

发布股权激励草案，多元考核提振骨干积极性

买入 (维持)

2021 年 12 月 09 日

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

chaijh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

xiezhd@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)	40.90	40.54	34.29	29.15

投资要点

- **事件:** 2021 年 12 月 8 日, 国电南瑞发布 2021 年限制性股票激励计划 (草案), 拟授予限制性股票不超过 3998.14 万股 (占总股本的 0.72%), 首次授予价格为 21.04 元/股, 授予对象为公司董事、高管、核心骨干等合计 1300 人。
- **股票分四期解锁 (2022-2025 年), 解锁条件对 ROE、扣非归母净利润、研发费用及经济增加值均有考核。** 2018 年公司发布第一期股权激励计划, 授予价格 9.08 元/股, 授予数量 3970 万股, 解锁条件与扣非归母净利润、ROE、经济增加值等挂钩。本期激励方案在解锁条件上延续第一次激励的思路, 在四个解锁期内: 1) ROE 均不低于 14%且不低于对标公司 75 分位值; 2) 研发费用&扣非归母净利润较 2020 年的 CAGR 均分别不低于 5%/10%, 且扣非归母净利润不低于对标的特变电工、东方电气等 18 家企业扣非归母净利润均值的 5 倍 (若对标公司年度业绩波动大导致可比性变弱, 董事会可根据股东大会授权剔除、更换样本); 3) 经济增加值 Δ EVA 均要求大于 0。4) 激励对象限制性股票解锁比例需根据个人绩效考核而定。公司按照草案公布当天收盘价 42.93 元/股测算, 2022-2027 年分别分摊 2.05/2.05/2.05/1.33/0.79/0.36 亿元股权激励费用。
- **双碳大背景下新型电力系统有望带来结构性机会, 特高压、配网智能化、数字化等方向有望受益。** 总量方面“十四五”期间国网投资总额我们预计稳中有增, 但新能源大比例接入、负荷结构变化、电力电子设备大量渗透等问题背景下, 我们认为电网投资重点将聚焦在网架建设 (如特高压直流)、配网智能化 (应对分布式电源及新型负荷的接入)、数字化 (调度系统、信通)、抽水蓄能等方向。
- **国电南瑞是国网新战略的核心支撑单位。** 尽管公司业务构成复杂, 但有望充分受益于国网投资的结构变化: 1) 信息通信、特高压、核心器件 (IGBT)、调度软件等业务将显著受益于新型电力系统建设, 这几大板块 2021-2025 年复合增速我们估计在 20%-30%区间; 2) 主业方面, 电网自动化板块中配网自动化、智能电表等有望受益于电网投资的结构调整, 增速区间相对“十三五”有所提升; 3) 网外业务 2021Q1-3 同比增速快于网内, 主要系新能源相关二次设备及 SVG 等电力电子设备销售高增, 高景气有望维持。
- **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 41x、34x、29x, 给予目标价 50.08 元, 对应 2022 年 40x PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电网投资不及预期, 宏观经济下行, 竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.93
一年最低/最高价	21.86/46.64
市净率(倍)	6.70
流通 A 股市值(百万元)	236622.75

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)	5545.44
流通 A 股(百万股)	5511.83

相关研究

- 1、《国电南瑞 (600406): 2021 年三季报点评: Q3 符合预期, 新型电网龙头稳进》2021-11-03
- 2、《国电南瑞 (600406): 2021 年半年报点评: 新型电力系统背景下, Q2 维持较快增长》2021-09-02
- 3、《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

国电南瑞三大财务预测表

[illegible]

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>