

国电南瑞（600406）

2022 三季报点评：业绩符合市场预期，盈利能力稳健提升

买入（维持）

2022 年 11 月 02 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）	0.84	1.01	1.19	1.38
P/E（现价&最新股本摊薄）	29.26	24.32	20.76	17.90

#业绩符合预期

投资要点

- **2022Q1-3 营收+10.26%、归母净利润+14.49%，业绩符合市场预期。**公司发布 2022 年三季报，公司 2022Q1-3 实现营业收入 256.16 亿元，同比增长 10.26%；实现归母净利 36.55 亿元，同比增长 14.49%。其中 2022Q3，实现营业收入 92.94 亿元，同比增长 10.28%，环比下降 12.06%；实现归母净利 15.45 亿元，同比增长 14.53%，环比下降 10.76%。营收、利润稳健增长，业绩符合市场预期。
- **电网投资稳健增长，投资结构不断优化。**2022 年 1-9 月电网基建投资完成额 3154 亿，同比+9.1%，9 月完成投资 487 亿，同比+1.04%，投资增速逐渐恢复。根据中国能源报，预计 2022 年投资总额有望突破 5300 亿元。**投资结构上**，随新能源大比例接入、负荷结构变化等问题，电网增量投资方向将聚焦于网架建设（特高压直流为主）、配网智能化（针对分布式电源及新型负荷接入）、数字化（调度系统等）、抽水蓄能等方向。国电南瑞作为国家电网的新型电力系统建设战略执行单位，在以上重点建设领域不断投入，2022Q1-3 研发费用同比+8.64%。
- **网内网外业务双增，网外增速快于网内。**前三季度电网外业务增速好于电网内，主要是面向新能源发电企业的电力二次设备配套、SVG 以及储能系统等电力电子设备销售快速增长。展望 2022Q4，国网计划开工“四直四交”八项特高压工程，相关主设备招标一般要在开工前开展，公司作为特高压继电保护、变电站监控、直流控保以及换流阀的龙头企业，有望在 Q4 实现特高压订单的高增。
- **费用率+现金流有所改善，盈利能力提高。****费用端**，公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 56.65%至 30.24 亿元，期间费用率下降 0.96 个百分点至 11.80%；**现金流**，2022Q1-3 经营活动现金流量净流入 19.93 亿元，同比增长 248.30%，其中 2022Q3 经营活动现金流量净额 14.18 亿元；2022Q1-3 销售商品取得现金 275.43 亿元，同比增长 23.28%。**归母净利率**，Q1-3 归母净利率为 14.27%，同比上升 0.53pct，Q3 归母净利率 16.62%，同比上升 0.62pct，环比上升 0.24pct，盈利能力逐渐提高。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2022-2024 年归母净利润分别为 67.9 亿元/79.5 亿元/92.2 亿元，同比分别+20%/+17%/+16%，对应现价 PE 分别是 24 倍、21 倍、18 倍。
- **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)	26.06
一年最低/最高价	23.76/47.87
市净率(倍)	4.40
流通 A 股市值(百万元)	172,715.86
总市值(百万元)	174,452.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.92
资产负债率(%，LF)	39.38
总股本(百万股)	6,694.25
流通 A 股(百万股)	6,627.62

相关研究

《国电南瑞(600406)：2022 年中报点评：业绩符合预期，营收稳健增长》

2022-09-02

《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》

2022-04-29

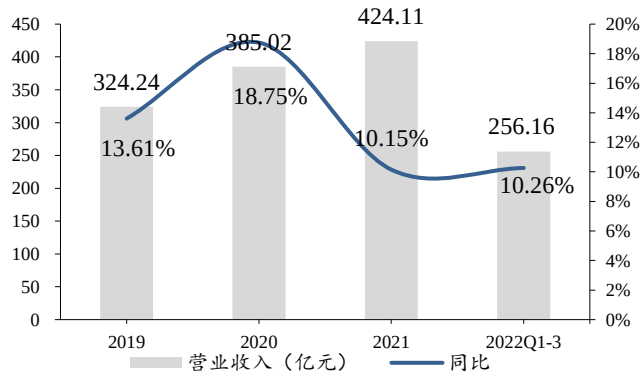
2022Q1-3 营收+10.26%、归母净利润+14.49%，业绩符合市场预期。公司发布 2022 年三季报，公司 2022Q1-3 实现营业收入 256.16 亿元，同比增长 10.26%；实现归属母公司净利润 36.55 亿元，同比增长 14.49%。其中 2022Q3，实现营业收入 92.94 亿元，同比增长 10.28%，环比下降 12.06%；实现归属母公司净利润 15.45 亿元，同比增长 14.53%，环比下降 10.76%。营收、利润稳健增长，业绩符合市场预期。

