

国电南瑞 (600406)

2024 年半年报点评: 盈利能力稳步提升, 业绩略超市场预期

买入 (维持)

2024 年 08 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

研究助理 许钧赫

执业证书: S0600123070121
xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	46829	51573	57494	64273	72076
同比 (%)	10.42	10.13	11.48	11.79	12.14
归母净利润 (百万元)	6446	7184	7902	8890	10150
同比 (%)	14.24	11.44	10.01	12.50	14.17
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.80	0.89	0.98	1.11	1.26
P/E (现价&最新摊薄)	29.03	26.05	23.68	21.05	18.44

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2024 年中报, 24H1 实现营收 201.1 亿元, 同+10%, 归母净利润 27.1 亿元, 同+8.4%, 毛利率 29%, 同+0.5pct, 归母净利率 13.5%, 同-0.2pct; 其中 Q2 实现营收 124.2 亿元, 同+3%, 归母净利润 21.1 亿元, 同+7.1%, 毛利率 31.7%, 同+2.4pct, 归母净利率 17%, 同+0.7pct。盈利能力稳步提升, 公司业绩略超市场预期。

■ **电网建设高景气, 特高压提高利润弹性。** 上半年电网基建投资同比+23.7%, 电网投资景气度高涨。公司网内基本盘稳固, 智能电网/数能融合业务实现营收 93.57/37.35 亿元, 同比+2%/15%, 毛利率为 33.57%/26.07%, 同比+2.63/-0.37pct。受特高压工程建设节奏影响, 智能电网业务尚未起速, 我们预计下半年随着设备陆续到场交付, 智能电网板块收入/利润有望加速。受益于网安、生产运营信息化等业务拓展, 数能融合板块实现较快增长, 展望全年增速有望维持。特高压直流业务是公司的拳头业务之一, 上半年先后中标沙特中南、中西柔直换流阀、阳江三山岛海上柔直换流阀等重点项目, 柔直渗透率有望持续提升, 公司直流业务将充分受益。

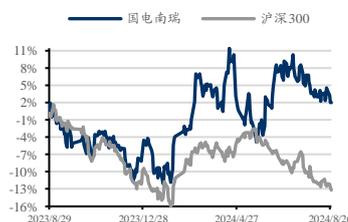
■ **网外光储业务贡献高增长, 巨轮出海正当时。** 1) 公司 24H1 网外收入 89.30 亿元, 同比+24%, 其中能源低碳板块实现收入 50.51 亿元, 同比+33%, 毛利率 23.27%, 同比+1.73pct, 主要系公司大力拓展储能、光伏等业务, 中标酒钢智慧能源管控中心、包铝智慧能源调控中心级储能等项目, 将电网调控技术+电力电子技术在网外市场大力推广, 全年来看我们预计网外业务有望维持较高速增长。2) 24H1 海外收入 8.31 亿元, 同比+93%, 公司国际加快推进, 储能、STATCOM、直流控保、直流稳控等产品均实现了海外市场的突破, 沙特“2030 愿景”背景下不断加大电网等基础设施投入, 公司作为我国电力设备龙头公司, 产品阵列齐全, 沙特等一带一路国家有望成为公司重要的增量市场, 公司海外收入有望维持高增。

■ **研发端持续投入, 在手订单充沛, 奠定稳健增长基础。** 公司 24H1 期间费用 27.9 亿元, 同+17.1%, 费用率 13.9%, 同+0.8pct, 其中研发费用率同比+0.56pct, 持续加大研发投入, 24Q2 末存货 115.2 亿元, 较年初增长 17.6%, 上半年新签合同 287 亿元, 同比+11%, Q2 末合同负债 47.29 亿元, 同比+52%, 在手订单充沛。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 24-26 年归母净利润分别为 79.0/88.9/101.5 亿元, 同比+10%/13%/14%, 现价对应 PE 分别为 24x、21x、18x, 作为国内电力设备龙头, 高基数下维持 10%以上增长, 给予 25 年 26x PE, 对应目标价 28.8 元/股, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 电网投资不及预期, 特高压建设进度不及预期, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.30
一年最低/最高价	20.08/26.30
市净率(倍)	4.12
流通 A 股市值(百万元)	186,038.49
总市值(百万元)	187,164.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.66
资产负债率(% LF)	39.95
总股本(百万股)	8,032.82
流通 A 股(百万股)	7,984.48

