

国电南瑞（600406.SH）

业绩稳健增长，提高分红彰显发展信心

买入

核心观点

全年业绩实现两位数增长，现金分红比例显著提高。23年公司实现营业收入515.73亿元（同比+10.13%），归母净利润71.84亿元（同比+11.44%）。全年销售毛利率26.80%（同比-0.25pct.）。公司拟派发现金红利43.3亿元，占归母净利润60.3%，较20-22年明显提升；此外公司发布24年半年度利润分配方案。

二次业务量利齐增，新能源带动低碳业务快速发展。23年公司智能电网板块收入256.4亿元，同比+2.57%，毛利率28.91%，同比+0.98pct.；数能融合收入111.34亿元，同比+21.73%，毛利率22.38%，同比+0.15pct.；能源低碳收入96.38亿元，同比+33.47%，毛利率23.92%，同比-2.25pct.；工业互联网收入31.69亿元，同比-3.01%，毛利率26.47%，同比-0.50pct.。

电网行业收入保持稳健，其他行业收入大幅增长。23年公司实现电网行业收入359.10亿元，同比+1.98%，其他行业收入155.54亿元，同比+34.96%。

新增订单同比+13%，海外业务快速成长。23年公司新签合同582.87亿元，同比+12.64%。年底在手订单498.52亿元，其中本年新签在手订单274.27亿元。23年公司实现海外收入13.94亿元，同比+104.07%，毛利率23.25%，同比+5.43pct.。

24年经营目标稳健，25-26年特高压与数智化有望支撑公司业绩弹性。2024年公司计划实现收入560亿元，同比+8.6%；发生营业成本409.8亿元，同比+8.6%；期间费用62.4亿元，同比+11.7%。公司24年经营目标较为保守主要受租赁业务模式变化和特高压确认收入周期较长影响；25-26年随着国内外特高压项目密集交付和电网数智化催生主网/配网二次业务需求，公司业绩有望恢复增长弹性。

风险提示：网内市场竞争加剧；电网二次设备需求不及预期；网外与海外业务开拓不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到公司业务模式变化和特高压交付节奏，下调盈利预测。预计公司2024-2026年实现归母净利润79.37/94.62/110.13亿元（24-25年原预测值为84.48/95.61亿元），当前股价对应PE分别为23/20/17倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	46,829	51,573	56,098	63,190	70,502
(+/-%)	10.4%	10.1%	8.8%	12.6%	11.6%
净利润(百万元)	6446	7184	7937	9462	11013
(+/-%)	14.2%	11.4%	10.5%	19.2%	16.4%
每股收益(元)	0.96	0.89	0.99	1.18	1.37
EBIT Margin	15.1%	14.4%	15.4%	16.5%	17.2%
净资产收益率 (ROE)	16.0%	16.0%	16.2%	17.7%	18.7%
市盈率 (PE)	24.0	25.9	23.4	19.6	16.9
EV/EBITDA	22.1	24.4	23.0	19.8	17.5
市净率 (PB)	3.42	3.69	3.42	3.10	2.80

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

收盘价

23.14元

总市值/流通市值

185880/184761百万元

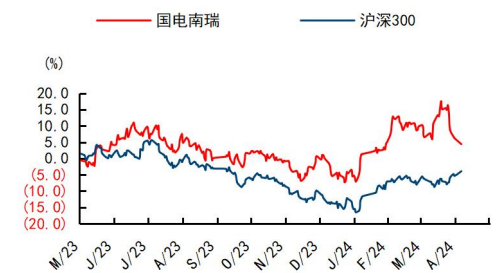
52周最高价/最低价

28.50/20.08元

近3个月日均成交额

645.85百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

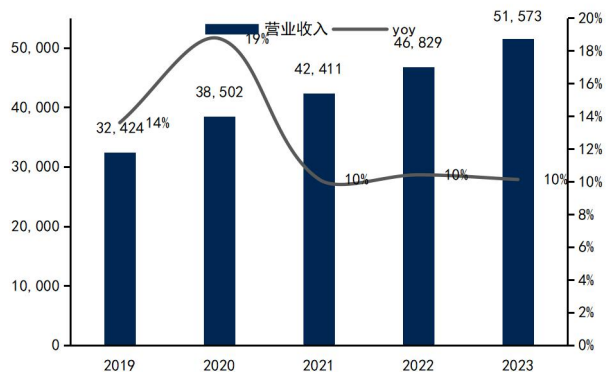
相关研究报告

《国电南瑞（600406.SH）-网外海外收入快速增长，市场拓展成绩靓丽》——2023-09-05

《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

全年业绩实现两位数增长，现金分红比例显著提高。23 年公司实现营业收入 515.73 亿元（同比+10.13%），归母净利润 71.84 亿元（同比+11.44%）。全年销售毛利率 26.80%（同比-0.25pct.），扣非销售净利率 13.48%（同比+0.04pct.）。公司拟派发现金红利 43.3 亿元，占归母净利润 60.3%，较 20-22 年明显提升；此外公司发布 24 年半年度利润分配方案。