图1：国电南瑞 2021-2022 年营业利润表（亿元）

2022Q1-3 收入 256.16 亿元，同比增长 10.26%；盈利 36.55 亿元，同比增长 14.49%								
国电南瑞	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	同比	2022Q2	环比
营业收入	256.16	232.32	10.3%	92.94	84.28	10.3%	105.68	-12.1%
毛利率	28.3%	28.4%	-0.1pct	29.9%	30.1%	-0.3pct	29.5%	0.3pct
营业利润	45.66	39.52	15.5%	18.98	16.52	14.9%	21.82	-13.0%
利润总额	46.00	39.68	15.9%	19.07	16.61	14.8%	22.04	-13.4%
归属母公司净利润	36.55	31.93	14.5%	15.45	13.49	14.5%	17.31	-10.8%
扣非归母净利润	35.94	31.20	15.2%	15.39	13.27	16.0%	16.95	-9.2%
归母净利率	14.3%	13.7%	0.5pct	16.6%	16.0%	0.6pct	16.4%	0.2pct
股本	66.94	55.46	-	66.94	55.46	-	66.95	-
EPS	0.55	0.58	-5.2%	0.23	0.24	-5.1%	0.26	-10.8%

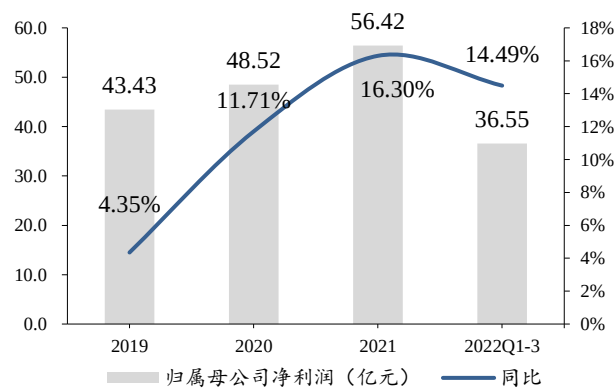
数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图2：国电南瑞 2019-2022 年营业收入情况



