

2021年中报点评：新型电力系统背景下，Q2 维持较快增长

2021年09月02日

买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 柴嘉辉

执业证号：S0600521080002

021-60199793

chajjh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	38,502	45,163	52,793	61,741
同比（%）	18.7%	17.3%	16.9%	17.0%
归母净利润（百万元）	4852	5872	6943	8168
同比（%）	11.7%	21.0%	18.2%	17.6%
每股收益（元/股）	1.05	1.06	1.25	1.47
P/E（倍）	31.16	30.89	26.13	22.21

投资要点

■ **2021H1 收入+22%、扣非净利润+41%，略超市场预期。**2021H1 实现营业收入 148.04 亿元，同比增长 21.81%；实现归属母公司净利润 18.44 亿元，同比增长 33.94%；实现扣非归母净利润 17.93 亿元，同比+41.0%。其中 2021Q2 实现营业收入 98.83 亿元，同比增长 19.37%，环比增长 100.85%；实现归属母公司净利润 16.42 亿元，同比增长 26.27%。上半年归母净利润/扣非归母净利润均接近此前预告上限，业绩略超市场预期。

■ **毛利率整体稳定，降本增效下净利率有明显提升。**2021H1 毛利率为 27.38%，同比下降 0.09pct，Q2 毛利率 30.03%，同比上升 0.40pct，环比上升 7.98pct。分板块看，电网自动化及工业控制、继电保护及柔性直流输电、电子自动化信息通信、集成与其他业务毛利率均有小幅下降，发电及水利环保由于退出了部分效率较低的业务，毛利率提升 6.7pct；同时由于毛利率较高的继电保护及柔性直流输电板块营业收入增长较快（yoy+96%），因此整体毛利率稳定。2021H1 归母净利率为 12.45%，同比上升 1.13pct，Q2 归母净利率 16.62%，同比上升 0.91pct，环比上升 12.53pct。主要是费用增速慢于营收增速，同时公司严控回款，信用减值同比减少、同时转回了部分减值，信用减值+资产减值科目共产生 0.85 亿元的正贡献。

■ **2021 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。**2021 年电网计划投资 4730 亿元，同比+3%；1-7 月国内电网投资 2029 亿元，同比-2%，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。

■ **盈利预测与投资评级：**公司是电力二次设备龙头，考虑到公司继保及柔直业务增速好于预期、同时利润率超预期，我们小幅上调公司 2021-23 年归母净利润至 58.7 亿元（+1.4 亿元）、69.4 亿元（+1.4 亿元）、81.7 亿元（+0.8 亿元），同比分别+21%、+18%、+18%，对应现价 PE 分别 31x、26x、22x，给予目标价 38.75 元，对应 2022 年 31x PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.44
一年最低/最高价	19.30/37.20
市净率(倍)	5.43
流通 A 股市值(百万元)	184315.51

基础数据

每股净资产(元)	6.16
资产负债率(%)	43.36
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)：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》2021-07-01
- 2、《国电南瑞 (600406)：21Q1 点评：在手订单稳增、Q1 业绩恢复性高增长》2021-04-30
- 3、《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

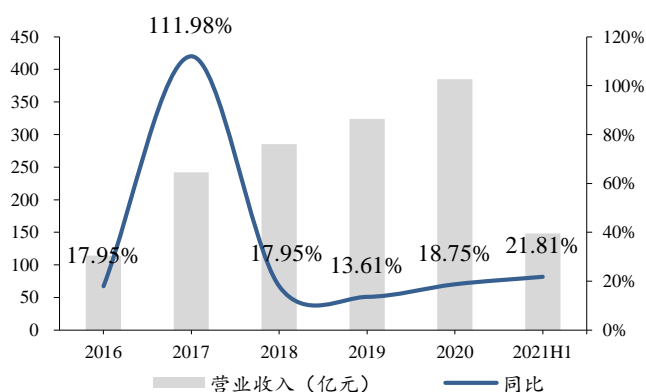
2021H1 收入+22%、扣非净利润+41%，略超市场预期。2021H1 实现营业收入 148.04 亿元，同比增长 21.81%；实现归属母公司净利润 18.44 亿元，同比增长 33.94%；实现扣非归母净利润 17.93 亿元，同比+41.0%。其中 2021Q2 实现营业收入 98.83 亿元，同比增长 19.4%，环比增长 100.9%；实现归属母公司净利润 16.42 亿元，同比增长 26.3%。上半年归母净利润/扣非归母净利润均接近此前预告上限，业绩略超市场预期。

