

国电南瑞 (600406.SH)

网外海外收入快速增长，市场拓展成绩靓丽

买入

核心观点

净利润保持稳健增长，盈利能力小幅提升。上半年公司实现营收 182.50 亿元（同比+11.81%），归母净利润 24.99 亿元（同比+18.43%），扣非净利润 24.27 亿元（同比+18.11%），销售毛利率 28.57%（同比+1.20pct.），扣非销售净利率 13.30%（同比+0.71pct.）。

发电板块收入同比高增，各业务毛利率均有提高。分产品看，上半年公司电网自动化及工业控制板块收入 88.62 亿元（+5.24%），毛利率 28.27%（+1.85pct.）；继电保护及柔性输电板块收入 29.59 亿元（+0.08%），毛利率 38.57%（+3.40pct.）；电力自动化信息系统板块收入 30.18 亿元（+9.03%），毛利率 26.35%（+3.85pct.）；发电及水利环保板块收入 25.18 亿元（+89.48%），毛利率 13.22%（+2.50pct.）。

网外、海外收入同比高增，网外新签订单快速增长。分行业看，上半年公司网内业务收入 110.28 亿元（+0.56%），网外业务收入 71.72 亿元（+34.94%），网外业务占比达到 39.3%。分区域看，上半年公司国内收入 177.69 亿元（+11.09%），海外收入 4.31 亿元（+50.85%）。上半年公司新签合同金额 259.21 亿元（+8.51%），其中网外业务新签合同同比增长 27.91%。

市场拓展成绩靓丽，国际业务快速回暖。上半年公司在国内市场稳中有进，国网公司总部集招输变电设备、电能表等产品中标份额持续提升；中标陇东-山东工程的换流阀、测量设备以及首个省网“嵌入式直流”一扬镇工程的换流阀、控保、测量设备，落地南网双调抽蓄电站。国际业务方面，公司成功签订巴西 CPFL 控保屏柜、印尼 AMI 主站系统等重大项目，中标智利智能电表供货项目、智利首个高压直流控保项目和荷兰壳牌风能制氢柔直设计咨询项目。

风险提示：电网建设需求不及预期；网外市场竞争加剧造成盈利能力下降。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到柔性输电业务确认收入节奏和储能行业情况，下调盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 72.03/84.48/95.61 亿元（原 23-24 年预测值为 75.28/86.25 亿元），当前股价对应 PE 分别为 26/22/20 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	42,411	46,829	53,110	61,365	70,498
(+/-%)	10.2%	10.4%	13.4%	15.5%	14.9%
净利润(百万元)	5642	6446	7203	8448	9561
(+/-%)	16.3%	14.2%	11.7%	17.3%	13.2%
每股收益(元)	1.02	0.96	0.90	1.05	1.19
EBIT Margin	15.1%	15.1%	15.1%	15.4%	15.1%
净资产收益率(ROE)	15.6%	16.0%	15.9%	16.5%	16.8%
市盈率(PE)	23.2	24.5	26.3	22.4	19.8
EV/EBITDA	21.2	22.4	24.8	22.0	20.2
市净率(PB)	3.22	3.48	3.66	3.28	2.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

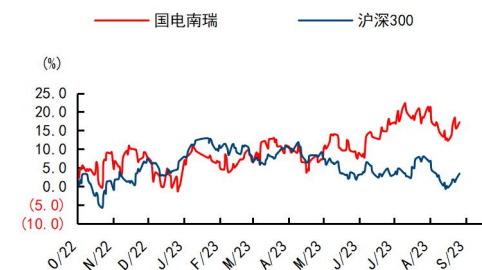
电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003
证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值 23.57 元
收盘价 189.34/187.82 百万元
总市值/流通市值 189347/187828 百万元
52 周最高价/最低价 28.50/22.34 元
近 3 个月日均成交额 373.78 百万元

市场走势



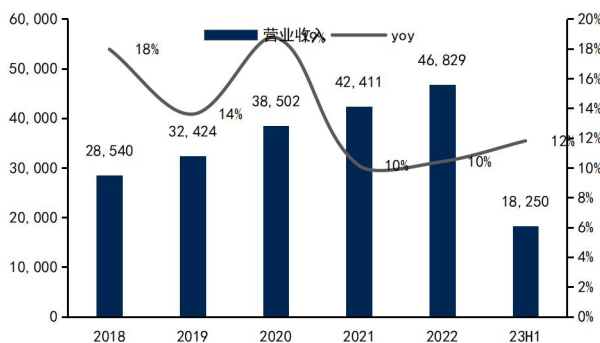
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《国电南瑞(600406.SH)-电网二次设备龙头，能源智能化数字化与储能为公司带来新契机》——2023-04-11

