

# 2021 年三季度报点评: Q3 符合预期, 新型电网龙头稳进

2021 年 11 月 03 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

chaijh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

xiezd@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)	34.72	34.43	29.12	24.75

## 投资要点

- **2021Q3 收入同比+6%、利润同比+15%，符合我们的预期。**公司发布 2021 年三季度报，报告期内实现营收 232.32 亿元，同增 15.59%；实现归母净利润 31.93 亿元，同增 25.27%。其中 2021Q3 实现营收 84.28 亿元，同增 6.09%，环比下降 14.73%；实现归母净利润 13.49 亿元。
- **毛利率整体稳定，降本增效下净利率有明显提升。**2021Q1-3 毛利率为 28.38%，同比-0.17pct，2021Q3 毛利率 30.13%，同比-0.07pct，环比+0.10pct。其中，毛利率较高的继保和柔直板块增速较快，对毛利率有正向贡献，而我们估计主要业务板块毛利率略有下降。2021Q1-3 归母净利率为 13.74%，同比+1.06pct，2021Q3 归母净利率 16.01%，同比+1.25pct，环比-0.61pct。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 0.87 亿元的正贡献。
- **今年电网投资有望平稳增长，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%；2021 年 1-9 月国内电网投资 2891 亿元，同比-0.3%，十四五期间电网总体投资我们预计维持平稳增长状态。但新能源、尤其是分布式能源的大量并网接入，新兴负荷增长，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、储能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在电网投资中占比提升。
- **网外业务增速快于网内，继保和柔直、信通业务维持较快增长。**分下游看，2021Q1-3 电网外业务同比增速好于电网内业务，主要是面向新能源发电企业的电力二次设备配套及 SVG 等电力电子装备销售快速增长。分产品来看，我们估计电网自动化及工控同比平稳增长，其中调度、安全稳定、用电、配网等环节未来有望受益于新型电力系统建设带来的结构机会；继电保护及柔性直流输电由于特高压订单确认超市场预期而快速增长、IGBT 进展顺利；电力自动化及信息通信同比较快增长，受益于电网未来的智能化投资加速。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司电力二次设备龙头地位稳固，我们维持公司 2021-23 年归母净利润的预测分别为 58.7 亿元、69.4 亿元、81.7 亿元，同比分别+21.0%、+18.2%、+17.6%，对应现价 PE 分别 34x、29x、25x，给予目标价 43.75 元，对应 22 年 35x PE，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)	36.45
一年最低/最高价	21.67/40.70
市净率(倍)	5.69
流通 A 股市值(百万元)	200906.11

## 基础数据

每股净资产(元)	6.41
资产负债率(%)	45.14
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 年中报点评: 新型电力系统背景下, Q2 维持较快增长》2021-09-02
- 2、《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
- 3、《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

**2021Q3 收入同比+6%、利润同比+15%，符合我们的预期。**公司发布 2021 年三季报，报告期内实现营业收入 232.32 亿元，同比增长 15.59%；实现归属母公司净利润 31.93 亿元，同比增长 25.27%。其中 2021Q3，实现营业收入 84.28 亿元，同比增长 6.09%，环比下降 14.73%；实现归属母公司净利润 13.49 亿元，同比增长 15.10%，环比下降 17.86%。

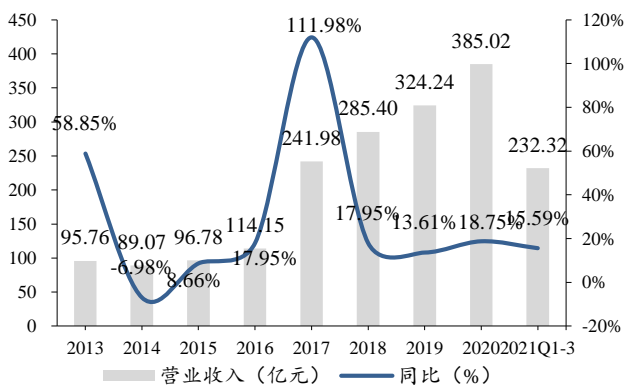
2021Q3 收入平稳增长，降本增效下利润率同比提升、归母净利润增速快于收入。

表 1: 国电南瑞 2021Q1-3 核心财务数据 (单位: 亿元)