表 1: 国电南瑞 2021H1 核心财务数据

国电南瑞	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入 (亿元)	148.04	121.54	21.8%	98.83	82.80	19.4%	49.21	100.9%
毛利率	27.4%	27.5%	-0.1pct	30.0%	29.6%	0.4pct	22.1%	8.0pct
营业利润 (亿元)	23.00	17.46	31.7%	20.46	16.39	24.9%	2.53	707.4%
利润总额 (亿元)	23.06	17.69	30.3%	20.48	16.60	23.3%	2.59	692.0%
归属母公司净利润 (亿元)	18.44	13.77	33.9%	16.42	13.01	26.3%	2.01	716.2%
扣非归母净利润 (亿元)	17.93	12.72	41.0%	16.20	12.22	32.6%	1.73	837.0%
归母净利率	12.5%	11.3%	1.1pct	16.6%	15.7%	0.9pct	4.1%	12.5pct
股本 (亿股)	55.46	46.22	-	55.46	46.22	-	46.21	-
EPS (元/股)	0.33	0.30	11.6%	0.30	0.28	5.2%	0.04	580.1%

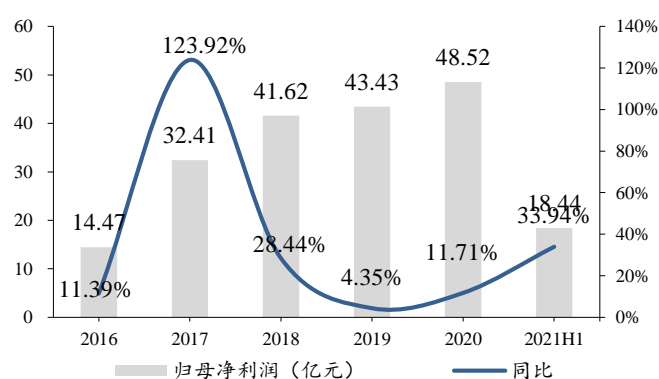
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2021H1 收入 148.04 亿元, 同比+21.81%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

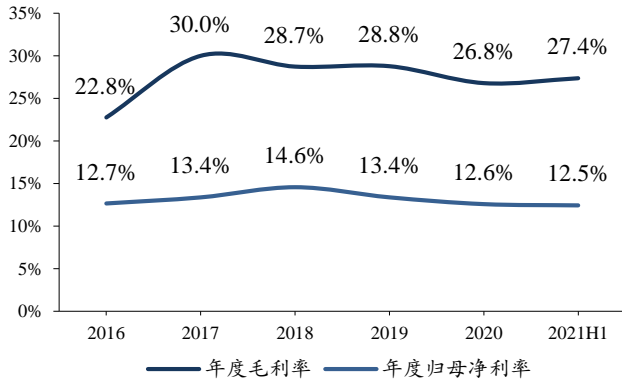
图 2: 2021H1 归母净利润 18.44 亿元, 同比+33.94%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

