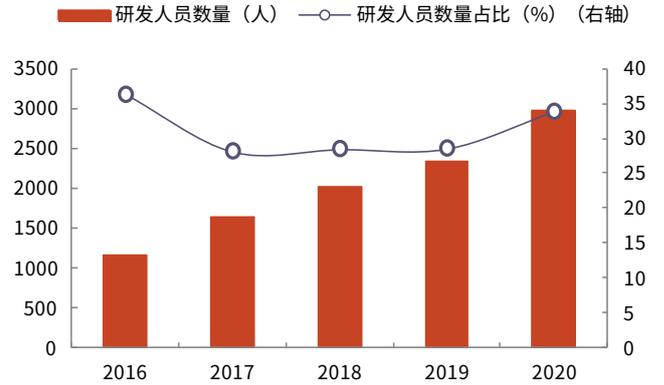
重视研发投入。2020 年公司研发费用为 18.56 亿元，同比增长 4.96%；研发投入合计 25.23 亿元，同比增长 14.07%，研发投入占比为 6.55%，均处于历史高位。

图 13: 公司研发投入及占比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 14: 公司研发人员数量及占比



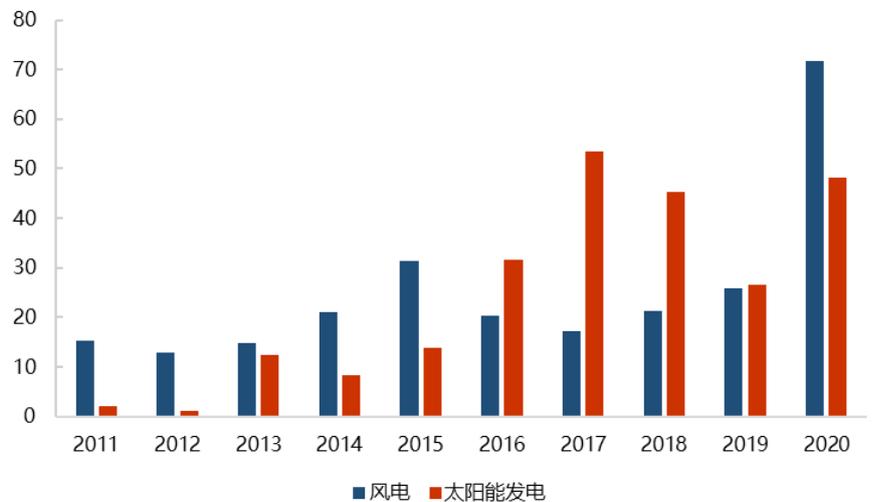
资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、“碳中和”背景下，电网投资迎来新机遇

2.1、新能源装机快速提升，带动电网投资增长

“碳中和·碳达峰”背景下，我国风光装机规模快速扩大：（1）风电：截至 2020 年底，全国风电累计装机 2.81 亿千瓦，其中陆上风电累计装机 2.71 亿千瓦、海上风电累计装机约 900 万千瓦。2020 年全国风电新增并网装机 7167 万千瓦，其中陆上风电新增装机 6861 万千瓦、海上风电新增装机 306 万千瓦。（2）光伏：2019 年我国启动光伏发电竞价项目申报，新增幅度缩减。2020 年新增并网装机量恢复上升。2020 年，全国太阳能发电新增装机 4820 万千瓦，其中集中式光伏电站 3268 万千瓦、分布式光伏 1552 万千瓦。

图 15: 2011-2020 年风光发电新增装机情况



资料来源: 国际能源网, 光大证券研究所整理; 单位: GW

新能源装机快速提升，带动电网改造与投资：随着光伏、风电装机量迅速上升，配电网工程也需要进行相应的建设与改造，国家近年来高度重视电力配电板块的结构优化与配电网建设的改造投资，出台了一系列相关政策。2015年8月，《配电网建设改造行动计划(2015-2020年)》出台，不仅对各地区供电质量和停电时间做出了相应的要求，同时要求2015-2020年，配电网建设改造投资不低于2万亿元，其中2015年投资不低于3000亿元，“十三五”期间累计投资不低于1.7万亿元。