国电南瑞	2021Q1-3	2020Q1-3	同比	2021Q3	2020Q3	同比	2021Q2	环比
营业收入 (亿元)	232.32	200.98	15.6%	84.28	79.44	6.1%	98.83	-14.7%
毛利率 (亿元)	28.4%	28.5%	-0.17pct	30.1%	30.2%	-0.07pct	30.0%	0.10pct
营业利润 (亿元)	39.52	32.22	22.6%	16.52	14.76	11.9%	20.46	-19.3%
利润总额 (亿元)	39.68	32.54	21.9%	16.61	14.85	11.9%	20.48	-18.9%
归属母公司净利润 (亿元)	31.93	25.49	25.3%	13.49	11.72	15.1%	16.42	-17.9%
扣非归母净利润 (亿元)	31.20	24.16	29.1%	13.27	11.44	15.9%	16.20	-18.1%
归母净利率	13.7%	12.7%	1.06pct	16.0%	14.8%	1.25pct	16.6%	-0.61pct
股本 (亿股)	55.46	46.22	-	55.46	46.22	-	55.46	-
EPS (元/股)	0.58	0.55	4.4%	0.24	0.25	-4.1%	0.30	-17.9%

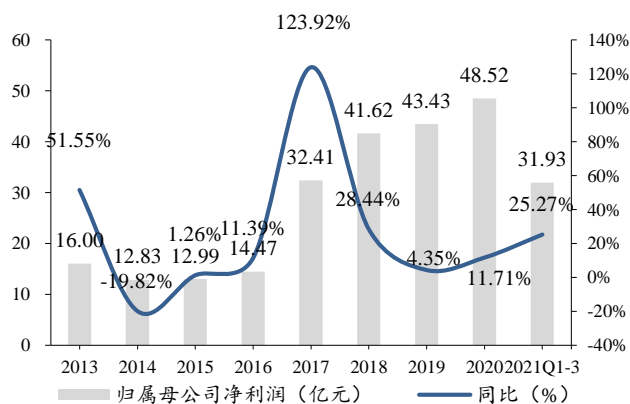
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2021Q1-3 收入 232.32 亿元, 同比+15.59%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

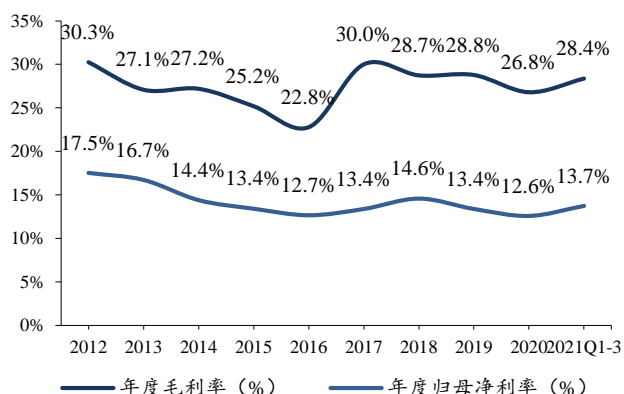
图 2: 2021Q1-3 归母净利润 31.93 亿元, 同比+25.27%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

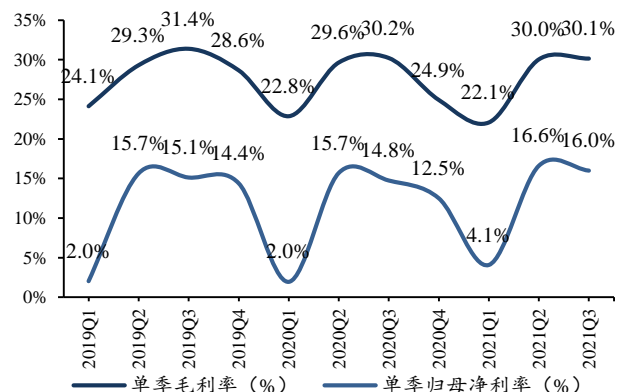
**毛利率整体稳定，降本增效下净利率有明显提升。**2021Q1-3 毛利率为 28.38%，同比下降 0.17pct，2021Q3 毛利率 30.13%，同比下降 0.07pct，环比上升 0.10pct。其中，毛利率较高的继保和柔直板块增速较快，对毛利率有正向贡献，而我们估计主要业务板块毛利率略有下降。2021Q1-3 归母净利率为 13.74%，同比上升 1.06pct，2021Q3 归母净利率 16.01%，同比上升 1.25pct，环比下降 0.61pct。主要是费用增速慢于营收增速，同时公司严控回款，信用减值同比减少、同时转回了部分减值，信用减值+资产减值科目共产生 0.87 亿元的正贡献。

图 3: 2021Q1-3 毛利率、净利率同比-0.17、+1.06ct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q3 毛利率、净利率同比-0.07、+1.25pct