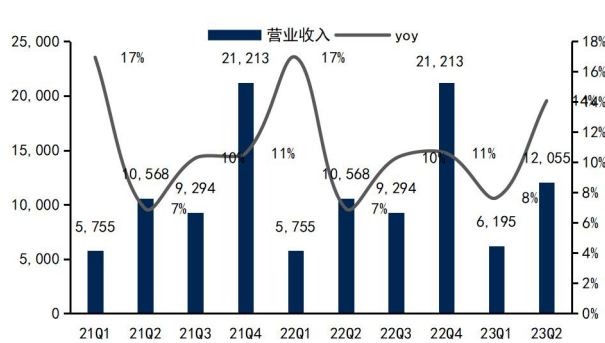
净利润保持稳健增长，盈利能力小幅提升。上半年公司实现营收 182.50 亿元（同比+11.81%），归母净利润 24.99 亿元（同比+18.43%），扣非净利润 24.27 亿元（同比+18.11%），销售毛利率 28.57%（同比+1.20pct.），扣非销售净利率 13.30%（同比+0.71pct.）。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



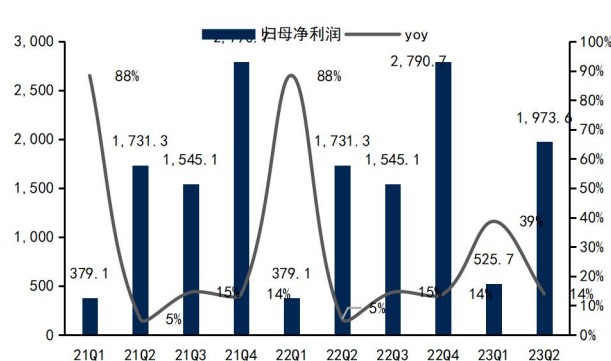
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

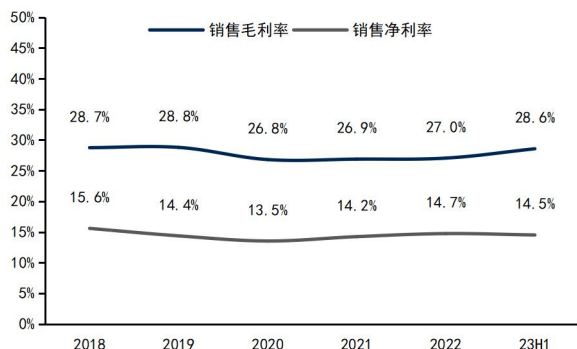
二季度收入利润环比稳健增长。二季度公司实现营收 120.55 亿元（同比+14.07%，环比+94.59%），归母净利润 19.74 亿元（同比+14.00%，环比+275.42%），扣非净利润 19.62 亿元（同比+15.74%，环比+322.46%），销售毛利率 29.32%（同比-0.21pct.，环比+2.21pct.），销售净利率 17.57%（同比-0.05pct.，环比+8.99pct.）。

发电板块收入同比高增，各业务毛利率均有提高。分产品看，上半年公司电网自动化及工业控制板块收入 88.62 亿元（+5.24%），毛利率 28.27%（+1.85pct.）；继电保护及柔性输电板块收入 29.59 亿元（+0.08%），毛利率 38.57%（+3.40pct.）；电力自动化信息系统板块收入 30.18 亿元（+9.03%），毛利率 26.35%（+3.85pct.）；发电及水利环保板块收入 25.18 亿元（+89.48%），毛利率 13.22%（+2.50pct.）；集成及其他板块收入 8.42 亿元（+4.45%），毛利率 47.96%（-2.83pct.）。

网外、海外收入同比高增，网外新签订单快速增长。分行业看，上半年公司网内业务收入 110.28 亿元（+0.56%），网外业务收入 71.72 亿元（+34.94%），网外业务占比达到 39.3%。分区域看，上半年公司国内收入 177.69 亿元（+11.09%），海外收入 4.31 亿元（+50.85%）。上半年公司新签合同金额 259.21 亿元（+8.51%），

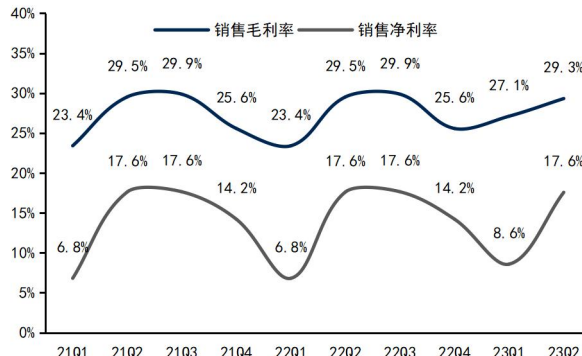
其中网外业务新签合同同比增长 27.91%。

图5: 公司年度毛利率、净利率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季毛利率、净利率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