表 2：我国配电网改造相关政策

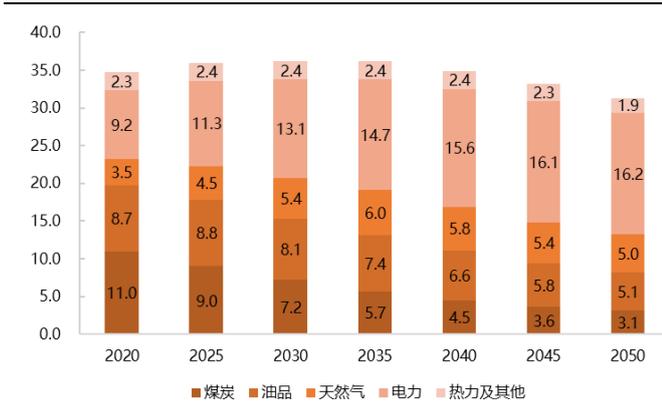
时间	政策名称	内容
2015.08	《国家发展改革委关于加快配电网建设改造的指导意见》	通过配电网建设改造，中心城市（区）智能化建设和应用水平大幅提高，供电质量达到国际先进水平；城镇地区供电能力和供电安全水平显著提升，有效提高供电可靠性；乡村地区电网薄弱等问题得到有效解决，切实保障农业和民生用电。构建城乡统筹、安全可靠、经济高效、技术先进、环境友好、与小康社会相适应的现代配电网。
2015.08	《配电网建设改造行动计划（2015—2020年）》	到2020年，中心城市（区）智能化建设和应用水平大幅提高，供电可靠率达到99.99%，用户年均停电时间不超过1小时，供电质量达到国际先进水平；城镇地区供电能力及供电安全水平显著提升，供电可靠率达到99.88%以上，用户年均停电时间不超过10小时，保障地区经济社会快速发展；乡村及偏远地区全面解决电网薄弱问题，基本消除长期“低电压”，户均配变容量不低于2千伏安，有效保障民生。
2016.02	《关于“十三五”期间实施新一轮农村电网改造升级工程意见的通知》	到2020年，全国农村地区基本实现稳定可靠的供电服务全覆盖，供电能力和服务水平明显提升，农村电网供电可靠率达到99.8%，综合电压合格率达到97.9%，户均配变容量不低于2千伏安，建成结构合理、技术先进、安全可靠、智能高效的现代农村电网，电能在农村家庭能源消费中的比重大幅提高。东部地区基本实现城乡供电服务均等化，中西部地区城乡供电服务差距大幅缩小，贫困及偏远少数民族地区农村电网基本满足生产生活需要。县级供电企业基本建立现代企业制度。
2018.03	《增量配电业务配电区域划分实施办法（试行）》	明确了“增量配电业务配电区域”的定义；提出了配电区域划分的基本原则、责任分工及政策导向；规定了项目业主申请配电区域划分时需提供资料以及地方相关主管部门划分配电区域的依据、办理流程和办理期限；并对非本区域配电网运营主体所有存量配电网资产的处置方式提出了指导意见。
2019.01	《进一步推进增量配电业务改革的通知》	进一步规范项目业主确定；进一步明确增量和存量范围；进一步做好增量配电网规划工作；进一步规范增量配电网的投资建设与运营
2020.12	《配电网规划设计技术导则》	以企业战略目标为指导，顺应能源革命和数字革命融合发展趋势，把握配电网发展新阶段和新技术要求，统筹安全质量和效率效益，补短板、强弱项，提升数字化、自动化、智能化水平，构建智慧能源系统，推动配电网向能源互联网转型升级。

资料来源：国家能源局，国家发改委，光大证券研究所整理

2.2、“碳中和”背景下，“再电气化”——电源侧增长带动电网侧投资

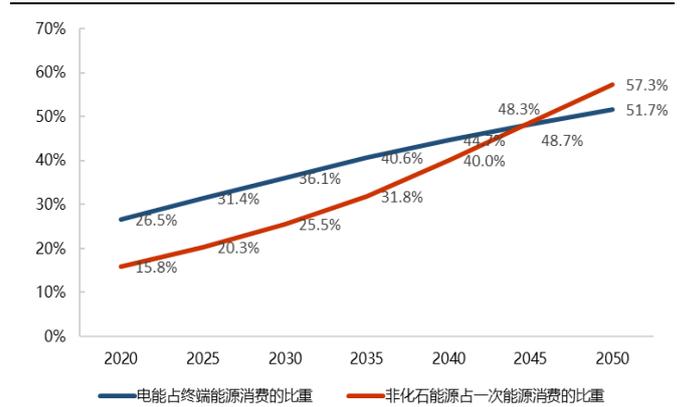
“再电气化”：要达到碳中和，需要提升电气化率：“碳中和”背景下对我国碳排放量提出了严格的规划，减少碳排放量需要加快推进能源清洁化率和终端电气化率，两项指标协同提升也是衡量能源转型成效的关键。因此我国国家电网在第24届世界能源大会全体会议中指出，到2050年中国能源发展将实现“两个50%”，即能源清洁化率（非化石能源占一次能源消费比重）超过50%，电气化率（电能占终端能源消费比重）超过50%。根据国网能源研究院测算，到2050年我国电能占终端能源消费的比重将达到51.7%，全社会用电量将显著提升。

