

国电南瑞 (600406.SH)

优于大市

收入利润稳健增长，海外与网外业务持续突破

核心观点

上半年业绩略超预期，收入利润实现稳健增长。2024年上半年公司实现营收201.14亿元，同比+10.21%；归母净利润27.09亿元，同比+8.4%。上半年销售毛利率29.03%，同比+0.46pct；净利率14.27%，同比-0.25pct。

二季度业绩保持稳健，毛利率同环比显著提升。2024年二季度公司实现营收124.16亿，同比+2.73%，环比+61.27%；归母净利润21.14亿，同比+6.95%，环比+254.82%。二季度毛利率31.73%，同比+2.41pct，环比+7.05pct，净利率18.24%，同比+0.67pct，环比+10.39pct。

上半年新签订单同比+11%，中期分红10.8亿元。上半年公司新签合同287亿元，同比+10.7%。公司拟进行中期分红，每股派发现金股利0.135元（含税），合计派发现金红利10.82亿元，占上半年公司归母净利润39.93%。

海外收入大幅增长，网外业务快速增长。上半年公司实现国内收入192.46亿元，同比+8.12%，毛利率29.06%（23年全年为26.89%）；海外收入8.31亿元，同比+92.80%，毛利率25.28%（23年全年为23.25%）。上半年公司实现网内收入111.47亿元，同比+0.84%，网外收入89.30亿元，同比+24.41%。

技术创新持续引领，海外市场不断突破。公司研制的世界首套SSC完成人工短路试验，自主可控特高压直流控保首次在混合直流工程挂网运行，4500V/3000A IGBT在姑苏换流站挂网并平稳运行，4500V/5000A IGBT通过场内全套试验。上半年公司成功签订巴基斯坦默拉直流稳控系统、巴西控保等重大项目，7月公司中标沙特中南柔直换流阀。

风险提示：海外/网外市场开拓不及预期；国内电网投资规模不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：小幅上调24年盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到上半年公司海外和网外业务表现和新签合同情况，小幅上调24年盈利预测。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润80.08/93.12/105.47亿元（原预测值为79.37/94.62/110.13亿元），当前股价对应PE分别为23/20/18倍，维持“优于大市”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	57,156	64,501	70,339
(+/-%)	10.4%	10.1%	10.8%	12.9%	9.1%
净利润(百万元)	6446	7184	8008	9312	10547
(+/-%)	14.2%	11.4%	11.5%	16.3%	13.3%
每股收益(元)	0.96	0.89	1.00	1.16	1.31
EBIT Margin	15.1%	14.4%	15.5%	16.2%	16.8%
净资产收益率(ROE)	16.0%	16.0%	16.3%	17.5%	18.0%
市盈率(PE)	24.2	26.1	23.4	20.1	17.7
EV/EBITDA	22.2	24.6	22.6	20.0	18.1
市净率(PB)	3.44	3.72	3.43	3.13	2.84

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.30元
总市值/流通市值	187165/186038百万元
52周最高价/最低价	26.30/20.08元
近3个月日均成交额	629.10百万元

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

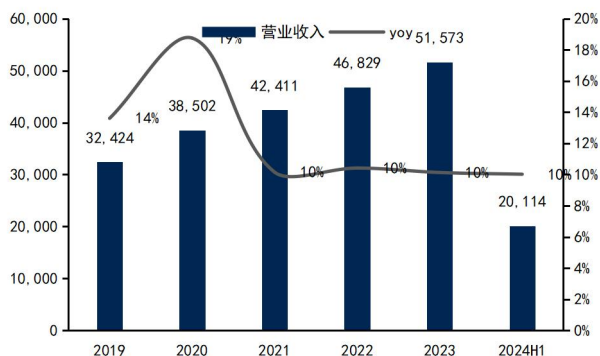
《国电南瑞(600406.SH)-业绩稳健增长，提高分红彰显发展信心》——2024-05-07

《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

上半年业绩略超预期，收入利润实现稳健增长。2024年上半年公司实现营收201.14亿元，同比+10.21%；归母净利润27.09亿元，同比+8.4%；扣非净利润26.22亿元，同比+7.72%。上半年毛利率29.03%，同比+0.46pct；净利率14.27%，同比-0.25pct。

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、%)



