

国电南瑞（600406）

2021 年报及 2022 年一季报点评：电网龙头平波稳进，Q1 业绩表现亮眼

买入（维持）

2022 年 04 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

执业证书：S0600121060016

xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	42,411	48,379	55,431	63,576
同比	10%	14%	15%	15%
归属母公司净利润（百万元）	5,642	6,788	7,953	9,224
同比	16%	20%	17%	16%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.01	1.22	1.43	1.65
P/E（现价&最新股本摊薄）	28.90	24.02	20.50	17.68

投资要点

■ **2021/2022Q1 营收同比+10%/+17%，归母净利润同比+16%/+88%，2021 年业绩符合市场预期、2022Q1 利润端超市场预期。**2021 年实现营收 424.11 亿元，同比+10.15%；归母净利润 56.42 亿元，同比+16.30%。2022Q1 实现营收 57.55 亿元，同比+16.95%；归母净利润 3.79 亿元，同比+88.37%。2021 年毛利率为 26.9%，同比+0.1pct，2022Q1 毛利率 23.4%，同比+1.4pct；2021 年归母净利率为 13.3%，同比+0.7pct，2022Q1 归母净利率 6.6%，同比+2.5pct（对应期间费用率下降 2.6pct 至 18.0%）。2022Q1 毛利率因业务结构略有提升+费用率下降较多，故归母净利润增长超市场预期。年报公布 2022 年经营目标，延续稳健风格：实现营收 468 亿元、同增 10%，营业成本 342 亿元，期间费用为 51 亿元，对应毛利率/期间费用率为 26.9%/10.9%，同比基本持平。2021 年国电南瑞新签订单 256.6 亿元，同比持平；期末在手订单 515.1 亿元，同比+13%，在手订单充沛，有望保障目标实现。

■ **新型电力系统建设带动网内业务回归稳定增长，网外增速更快、趋势有望延续。**2021 年电网内/电网外营收 330.3/92.8 亿元，同比+7%/+23%。其中海外受疫情影响，2021 年营收 7.1 亿元，同比-16%，毛利率同比-6.1pct，后续仍稳步拓展并加大激励。1）**电网**在“新型电力系统”建设背景下带来结构性机会，特高压、配网智能化、数字化等方向有望受益；2022 年国网两会发布，当年计划投资 5012 亿元，同比+6%，景气度较好。2）**网外**增速有望持续超越网内，至 2025 年营收占比有望达到 30%。

■ **多细分领域迎合“新型电力系统”建设结构性机会，增长动能强。**1）**电网自动化&工控**：2021 年营收 238.6 亿元，同比+11%，毛利率 25.6%，同比-0.8pct。“双碳”背景下调度、配网、电表、电网安全等细分领域景气度均有上升。2）**信通**：营收 76.1 亿元，同比+17%，毛利率 20.9%，同比+0.8pct。电力信息化建设节奏仍快速推进，南瑞继续承担国网“能源互联网”战略核心支撑职责。3）**继保&柔直**：营收 61.4 亿元，同比+2%，毛利率 39.4%，同比+1.4pct。“十四五”期间国网特高压围绕新能源大基地项目建设，总投资超 3800 亿元，2022 年白鹤滩-江苏线有望建成确认收入，我们预计新招标线路于 2023-24 年大幅放量，业绩持续性弹性相对强。传统继保业务规模相对稳定，战略产业 IGBT 稳步拓展。4）**其他板块**：**发电&水利环保** 2021 年营收 25.2 亿元，同比-2%，毛利率 14.8%，同比+1.4pct，后续我们判断随新能源接入要求趋严，有望加大对相关二次设备的配置，公司在电网侧优势地位有望复制到发电端；**集成&其他**营收 21.8 亿元，同比+21%，毛利率 39.2%，同比+2.7pct。

■ **盈利预测与投资评级：**结合公司经营计划及电网稳健投资节奏，我们下调公司 2022-2023 年归母净利润分别为 67.9 亿元（-1.6 亿元）/79.5 亿元（-2.2 亿元），我们预计 2024 年归母净利润为 92.2 亿元，分别同比+20%/+17%/+16%，对应现价 PE 分别 24 倍、21 倍、18 倍，给予目标价 36.6 元，对应 2022 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行，电网投资不及预期，国内疫情加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.23
一年最低/最高价	23.24/45.37
市净率(倍)	4.24
流通 A 股市值(百万元)	161,437.86
总市值(百万元)	163,070.05