相关研究

《国电南瑞(600406): 2023 年年报及 2024 一季报点评: 业绩符合市场预期, 高质量发展行稳致远》

2024-04-26

《国电南瑞(600406): 2023 年三季报点评: 业绩符合市场预期, 看好公司稳健增长》

2023-10-31

国电南瑞三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	67,214	73,735	81,428	91,265	营业总收入	51,573	57,494	64,273	72,076
货币资金及交易性金融资产	22,350	25,967	27,831	31,045	营业成本(含金融类)	37,754	42,231	47,250	52,893
经营性应收款项	31,003	33,055	37,385	42,139	税金及附加	326	350	410	451
存货	9,795	10,611	11,842	13,409	销售费用	2,085	2,127	2,314	2,523
合同资产	1,317	1,468	1,641	1,840	管理费用	1,267	1,265	1,382	1,514
其他流动资产	2,750	2,634	2,729	2,831	研发费用	2,712	2,875	3,149	3,460
非流动资产	18,874	19,498	20,047	20,587	财务费用	(476)	(294)	(375)	(447)
长期股权投资	163	168	175	184	加:其他收益	704	661	675	641
固定资产及使用权资产	9,173	9,163	9,227	9,369	投资净收益	(2)	52	27	31
在建工程	1,314	1,939	2,397	2,747	公允价值变动	19	0	0	0
无形资产	1,396	1,448	1,514	1,593	减值损失	(51)	(40)	(66)	(70)
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	(1)	4	4	3
长期待摊费用	73	74	77	80	营业利润	8,575	9,617	10,783	12,289
其他非流动资产	6,753	6,702	6,655	6,611	营业外净收支	25	21	23	24
资产总计	86,087	93,233	101,475	111,852	利润总额	8,600	9,638	10,805	12,312
流动负债	35,140	38,683	42,706	48,044	减:所得税	950	1,174	1,284	1,441
短期借款及一年内到期的非流动负债	532	112	124	145	净利润	7,650	8,464	9,521	10,871
经营性应付款项	26,664	29,818	32,799	37,139	减:少数股东损益	466	562	631	722
合同负债	5,002	5,595	6,260	7,007	归属母公司净利润	7,184	7,902	8,890	10,150
其他流动负债	2,942	3,159	3,524	3,752	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.89	0.98	1.11	1.26
非流动负债	569	526	526	526	EBIT	8,093	8,646	9,767	11,236
长期借款	27	27	27	27	EBITDA	9,817	10,103	11,351	12,964
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.80	26.55	26.48	26.61
租赁负债	49	49	49	49	归母净利率(%)	13.93	13.74	13.83	14.08
其他非流动负债	493	450	450	450	收入增长率(%)	10.13	11.48	11.79	12.14
负债合计	35,709	39,209	43,232	48,570	归母净利润增长率(%)	11.44	10.01	12.50	14.17
归属母公司股东权益	47,191	50,273	53,862	58,179					
少数股东权益	3,188	3,750	4,381	5,103					
所有者权益合计	50,379	54,023	58,243	63,282					
负债和股东权益	86,087	93,233	101,475	111,852					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	11,444	10,906	9,246	11,253	每股净资产(元)	5.87	6.26	6.71	7.24
投资活动现金流	(5,758)	(1,993)	(2,084)	(2,218)	最新发行在外股份(百万股)	8,033	8,033	8,033	8,033
筹资活动现金流	(3,733)	(5,297)	(5,298)	(5,820)	ROIC(%)	14.73	14.44	15.28	16.27
现金净增加额	1,983	3,616	1,864	3,214	ROE-摊薄(%)	15.22	15.72	16.51	17.45
折旧和摊销	1,723	1,456	1,584	1,728	资产负债率(%)	41.48	42.06	42.60	43.42
资本开支	(1,949)	(2,099)	(2,144)	(2,274)	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.05	23.68	21.05	18.44
营运资本变动	2,029	1,008	(1,879)	(1,368)	P/B(现价)	3.97	3.72	3.48	3.22

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>