图 16: 2020-2050 年终端能源消费变化情况



资料来源: 张运洲等 (国网能源研究院), 《能源安全新战略下能源清洁化率和终端电气化率提升路径分析》, 光大证券研究所整理; 单位: 亿吨标煤

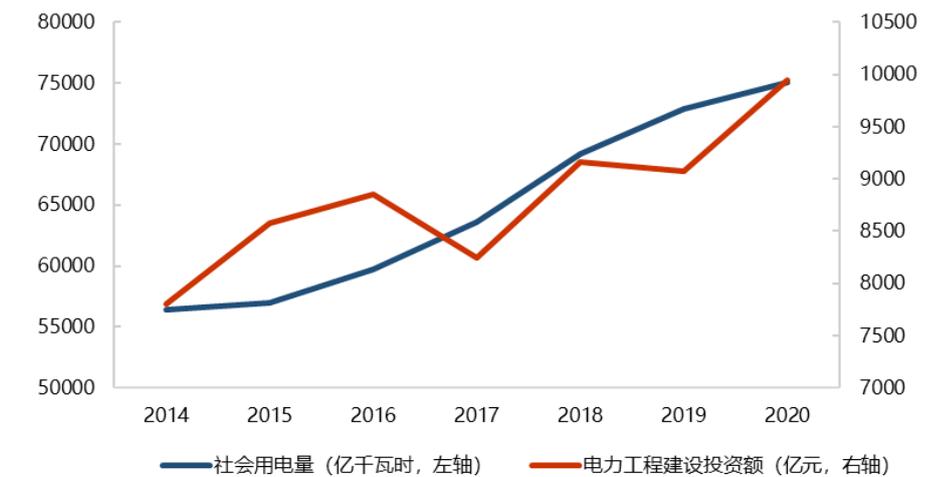
图 17: 电能占终端能源消费的比重



资料来源: 张运洲等 (国网能源研究院), 《能源安全新战略下能源清洁化率和终端电气化率提升路径分析》, 光大证券研究所整理

用电量的提升需要电源、电网侧投资提前布局, 因此用电量的提升将带动电网侧投资增长。

图 18: 2014-2020 年社会用电量及电力工程建设投资额变化



资料来源: 中电联, 光大证券研究所整理

2.3、 新型储能加持, 带来新的输配电建设需求

《关于加快推动新型储能发展的指导意见》大力推进电源侧、电网侧、用户侧储能, 将带来新的输配电建设需求: 2021 年 7 月 23 日, 国家发改委、国家能源局发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》。《指导意见》开展储能专项计划, 一是要大力推进电源侧储能项目建设, 通过储能协同优化运行保障新能源高效消纳利用, 为电力系统提供容量支撑及一定调峰能力。二是要积极推动电网侧储能合理化布局, 通过关键节点布局电网侧储能, 提升大规模高比例新能源及大容量直流接入后系统灵活调节能力和安全稳定水平。三是积极支持用户侧储能多元化发展。鼓励围绕分布式新能源、微电网、大数据中心、5G 基站、充电设施、工业园区等其他终端用户, 探索储能融合发展新场景。

允许将电网替代性储能设施成本纳入输配电价回收，激发电网投资积极性：《指导意见》健全新型储能价格机制。建立电网侧独立储能电站容量电价机制，逐步推动储能电站参与电力市场；研究探索将电网替代性储能设施成本收益纳入输配电价回收，进一步激发电网投资积极性。