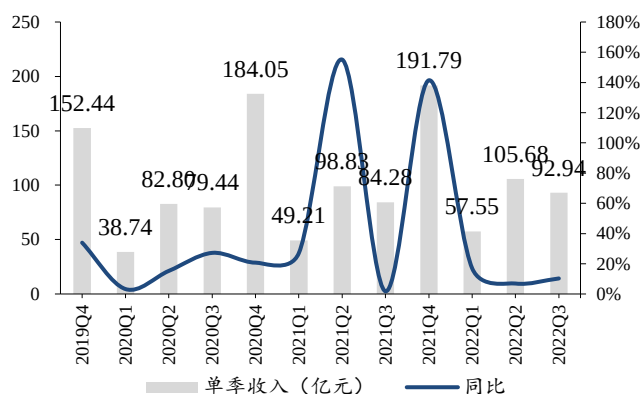
数据来源：wind，东吴证券研究所

图3：国电南瑞 2019-2022 年归母净利润情况



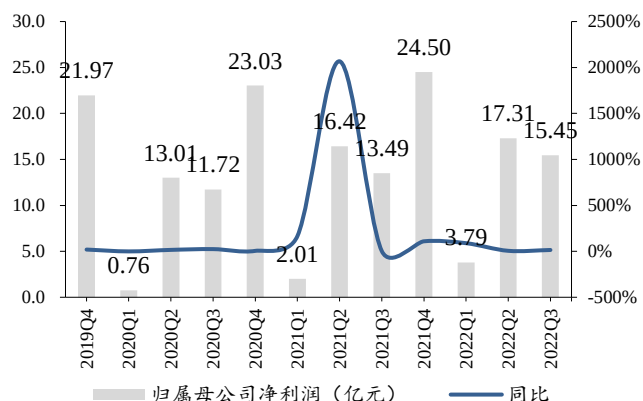
数据来源：wind，东吴证券研究所

图4：国电南瑞 2019-2022 年单季收入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

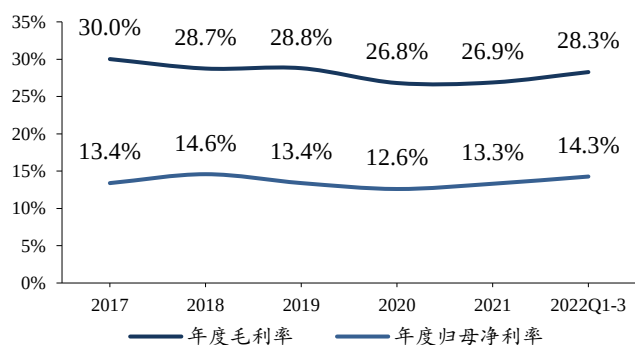
图5：国电南瑞 2019-2022 年单季归母净利润情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

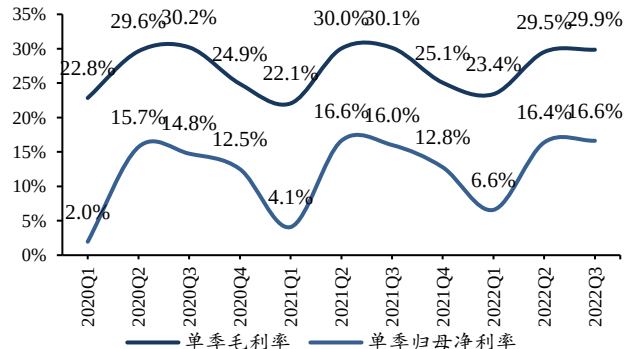
提质增效助力费用端不断改善，Q3 归母净利率持续提升。 Q1-3 毛利率为 28.27%，同比下降 0.11pct，Q3 毛利率 29.86%，同比下降 0.27pct，环比上升 0.33pct；Q1-3 归母净利率为 14.27%，同比上升 0.53pct，Q3 归母净利率 16.62%，同比上升 0.62pct，环比上升 0.24pct。

图6：公司 2017-2022 年毛利率及归母净利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

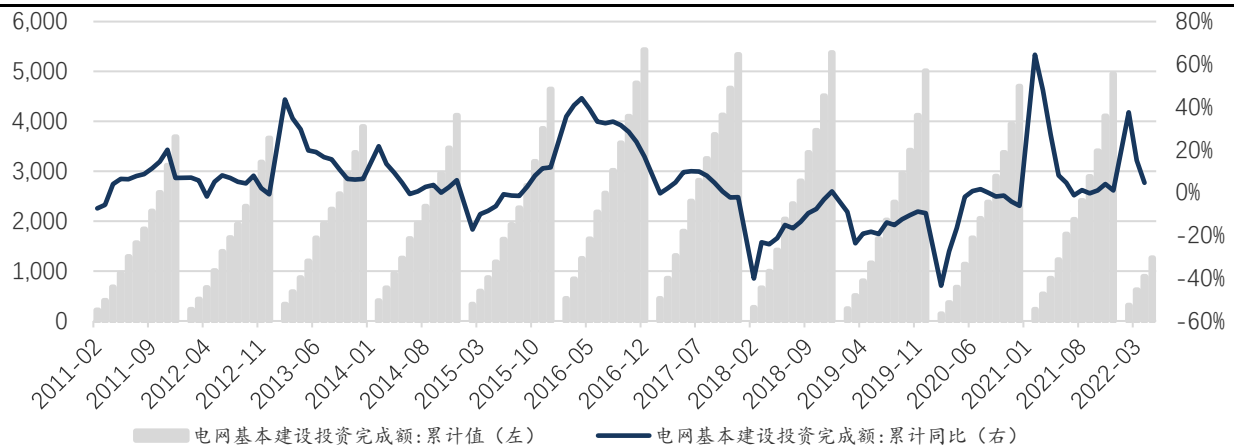
图7：公司 2020-2022 年单季毛利率及归母净利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

