

电网龙头稳健增长，海外业务快速展

核心观点：

- 事件：**4月25日，公司发布年度报告和一季报，2023年实现收入515.73亿，同比+10.13%，归母净利润71.84亿，同比+11.44%，扣非净利润69.5亿，同比+10.43%，EPS 0.89元。24Q1实现收入76.99亿，同比+24.25%，归母净利润5.96亿，同比+13.69%，扣非净利润5.48亿，同比+16.38%。整体略低于预期。
- 能源低碳和数能融合贡献增量，智能电网发展稳健。**1) 智能电网：营收256.35亿元，占比49.71%，同比增长2.57%。毛利率28.91%，同比增加0.98pcts。公司调整业务分类口径，智能电网业务主要包括电网自动化以及继保及柔性输电，整体发展稳健。2) 数能融合：营收111.34亿元，占比21.59%，同比增长21.73%；毛利率22.38%，同比增加0.15pcts。2023年数能融合对营收增量贡献占比达42%，主要得益于公司加强网络安全、生产运营信息化等业务拓展。3) 能源低碳：营收96.38亿元，占比18.49%，同比增长33.47%，毛利率23.92%，同比减少2.25pcts。能源低碳是发展最快业务板块，2023年对营收增量贡献占比达51%，主要系储能、光伏等新能源业务收入大幅增长，但竞争激烈，毛利率水平有所下降。4) 工业互联：营收31.69亿元，占比6.14%，同比减少3.01%，毛利率26.47%，同比减少2.50pcts。轨道交通业务收入规模下降，收入和毛利率水平均略微下降。2023年底公司在手订单498.52亿元，其中2023新签在手订单274.27亿元，电网龙头稳健增长可期。
- 网外业务持续发展，海外业务营收翻番。**2023年网外业务营收155.54亿元，同比增长34.96%，得益于公司把电网自动化技术拓展至轨道交通、工业控制、智能制造等领域，发电、储能、轨交等领域均有所斩获。此外，2023年海外实现营收13.94亿元，同比增长104.07%，毛利率23.25%，同比增加5.43pcts。公司稳步推进海外业务，目前公司在巴西、印尼、希腊、智利等12个国家和地区建有驻外机构，产品和服务遍及110多个国家和地区。
- 24Q1毛利率环比向好。**2023年公司毛利率26.80%，同比-0.25pct。24Q1毛利率24.68%，同比-2.43pcts/环比+0.95pcts。**24Q1加大研发，费率提升。**2023年期间费用率13.07%，同比+0.7pct。24Q1期间费用率17.9%，同比-2.7pcts/环比+9.0pcts，其中公司加大研发，24Q1研发费用率9.1%，同比-0.6pcts/环比+4.8pcts。**24Q1净利率有所下滑。**2023年公司净利率13.93%，同比+0.16pct。24Q1净利率7.74%，同比-0.75pcts/环比-5.4pcts。
- 持续攻关IGBT核心设备，特高压订单有望释放。**公司研发世界首套可控换相换流阀，不断推进换流阀核心设备IGBT国产化与产业化，4500V/3000A IGBT在张北延庆换流站挂网，1700V及1200V IGBT器件在客户端实现批量应用。24年陕西-安徽、甘肃-浙江（柔直）、蒙西-京津冀（柔直）、陕西-河南4条特高压直流有望核准开工。此外，近期海风持续催化，深远海柔直送出趋势明朗。我们预计2024-2025期间柔直总投资或达1,005亿元，换流阀投资或为603亿/146亿。公司直流控保和换流阀产品份额常年超50%，受益于特高压景气向上，公司高毛利业务有望快速放量。
- 投资建议：**“双碳”目标倒逼电网向能源互联网加速转型。公司作为电网全环节智能化、数字化龙头企业，技术创新优势和产业链整合优势明显，将充分受益于电网转型带来的结构性投资变化；新能源、轨交、水利、市政、工矿等网外市场广阔，对标ABB、西门子等国际龙头有较大成长潜力。预计公司2024-2025年营收为573.50亿元、645.02亿元，归母净利润为80.22亿元、91.08亿元，EPS为1.00元、1.13元，对应当前股价的PE为25.21倍、22.21倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**电网建设不及预期的风险；竞争加剧的风险；海外开拓不及预期的风险。

国电南瑞（600406.SH）

推荐（维持评级）

分析师

周然

☎：(8610) 8092 7636

✉：zhouan@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130514020001

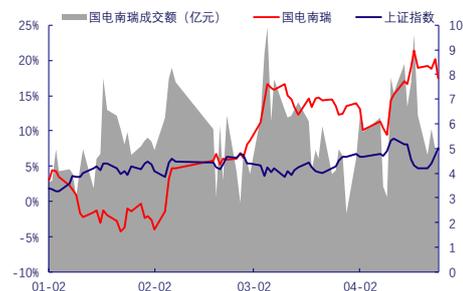
研究助理

黄林

☎：(8610) 8092 7687

✉：huanglin_yj@chinastock.com.cn

公司股价表现



资料来源：wind，中国银河证券研究院

市场数据

2024-4-25

收盘价	25.18
一年内最高价	26.05
一年内最低价	20.55
上证指数	3,052.90
总股本（亿股）	80.33
实际流通股（亿股）	79.84
流通股市值（亿元）	1946