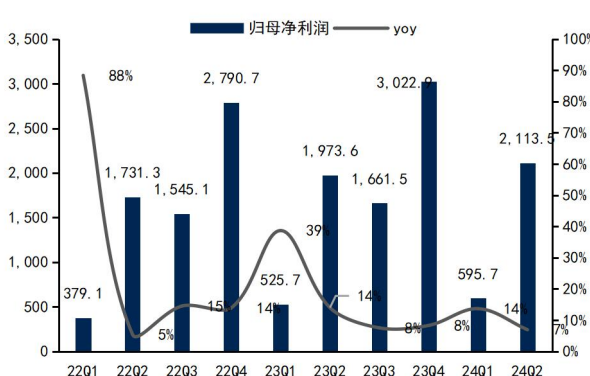
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司年度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



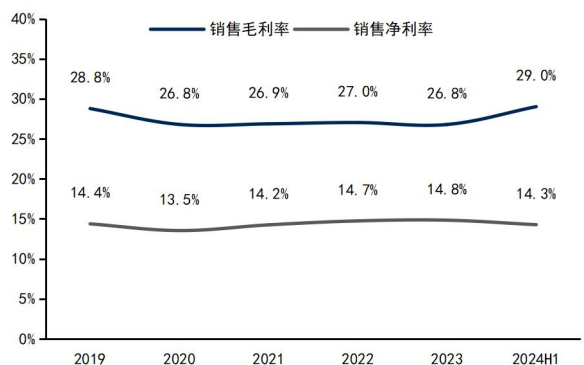
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



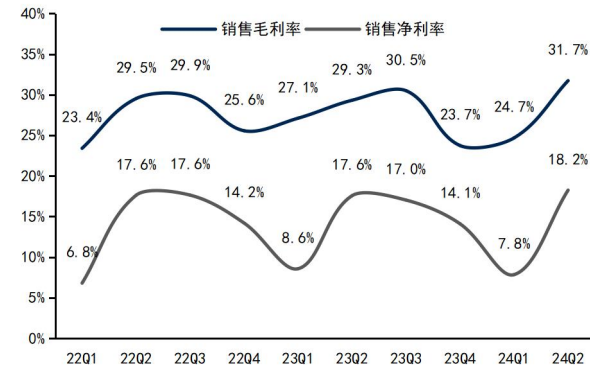
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

二季度业绩保持稳健，毛利率同环比显著提升。2024年二季度公司实现营收

124.16 亿，同比+2.73%，环比+61.27%；归母净利润 21.14 亿，同比+6.95%，环比+254.82%；扣非净利润 20.74 亿元，同比+5.7%，环比+278.44%。二季度毛利率 31.73%，同比+2.41pct，环比+7.05pct，净利率 18.24%，同比+0.67pct，环比+10.39pct。

上半年新签订单同比+11%，中期分红 10.8 亿元。上半年公司新签合同 287 亿元，同比+10.7%。公司拟进行中期分红，每股派发现金股利 0.135 元（含税），合计派发现金红利 10.82 亿元，占上半年公司归母净利润 39.93%。

各业务收入均实现增长，毛利率稳中有增。分业务看，上半年公司实现智能电网收入 93.57 亿元，同比+1.80%，毛利率 33.57%，同比+2.63pct.；数能融合收入 37.35 亿元，同比+14.86%，毛利率 26.07%，同比-0.37pct.；能源低碳收入 50.52 亿元，同比+32.70%；毛利率 23.27%，同比+1.73pct.；工业互联网收入 12.09 亿元，同比+6.05%，毛利率 22.52%，同比-0.96pct.；集成及其他收入 7.24 亿元，同比-13.95%；毛利率 34.33%，同比-13.63pct.。

海外收入大幅增长，网外业务快速增长。上半年公司实现国内收入 192.46 亿元，同比+8.12%，毛利率 29.06%（23 年全年为 26.89%）；海外收入 8.31 亿元，同比+92.80%，毛利率 25.28%（23 年全年为 23.25%）。上半年公司实现网内收入 111.47 亿元，同比+0.84%，网外收入 89.30 亿元，同比+24.41%。

技术创新持续引领，海外市场不断突破。公司强化技术前瞻和应用基础研究，研制的全球首套 SSC 完成人工短路试验，自主可控特高压直流控保首次在混合直流工程挂网运行，4500V/3000A IGBT 在姑苏换流站挂网并平稳运行，4500V/5000A IGBT 通过场内全套试验。上半年公司成功签订沙特储能及静止同步补偿器、巴基斯坦默拉直流稳控系统、巴西控保等重大项目，7 月公司中标沙特中南柔直换流阀。