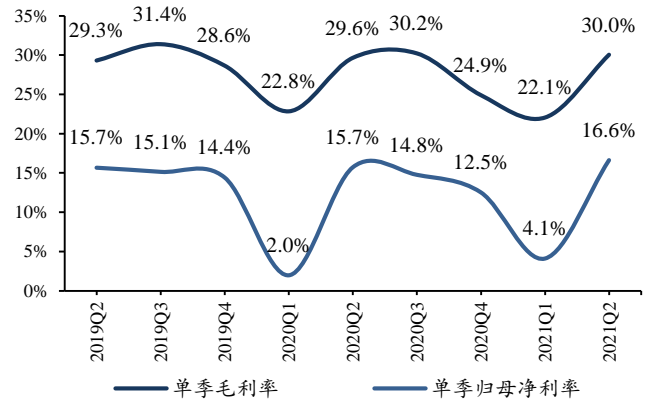
毛利率整体稳定, 降本增效下净利率有明显提升。2021H1 毛利率为 27.38%, 同比下降 0.09pct, Q2 毛利率 30.03%, 同比上升 0.40pct, 环比上升 7.98pct。分板块看, 电网自动化及工业控制、继电保护及柔性直流输电、电子自动化信息通信、集成与其他业务毛利率均有小幅下降, 发电及水利环保由于退出了部分效率较低的业务, 毛利率提升 6.7pct; 同时由于毛利率较高的继电保护及柔性直流输电板块营业收入增长较快 (yoy +96%), 因此整体毛利率稳定。2021H1 归母净利率为 12.45%, 同比上升 1.13pct, Q2 归母净利率 16.62%, 同比上升 0.91pct, 环比上升 12.53pct。主要是费用增速慢于营收增速, 同时公司严控回款, 信用减值同比减少、同时转回了部分减值, 信用减值+资产减值科目共产生 0.85 亿元的正贡献。

图 3: 2021H1 毛利率、净利率同比-0.09、+1.13pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q2 毛利率、净利率同比+0.4、+0.91pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021 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。2021 年电网计划投资 4730 亿元，同比+3%；1-7 月国内电网投资 2029 亿元，同比-2%，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。

分下游来看，国电南瑞 H1 电网行业收入 101.83 亿元，同比增长 19.56%，显著高于电网投资增速，主要来自电网二次设备需求增速好于电网整体投资、特高压项目完工、电力信通业务紧抓电力行业转型升级机会等；电网系统外收入 45.9 亿元，同比+27.50%，增速快于系统内，主要是面向新能源等发电企业的 SVG、SVC 等电力电子设备销售快速增长等。**截至 2021H1，电网投资稳定、同时新型电力系统建设背景下南瑞显著结构性受益，估计上半年南瑞订单增速保持在两位数以上增长。**

分产品来看，1) 电网自动化及工控控制稳增、下半年有望继续提速。板块收入 74.8 亿元，同比+8.9%，毛利率 25.8%，同比-1.22pct，一方面电网二次投资增速快于整体增速，另一方面公司积极开拓市场，提供整体系统解决方案的业务增加，使得收入同比增长、同时毛利率小幅下降。“双高”（高比例清洁能源+高比例电力电子设备）背景下调度、安全稳定、用电、配网等环节结构性受益，特别是南瑞上半年完成了新一代调度技术支持系统试运行、全国产器件的变电站全套二次系统推广应用，下半年板块增速有望继续提速。

2) 继电保护及柔性直流输电实现接近翻倍增长，特高压完工进度超预期，同时电力电子设备增长较快、IGBT 进展顺利。板块 H1 收入 27.6 亿元，同比+96%，毛利率 39.0%，同比-0.5pct。上半年雅中-江西、陕北-湖北特高压直流项目完工交付，公司收入确认较多，同时由于新能源并网接入较多，公司 SVG、SVC 等电力电子设备销售增长较快。此外，IGBT 业务进展顺利，上半年首台基于自主研发的 1700V IGBT 器件的

风电变流器在现场运行，IGBT 模块封装测试生产线完成联调，合资公司南瑞联研半导体上半年实现收入 3240 万元。下半年随着新能源装机增长，电力电子装备预计仍将保持较快增速；同时公司将积极拓展 IGBT 新兴市场，板块全年有望保持较快增速。