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.90
资产负债率(%，LF)	41.31
总股本(百万股)	5,578.86
流通 A 股(百万股)	5,523.02

相关研究

《国电南瑞(600406)：发布股权激励草案，多元考核提振骨干积极性》

2021-12-09

《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

《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

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)				
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	51,713	60,961	70,976	82,720	营业总收入	42,411	48,379	55,431	63,576
货币资金及交易性金融资产	13,848	16,734	21,632	26,759	营业成本(含金融类)	31,012	34,920	39,773	45,558
经营性应收款项	26,136	31,083	34,508	39,404	税金及附加	221	268	297	341
存货	7,868	9,134	10,520	11,844	销售费用	1,684	2,032	2,328	2,607
合同资产	1,309	1,493	1,711	1,963	管理费用	934	1,113	1,275	1,462
其他流动资产	2,552	2,517	2,605	2,751	研发费用	2,153	2,612	2,993	3,370
非流动资产	21,020	23,144	23,716	24,259	财务费用	-125	-141	-200	-277
长期股权投资	155	161	168	176	加:其他收益	450	556	582	566
固定资产及使用权资产	9,719	10,174	10,543	10,880	投资净收益	17	51	51	50
在建工程	2,823	2,995	3,136	3,265	公允价值变动	15	0	0	0
无形资产	1,106	1,136	1,174	1,223	减值损失	-173	87	85	93
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	2	1	1	2
长期待摊费用	54	56	58	62	营业利润	6,843	8,270	9,684	11,226
其他非流动资产	7,160	8,622	8,634	8,651	营业外净收支	23	22	23	24
资产总计	72,733	84,105	94,692	106,979	利润总额	6,866	8,292	9,707	11,250
流动负债	30,481	36,547	41,035	46,375	减:所得税	824	1,010	1,176	1,361
短期借款及一年内到期的非流动负债	153	112	124	145	净利润	6,043	7,282	8,531	9,889
经营性应付款项	23,004	25,997	29,714	33,916	减:少数股东损益	400	494	578	665
合同负债	4,404	4,958	5,648	6,469	归属母公司净利润	5,642	6,788	7,953	9,224
其他流动负债	2,920	5,479	5,550	5,845	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.01	1.22	1.43	1.65
非流动负债	1,710	1,654	1,654	1,654	EBIT	6,408	7,434	8,765	10,238
长期借款	200	200	200	200	EBITDA	7,722	8,842	10,322	11,953
应付债券	999	999	999	999	毛利率(%)	26.88	27.82	28.25	28.34
租赁负债	24	24	24	24	归母净利率(%)	13.30	14.03	14.35	14.51
其他非流动负债	486	431	431	431	收入增长率(%)	10.15	14.07	14.58	14.69
负债合计	32,191	38,201	42,690	48,030	归母净利润增长率(%)	16.30	20.30	17.16	15.98
归属母公司股东权益	37,997	42,865	48,386	54,667					
少数股东权益	2,546	3,039	3,617	4,282					
所有者权益合计	40,542	45,904	52,003	58,950					
负债和股东权益	72,733	84,105	94,692	106,979					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	4,671	8,413	9,439	10,300	每股净资产(元)	6.85	7.73	8.73	9.86
投资活动现金流	-1,856	-1,937	-2,059	-2,189	最新发行在外股份(百万股)	5,579	5,579	5,579	5,579
筹资活动现金流	-2,246	-2,077	-2,481	-2,983	ROIC(%)	13.98	14.64	15.32	15.83
现金净增加额	532	4,399	4,898	5,127	ROE-摊薄(%)	14.85	15.84	16.44	16.87
折旧和摊销	1,315	1,409	1,557	1,715	资产负债率(%)	44.26	45.42	45.08	44.90
资本开支	-2,009	-2,043	-2,082	-2,204	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.90	24.02	20.50	17.68
营运资本变动	-2,943	-2,762	-538	-1,354	P/B(现价)	4.27	3.78	3.35	2.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>