2.4、 国电南瑞：电网建设全方位解决方案

公司拥有智能发电、智能输电、智能变电、智能配电、智能用电以及综合能源等全方位解决方案。

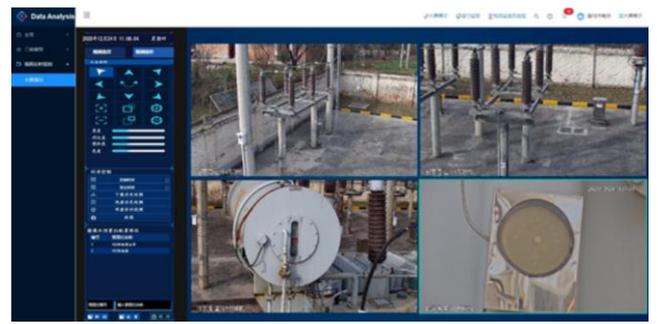
电铁宝鸡供电段智能辅助监控系统：公司应用及时通信、深度学习以及人工智能技术，研发出智能视频辅控系统，智能辅助监控系统以“智能感知和智能控制”为核心，通过对物联网、大数据、云计算、人工智能等技术的集成应用，实现全站内主要电气设备、关键设备以及周围安防、环境的全天候状态监视和全方位智能感知和联动控制，实现站内日常运维巡检的无人化、智能化，满足了用户对安全生产和智慧化运维的迫切需求，有效节约运营成本，显著提高工作效率。该监控系统先后在铁路宝鸡段、绥德段、北京大刘庄等多个项目现场得到成功应用。

图 19：电铁宝鸡供电段牵引供电所辅助主站系统



资料来源：国电南瑞官网，光大证券研究所整理

图 20：电铁宝鸡供电段智能辅助监控系统界面



资料来源：国电南瑞官网，光大证券研究所整理

华能江苏新能源集中控制项目：公司研发新一代新能源电站智能运管系统，实现风电场、光伏电站和海上升压站电气主设备及辅助设备一体化全状态感知，提供全景虚拟场景、智能报表、移动巡检、流程机器人等新功能模块，全面实现集控中心由集中监控向智能运管转变，达到描述全面、访问快捷、节约存储空间的目的，实现了网络、系统、软件、功能、数据五位一体的信息融合，实现真正意义上的新能源智慧运管一体化的建设目标。成果在江苏华能新能源生产运营中心、鲁能如东黄沙洋海上风电场示范应用。

图 21: 华能江苏清洁能源生产管理系统界面



资料来源: 国电南瑞官网, 光大证券研究所整理

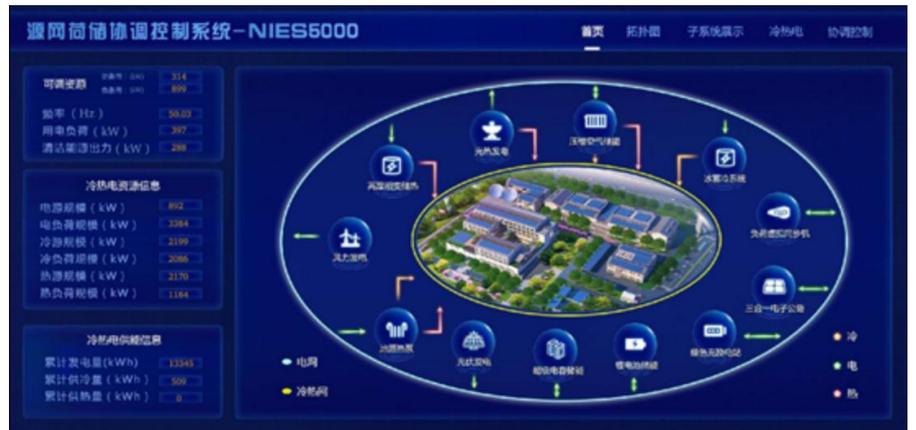
图 22: 华能江苏清洁能源集中控制项目



资料来源: 国电南瑞官网, 光大证券研究所整理

江苏多地市综合能源协调控制系统全覆盖项目:综合能源协调控制系统依据负荷预测、发电预测结果以及各能源子系统运行状态和运行数据,可自动预测各能源子系统未来 24 小时运行计划。形成可复制、可推广的负荷侧调控模式典型形态。利用能源互联网、物联感知、电能替代等技术,在能源生产、传输、消费等环节,提升绿色能源消纳能力、用电保障能力、绿色用能水平和电气化水平。截止 2021 年 1 月,已在苏州、南京、扬州、镇江、连云港 5 个地市落地,其他 8 个地市规划在 2022 年前建成。