3) 电力自动化信息通信业务维持较快增长，电网信息化建设将继续推进。 板块 H1 收入 27.2 亿元，同比+26%，毛利率 20.4%，同比-2.9pct，新型电力系统背景下电网信息化投资持续增长，南瑞在电网信息化领域份额稳定，有望持续保持 30%左右的增速。

盈利预测与投资建议：公司是电力二次设备龙头，考虑到公司继保及柔直业务增速好于预期、同时利润率超预期，我们小幅上调公司 2021-23 年归母净利润至 58.7 亿元 (+1.4 亿元)、69.4 亿元 (+1.4 亿元)、81.7 亿元 (+0.8 亿元)，同比分别+21%、+18%、+18%，对应现价 PE 分别 31x、26x、22x，给予目标价 38.75 元，对应 2022 年 31x PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧等。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	47739.4	55409.5	62706.4	70522.0	营业收入	38502.4	45162.9	52793.0	61741.5
现金	12128.5	9702.8	10673.1	11206.7	减:营业成本	28181.9	32805.6	38355.8	44892.6
应收款项	19177.0	27221.5	31184.0	35740.4	营业税金及附加	204.9	271.0	316.8	370.4
存货	7819.7	8920.5	10221.2	11723.9	营业费用	1454.0	1693.6	1847.8	2099.2
其他流动资产	8614.3	9564.7	10628.2	11851.1	管理费用(含研发)	2742.3	3206.6	3695.5	4260.2
非流动资产	18222.6	20954.5	23335.0	25559.9	财务费用	45.2	56.7	142.3	190.8
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	13802.2	16218.8	18479.8	其他收益	-50.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	1083.6	1047.4	1011.3	975.2	营业利润	5874.1	7189.5	8500.9	10000.8
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	76364.0	86041.4	96082.0	利润总额	5934.5	7199.5	8512.4	10014.0
流动负债	27923.1	32862.4	38719.1	44265.0	减:所得税费用	722.8	885.5	1047.0	1231.7
短期借款	1179.1	2350.7	3789.0	4220.0	少数股东损益	360.1	442.0	522.6	614.8
应付账款	21275.4	24270.7	27809.3	31897.8	归属母公司净利润	4851.5	5871.9	6942.8	8167.5
其他流动负债	5468.6	6241.0	7120.8	8147.2	EBIT	5919.3	7186.1	8577.2	10119.0
非流动负债	1647.1	1647.1	1647.1	1647.1	EBITDA	7043.3	8409.4	10085.6	11979.7
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	34509.4	40366.2	45912.1					
少数股东权益	2246.3	2541.7	2891.0	3301.9	重要财务与估值指				
归属母公司股东权益	34145.6	39312.9	42784.3	46868.0	标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债和股东权益	65962.0	76364.0	86041.4	96082.0	每股收益(元)	1.05	1.06	1.25	1.47
					每股净资产(元)	7.39	7.09	7.71	8.45
					发行在外股份(百万				
					股)	4621.7	5545.8	5545.8	5545.8
					ROIC(%)	15.8%	15.9%	16.5%	17.5%
					ROE(%)	14.2%	14.9%	16.2%	17.4%
					毛利率(%)	26.8%	27.4%	27.3%	27.3%
					销售净利率(%)	12.6%	13.0%	13.2%	13.2%
					资产负债率(%)	44.8%	45.2%	46.9%	47.8%
					收入增长率(%)	18.7%	17.3%	16.9%	17.0%
					净利润增长率(%)	11.7%	21.0%	18.2%	17.6%
					P/E	31.16	30.89	26.13	22.21
					P/B	4.43	4.61	4.24	3.87
					EV/EBITDA	25.66	22.08	18.99	16.45

数据来源: Wind, 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>