2022 年电网建设投资稳健增长。 2021 年电网投资累计 4951 亿元，同比+5.4%，2022 年国网计划投资 5012 亿，同比+6%。2022 年 1-9 月电网基建投资完成额 3154 亿，同比+9.1%，9 月完成投资 487 亿，同比+1.04%，投资增速逐渐恢复。根据中国能源报，国网 1-7 月累计完成电网投资 2364 亿元，下半年预计再完成近 3000 亿元电网投资，2022 年投资总额有望突破 5300 亿元。

图8: 电网基本建设投资完成额 (亿元)



数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

投资结构上, 随新能源大比例接入、负荷结构变化等问题, 电网增量投资方向将聚焦于网架建设 (特高压直流为主)、配网智能化 (针对分布式电源及新型负荷接入)、数字化 (调度系统等)、抽水蓄能等方向。国电南瑞作为国家电网的新型电力系统建设战略执行单位, 在以上重点建设领域不断投入, 2022Q1-3 研发费用同比+8.64%, 在新一代调度自动化主站、自控二次设备、新能源大规模送出技术、全国统一电力市场等领域不断取得突破和业绩。

图9: 国电南瑞半年度业务拆分情况 (亿元)

	19H1	19H2	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1
电网自动化及工业控制							
收入(亿元)	68.44	116.53	68.71	146.59	74.80	163.79	84.21
YoY	2.9%	15.3%	0.4%	25.8%	8.9%	11.7%	12.6%
毛利(亿元)	18.84	34.21	18.56	38.09	19.29	41.67	22.25
毛利率(%)	27.5%	29.4%	27.0%	26.0%	25.8%	25.4%	26.4%
继电保护及柔性输电							
收入(亿元)	14.20	43.09	14.10	46.04	27.61	33.81	29.57
YoY	2.5%	8.0%	-0.7%	6.8%	95.8%	-26.6%	7.1%
毛利(亿元)	4.66	16.63	5.57	17.32	10.76	13.45	10.40
毛利率(%)	32.8%	38.6%	39.5%	37.6%	39.0%	39.8%	35.2%
电力自动化信息通信							
收入(亿元)	16.01	33.83	21.63	43.38	27.24	48.87	27.68
YoY	12.2%	41.2%	35.0%	28.3%	26.0%	12.6%	1.6%
毛利(亿元)	3.72	8.90	5.03	8.05	5.54	10.37	6.23
毛利率(%)	23.3%	26.3%	23.2%	18.5%	20.4%	21.2%	22.5%
发电及水利环保							
收入(亿元)	6.52	10.84	9.09	16.53	10.41	14.82	13.29
YoY	-18.0%	-9.2%	39.4%	52.4%	14.6%	-10.3%	27.7%
毛利(亿元)	0.82	1.17	0.54	2.89	1.32	2.41	1.42
毛利率(%)	12.6%	10.8%	6.0%	17.5%	12.7%	16.2%	10.7%
集成及其他							

收入(亿元)	3.75	10.10	7.62	10.31	7.62	14.14	8.06
YoY	45.9%	305.8%	103.1%	2.1%	0.1%	37.1%	5.8%
毛利(亿元)	1.75	3.65	3.43	3.74	3.40	5.13	4.09
毛利率(%)	46.7%	36.1%	45.0%	36.3%	44.7%	36.3%	50.7%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

网外业务增速快于网内, 信通、继保等网内业务维持稳健增长。分下游看, 前三季度电网外业务增速好于电网内, 主要是面向新能源发电企业的电力二次设备配套、SVG 以及储能系统等电力电子装备销售快速增长。分产品来看, 电网自动化及工控估计稳增, 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白鹤滩-江苏工程投产确认收入营收有望快速增长、高电压等级 IGBT 试运行顺利; 电力自动化及信息通信较快增长, 受益于电网未来的智能化投资加速。展望 2022Q4, 国网计划开工“四直四交”八项特高压工程, 相关主设备招标一般要在开工前开展, 公司作为特高压继电保护、变电站监控、直流控保以及换流阀的龙头企业, 有望在 Q4 实现特高压订单的高增。

