

## 受益电网转型升级，中报业绩稳健增长

国电南瑞 (600406.SH)

**推荐** (维持评级)

### 核心观点：

- **事件：**8月30日公司公告：21H1 营业收入 148.04 亿元，同比增长 21.81%，归母净利润 18.44 亿元，同比增长 33.94%；Q2 营业收入 98.83 亿元，同比增长 19.4%，归母净利润 16.42 亿元，同比增长 26.3%。
- **继保业务对收入贡献最大，电网、信通、发电等业务稳健增长。**1) 电网自动化及工业控制：21H1 收入 74.80 亿元，同比增长 8.87%。毛利率 25.79%，同比减少 1.22pct。整体解决方案增加导致毛利下降。2) 继电保护与柔性输电：受益于特高压项目完工及电力电子相关业务增长，实现收入 27.61 亿元，同比增长 95.81%；毛利率 38.98%，同比减少 0.52pct。3) 电力自动化信息通信：收入 27.24 亿元，同比增长 25.98%；毛利率 20.35%，同比减少 2.89pct。信息建设基础业务增长导致毛利下降。4) 发电及水利环保：收入 10.41 亿元，同比增长 14.53%；水电、风电相关业务合同质量提高，毛利率大幅增加 6.73pct 至 12.71%。
- **经营质量与营运能力持续提升。**公司成本管控得当，上半年销售+管理+研发+财务费用率合计为 13.5%，同比减少 0.7pct。公司销售净利率 13.3%，同比增加 1.1pct。此外，净资产收益率达到 5.3%，同比上升 0.86 个 pct。应收账款周转率持续加快。
- **IGBT 项目即将投产。**报告期内，公司成功打造高压、中压系列自主 IGBT 产品，目前 IGBT 模块封装测试生产线已完成设备联调，预计近期或将开始投产。根据公司公告，该项目内部收益率约 14.59%。随着核心部件 IGBT 实现自产，将进一步增强基于电力电子技术的光伏逆变器、风电变流器、储能变流器等产品的竞争力。
- **电网投资稳健增长，数字化转型加速。**21H1 电网投资 1734 亿元，增速 4.7%，我们预计“十四五”期间电网投资将保持 3-5% 的增长。电网数字化转型带来结构性机会，二次设备和信息化设备的增速有望达到 10% 以上。公司将充分受益于电网转型带来的结构性投资变化。
- **网外业务持续拓展。**报告期内，公司网外业务收入达 45.86 亿元（占比 31.0%），同比增长 27.5%，快于整体业务增速。公司一直以来积极探索网外业务，将电网自动化技术拓展至轨道交通、工业控制、智能制造等领域，打造新的业绩增长点。
- **投资建议：**“双碳”目标倒逼电网向能源互联网加速转型。公司作为电网全环节智能化、数字化龙头企业，技术创新优势和产业链整合优势明显，将充分受益于电网转型带来的结构性投资变化；轨交、水利、市政、工矿等网外市场广阔，目前营收占比较低，对标 ABB、西门子等国际龙头仍有较大潜力。
- **盈利预测：**我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 430.46 亿元/493.30 亿元/571.74 元，归母净利润为 59.63 亿元/70.05 亿元/81.76 亿元，EPS 为 1.08 元、1.26 元、1.47 元，对应当前股价 PE 为 30.4 倍、25.9 倍和 22.2 倍，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期；网外业务拓展不及预期；市场竞争加剧的风险。

### 分析师

周然

☎：(8610) 6656 8494

✉：zhouan@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130514020001

### 研究助理

梁悠南

☎：(8610) 8092 7656

✉：liangyounan\_yj@chinastock.com.cn



资料来源：wind，中国银河证券研究院

### 市场数据

时间 21.08.30

A 股收盘价 (元)	32.71
A 股一年内最高价 (元)	34.11
A 股一年内最低价 (元)	15.85
上证指数	3,528.15
总股本 (万股)	554,579
实际流通 A 股 (万股)	551,183
流通 A 股市值 (亿元)	1802.92

资料来源：wind，中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

周然：工商管理学硕士。2010年11月加盟银河证券研究部，先后从事电力、环保、燃气等公用事业、电力设备及新能源行业分析师工作，目前担任电新及公用团队负责人。2020年、2019年获金融界量化评选最佳分析师第2名；2019年、2016年获新财富最佳分析师第9名；2014年团队获卖方分析师水晶球奖第4名、2013年获新财富第5名、水晶球奖第5名、2012年新财富第6名。曾任职于美国汇思讯（Christensen）的亚利桑纳州总部及北京分部，从事金融咨询（IR）和市场营销的客户主任工作。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)