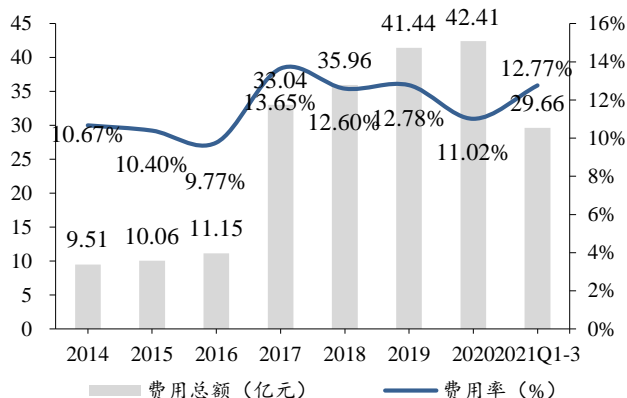
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

今年电网投资有望平稳增长, 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%; 2021 年 1-9 月国内电网投资 2891 亿元, 同比-0.3%, 十四五电网总体投资我们预计维持平稳增长状态。但新能源、尤其是分布式能源的大量并网接入, 新兴负荷增长, 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、储能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在电网投资中占比提升。

网外业务增速快于网内, 继保和柔直、信通业务维持较快增长。分下游看, 2021 前三季度电网外业务同比增速好于电网内业务, 主要是面向新能源发电企业的电力二次设备配套及 SVG 等电力电子装备销售快速增长。分产品来看, 我们估计电网自动化及工控同比平稳增长, 其中调度、安全稳定、用电、配网等环节未来有望受益于新型电力系统建设带来的结构机会; 继电保护及柔性直流输电由于特高压订单确认超市场预期而快速增长、IGBT 进展顺利; 电力自动化及信息通信同比较快增长, 受益于电网未来的智能化投资加速。

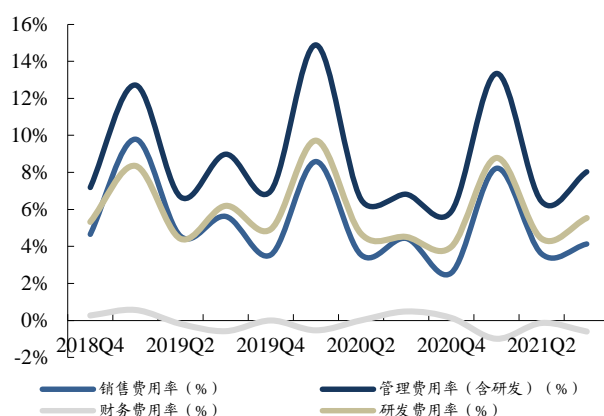
公司经营费用率有小幅下降。公司 2021Q1-3 期间费用同比增长 11.58%至 29.66 亿元, 期间费用率下降 0.46 个百分点至 12.77%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 13.29%、上升 18.60%、上升 18.92%、下降 679.35%至 11.1 亿元、19.67 亿元、13.35 亿元、-1.12 亿元; 费用率分别下降 0.1、上升 0.21、上升 0.16、下降 0.58 个百分点至 4.78%、8.47%、5.75%、-0.48%。Q3, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比-1.13%/+24.97%/+30.05%/-228.92%, 费用率分别为 4.14%/8.03%/5.54%/-0.59%。

图 5: 2021Q1-3 期间费用 29.66 亿元, 同比+11.58%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

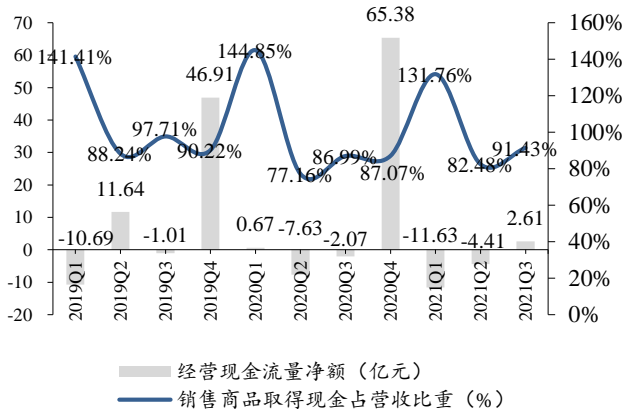
图 6: 2021Q3 期间费用率 11.57%, 同比-0.17pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