图10: 国电南瑞特高压路线进展跟踪

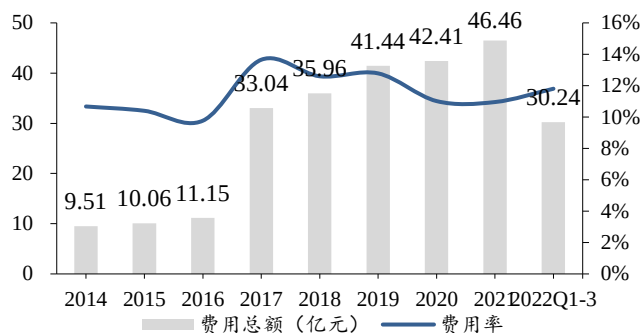
口径	直流	交流
22 年规划开工: 3 直 10 交 (完工得等 23 年及以后) 实际在建 4 直 4 交	金上-湖北, 陇东-山东, 哈密北-重庆、宁夏-湖南 (新增)、葛南直流改造 (新增、量不大, 不算 4 直里)	川渝环网、南昌-武汉、张北-胜利、黄石交流
22 年建成投运: 2 直 4 交	白鹤滩-江苏 (已于 6 月投运)、闽粤联网 (已于 9 月投运)、白鹤滩-浙江	荆门-武汉、500kV 雄安东、南阳-荆门-长沙等 4 条 (驻马店-武汉、福建-厦门需要到 23 年建成)
待开工预可研: 5 直 4 交 (得到 23-24 年)	陕北-安徽、陕西-河南、蒙西-京津冀、外电入浙、藏东南-粤港澳	大同-怀来-天津北-天津南、雄安-石家庄等 4 条

数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

Q3 费用端控制良好, 费用率整体有所下滑。公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 56.65% 至 30.24 亿元, 期间费用率下降 0.96 个百分点至 11.80%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比上升 8.57%、上升 12.51%、上升 8.64%、下降 254.01% 至 12.05 亿元、22.14 亿元、14.5 亿元、-3.95 亿元; 费用率分别下降 0.07、上升 0.17、下降 0.08、下降 1.06 个百分点至 4.70%、8.64%、5.66%、-1.54%。Q3, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比 +20.97%/ +21.42%/ +3.93%/ +214.95%, 费用率分别为 4.54%/

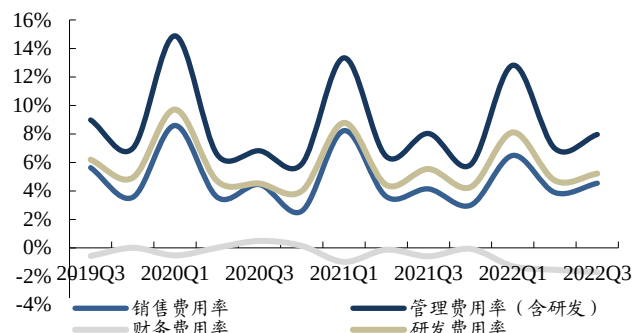
7.96%/ 5.22%/ -1.70%。

图11: 国电南瑞 2014-2022 年费用情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

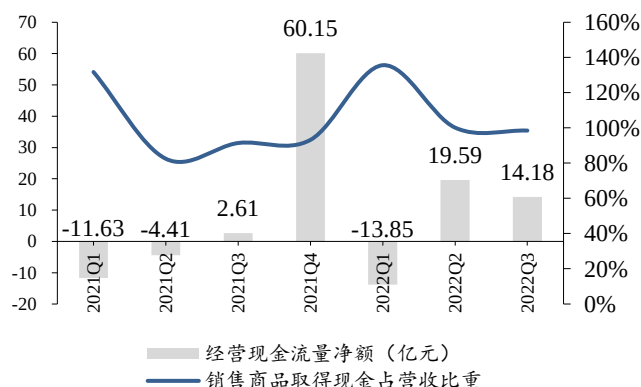
图12: 国电南瑞 2019-2022 年各季度各费用率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

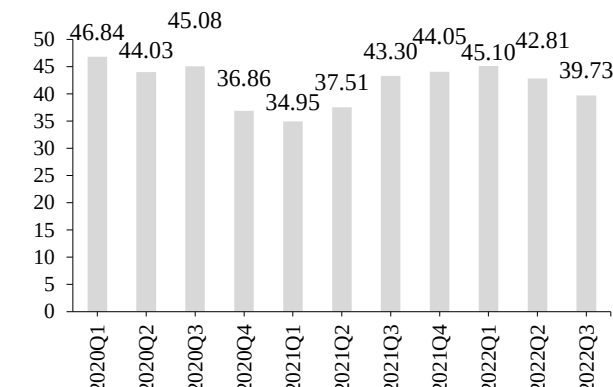
现金流同比改善, 存货、应收账款较期初上升。公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流入 19.93 亿元, 同比增长 248.30%, 其中 2022Q3 经营活动现金流量净额 14.18 亿元; 2022Q1-3 销售商品取得现金 275.43 亿元, 同比增长 23.28%。期末合同负债 (含预收账款) 39.73 亿元, 同比-9.13%。期末应收账款 218.04 亿元, 较期初增长 17.05 亿元, 应收账款周转天数上升 54.87 天至 220.84 天。期末存货 98.64 亿元, 较期初上升 19.96 亿元; 存货周转天数上升 39.23 天至 130.28 天。

图13: 公司 2021-2022 季度现金流情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图14: 公司季度期末合同负债 (亿元, 含预收账款)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图15: 公司 2020-2022 年各季度存货 (亿元)

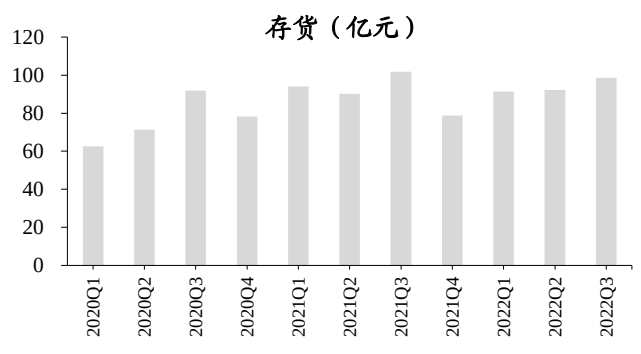
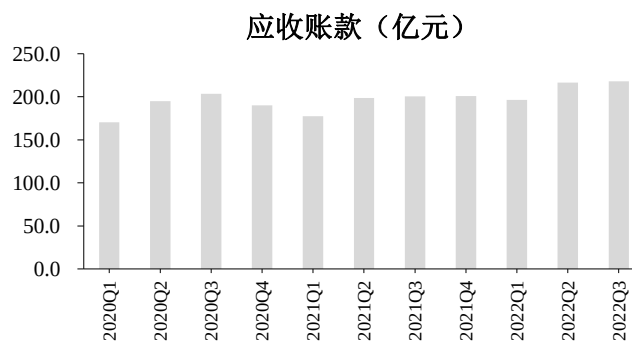


图16: 公司 2020-2022 年各季度应收账款 (亿元)



数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：我们维持 2022-2024 年归母净利润分别为 67.9 亿元/79.5 亿元/92.2 亿元，同比分别+20%/+17%/+16%，对应现价 PE 分别是 24 倍、21 倍、18 倍。

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。

国电南瑞三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	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)	0.84	1.01	1.19	1.38
非流动负债	1,710	1,654	1,654	1,654	EBIT	6,696	7,434	8,765	10,238
长期借款	200	200	200	200	EBITDA	8,011	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)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	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)	6,694	6,694	6,694	6,694
筹资活动现金流	-2,246	-2,077	-2,481	-2,983	ROIC(%)	14.61	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)	29.26	24.32	20.76	17.90
营运资本变动	-2,943	-2,762	-538	-1,354	P/B(现价)	3.60	3.19	2.83	2.50

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>