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、%）



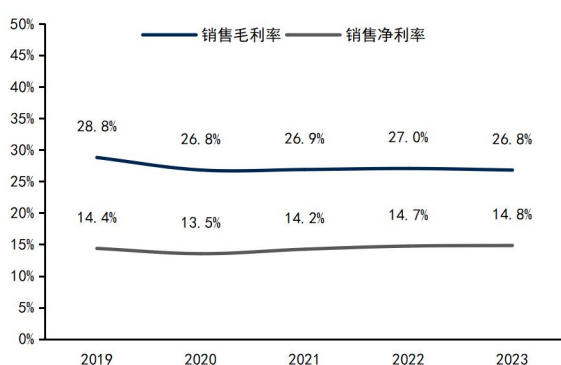
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



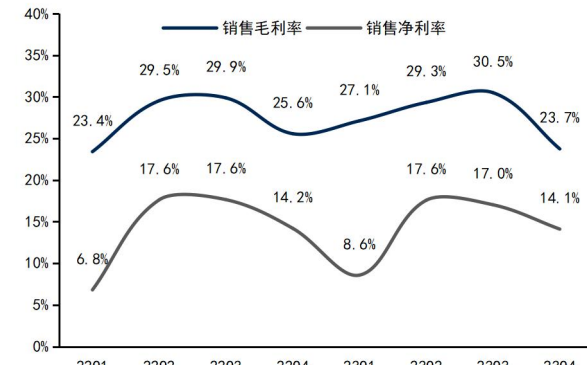
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

四季度业绩环比高增，盈利能力保持稳定。23 年第四季度公司实现营收 230.06 亿元（同比+8.45%，环比+120.98%），归母净利润 30.23 亿元（同比+8.32%，环比+81.94%），销售毛利率 24.68%（同比-1.83pct.，环比-6.75pct.），销售净利率 7.85%（同比-0.10pct.，环比-2.92pct.）。

一季度收入快速增长，盈利能力相对稳定。24 年第一季度公司实现营收 76.99 亿元（同比+26.25%，环比-66.54%），归母净利润 5.96 亿元（同比+13.69%，环比-80.29%），销售毛利率 24.68%（同比-2.43pct.，环比+0.95pct.），销售净利率 7.85%（同比-0.73pct.，环比-6.25pct.）。

电网二次业务量利齐增，新能源带动低碳业务快速发展。23 年公司智能电网板块收入 256.4 亿元，同比+2.57%，毛利率 28.91%，同比+0.98pct.；数能融合收入 111.34 亿元，同比+21.73%，毛利率 22.38%，同比+0.15pct.；能源低碳收入 96.38 亿元，同比+33.47%，毛利率 23.92%，同比-2.25pct.；工业互联收入 31.69 亿元，同比-3.01%，毛利率 26.47%，同比-0.50pct.；集成及其他收入 18.89 亿元，同比-10.53%，毛利率 37.31%，同比-1.49pct.。

电网行业收入保持稳健，其他行业收入大幅增长。23 年公司实现电网行业收入 359.10 亿元，同比+1.98%，其他行业收入 155.54 亿元，同比+34.96%。

新增订单实现两位数增长，海外业务快速成长。23 年公司新签合同 582.87 亿元，同比+12.64%。年底在手订单 498.52 亿元，其中本年新签在手订单 274.27 亿元。2023 年公司实现国内收入 500.70 亿元，同比+8.72%，毛利率 26.82%，同比-0.28pct.；海外收入 13.94 亿元，同比+104.07%，毛利率 23.25%，同比+5.43pct.。