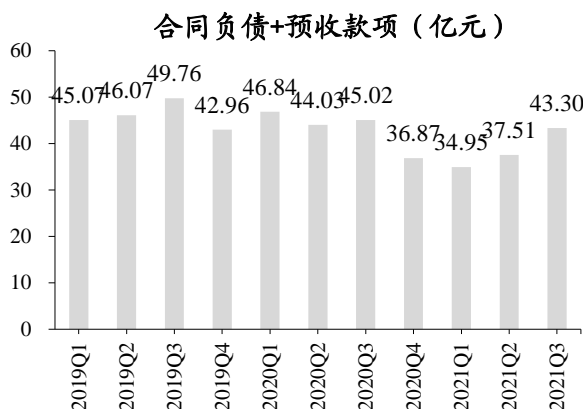
**公司存货、预收款项+合同负债稳定增长。**2021Q1-3 经营活动现金流量净流出 13.44 亿元, 同比下降 48.84%, 其中 2021Q3 经营活动现金流量净额 2.61 亿元; 销售商品取得现金 223.41 亿元, 同比增长 18.14%。期末合同负债+预收款项为 43.3 亿元, 期末应收账款 200.64 亿元, 期末存货 101.78 亿元。

图 7: 2021Q3 现金净流入 2.61 亿元, 同比-226.12%



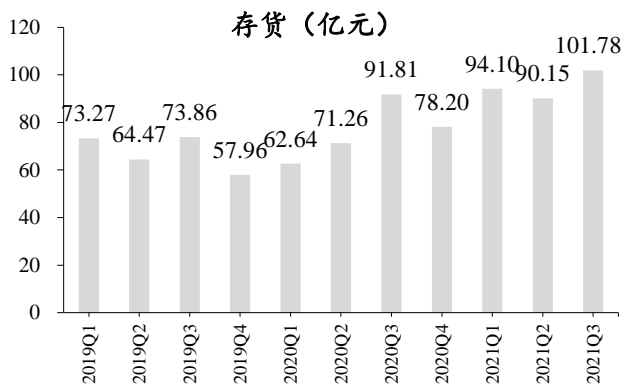
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2021Q3 期末合同负债+预收款项 43.3 亿元, 同比-3.82%



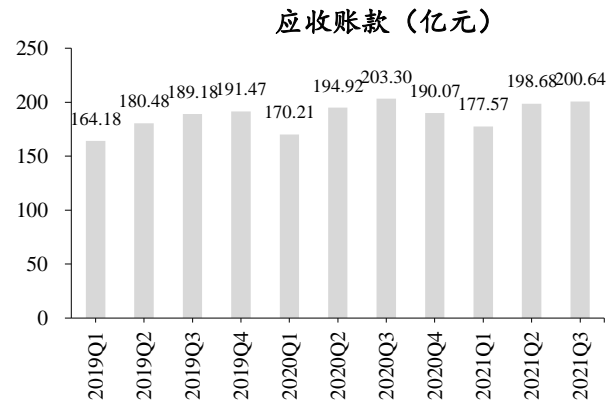
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9：2021Q3 期末存货 101.78 亿元，同比+9.97 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：2021Q3 期末应收账款 200.64 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**盈利预测与投资建议：**基于公司电力二次设备龙头地位稳固，我们维持公司 2021-23 年归母净利润的预测分别为 58.7 亿元、69.4 亿元、81.7 亿元，同比分别+21.0%、+18.2%、+17.6%，对应现价 PE 分别 34x、29x、25x，给予目标价 43.75 元，对应 22 年 35x PE，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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>47739.4</b>	<b>55409.5</b>	<b>62706.4</b>	<b>70522.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>38502.4</b>	<b>45162.9</b>	<b>52793.0</b>	<b>61741.5</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>18222.6</b>	<b>20954.5</b>	<b>23335.0</b>	<b>25559.9</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>5874.1</b>	<b>7189.5</b>	<b>8500.9</b>	<b>10000.8</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>65962.0</b>	<b>76364.0</b>	<b>86041.4</b>	<b>96082.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>5934.5</b>	<b>7199.5</b>	<b>8512.4</b>	<b>10014.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>27923.1</b>	<b>32862.4</b>	<b>38719.1</b>	<b>44265.0</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4851.5</b>	<b>5871.9</b>	<b>6942.8</b>	<b>8167.5</b>
其他流动负债	5468.6	6241.0	7120.8	8147.2	EBIT	5919.3	7186.1	8577.2	10119.0
<b>非流动负债</b>	<b>1647.1</b>	<b>1647.1</b>	<b>1647.1</b>	<b>1647.1</b>	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					
<b>负债合计</b>	<b>29570.1</b>	<b>34509.4</b>	<b>40366.2</b>	<b>45912.1</b>					
少数股东权益	2246.3	2541.7	2891.0	3301.9	<b>重要财务与估值指</b>				
归属母公司股东权益	34145.6	39312.9	42784.3	46868.0	<b>标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>65962.0</b>	<b>76364.0</b>	<b>86041.4</b>	<b>96082.0</b>	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	34.83	34.53	29.20	24.82
					P/B	4.95	5.16	4.74	4.33
					EV/EBITDA	28.19	24.20	20.76	17.94

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>