投资建议：小幅上调 24 年盈利预测，维持“优大于市”评级。考虑到上半年公司海外和网外业务表现和新签合同情况，小幅上调 24 年盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 80.08/93.12/105.47 亿元（原预测值为 79.37/94.62/110.13 亿元），当前股价对应 PE 分别为 23/20/18 倍，维持“优大于市”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	投资评级
				23A	24E	25E	23A	24E	25E	(23A)	
600406.SH	国电南瑞	23.3	1,872	0.89	1.00	1.16	26.1	23.4	20.1	15.2	优大于市
000400.SZ	许继电气	27.27	278	0.99	1.19	1.56	27.5	22.9	17.5	9.4	-
600312.SH	平高电气	18.26	248	0.60	0.86	1.07	30.4	21.2	17.1	8.1	-
002028.SZ	思源电气	63.6	492	2.01	2.65	3.29	31.6	24.0	19.3	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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	14744	16750	13817	21819	27935	营业收入	46829	51573	57156	64501	70339
应收款项	22841	26485	29753	31809	34688	营业成本	34165	37754	41454	46772	50979
存货净额	8294	9795	11357	12814	13967	营业税金及附加	315	326	360	406	443
其他流动资产	6035	5940	7462	8419	9176	销售费用	1758	2085	2172	2451	2532
流动资产合计	56188	67214	71345	84284	95565	管理费用	1144	1267	1315	1355	1407
固定资产	11651	10396	9537	8675	7810	研发费用	2380	2712	2972	3096	3165
无形资产及其他	1355	1396	1303	1210	1117	财务费用	(466)	(476)	(183)	(211)	(303)
其他长期资产	7297	6918	8573	6450	5627	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)	(110)	(110)	(110)
资产总计	76666	86087	90951	100841	110371	其他收入	703	773	750	751	752
短期借款及交易性金融负债	1316	532	700	700	700	营业利润	7852	8575	9602	11168	12653
应付款项	22891	26661	24986	28191	30727	营业外净收支	33	25	24	24	24
其他流动负债	2715	2942	4494	5058	5492	利润总额	7885	8600	9626	11192	12677
流动负债合计	30696	35140	35896	40399	43953	所得税费用	980	950	1078	1254	1420
长期借款及应付债券	0	27	27	27	27	少数股东损益	459	466	539	627	710
其他长期负债	611	542	531	534	537	归属于母公司净利润	6446	7184	8008	9312	10547
长期负债合计	611	569	558	561	564	现金流量表 (百万元)					
负债合计	31307	35709	36453	40960	44517	净利润	6446	7184	8008	9312	10547
少数股东权益	2892	3188	3627	4104	4654	资产减值准备	(154)	(62)	(50)	(50)	(50)
股东权益	42466	47191	50871	55778	61204	折旧摊销	1360	1644	1003	1005	1008
负债和股东权益总计	76666	86087	90951	100842	110374	公允价值变动损失	(2)	(19)	(40)	(40)	(40)
关键财务与估值指标						财务费用	(466)	(476)	(183)	(211)	(303)
每股收益	0.96	0.89	1.00	1.16	1.31	营运资本变动	(2782)	59	(6437)	(392)	(1572)
每股红利	0.39	0.54	0.55	0.64	0.72	其它	3892	2639	430	503	493
每股净资产	6.78	6.27	6.78	7.45	8.20	经营活动现金流	8760	11444	2914	10338	10386
ROIC	15%	15%	16%	17%	17%	资本开支	(3415)	(1951)	(50)	(50)	(50)
ROE	16%	16%	16%	17%	18%	其它投资现金流	(388)	(3806)	(1720)	2058	758
毛利率	27%	27%	27%	27%	28%	投资活动现金流	(3803)	(5758)	(1770)	2008	708
EBIT Margin	15%	14%	16%	16%	17%	权益性融资	284	152	(0)	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	17%	18%	18%	负债净变化	(1131)	(1689)	168	0	0
收入增长	10%	10%	11%	13%	9%	支付股利、利息	(2436)	(2671)	(4428)	(4555)	(5282)
净利润增长率	14%	11%	11%	16%	13%	其它融资现金流	69	(1716)	168	0	0
资产负债率	41%	41%	40%	41%	40%	融资活动现金流	(2816)	(3733)	(4077)	(4344)	(4979)
股息率	1.7%	2.3%	2.4%	2.7%	3.1%	现金净变动	2141	1953	(2933)	8002	6115
P/E	24.2	26.1	23.4	20.1	17.7	货币资金的期初余额	12509	14744	16750	13817	21819
P/B	3.4	3.7	3.4	3.1	2.8	货币资金的期末余额	14744	16750	13817	21819	27935
EV/EBITDA	22.2	24.6	22.6	20.0	18.1	企业自由现金流	1351	6360	2404	9817	9876
						权益自由现金流	1628	5094	2735	10004	10145

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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