资料来源：wind，中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河电新周然团队】公司点评-国电南瑞(600406)-受益电网转型升级，中报业绩稳健增长
- 【银河电新周然团队】公司点评-国电南瑞(600406)-电网智能化周期启动，二次设备龙头乘风而行

表：财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	67213.87	94722.04	131527.95	175009.46	营业收入	51573.30	57349.51	64502.10	71899.00
现金	16750.15	40174.80	70928.13	108513.45	营业成本	37753.75	41905.15	47005.58	52500.28
应收账款	26406.70	28606.04	32600.15	36100.99	营业税金及附加	325.91	377.61	454.39	514.04
其它应收款	189.08	220.73	242.37	273.44	营业费用	2085.31	2135.22	2541.75	2877.67
预付账款	1327.48	1410.26	1617.35	1786.62	管理费用	1266.93	1357.32	1562.13	1736.39
存货	9794.69	10522.36	11999.01	13292.21	财务费用	-475.61	-325.26	-790.57	-1402.35
其他	12745.77	13787.85	14140.94	15042.74	资产减值损失	-62.27	5.61	5.61	5.61
非流动资产	18873.55	2795.85	-19005.78	-46536.33	公允价值变动收益	19.14	0.00	0.00	0.00
长期投资	162.55	150.73	138.91	127.09	投资净收益	-1.65	0.00	0.00	0.00
固定资产	9084.47	-4353.45	-23520.30	-48416.05	营业利润	8574.51	9722.78	11055.05	12829.85
无形资产	1396.19	40.85	-1314.48	-2669.82	营业外收入	29.67	0.00	0.00	0.00
其他	8230.34	6957.72	5690.09	4422.46	营业外支出	4.50	0.00	0.00	0.00
资产总计	86087.42	97517.89	112522.17	128473.14	利润总额	8599.69	9722.78	11055.05	12829.85
流动负债	35139.68	37920.54	43194.17	47852.31	所得税	949.65	1147.29	1324.39	1537.02
短期借款	385.46	534.68	703.85	863.04	净利润	7650.04	8575.49	9730.65	11292.83
应付账款	25040.24	26938.40	30696.85	34017.27	少数股东损益	466.35	553.48	622.48	713.23
其他	9713.99	10447.47	11793.48	12972.00	归母净利润	7183.69	8022.01	9108.17	10579.60
非流动负债	568.99	599.11	599.11	599.11	EBITDA	9816.52	6991.92	13587.79	20479.72
长期借款	27.00	27.00	27.00	27.00	EPS（元）	0.89	1.00	1.13	1.32
其他	541.99	572.11	572.11	572.11					
负债合计	35708.67	38519.66	43793.29	48451.43	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	3187.91	3741.38	4363.87	5077.10	营业收入	10.13%	11.20%	12.47%	11.47%
归母股东权益	47190.84	55256.84	64365.01	74944.61	营业利润	9.20%	13.39%	13.70%	16.05%
负债和股东权益	86087.42	97517.89	112522.17	128473.14	归母净利润	11.44%	11.67%	13.54%	16.16%
					毛利率	26.80%	26.93%	27.13%	26.98%
					净利率	13.93%	13.99%	14.12%	14.71%
现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE	15.22%	14.52%	14.15%	14.12%
经营活动现金流	11444.09	4594.82	12113.16	18958.41	ROIC	14.12%	13.87%	12.97%	12.40%
净利润	7650.04	8575.49	9730.65	11292.83	资产负债率	41.48%	39.50%	38.92%	37.71%
折旧摊销	1723.10	-2405.60	3323.32	9052.23	净负债比率	-32.04%	-66.78%	-101.82%	-134.22%
财务费用	8.75	9.74	12.93	16.21	流动比率	1.91	2.50	3.05	3.66
投资损失	1.65	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.49	2.08	2.63	3.25
营运资金变动	2028.70	-1590.96	-948.12	-1397.25	总资产周转率	0.63	0.62	0.61	0.60
其它	31.85	6.15	-5.61	-5.61	应收帐款周转率	2.10	2.08	2.11	2.09
投资活动现金流	-5757.80	18592.70	18483.93	18483.93	应付帐款周转率	1.63	1.61	1.63	1.62
资本支出	-1949.40	18395.28	18397.64	18397.64	每股收益	0.89	1.00	1.13	1.32
长期投资	-3840.57	86.29	86.29	86.29	每股经营现金	1.42	0.57	1.51	2.36
其他	32.16	111.13	0.00	0.00	每股净资产	5.87	6.88	8.01	9.33
筹资活动现金流	-3733.00	233.99	156.25	142.99	P/E	28.16	25.21	22.21	19.12
短期借款	189.13	149.22	169.17	159.19	P/B	2.36	2.12	1.86	1.59
现金净增加额	1982.78	23424.65	30753.33	37585.32					

资料来源：wind，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

周然，工商管理学硕士。2010年11月加盟银河证券研究部，先后从事电力、环保、燃气、电力设备及新能源行业分析师工作，目前担任电新团队负责人。2020年、2019年获金融界量化评选最佳分析师第2名；2019年、2016年新财富最佳分析师第9名；2014年卖方分析师水晶球奖第4名；2013年团队获新财富第5名，水晶球奖第5名；2012年新财富第6名。曾任职于美国汇思讯（Christensen）的亚利桑纳州总部及北京分部，从事金融咨询（IR）和市场营销的客户主任工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn