

电力自动化领域先行者，受益电网建设提速

——国电南自(600268)深度报告

投资要点

➤ 电力高科技第一股，聚焦“5+2”产业体系

国电南自在电力自动化领域有着深厚的历史和技术积累，曾相继研究生产出中国第一代、第二代静态继电器保护产品，并创造过多项全国第一，被誉为中国电力自动化产业的摇篮和孵化器。公司当前产业涵盖电网自动化、电厂及工业自动化、轨道交通自动化、信息与安全技术、电力电子五大核心板块，以生产制造中心、系统集成中心为支撑，主要在电力、工业、新能源等领域为客户提供配套自动化、信息化产品、集成设备及整体解决方案，形成“5+2”产业体系，向智能化、数字化、自主化方向转型升级。

➤ 电网投资高景气，电力自动化领域先行者充分受益

新基建是稳增长的重点方向，新能源建设及电网投资将是拉动增长的主要发力点，在拉动经济、风光消纳、构建新型电力系统等多重因素的影响下，电网总投资规模有望实现稳步增长。国电南自在电力自动化领域有着深厚的历史和技术积累，电网自动化作为公司的传统优势产业，具备较强的品牌认可度，技术实力较强，生产制造能力突出，工艺技术先进，主要面向电网及工业客户，并建立了长期良好的合作伙伴关系。从背景来看，公司是中国华电集团直属单位，母公司项目资源丰富；从技术来看，公司重视研发，洞悉国网技术发展方向，持续处于国内电网自动化行业技术领先地位。2024年上半年，公司电网自动化业务累计订货24.8亿元，同比增长9.5%；实现营业收入18.4亿元，同比增长10.2%。

➤ 风光装机高增，系统集成中心业务快速发展

碳中和背景下，随着光伏和风电的度电成本快速下降，光伏和风电的经济性大幅提升，光伏和风电装机持续高增。根据我们的测算，预计2024-2026年国内光伏装机分别为253.2GW/288.1GW/328.7GW，同比增速分别为16.7%/13.8%/14.1%；预计2024-2026年风电装机分别为93.2GW/109.7GW/125.4GW，同比增速分别为17.4%/17.7%/14.3%。风光装机快速增长，公司系统集成中心业务新签订单及营业收入增长迅速。2024年上半年，公司中标及实施腾格里光伏、青海托格若储能、韶关曲江二期光伏、浙江桐庐百江光伏、攀枝花光伏、埃塞俄比亚微网光伏、埃塞俄比亚微网光伏集成采购等多个新能源项目。2019年-2023年，公司系统集成中心业务年新签订单从8.0亿元增长至25.7亿元，复合增速为34.0%；实现营业收入从11.3亿元增长至15.4亿元，复合增速为8.1%。

➤ 虚拟电厂的建设有望加速，或成为公司盈利新引擎

虚拟电厂能够提升能源利用效率，降低投资成本。据国家电网测算，假设电力系统需要满足5%峰值负荷，在投资火电厂的情形下，需要投资4000亿元才能实现；而通过虚拟电厂削峰填谷的情形下，只需要500-600亿元，总投资额是火电厂的1/8-1/7，具有较高性价比。公司自主研发了虚拟电厂“云—边—端”全系列产品，形成了虚拟电厂整体解决方案，能够满足多场景下的应用需求，包括虚拟电厂、源网荷储协同互动、负荷聚合商需求侧响应平台等。随着电力市场化改革的深入和新能源的快速发展，虚拟电厂有望成为电力系统运行和电力市场交易的重要参与者，虚拟电厂业务有望为公司带来新的收入来源。

➤ 投资建议

我们预测国电南自2024-2026年归母净利润分别为3.37/3.89/4.46亿元，对应EPS为0.33/0.38/0.44元，对标行业可比公司估值水平，考虑到公司在电力自动化领域有着深厚的历史和技术积累，我们给予公司2024年25倍PE，六个月目标价为8.25元，给予“买入”评级。

➤ 风险提示

电网投资不及预期的风险、公司中标情况不及预期的风险、原材料价格波动的风险。

投资评级：买入(首次)

分析师：褚聪聪

执业登记编号：A0190523050005

chucongcong@yd.com.cn

基本数据

六个月目标价：8.25元

前收盘价：6.11元

总股本：10.16亿

总市值：62.08亿

国电南自与沪深300指数近一年走势对比



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

目录

一、电力科技先锋：八十多年风雨兼程，数字智能化转型促增长	4
1. 电力高科技第一股，栉风沐雨八十余年	4
2. 聚焦“5+2”产业体系，向数字智能化转型升级	6
3. 业绩稳健增长，盈利能力较强	8
二、电网投资高景气，电力自动化领域先行者充分受益	9
1. 新能源+逆周期调节需求，电网投资有望稳步增长	9
2. 电力自动化领域的先行者，公司电网自动化业务增长稳健	12
3. 技术底蕴深厚，盈利质量位于行业前列	13
三、系统集成中心业务有望成为第二增长极，虚拟电厂构建远期成长空间	14
1. 风光装机高增，系统集成中心业务快速发展	14
2. 虚拟电厂的建设有望加速，或成为公司盈利新引擎	17
四、盈利预测与投资建议	20
五、风险提示	24

图表目录

图 1：国电南自发展历程	4
图 2：国电南自股权结构情况	5
图 3：公司分红情况(亿元)	6
图 4：公司股息率情况	6
图 5：公司各业务营业收入情况(亿元)	7
图 6：公司各业务新签订单情况(亿元)	8
图 7：公司归母净利润及增速(亿元)	8
图 8：公司营业收入目标及达成情况(亿元)	8
图 9：公司期间费用规划及使用情况(亿元)	8
图 10：公司毛利率和净利率情况	9
图 11：公司费用率情况	9
图 12：2023 年全国风能资源分布图	9
图 13：2023 年全国太阳能资源分布图	9
图 14：全国特高压累计线路长度和输送电量情况	10
图 15：2025 年特高压骨干网架示意图	10
图 16：我国社会用电量及同比增速(亿千瓦时)	11
图 17：国家电网投资完成额及增速(亿元)	12
图 18：南方电网投资完成额及增速(亿元)	12
图 19：公司电网自动化业务新签订单情况(亿元)	13
图 20：公司电网自动化业务营收情况(亿元)	13

图 21: 公司与同业研发投入占营业收入比例对比.....	13
图 22: 公司与同业公司电网自动化相关业务毛利率对比.....	14
图 23: 零碳路径能源排放模型.....	15
图 24: 零碳路径模型能源排放结构图.....	15
图 25: 光伏度电成本(亿元).....	16
图 26: 风电度电成本变化趋势 (美元/kWh)	16
图 27: 公司系统集成中心业务新签订单情况(亿元)	17
图 28: 公司系统集成中心业务营收情况(亿元).....	17
图 29: 虚拟电厂示意图.....	18
表 1: 国电南自股权激励方案.....	5
表 2: 国内风光装机预测.....	16
表 3: 虚拟电厂相关政策梳理.....	18
表 4: 国电南自 2023-2026 年分业务营收拆分(亿元).....	20
表 5: 国电南自 2023-2026 年财务和估值数据摘要(亿元).....	22
表 6: 可比公司估值表.....	23
表 7: 预测报表摘要	25

一、电力科技先锋：八十多年风雨兼程，数字智能化转型促增长

1. 电力高科技第一股，栉风沐雨八十余年

国电南京自动化股份有限公司（简称“国电南自”）1999年在上海证券交易所挂牌上市，是国内第一家上市的电力高科技公司，被誉为“中国电力高科技第一股”。国电南自前身成立于1940年，在八十多年的发展历程中，始终秉持实业报国、科技强国的优良传统。1968年研制出我国第一套330kV线路保护晶体管样机，解决了当时电力领域的“卡脖子”问题，成为国产继电保护专业的奠基者，被誉为中国电力自动化产业的摇篮和孵化器；1987年研制出我国第一套高压微机线路保护装置（WXB-01），使国产电网保护自动化技术达到国际先进水平。2002年在电力体制改革中划归华电集团有限公司。

国电南自是国家高新技术企业、国家技术创新示范企业。拥有国家认定企业技术中心、国家级博士后科研工作站、国家公安部认证的网络安全等级测评与检测评估实验室及国家密码管理局认证的商用密码应用安全性评估机构等国家级科研创新平台。拥有江苏省能源系统电力电子技术重点实验室、江苏省电力监控与节能环保工程技术研究中心、江苏省安防视频监控系统工程技术研究中心、江苏省水利信息化与水电自动化工程技术研究中心、江苏省电力自动化智能变电站工程技术研究中心、江苏省基于自主可控技术的智能电厂工程技术研究中心、江苏省电力系统数字化和智能化工程研究中心等省部级科研创新平台。公司研发能力通过CMMIV2.0最新模型标准的高成熟度（五级）评估，拥有“信息系统建设和服务能力评估优秀级（CS4级）”资质。创办的《电力自动化设备》连续入选美国EI数据库、中文核心期刊目录。

图 1：国电南自发展历程



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

中国华电集团直属单位，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。国电南自的控股股东为华电集团南京电力自动化设备有限公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理

委员会。在股权结构方面，国电南自拥有多家子公司和联营企业，涉及电网自动化、电厂自动化、轨道交通自动化、信息与安全技术、新能源和输变电系统集成业务等领域。具体的子公司包括但不限于南京国电南自自动化有限公司、江苏国电南自海吉科技有限公司、南京河海南自水电自动化有限公司、南京国电南自新能源科技有限公司、北京华电信息科技有限公司、南京国电南自轨道交通工程有限公司、南京南自华盾数字技术有限公司、南京南自信息技术有限公司、南京南自数安技术有限公司、广西国电南自智慧能源有限公司、内蒙古南自智慧能源有限公司、南京国电南自新能源工程技术有限公司、江苏国电南自电力自动化有限公司、南京国电南自软件产业有限公司等。这些子公司在国电南自的整体战略中扮演着重要角色，共同推动公司在电力自动化及相关领域的技术进步和市场扩展。

图 2：国电南自股权结构情况



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

公司股权激励计划持续推进，业绩考核目标彰显公司信心。为了进一步建立、健全公司长效激励机制，充分调动核心骨干员工的积极性，公司 2021 年推出股权激励计划，面向公司董事、高级管理人员、其他领导班子成员、核心骨干员工，以达到业绩考核目标作为激励对象的主要解除限售条件，限制性股票激励计划首次授予的激励对象共计 119 人，占国电南自 2020 年底在岗员工总数的 3.17%。股权激励方案在 EOE、净利润复合增长率与 Δ EVA 均有考核标准，三个解除限售期分别要求 2022-2024 年各年的净资产现金回报率分别不低于 16%/16.8%/17.5%，较 2020 年净利润的复合增长率不低于 20%/20%/20%， Δ EVA 方面要求大于 0。此外，股权激励方案要求净资产现金回报率和净利润复合增长率均不低于对标企业 75 分位值，彰显公司的发展信心。

表 1：国电南自股权激励方案

解除限售期	业绩考核目标	解除限售比例
第一个解除限售期	2022 年净资产现金回报率（EOE）不低于 16%； 较 2020 年，2022 年净利润复合增长率不低于 20%；	33%

2022 年 Δ EVA 大于 0。
且前两项指标均不低于对标企业 75 分位值。

第二个解除限售期
2023 年净资产现金回报率 (EOE) 不低于 16.8%；
较 2020 年,2023 年净利润复合增长率不低于 20%；
2023 年 Δ EVA 大于 0。 33%
且前两项指标均不低于对标企业 75 分位值。

第三个解除限售期
2024 年净资产现金回报率 (EOE) 不低于 17.5%；
较 2020 年,2024 年净利润复合增长率不低于 20%；
2024 年 Δ EVA 大于 0。 34%
且前两项指标均不低于对标企业 75 分位值。

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

近五年公司分红比例均大于 30%，预计 24 年仍将保持 30%以上。公司 2023 年现金分红总额 0.76 亿元，分红率达 33.6%，股息率达到 1.50%，预计公司 2024 年仍将保持 30%以上的现金分红比例。

图 3：公司分红情况(亿元)

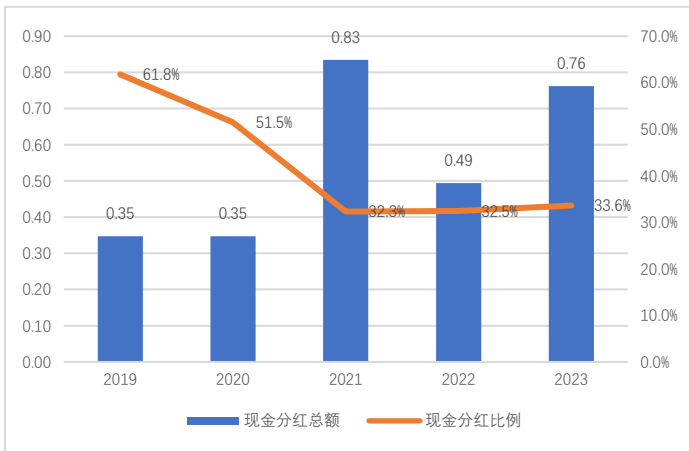
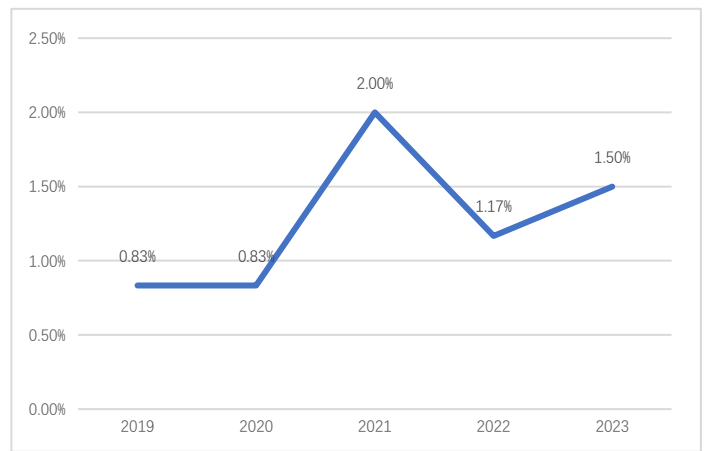


图 4：公司股息率情况



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

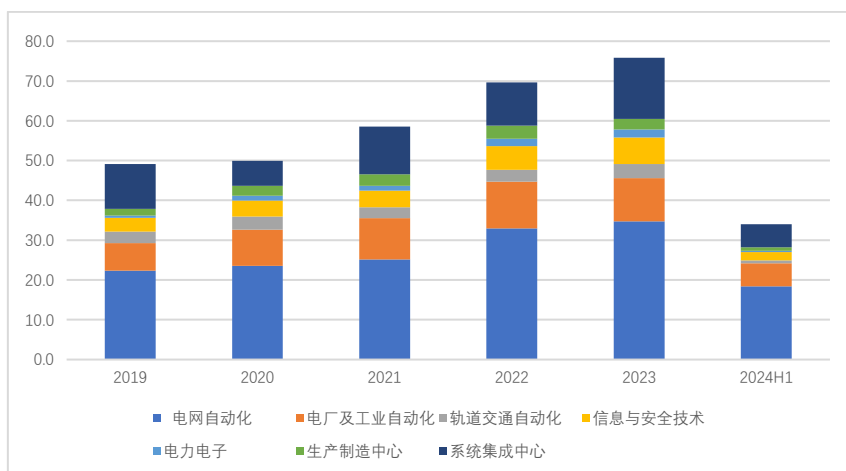
2.聚焦“5+2”产业体系，向数字智能化转型升级

公司当前产业涵盖电网自动化、电厂及工业自动化、轨道交通自动化、信息与安全技术、电力电子五大核心板块，以生产制造中心、系统集成中心为支撑，主要在电力、工业、新能源等领域为客户提供配套自动化、信息化产品、集成设备及整体解决方案，形成“5+2”产业体系，向智能化、数字化、自主化方向转型升级。

- **电网自动化业务**：主要致力于提升电网的智能化、可靠性和效率，提供变电站自动化、配网自动化、配电自动化、智能变电站等解决方案，包括监控、保护、控制和数据管理功能。
- **电厂及工业自动化业务**：专注于为电力行业及其他工业领域提供全面的自动化解决方案，提供火力发电厂、水力发电厂、核电厂等不同类型的电厂自动化解决方案，包括机组控制系统、厂级监控信息系统、智能诊断系统等。
- **轨道交通自动化业务**：专注于为轨道交通行业提供全面的自动化和信息化解决方案，提供包括地铁、轻轨、城际铁路等轨道交通系统的自动化监控和控制系统，确保轨道交通运营的安全和高效。
- **信息与安全技术业务**：聚焦于为电力行业及其他工业领域提供全面的信息化解决方案和网络安全服务，帮助客户构建安全可靠的信息化环境，保障企业信息资产的安全，同时也为电力系统和其他关键基础设施提供必要的网络安全保障。通过不断的技术创新和优质服务，国电南自在信息与安全技术领域建立了强大的专业能力。
- **电力电子业务**：涉及电力电子技术的研究、开发和应用，旨在提高电力系统的效率、可靠性和智能化水平。为电力系统、新能源、工业自动化等领域提供了先进的电力电子技术和设备支持了电力行业的现代化和可持续发展。
- **生产制造中心**：主要负责公司产品的生产制造工作。生产制造中心拥有先进的生产线和高效的生产管理体系，致力于提高生产效率和产品质量，满足市场需求。
- **系统集成中心**：专注于为电力行业及其他领域提供全面的系统集成解决方案，帮助客户实现自动化、信息化和智能化的升级，提升运营效率和安全性。同时，中心也在不断探索新技术、新应用，以保持系统集成领域的领先地位。

公司占比前三大业务分别为电网自动化、系统集成中心业务和电厂及工业自动化业务，2024年上半年分别占总营业收入的53.9%/17.0%/16.8%。

图 5：公司各业务营业收入情况(亿元)



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

3.业绩稳健增长，盈利能力较强

公司获取订单能力稳定，归母净利持续增长。得益于强大的股东背景、全面的产品布局与领先的技术能力，公司获取订单能力稳定，2024年上半年新签合同54.2亿元，为收入的稳健增长提供了基础，在公司近年营收持续稳定增长的情况下，归母净利润保持同步稳健增长，2024年上半年实现归母净利润0.53亿元，同比增长42.4%。

图 6：公司各业务新签订单情况(亿元)

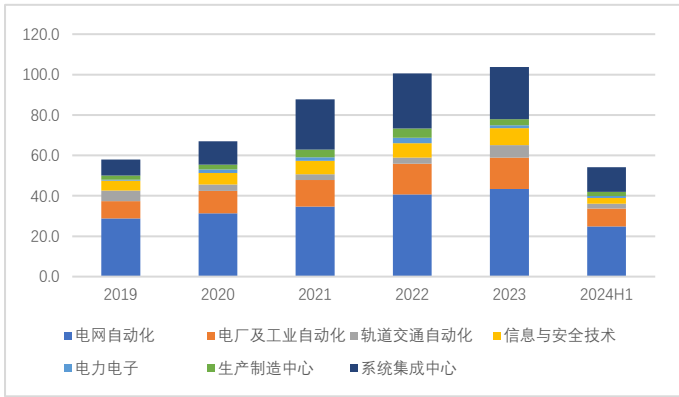
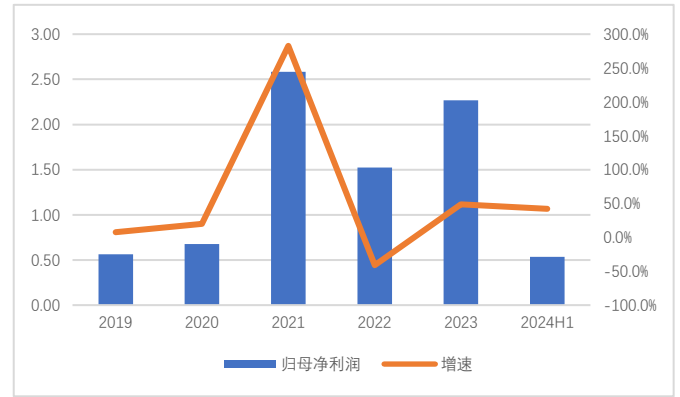


图 7：公司归母净利润及增速(亿元)



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

公司营收目标达成率高，费用计划较为精确。公司每年年报会发布下一财年的经营计划，我们通过复盘公司历史年度的营收目标达成情况以及费用规划使用情况，发现在近5年中，除了2019年和2020年营收目标达成率为78.5%和94.9%外，其余年度均较好的完成了营收目标。从期间费用的使用率来看，近五年公司费用使用率保持在94%-106%范围内，表明公司在费用管理方面计划较为精确。

图 8：公司营业收入目标及达成情况(亿元)

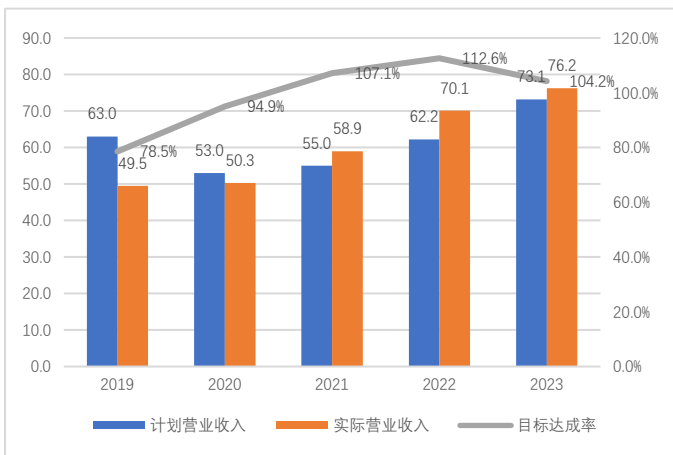
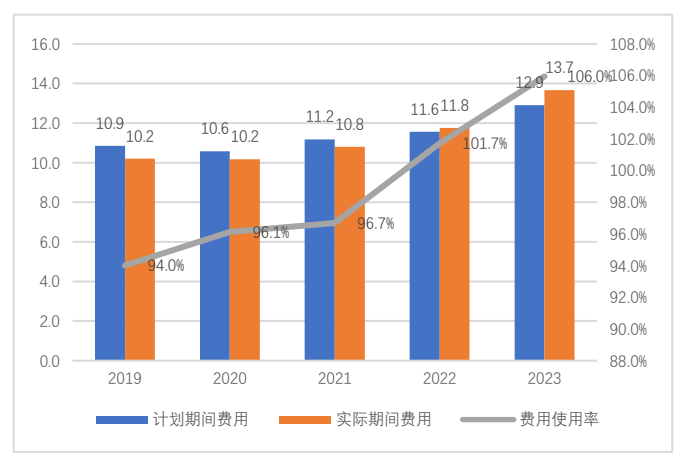


图 9：公司期间费用规划及使用情况(亿元)



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

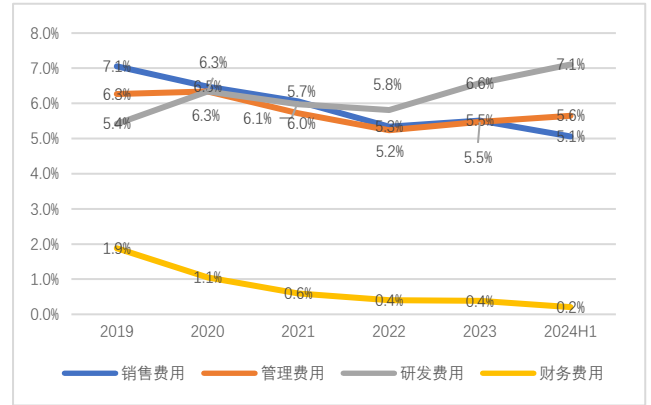
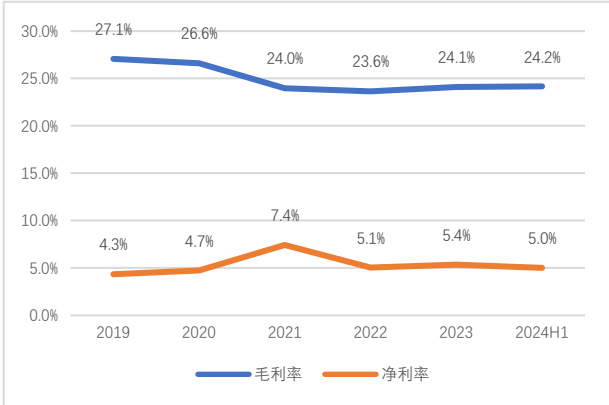
资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

公司盈利能力较强，费用管控稳定。得益于公司领先的技术与市场地位，公司盈利能力较强，2024年上半年实现毛利率/净利率为24.2%/5.0%；公司费用管控能力优秀，近年费用

水平维持稳定，2024 年上半年实现销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.1%/5.6%/7.1%/0.2%。

图 10：公司毛利率和净利率情况

图 11：公司费用率情况



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

二、电网投资高景气，电力自动化领域先行者充分受益

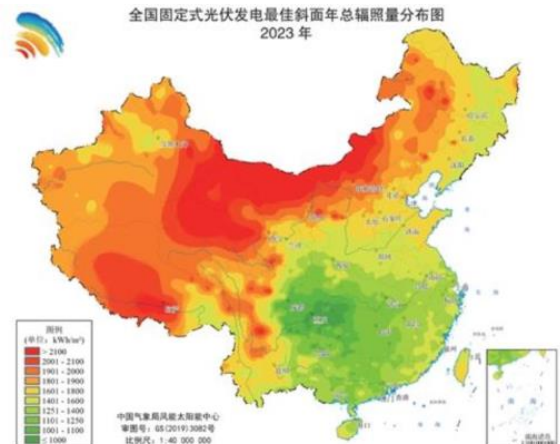
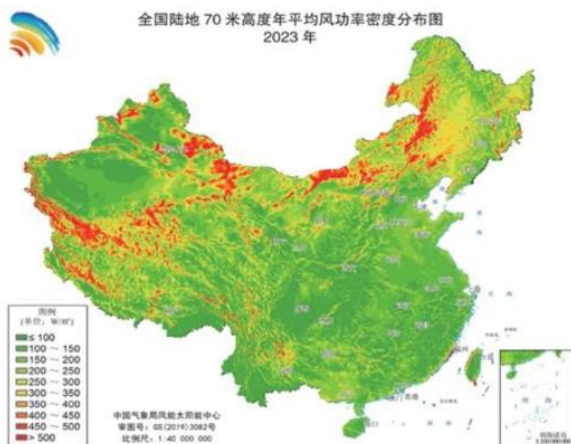
1. 新能源+逆周期调节需求，电网投资有望稳步增长

新型电力系统转型背景下，电网投资的主要方向在于两个方面：一是以特高压直流为主的输电网建设，二是配电网建设。

风光资源分布与负荷中心存在地理错配。我国风光资源的分布并不均衡，三北地区的风光资源较为丰富，而用电负荷则主要集中在中部、东部以及南部地区，因此长期以来三北地区面临较大的消纳压力。

图 12：2023 年全国风能资源分布图

图 13：2023 年全国太阳能资源分布图

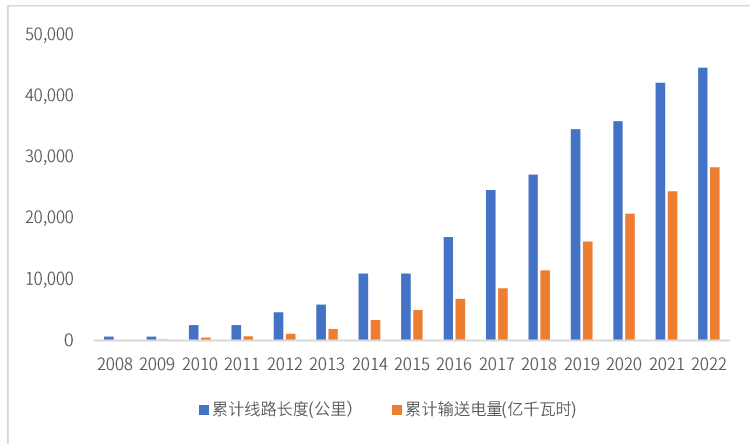


资料来源：中国气象局，源达信息证券研究所

资料来源：中国气象局，源达信息证券研究所

特高压建设可以有效解决电力资源地理错配问题。特高压建设能够缓解输送线路损耗、系统不稳定、电流易短路等问题，能将新能源电力从西部安全、快速地输送至东中部等电能需求高的地区，平衡能源与负荷分布，成为“西电东送、北电南供、水火互济、风光互补”的能源运输“主动脉”，破解能源电力发展的深层次矛盾，实现能源从就地平衡到大范围配置的根本性转变。

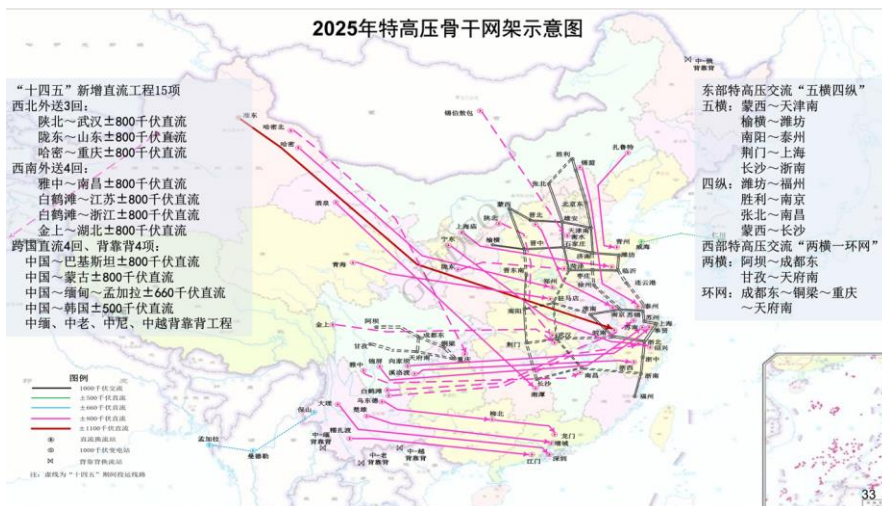
图 14：全国特高压累计线路长度和输送电量情况



资料来源：国家电网，源达信息证券研究所

“十四五”期间国网特高压计划投资 3800 亿元，24-25 年产业有望迎来建设高峰。“十四五”期间，国家电网规划建设特高压工程“24 交 14 直”，涉及线路 3 万余公里，变电换流容量 3.4 亿千伏安，总投资 3800 亿元。截至目前，明确规划的线路中仍有“一交四直”尚未开工，我们认为五条线路有望在 24 年加速开工并在“十四五”期间实现投运，24-25 年产业有望迎来建设高峰，特高压行业有望进入投资兑现期。

图 15：2025 年特高压骨干网架示意图

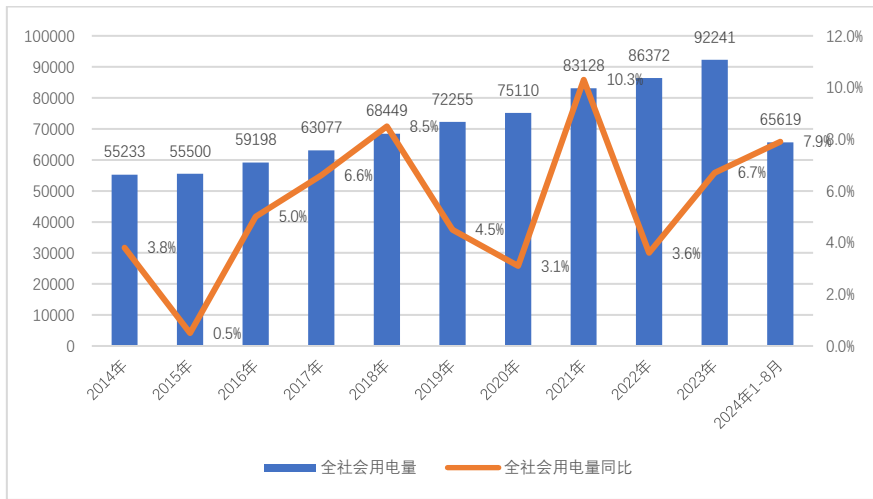


资料来源：《中国“十四五”电力发展规划研究》，源达信息证券研究所

社会用电量增长，波动性增强，配网投资需求提升。随着国内各层级产业结构的不断升级与居民日常生活电气化程度的持续提升，电力需求量持续攀升，进而对电网的承载能力提出

了更高要求。特别是在面对负荷曲线的尖峰化趋势以及社会对高可靠性、不间断供电的日益增长需求时，电网的扩容与升级变得尤为关键。为满足上述需求，配电网的建设与投资需求急剧增长。这不仅要求加大基础设施投入，还需着重提升设备的冗余度与备份能力，以构建更加坚韧、灵活的电网系统。通过增强电网的冗余设计，能够有效抵御突发状况对供电稳定性的影响，确保在高峰时段或紧急情况下，电力供应依然能够保持稳定与连续，为经济社会发展和民众生活提供坚实的能源保障。据《南方电网“十四五”电网发展规划》，“十四五”期间南方电网将投资约 6700 亿元，其中 3200 亿元投向配电网，占比 48%。

图 16：我国社会用电量及同比增速(亿千瓦时)



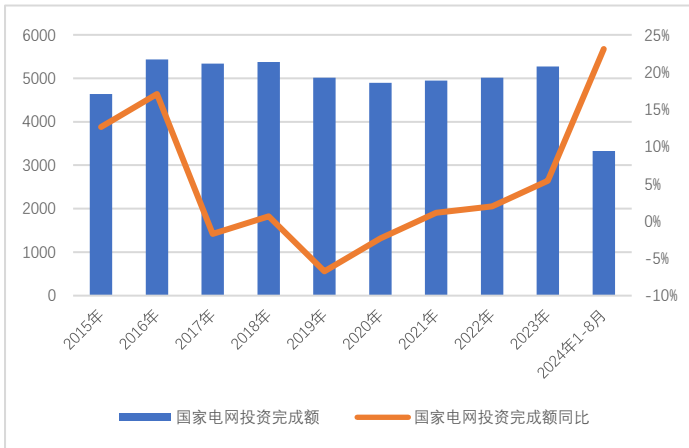
资料来源：国家能源局，源达信息证券研究所

电网投资还具备显著的逆周期调节功能，是宏观经济调控的重要工具之一。在经济下行期，通过加大电网投资力度，不仅能够直接刺激经济增长，还能通过其庞大的产业链效应，带动上下游产业的协同发展，有效缓解经济压力，实现“稳增长”的目标。因此，合理规划与实施电网投资，对于维护国家能源安全、促进经济持续健康发展具有重要意义。

新能源+逆周期调节需求下我国电网总投资规模有望实现稳步增长。新基建是稳增长的重点方向，新能源建设及电网投资将是拉动增长的主要发力点，在拉动经济、风光消纳、构建新型电力系统等多重因素的影响下，电网总投资规模有望实现稳步增长。1) 2024 年 1-8 月电网基本建设投资额为 3330.0 亿元，同比增长 23.1%。7 月 26 日，国家电网表示 2024 年全年电网投资将首次超过 6000 亿元，比去年新增 711 亿元，资金投向主要涉及特高压建设等。投资规模首次超过 6000 亿元主要是为加快构建新型电力系统，促进新能源高质量发展，推动大规模设备更新改造。2) 南方电网：规划“十四五”期间电网建设投资约 6700 亿元，其中 3200 亿元投向配电网；2021 年和 2022 年南网电网投资额分别为 995 亿元和 1250 亿元，若要达到此前“十四五”期间总共 6700 亿元电网投资的规划，南网 23-25 年年均投资额将超 1485 亿元，显著高于以往各年的电网投资额。

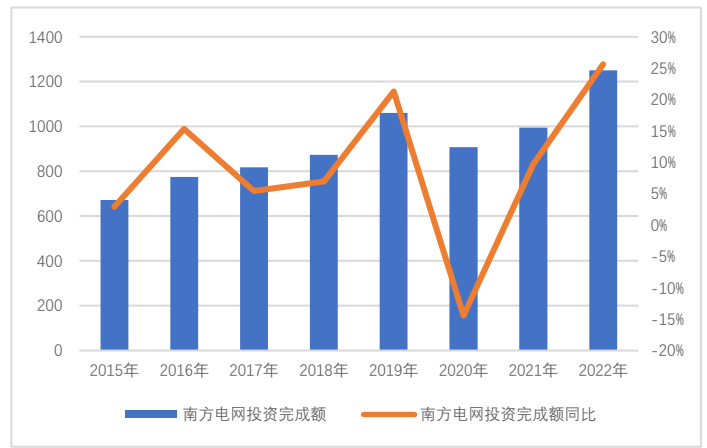
无论国网还是南网，其实际电网投资额和电网投资规划均表明我国整体电网投资有望持续加强。

图 17：国家电网投资完成额及增速(亿元)



资料来源：国家电网，源达信息证券研究所

图 18：南方电网投资完成额及增速(亿元)



资料来源：南方电网，源达信息证券研究所

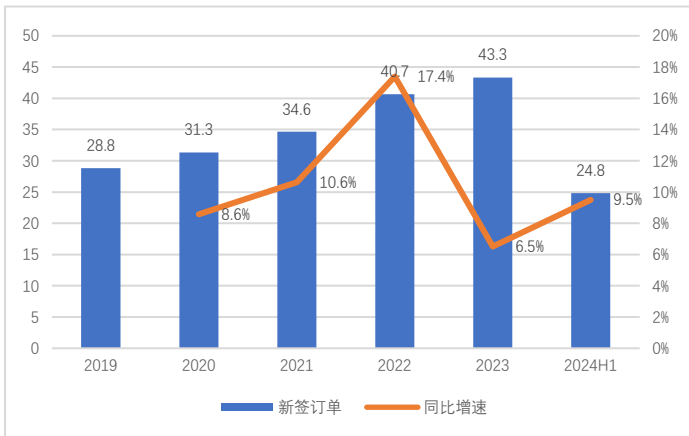
2. 电力自动化领域的先行者，公司电网自动化业务增长稳健

电网设备招标要求高，电力行业具有天然壁垒。电网是社会经济发展的“脉络”，我国目前有三大电网公司，分别是国家电网（覆盖 26 个省（自治区、直辖市））、南方电网（覆盖南方 5 个省）、蒙西电网（覆盖内蒙古自治区 8 个市盟）。考虑到保证电力供应稳定的重要性以及建设电网所需的高初始投资，电网公司在进行设备招标时对企业资质信誉、资源经验、供应能力等均据有严格的要求。电力设备行业拥有天然垄断性质，具备资源背景的企业更容易在招标中拿到项目，而项目经验亦是招标的重要考核因素，具备实力的企业更容易形成正向循环，强者恒强。

国电南自在电力自动化领域有着深厚的历史和技术积累。国电南自曾相继研究生产出中国第一代、第二代静态继电保护产品，并创造过多项全国第一，被誉为中国电力自动化产业的摇篮和孵化器。电网自动化作为公司的传统优势产业，具备较强的品牌认可度，技术实力较强，生产制造能力突出，工艺技术先进，主要面向电网及工业客户，并建立了长期良好的合作伙伴关系。从背景来看，公司是中国华电集团直属单位，母公司项目资源丰富；从技术来看，公司重视研发，洞悉国网技术发展方向，持续处于国内电网自动化行业技术领先地位。

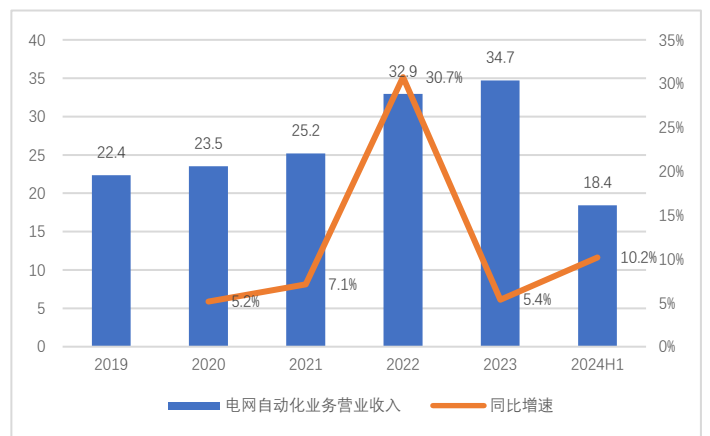
公司电网自动化业务新签订单及营业收入稳健增长。2024 年上半年，公司自动化业务保持电力系统市场领先地位，中标的重大项目有：甘肃庆阳北变电站工程、新疆乌苏变电站工程、吉林傅家变电站工程、安徽中心变电站工程、山西久安变电站工程、西藏拉萨变电站工程、重庆新玉变电站工程、辽宁金家变电站工程、河北麻家湾变电站工程、贵州盘州变电站工程等一批工程。公司电网自动化业务累计订货 24.8 亿元，同比增长 9.5%；实现营业收入 18.4 亿元，同比增长 10.2%。

图 19: 公司电网自动化业务新签订单情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 源达信息证券研究所

图 20: 公司电网自动化业务营收情况(亿元)

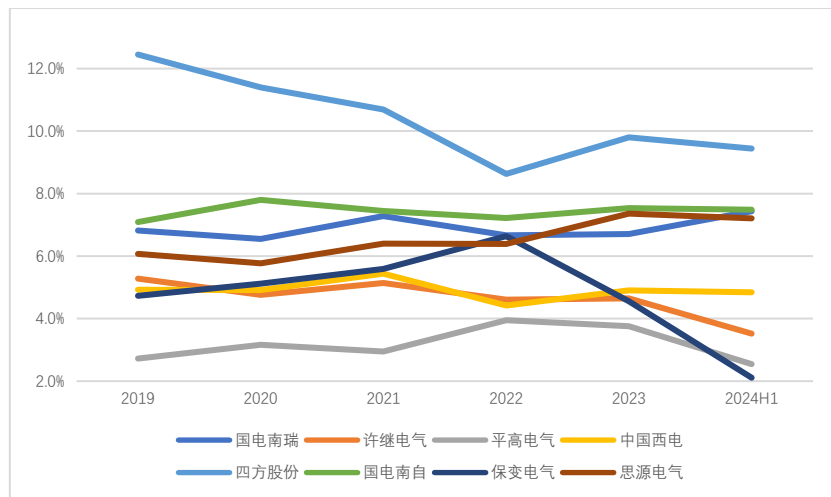


资料来源: 公司公告, 源达信息证券研究所

3. 技术底蕴深厚, 盈利质量位于行业前列

研发投入占营业收入比例行业领先, 成就公司技术优势。与行业可比公司相比, 公司研发投入占营业收入比例行业领先, 2024 年上半年, 公司研发投入占营业收入比例为 7.5%, 仅次于国电南瑞。高研发投入使公司技术优势不断提升, 技术护城河持续加深。

图 21: 公司与同业研发投入占营业收入比例对比



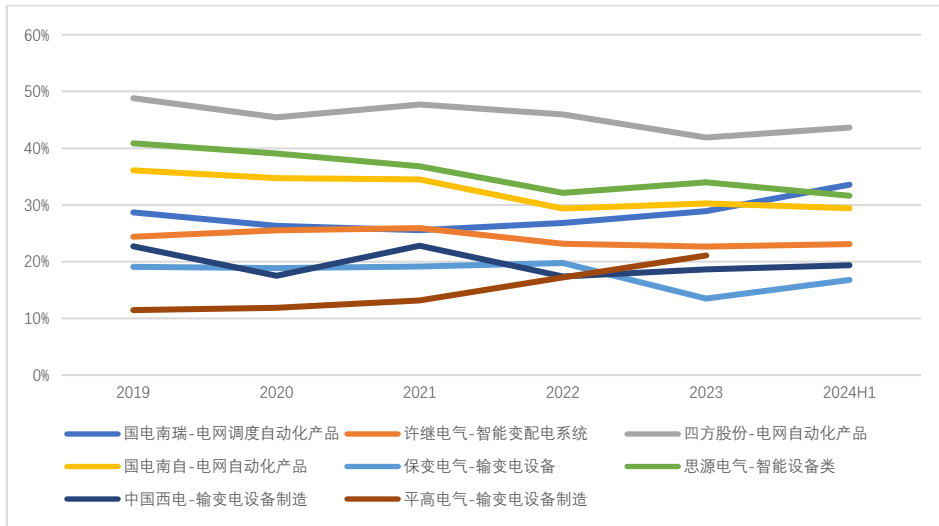
资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

公司核心技术持续突破, 专利数量众多, 研发实力雄厚。根据公司 2024 年半年报, 公司“华电睿蓝”自主可控重型燃机控制系统(TCS)在江苏华电仪征热电示范项目成功投运, 科技创新成果荣获中国大坝工程学会科学技术进步奖特等奖和中国产学研合作促进会创新成果奖一等奖各 1 项。公司完成工信部揭榜挂帅项目验收 1 项。公司及控股子公司获得专利授权 156 件, 其中发明专利 77 件; 获得专利受理 191 件, 其中发明专利受理 132 件; 获得

计算机软件著作权 23 项。主持并发布 1 项行业标准。参与并发布 10 项国家标准、1 项行业标准。

高技术带来高利润，公司电网自动化业务毛利率位于行业前列。与同业公司的电网自动化业务相比，公司的毛利率处于中等偏上水平，2024 年上半年，公司电网自动化业务毛利率为 29.4%。

图 22：公司与同业公司电网自动化相关业务毛利率对比



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

三、系统集成中心业务有望成为第二增长极，虚拟电厂构建远期成长空间

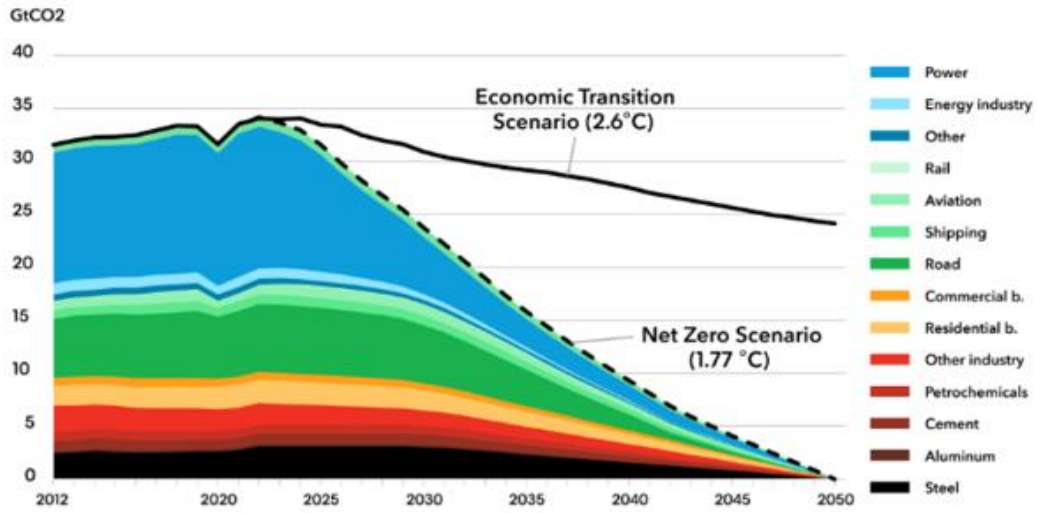
1.风光装机高增，系统集成中心业务快速发展

自《京都议定书》签订以来，气候变化成为世界范围内的重要议题。减少温室气体的排放以应对气候变暖成为世界范围内的共识，各大经济体均提出“碳减排”、“碳中和”的目标，如美国、日本和欧盟提出 2050 年达到碳中和。

我国提出“双碳”目标，走绿色发展的必由之路。2020 年 9 月，第七十五届联合国大会一般性辩论上，习近平总书记代表中国做出承诺——力争于 2030 年前达到二氧化碳排放峰值，并努力争取 2060 年前实现碳中和。这一目标提出后，各相关部委、行业协会、地区相继出台“碳达峰、碳中和”政策，相关工作快速推进。

能源结构转型是实现碳中和的关键路径。据 BNEF 预测的零碳路径模型，该模型通过合适的方法将 2022-2050 年的升温控制在 1.77 摄氏度以内，为此，到 2030 年全球碳排放量需下降 30%，到 2040 年每年下降 6%，到 2050 年达到零排放。

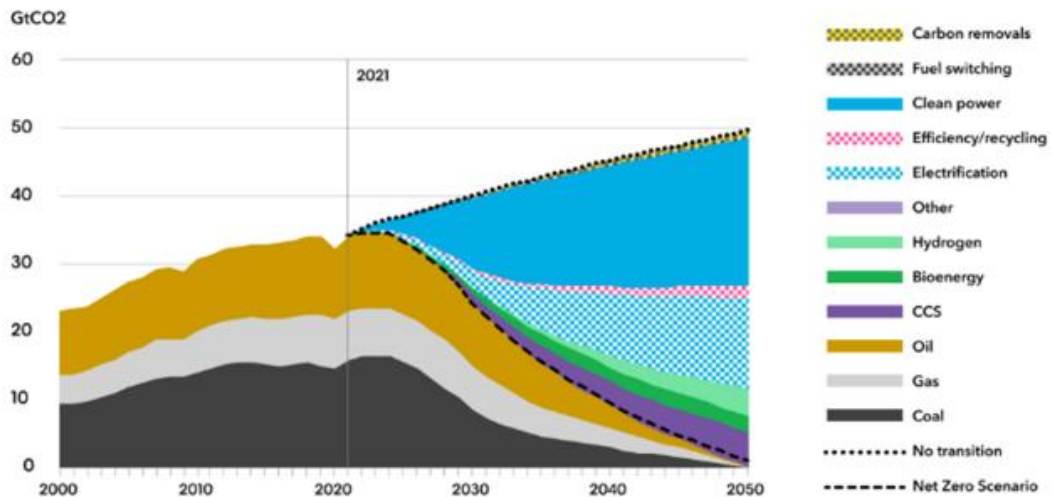
图 23：零碳路径能源排放模型



资料来源：BNEF，源达信息证券研究所

从排放结构来看，将发电从化石燃料转向清洁能源是全球减排的最大贡献者，占 2022-2050 年所有减排量的一半。这包括用风能、太阳能、其他可再生能源和核能来取代未减少的化石燃料。运输和工业流程、建筑和供热的电气化是下一个最大的贡献者，在这一时期减少了约四分之一的总排放量。氢气也是一个相当大的贡献者，尽管相对来说要小得多，占减排量的 6%。

图 24：零碳路径模型能源排放结构图



资料来源：BNEF，源达信息证券研究所

平准化度电成本逐年下降，光伏和风电经济性逐渐显现。平准化度电成本（LCOE）是指项目建设、运营过程中的全生命周期成本现值与发电量现值的比值。当度电成本低于上网电价时，项目就具备了替代传统能源的经济性，从而能够实现平价上网。根据 IRENA 数据，全球光伏发电度电成本从 2010 年的 0.381 美元/kWh 降至 2021 年的 0.048 美元/kWh，降低

了 87.4%。2020 年陆上风电度电成本从 2010 年的 0.089 美元/kWh 下降至 0.033 美元/kWh，下降幅度 63.1%，低于传统的化石能源和光伏度电成本；海上风电度电成本从 2010 年的 0.162 美元/kWh 下降至 0.075 美元/kWh，下降幅度 53.6%。

图 25：光伏度电成本(亿元)

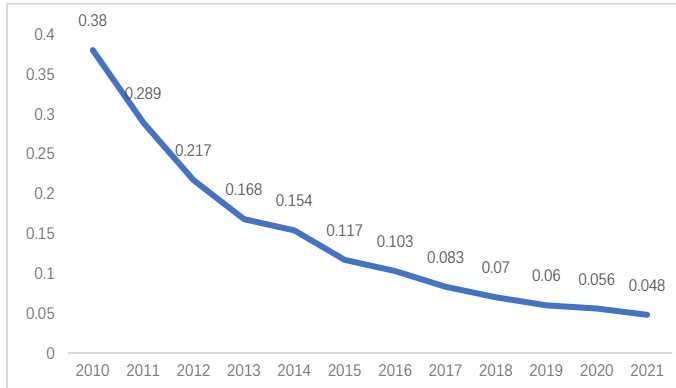
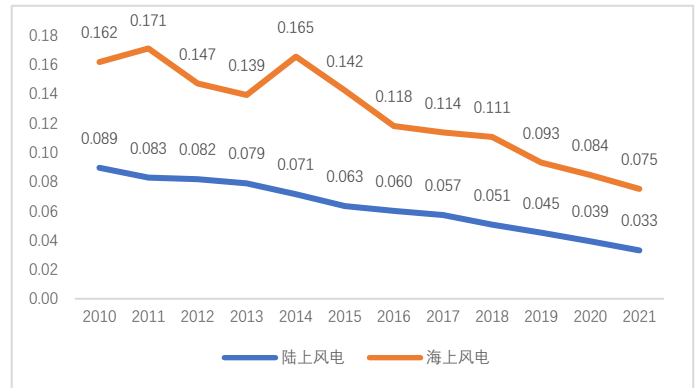


图 26：风电度电成本变化趋势 (美元/kWh)



资料来源：IRENA，源达信息证券研究所

资料来源：IRENA，源达信息证券研究所

碳中和背景下，随着光伏和风电的度电成本快速下降，光伏和风电的经济性大幅提升，光伏和风电装机持续高增。根据我们的测算，预计 2024-2026 年国内光伏装机分别为 253.2GW/288.1GW/328.7GW，同比增速分别为 16.7%/13.8%/14.1%；预计 2024-2026 年风电装机分别为 93.2GW/109.7GW/125.4GW，同比增速分别为 17.4%/17.7%/14.3%。

表 2：国内风光装机预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
国内集中式光伏新增(GW)	32.7	25.6	36.3	120.6	138.5	155.2	173.9
增速	83.3%	-21.7%	41.8%	114.5%	14.9%	12.0%	12.1%
国内分布式光伏新增(GW)	15.5	29.3	51.1	96.3	114.7	133.0	154.8
增速	29.2%	88.7%	74.6%	74.1%	19.1%	15.9%	16.4%
国内光伏新增(GW)	48.2	54.9	87.4	216.9	253.2	288.1	328.7
增速	61.5%	13.9%	59.3%	148.1%	16.7%	13.8%	14.1%
国内陆上风电新增装机(GW)	68.6	30.7	32.5	72.2	83.0	93.8	104.1
增速	176.5%	-55.3%	5.9%	122.3%	15.0%	13.0%	11.0%
国内海上风电新增装机(GW)	3.1	16.9	5.2	7.2	10.2	15.9	21.3
增速	54.5%	452.3%	-69.5%	39.3%	42.0%	55.9%	34.0%
国内风电新增装机(GW)	71.7	47.6	37.6	79.4	93.2	109.7	125.4

增速	167.5%	-33.6%	-20.9%	110.9%	17.4%	17.7%	14.3%
----	--------	--------	--------	--------	-------	-------	-------

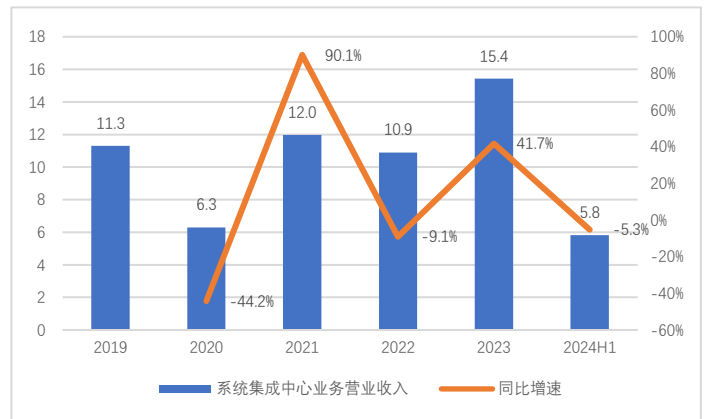
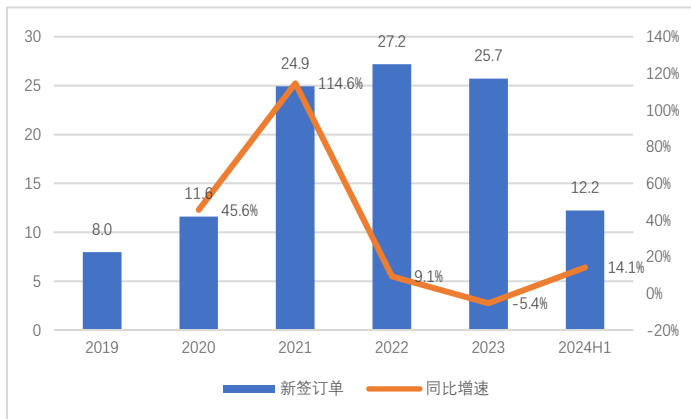
资料来源：国家能源局，GWEC，源达信息证券研究所

公司系统集成中心主要从事风力发电 EPC 总承包、光伏发电 EPC 总承包、升压站 EPC 总承包以及综合能源总承包业务，类型涵盖了大型地面光伏电站、山地光伏电站、渔光互补光伏电站、陆上风电、新能源、分布式能源、微电网、智慧能源、多能互补、增量配电、海外电力工程等。

风光装机快速增长，公司系统集成中心业务新签订单及营业收入增长迅速。2024 年上半年，公司中标及实施腾格里光伏、青海托格若储能、韶关曲江二期光伏、浙江桐庐百江光伏、攀枝花光伏、埃塞俄比亚微网光伏、埃塞俄比亚微网光伏集成采购等多个新能源项目。2019 年-2023 年，公司系统集成中心业务年新签订单从 8.0 亿元增长至 25.7 亿元，复合增速为 34.0%；实现营业收入从 11.3 亿元增长至 15.4 亿元，复合增速为 8.1%。

图 27：公司系统集成中心业务新签订单情况(亿元)

图 28：公司系统集成中心业务营收情况(亿元)



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

2.虚拟电厂的建设有望加速，或成为公司盈利新引擎

虚拟电厂能够调动负荷侧资源，兼具灵活性与经济性，是满足尖峰负荷的重要手段。依托先进的信息通信技术和高效软件系统，巧妙地将分布式电源（如太阳能、风能等）、储能装置、可调控负荷、微电网以及电动汽车等多样化的分布式能源资源进行整合与智能调度，构建起一个高度协同的虚拟能源聚合体。这一特殊形态的“电厂”，不仅能够模拟传统电厂的电力输出功能，还积极参与电力市场的交易与电网的日常运行管理，实现了资源的最优配置与供需的高效平衡。

图 29：虚拟电厂示意图



资料来源：新浪科技，源达信息证券研究所

虚拟电厂能够提升能源利用效率，降低投资成本。据国家电网测算，假设电力系统需要满足 5%峰值负荷，在投资火电厂的情形下，需要投资 4000 亿元才能实现；而通过虚拟电厂削峰填谷的情形下，只需要 500-600 亿元，总投资额是火电厂的 1/8-1/7，具有较高性价比。

目前我国虚拟电厂处于初期阶段。24 年 6 月，国家发改委发布的《电力市场监管办法》自 2024 年 6 月 1 日起施行，明确指出需要新增虚拟电厂作为电力交易主体，这将为可控负荷、新型储能、分布式新能源等灵活性资源提供进入市场的机会。

表 3：虚拟电厂相关政策梳理

发布时间	部门	文件	虚拟电厂相关重点内容
2022.03	国家发展改革委、国家能源局	《“十四五”现代能源体系规划》	提出要推动储能设施、虚拟电厂、用户可中断负荷等灵活性资源参与辅助服务；要大力提升电力负荷弹性，开展工业可调节负荷、楼宇空调负荷、大数据中心负荷、用户侧储能、新能源汽车与电网（V2G）能量互动等各类资源聚合的虚拟电厂示范。
2022.11	国家能源局	《电力现货市场基本规则（征求意见稿）》	提出推动储能、分布式发电、负荷聚合商、虚拟电厂和新能源微电网等新兴市场主体参与交易。
2023.03	国家能源局	《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》	指出要重点推进虚拟电场景的智能化、数字化试点工作。

2023.06	国家能源局、电力规划设计总院、中国能源传媒集团有限公司	《新型电力系统发展蓝皮书》	积极培育电力源网荷储一体化、负荷聚合服务、综合能源服务、虚拟电厂等贴近终端用户的新业态新模式，整合分散需求响应资源，打造具备实时可观、可测、可控能力的需求响应系统平台与控制终端参与电网调度运行，提升用户侧灵活调节能力。
2023.09	国家发展改革委、国家能源局	《电力现货市场基本规则（试行）》	稳妥有序推动新能源参与电力市场，设计适应新能源特性的市场机制，与新能源保障性政策做好衔接；推动分布式发电、负荷聚合商、储能和虚拟电厂等新型经营主体参与交易。
2024.02	国家发展改革委、国家能源局	《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》	挖掘需求侧资源调峰潜力。全面推进需求侧资源常态化参与电力系统调峰。深入挖掘可调节负荷、分布式电源等资源潜力，支持通过负荷聚合商、虚拟电厂等主体聚合形成规模化调节能力，推动实施分钟级、小时级需求响应，应对短时电力供需紧张和新能源消纳困难问题。积极推动各类调节资源参与电力市场。明确源网荷各侧调节资源和风光储联合单元、负荷聚合商、虚拟电厂等主体。
2024.06	国家发改委	《电力市场监管办法》	明确指出需要新增虚拟电厂作为电力交易主体，这将为可控负荷、新型储能、分布式新能源等灵活性资源提供进入市场的机会。

资料来源：中国政府网，源达信息证券研究所

公司虚拟电厂业务多场景落地应用。公司自主研发了虚拟电厂“云—边—端”全系列产品，形成了虚拟电厂整体解决方案，能够满足多场景下的应用需求，包括虚拟电厂、源网荷储协同互动、负荷聚合商需求侧响应平台等。目前，国电南自正在开展包括广东万博、重庆奉节、河北邯郸等地的虚拟电厂互动响应平台试点工程的实施和系统试运行工作。

随着电力市场化改革的深入和新能源的快速发展，虚拟电厂有望成为电力系统运行和电力市场交易的重要参与者，虚拟电厂业务有望为公司带来新的收入来源。

四、盈利预测与投资建议

● 盈利预测

核心假设 1: 新基建是稳增长的重点方向, 新能源建设及电网投资将是拉动增长的主要发力点, 在拉动经济、风光消纳、构建新型电力系统等多重因素的影响下, 电网总投资规模有望实现稳步增长。国电南自在电力自动化领域有着深厚的历史和技术积累。我们预计 2024-2026 年公司该板块将实现收入增速 14.6%/13.0%/11.0%, 预计 24-26 年毛利率可达 30.0%/30.0%/30.0%。

核心假设 2: 碳中和背景下, 随着光伏和风电的度电成本快速下降, 光伏和风电的经济性大幅提升, 光伏和风电装机持续高增, 公司系统集成中心业务新签订单及营业收入增长迅速。我们预计 2024-2026 年公司该板块将实现收入增速 16.9%/14.8%/14.2%, 预计 24-26 年毛利率可达 7.0%/7.0%/7.0%。

核心假设 3: 受设备技术、供应商资质等要求的制约, 电厂自动化行业进入壁垒较高, 但竞争日趋激烈, 行业利润率呈下降趋势。我们预计 2024-2026 年公司该板块将实现收入增速 12.0%/10.0%/8.0%, 预计 24-26 年毛利率可达 28.0%/27.0%/26.0%。

表 4: 国电南自 2023-2026 年分业务营收拆分(亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计					
营业收入	70.08	76.23	88.52	98.44	107.77
YOY	18.9%	8.8%	16.1%	11.2%	9.5%
营业成本	53.51	57.85	66.65	74.21	81.45
毛利	16.56	18.38	20.20	22.41	24.49
毛利率	23.6%	24.1%	22.8%	22.8%	22.7%
电网自动化产品					
营业收入	32.94	34.70	39.77	44.94	49.89
YOY	30.7%	5.4%	14.6%	13.0%	11.0%
营业成本	23.27	24.20	27.84	31.46	34.92
毛利	9.67	10.51	11.93	13.48	14.97
毛利率	29.4%	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
系统集成中心业务					
营业收入	10.89	15.43	18.04	20.72	23.65

YOY	-9.1%	41.7%	16.9%	14.8%	14.2%
营业成本	10.32	14.29	16.78	19.27	21.99
毛利	0.56	1.14	1.26	1.45	1.66
毛利率	5.2%	7.4%	7.0%	7.0%	7.0%
电厂自动化产品					
营业收入	7.78	9.19	10.29	11.32	12.23
YOY	28.0%	18.1%	12.0%	10.0%	8.0%
营业成本	5.56	6.34	7.41	8.27	9.05
毛利	2.22	2.85	2.88	3.06	3.18
毛利率	28.6%	31.0%	28.0%	27.0%	26.0%
信息技术业务					
营业收入	3.92	4.80	5.51	6.34	7.29
YOY	47.8%	22.2%	15.0%	15.0%	15.0%
营业成本	2.65	3.14	3.58	4.12	4.74
毛利	1.28	1.66	1.93	2.22	2.55
毛利率	32.5%	34.5%	35.0%	35.0%	35.0%
水电自动化产品					
营业收入	3.96	1.66	3.29	2.97	2.64
YOY	-6.7%	-58.0%	97.9%	-9.7%	-11.1%
营业成本	3.19	1.58	2.89	2.64	2.38
毛利	0.77	0.08	0.39	0.33	0.26
毛利率	19.5%	5.0%	12.0%	11.0%	10.0%
智能一次设备产品					
营业收入	3.30	2.60	2.94	2.95	2.83
YOY	12.9%	-21.3%	13.2%	0.2%	-4.0%
营业成本	2.96	2.35	2.68	2.68	2.57
毛利	0.34	0.25	0.26	0.27	0.25
毛利率	10.2%	9.6%	9.0%	9.0%	9.0%

轨道交通自动化产品					
营业收入	2.99	3.60	3.11	3.24	3.32
YOY	9.1%	20.2%	-13.5%	3.9%	2.5%
营业成本	2.28	2.60	2.34	2.43	2.49
毛利	0.71	1.00	0.78	0.81	0.83
毛利率	23.8%	27.9%	25.0%	25.0%	25.0%
信息安防产品					
营业收入	2.08	1.88	1.82	1.93	1.88
YOY	38.7%	-9.3%	-3.4%	5.9%	-2.6%
营业成本	1.66	1.47	1.46	1.54	1.50
毛利	0.42	0.42	0.36	0.39	0.38
毛利率	20.3%	22.2%	20.0%	20.0%	20.0%
节能减排产品					
营业收入	1.77	2.00	1.67	1.81	1.83
YOY	42.3%	12.9%	-16.4%	8.5%	0.8%
营业成本	1.45	1.70	1.42	1.54	1.55
毛利	0.32	0.30	0.25	0.27	0.27
毛利率	18.0%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务					
营业收入	0.44	0.37	0.40	0.40	0.39
YOY	19.6%	-16.1%	6.3%	2.1%	-3.3%
营业成本	0.17	0.19	0.26	0.26	0.25
毛利	0.27	0.18	0.14	0.14	0.14
毛利率	60.5%	48.8%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