24 年经营目标稳健，25-26 年特高压与数智化有望支撑公司业绩弹性。2024 年公司计划实现收入 560 亿元，同比+8.6%；发生营业成本 409.8 亿元，同比+8.6%；期间费用 62.4 亿元，同比+11.7%。我们估计，公司 24 年收入增速目标较为保守主要受租赁业务模式变化和特高压确认收入周期较长影响；25-26 年随着国内外特高压项目密集交付和电网数智化催生主网/配网二次系统升级需求，公司业绩有望恢复增长弹性。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到公司业务模式变化和特高压交付节奏，下调盈利预测。预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 79.37/94.62/110.13 亿元（24-25 年原预测值为 84.48/95.61 亿元），当前股价对应 PE 分别为 23/20/17 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 (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	23A	24E	25E		
600406.SH	国电南瑞	23.14	1,859	0.89	0.99	1.18	25.9	23.4	19.6	15.2	买入
000400.SZ	许继电气	26.03	265	0.99	1.18	1.55	26.3	22.1	16.8	9.4	-
600312.SH	平高电气	14.85	202	0.60	0.83	1.04	24.8	17.9	14.3	8.1	-
002028.SZ	思源电气	68.37	529	2.01	2.62	3.27	34.0	26.1	20.9	15.0	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	14744	16750	14268	22457	28457	营业收入	46829	51573	56098	63190	70502
应收款项	22841	26485	29201	31162	34768	营业成本	34165	37754	40918	45796	51063
存货净额	8294	9795	11210	12547	13990	营业税金及附加	315	326	353	398	444
其他流动资产	6035	5940	7365	8243	9191	销售费用	1758	2085	2132	2401	2538
流动资产合计	56188	67214	70939	83713	96152	管理费用	1144	1267	1290	1327	1269
固定资产	11651	10396	9537	8675	7810	研发费用	2380	2712	2749	2844	3032
无形资产及其他	1355	1396	1303	1210	1117	财务费用	(466)	(476)	(186)	(218)	(310)
其他长期资产	7297	6918	8415	6319	5640	投资收益	19	(2)	5	5	5
长期股权投资	174	163	193	223	253	资产减值及公允价值变动	(202)	(51)	(80)	(80)	(80)
资产总计	76666	86087	90387	100140	110971	其他收入	703	773	830	861	902
短期借款及交易性金融负债	1316	532	700	700	700	营业利润	7852	8575	9516	11348	13213
应付款项	22891	26661	24663	27603	30778	营业外净收支	33	25	24	24	24
其他流动负债	2715	2942	4434	4952	5487	利润总额	7885	8600	9540	11372	13237
流动负债合计	30696	35140	35407	39575	44015	所得税费用	980	950	1068	1274	1483
长期借款及应付债券	0	27	27	27	27	少数股东损益	459	466	534	637	741
其他长期负债	611	542	531	534	537	归属于母公司净利润	6446	7184	7937	9462	11013
长期负债合计	611	569	558	561	564	现金流量表（百万元）	2020	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	31307	35709	35965	40136	44579	净利润	6446	7184	7937	9462	11013
少数股东权益	2892	3188	3622	4109	4690	资产减值准备	(154)	(62)	(50)	(50)	(50)
股东权益	42466	47191	50800	55896	61706	折旧摊销	1360	1644	1003	1005	1008
负债和股东权益总计	76666	86087	90387	100141	110974	公允价值变动损失	(2)	(19)	(20)	(20)	(20)
						财务费用	(466)	(476)	(186)	(218)	(310)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(2782)	59	(6089)	(398)	(1978)
每股收益	0.96	0.89	0.99	1.18	1.37	其它	3892	2639	403	486	497
每股红利	0.39	0.54	0.54	0.65	0.75	经营活动现金流	8760	11444	3184	10485	10471
每股净资产	6.78	6.27	6.77	7.47	8.27	资本开支	(3415)	(1951)	(50)	(50)	(50)
ROIC	15%	15%	16%	17%	18%	其它投资现金流	(388)	(3806)	(1541)	2051	634
ROE	16%	16%	16%	18%	19%	投资活动现金流	(3803)	(5758)	(1591)	2001	584
毛利率	27%	27%	27%	28%	28%	权益性融资	284	152	(0)	0	0
EBIT Margin	15%	14%	15%	16%	17%	负债净变化	(1131)	(1689)	168	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	17%	18%	19%	支付股利、利息	(2436)	(2671)	(4428)	(4516)	(5364)
收入增长	10%	10%	9%	13%	12%	其它融资现金流	69	(1716)	168	0	0
净利润增长率	14%	11%	10%	19%	16%	融资活动现金流	(2816)	(3733)	(4074)	(4298)	(5054)
资产负债率	41%	41%	40%	40%	40%	现金净变动	2141	1953	(2482)	8188	6001
股息率	1.7%	2.3%	2.3%	2.8%	3.3%	货币资金的期初余额	12509	14744	16750	14268	22457
P/E	24.0	25.9	23.4	19.6	16.9	货币资金的期末余额	14744	16750	14268	22457	28457
P/B	3.4	3.7	3.4	3.1	2.8	企业自由现金流	1351	6360	2550	9814	9775
EV/EBITDA	22.1	24.4	23.0	19.8	17.5	权益自由现金流	1628	5094	2883	10008	10050

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