图 23: 源网荷储协调控制系统



资料来源: 国电南瑞官网, 光大证券研究所整理

3、投资建议

在“碳中和”背景下,新能源装机的快速提升对电网侧稳定性提出了新的要求。“再电气化”趋势明确,未来电能占终端消费比重有望持续提升。随着储能政策理顺,居民侧特别是工商业储能有望放量,带动终端配网工程需求。

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。我们维持公司 21-23 年盈利预测 60.4/70.2/79.1 亿元,对应 21-23 年 EPS 为 1.09/1.27/1.43 元,当前股价对应 21 年 PE 为 29 倍,维持“买入”评级。

4、风险分析

(1) 电网投资不及预期：

输配电及控制设备制造行业与国家宏观经济政策、产业政策以及国家电力规划有着密切联系。公司产品需求主要来自于电网投资。若电网投资力度不及预期，则公司经营可能受到影响。

(2) 竞争加剧风险：

细分市场领域的资金门槛和资质壁垒逐渐降低，行业竞争加剧，导致盈利能力下降的风险。

(3) 海外业务经营风险：

随着海外业务的拓展，公司将面临由于国际形势、政治局势、新冠疫情、文化差异、法律差异以及业务管理、汇率等因素带来的海外经营风险，上述风险可能对上市公司海外经营产生不利影响。

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	1,746	1,923	2,101
管理费用	815	886	1,102	1,228	1,320
研发费用	1,768	1,856	2,251	2,670	3,061
财务费用	-27	45	-44	16	-10
投资收益	47	50	50	60	60
营业利润	5,253	5,874	7,320	8,391	9,484
利润总额	5,280	5,934	7,370	8,450	9,553
所得税	620	723	898	1,029	1,163
净利润	4,660	5,212	6,472	7,420	8,389
少数股东损益	317	360	436	402	477
归属母公司净利润	4,343	4,852	6,036	7,018	7,912
EPS(元)	0.94	1.05	1.09	1.27	1.43

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,684	5,635	5,999	7,190	8,924
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	2,404	2,503	1,834
其他	3,393	-900	-3,785	-3,944	-2,667
投资活动产生现金流	-2,684	-476	-2,999	-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	101	35	60
融资活动现金流	-1,970	-609	-659	-1,772	-4,802
股本变化	38	0	924	0	0
债务净变化	3	961	1,238	655	-2,048
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%	19.2%	19.2%	19.1%
EBIT 率	17.2%	17.3%	16.2%	16.2%	16.1%
税前净利润率	16.3%	15.4%	16.0%	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%	8.4%	8.5%	8.8%
ROE (摊薄)	14.2%	14.2%	15.8%	16.4%	16.5%
经营性 ROIC	15.4%	16.3%	15.8%	16.2%	16.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	43%	45%	47%	48%	46%
流动比率	1.75	1.71	1.62	1.58	1.64
速动比率	1.51	1.43	1.34	1.31	1.35
归母权益/有息债务	21.54	14.36	10.57	10.03	21.58
有形资产/有息债务	38.83	26.68	20.53	19.91	41.92

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	57,425	65,962	76,744	87,551	95,721
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	21,333	23,849	25,729
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	55,367	63,261	69,937
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	35,821	41,618	44,163
短期借款	1,414	1,163	2,402	3,056	1,009
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	34,185	39,981	42,526
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	40,923	45,933	51,558
股本	4,622	4,622	5,546	5,546	5,546
公积金	11,004	11,396	11,076	11,777	11,912
未分配利润	15,247	18,480	21,972	25,878	30,892
归属母公司权益	30,523	34,146	38,241	42,848	47,997
少数股东权益	2,129	2,246	2,682	3,084	3,561

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.90%	3.78%	3.80%	3.60%	3.50%
管理费用率	2.51%	2.30%	2.40%	2.30%	2.20%
财务费用率	-0.08%	0.12%	-0.10%	0.03%	-0.02%
研发费用率	5.45%	4.82%	4.90%	5.00%	5.10%
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	0.43	0.50	0.56
每股经营现金流	1.01	1.22	1.08	1.30	1.61
每股净资产	6.60	7.39	6.90	7.73	8.65
每股销售收入	7.01	8.33	8.28	9.63	10.82

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	33	30	29	25	22
PB	4.8	4.3	4.6	4.1	3.6
EV/EBITDA	23.4	19.3	20.6	17.8	15.8
股息率	0.9%	1.3%	1.4%	1.6%	1.8%

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