表 5：国电南自 2023-2026 年财务和估值数据摘要(亿元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	76.23	88.52	98.44	107.77

增长率(%)	8.78%	16.12%	11.20%	9.48%
归属母公司股东净利润	2.27	3.37	3.89	4.46
增长率(%)	48.98%	48.50%	15.52%	14.69%
每股收益 EPS(元)	0.22	0.33	0.38	0.44
每股经营现金流(元)	0.86	0.57	1.09	1.28
销售毛利率	24.11%	24.71%	24.61%	24.42%
销售净利率	5.37%	6.87%	7.14%	7.48%
净资产收益率(ROE)	7.22%	10.00%	10.73%	11.38%
投入资本回报率(ROIC)	10.63%	15.85%	14.76%	15.35%
市盈率(P/E)	27.19	18.31	15.85	13.82
市净率(P/B)	1.96	1.83	1.70	1.57

资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

● 投资建议

综合前文，我们预测国电南自 2024-2026 年归母净利润分别为 3.37/3.89/4.46 亿元，对应 EPS 为 0.33/0.38/0.44 元。我们选取与公司电网业务存在一定相似性的大型电力设备公司国电南瑞、思源电气、许继电气，作为国电南自的可比公司。截止 2024 年 9 月 26 日，可比公司 2024 年一致性预期平均 PE 为 25 倍，考虑到公司在电力自动化领域有着深厚的历史和技术积累，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，六个月目标价 8.25 元，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值表

代码	简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	归母净利润(亿)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600406.SH	国电南瑞	26.1	2,092.6	80.6	91.1	103.1	26	23	20
002028.SZ	思源电气	68.6	530.9	20.5	25.5	30.9	25	20	17
000400.SZ	许继电气	31.3	318.9	12.3	16.2	19.9	25	19	16
可比公司平均							25	21	17
600268.SH	国电南自	6.1	62.1	3.4	3.9	4.5	18	16	14

资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

注：时间截止至 2024 年 9 月 26 日

五、风险提示

电网投资不及预期的风险。电网计划投资额和实际完成额之间可能存在差异，电网投资实际完成额不及预期可能影响相关公司的经营水平，对盈利能力造成不良影响。

公司中标情况不及预期的风险。公司电网业务占比较高，后续在全网招标中若中标不及预期，或影响公司主要业务。

原材料价格波动风险。公司产品成本构成中，钢材、有色金属、非金属材料等原材料在总成本中占一定比重。原材料价格的波动将对公司盈利能力产生一定程度的影响。

表 7: 预测报表摘要

资产负债表							利润表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	17.77	12.14	18.14	22.13	24.61	29.94	营业收入	58.93	70.08	76.23	88.52	98.44	107.77
应收票据及账款	38.10	41.06	40.84	52.17	56.14	60.91	营业成本	44.80	53.51	57.85	66.65	74.21	81.45
预付账款	1.43	1.71	1.51	2.02	2.20	2.33	税金及附加	0.47	0.55	0.45	0.64	0.69	0.73
其他应收款	0.92	0.91	0.88	1.19	1.25	1.35	销售费用	3.57	3.74	4.20	4.43	4.53	4.63
存货	9.38	11.15	11.38	13.65	15.09	16.42	管理费用	3.37	3.67	4.17	4.43	4.53	4.63
其他流动资产	0.03	0.03	0.15	0.09	0.11	0.15	研发费用	3.52	4.07	5.01	5.42	6.08	6.78
流动资产总计	67.63	67.00	72.90	91.25	99.39	111.10	财务费用	0.35	0.28	0.29	0.15	0.21	0.12
长期股权投资	6.79	6.74	6.69	6.72	6.75	6.78	资产减值损失	-0.37	-0.19	-0.26	-0.37	-0.34	-0.40
固定资产	8.81	8.34	8.27	7.55	7.79	9.03	信用减值损失	-0.47	-0.90	-0.65	-0.87	-1.02	-1.03
在建工程	0.00	0.00	0.00	2.00	3.33	3.83	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	3.25	4.08	4.25	3.90	4.06	4.33	投资收益	1.88	-0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
长期待摊费用	0.01	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	6.54	5.85	7.30	8.29	8.61	8.61	资产处置收益	-0.01	0.06	0.01	0.01	0.01	0.01
非流动资产合计	25.40	25.01	26.53	28.47	30.55	32.59	其他收益	0.93	1.08	1.34	1.34	1.34	1.34
资产总计	93.03	92.01	99.43	119.72	129.94	143.69	营业利润	4.81	4.26	4.72	6.96	8.21	9.38
短期借款	6.01	3.40	0.83	5.74	4.73	5.31	营业外收入	0.04	0.04	0.15	0.15	0.15	0.15
应付票据及账款	37.93	36.96	40.60	49.74	52.91	58.68	营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债-其他	8.95	12.18	13.95	15.50	18.17	19.44	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	52.88	52.54	55.39	70.98	75.81	83.42	利润总额	4.84	4.30	4.87	7.10	8.35	9.52
长期借款	4.31	2.45	3.03	2.77	2.44	2.02	所得税	0.47	0.75	0.77	1.01	1.32	1.46
其他非流动负债	0.30	0.46	0.78	0.78	0.78	0.78	净利润	4.38	3.55	4.10	6.08	7.03	8.06
非流动负债合计	4.61	2.91	3.81	3.54	3.22	2.79	少数股东损益	1.79	2.03	1.83	2.72	3.14	3.60
负债合计	57.49	55.45	59.19	74.53	79.02	86.21	归属母公司股东净利润	2.58	1.52	2.27	3.37	3.89	4.46
股本	6.95	7.06	8.47	8.47	8.47	8.47	EBITDA	6.69	6.17	7.09	10.33	12.02	13.63
资本公积	13.17	13.67	12.33	12.33	12.33	12.33	NOPLAT	4.21	3.59	4.11	6.08	7.08	8.04
留存收益	6.88	7.16	10.64	12.88	15.46	18.42	EPS(元)	0.25	0.15	0.22	0.33	0.38	0.44
归属母公司权益	27.00	27.89	31.44	33.68	36.26	39.23							
少数股东权益	8.53	8.67	8.80	11.51	14.65	18.25	主要财务比率						
股东权益合计	35.54	36.56	40.24	45.19	50.91	57.47	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债和股东权益合计	93.03	92.01	99.43	119.72	129.94	143.69	成长能力						
							营收增长率	17.1%	18.9%	8.8%	16.1%	11.2%	9.5%
现金流量表							营业利润增长率	74.2%	-11.4%	10.8%	47.2%	18.0%	14.2%
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EBIT 增长率	57.2%	-11.8%	12.7%	40.5%	18.2%	12.5%
税后经营利润	4.38	3.55	4.10	4.78	5.75	6.77	EBITDA 增长率	38.9%	-7.7%	14.9%	45.7%	16.4%	13.3%
折旧与摊销	1.50	1.60	1.94	3.09	3.46	3.99	归母净利润增长率	282.7%	-41.0%	49.0%	48.5%	15.5%	14.7%
财务费用	0.35	0.28	0.29	0.15	0.21	0.12	经营现金流增长率	3.4%	-39.1%	91.2%	-33.3%	90.0%	17.7%
投资损失	-1.88	0.03	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	盈利能力						
营运资金变动	2.25	-2.22	1.24	-3.67	0.17	0.66	毛利率	24.0%	23.6%	24.1%	24.7%	24.6%	24.4%
其他经营现金流	0.90	1.33	1.21	1.52	1.52	1.52	净利率	7.4%	5.1%	5.4%	6.9%	7.1%	7.5%
经营性现金净流量	7.50	4.57	8.73	5.82	11.06	13.02	营业利润率	8.2%	6.1%	6.2%	7.9%	8.3%	8.7%
资本支出	0.38	0.37	0.29	5.00	5.50	6.00	ROE	9.6%	5.5%	7.2%	10.0%	10.7%	11.4%
长期投资	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.8%	1.7%	2.3%	2.8%	3.0%	3.2%
其他投资现金流	-0.02	-0.07	-0.15	-0.21	-0.23	-0.22	ROIC	11.1%	9.2%	10.6%	15.8%	14.8%	15.3%
投资性现金净流量	-0.40	-0.31	-0.45	-5.21	-5.73	-6.22	估值倍数						
短期借款	-2.19	-2.60	-2.57	4.91	-1.01	-2.43	P/E	23.88	40.50	27.19	18.31	15.85	13.82
长期借款	2.68	-1.86	0.58	-0.26	-0.33	-0.42	P/S	1.05	0.88	0.81	0.70	0.63	0.57
普通股增加	0.00	0.11	1.41	0.00	0.00	0.00	P/B	2.28	2.21	1.96	1.83	1.70	1.57
资本公积增加	0.00	0.50	-1.33	0.00	0.00	0.00	股息率	1.4%	0.8%	1.2%	1.8%	2.1%	2.4%
其他筹资现金流	-2.90	-5.99	-0.91	-1.28	-1.52	-1.62	EV/EBIT	15.78	14.18	12.80	10.49	9.08	8.15
筹资性现金净流量	-2.41	-9.84	-2.83	3.37	-2.86	-4.47	EV/EBITDA	12.24	10.51	9.30	7.35	6.47	5.76
现金流量净额	4.68	-5.59	5.44	3.99	2.48	2.33	EV/NOPLAT	19.45	18.07	16.04	12.49	10.98	9.77

资料来源: 公司公告, 源达信息证券研究所

投资评级说明

行业评级	以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
看好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上
中性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上
看淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下
公司评级	以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对于恒生沪深 300 指数表现+20%以上
增持：	相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%
中性：	相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动
减持：	相对于沪深 300 指数表现-10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区峨山路 91 弄 100 号陆家嘴软件园 2 号楼 701 室

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。