市场拓展成绩靓丽，国际业务快速回暖。上半年公司在国内市场稳中有进，国网公司总部集招输变电设备、电能表等产品中标份额持续提升；中标陇东-山东工程的换流阀、测量设备以及首个省网“嵌入式直流”一扬镇工程的换流阀、控保、测量设备，落地南网双调抽蓄电站。国际业务方面，公司成功签订巴西 CPFL 控保屏柜、印尼 AMI 主站系统等重大项目，中标智利智能电表供货项目、智利首个高压直流控保项目和荷兰壳牌风能制氢柔直设计咨询项目。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到柔性输电业务确认收入节奏和储能行业情况，下调盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 72.03/84.48/95.61 亿元（原 23-24 年预测值为 75.28/86.25 亿元），当前股价对应 PE 分别为 26/22/20 倍，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (22A)	投资评级
				22A	23E	24E	22A	23E	24E		
600406.SH	国电南瑞	23.57	1,893	0.96	0.90	1.05	24.5	26.3	22.4	15.2	买入
000400.SZ	许继电气	19.81	202	0.75	0.93	1.25	26.4	21.3	15.8	7.5	-
600312.SH	平高电气	10.75	146	0.16	0.46	0.69	67.2	23.4	15.6	2.3	-
002028.SZ	思源电气	50.68	390	1.59	2.18	2.72	31.9	23.2	18.6	13.3	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 许继电气、平高电气、思源电气为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	12509	14744	15708	23821	29604	营业收入	42411	46829	53110	61365	70498
应收款项	20436	22841	27646	30262	34766	营业成本	31012	34165	39379	45669	52510
存货净额	7868	8294	10789	12512	14386	营业税金及附加	221	315	276	319	367
其他流动资产	6661	6035	7088	8220	9452	销售费用	1684	1758	1912	2086	2397
流动资产合计	51713	56188	66151	80259	94218	管理费用	934	1144	1115	1227	1410
固定资产	12504	11651	10788	9922	9053	研发费用	2153	2380	2416	2639	3172
无形资产及其他	1106	1355	1265	1175	1084	财务费用	(125)	(466)	(159)	(234)	(323)
其他长期资产	7255	7297	7966	6136	5640	投资收益	17	19	30	30	30
长期股权投资	155	174	204	234	264	资产减值及公允价值变动	(173)	(202)	(80)	(80)	(80)
资产总计	72733	76666	86374	97726	110260	其他收入	640	703	700	730	780
短期借款及交易性金融负债	153	1316	700	700	700	营业利润	6843	7852	8740	10258	11615
应付款项	23002	22891	23735	27527	31650	营业外净收支	23	33	44	44	44
其他流动负债	2920	2715	4241	4898	5632	利润总额	6866	7885	8784	10302	11659
流动负债合计	30481	30696	33987	39262	45031	所得税费用	824	980	1054	1236	1399
长期借款及应付债券	1199	0	40	80	120	少数股东损益	400	459	527	618	700
其他长期负债	510	611	591	594	597	归属于母公司净利润	5642	6446	7203	8448	9561
长期负债合计	1710	611	631	674	717	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	32191	31307	34618	39936	45748	净利润	5642	6446	7203	8448	9561
少数股东权益	2546	2892	3359	3827	4367	资产减值准备	(93)	(154)	(50)	(50)	(50)
股东权益	37997	42466	48397	53963	60145	折旧摊销	1274	1360	1004	1006	1009
负债和股东权益总计	72733	76666	86374	97726	110260	公允价值变动损失	(15)	(2)	(20)	(20)	(20)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(125)	(466)	(159)	(234)	(323)
每股收益	1.02	0.96	0.90	1.05	1.19	营运资本变动	(192)	(2782)	(5073)	(700)	(2387)
每股红利	0.41	0.39	0.36	0.42	0.48	其它	(1946)	3892	388	427	420
每股净资产	7.31	6.78	6.44	7.19	8.03	经营活动现金流	4671	8760	3452	9111	8532
ROIC	15%	15%	15%	16%	16%	资本开支	(2016)	(3415)	(50)	(50)	(50)
ROE	16%	16%	16%	17%	17%	其它投资现金流	161	(388)	(689)	1810	477
毛利率	27%	27%	26%	26%	26%	投资活动现金流	(1856)	(3803)	(739)	1760	427
EBIT Margin	15%	15%	15%	15%	15%	权益性融资	150	284	1339	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	17%	17%	17%	负债净变化	(370)	(1131)	(576)	40	40
收入增长	10%	10%	13%	16%	15%	支付股利、利息	(2151)	(2436)	(2671)	(3031)	(3539)
净利润增长率	16%	14%	12%	17%	13%	其它融资现金流	(370)	69	(616)	0	0
资产负债率	44%	41%	40%	41%	41%	融资活动现金流	(2246)	(2816)	(1749)	(2757)	(3176)
股息率	1.7%	1.7%	1.5%	1.8%	2.0%	现金净变动	569	2141	964	8114	5783
P/E	23.2	24.5	26.3	22.4	19.8	货币资金的期初余额	12129	12509	14744	15708	23821
P/B	3.2	3.5	3.7	3.3	2.9	货币资金的期末余额	12509	14744	15708	23821	29604
EV/EBITDA	21.2	22.4	24.8	22.0	20.2	企业自由现金流	4705	1351	2931	8549	7937
						权益自由现金流	4445	1628	2495	8795	8261

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032