

国电南自 (600268)

老牌二次设备供应商,全面发展稳健成长【勘误版】

增持 (首次)

2024年09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

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	7008	7623	8331	8829	9347
同比 (%)	18.92	8.78	9.28	5.98	5.87
归母净利润 (百万元)	152.28	226.87	273.05	312.78	351.51
同比 (%)	(41.04)	48.98	20.36	14.55	12.38
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.15	0.22	0.27	0.31	0.35
P/E (现价&最新摊薄)	42.10	28.26	23.48	20.50	18.24

投资要点

- 老牌二次设备供应商, 80年全面发展。**公司前身1940年的“水工仪器制造试验工厂”, 经国家电力公司南京电力自动化设备总厂独家发起、以公开募集方式成立。历经80多年的发展, 已经成为国内知名的电力自动化的解决方案供应商。公司业务从传统的电网、电厂、水电自动化专业扩展至轨道、信息技术、信息安全、智能一次设备、电力电子等多个领域。公司经营风格稳健, 我们预计公司23-26年营收CAGR为7%。
- 网内二次份额稳步提升, 发电侧受益股东赋能。**1) **网内业务**, 24年国网电网投资超6000亿, 我国电网建设进入加速阶段。公司网内二次设备覆盖从特高压-主网-配网全电压等级。公司在主网侧份额稳步提升, 在国网市场份额从23年的9%提升至24YTD的11%, 受清洁能源大基地建设并网+特高压线路配套需求增加影响, 电网招标需求向500kV和750kV倾斜, 公司作为“老六家”之一有望受益。2) **网外业务**, 公司是华电集团的控股公司, 深耕电厂端二次设备领域, 具备火电、水电、核电以及新能源等二次设备及系统解决方案, 随着火电、核电等基荷电源核准建设加速, 公司电厂自动化业务有望保持稳健增长。
- 轨交+信息多业务协同, 电力电子+一次设备有望贡献新增量。**公司业务覆盖行业较多, 1) **轨交领域**, 公司是轨交自动化的系统解决方案供应商, 铁路投资有望进入加速阶段, 其中通信、信号及电力设备投资占比在20%+, 投资总量的增长有望带动公司轨交业务的发展。2) **公司信息及安全业务主要面向对内**, 主要需求来源于华电集团对信息化和安全检测等业务的需求, 我们预计未来业务增长有望保持稳增。3) **电力电子和一次设备是公司积极拓展的业务**, SVG、储能PCS等有望随新能源市场的发展迎来成长机遇, 一次设备中直流屏等产品实现了海外市场的突破, 有望为公司带来新的业绩增长点。
- 盈利预测与投资评级:**公司是老牌的电力自动化设备系统解决方案供应商, 网内随电网新一轮基建加速+网外水、火、核以及新能源的建设, 公司作为二次设备的老牌企业有望充分受益。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.73/3.13/3.52亿元, 同比+20%/15%/12%, 估值对应现价分别为23x、21x、18x, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** 电网投资不及预期, 发电侧投资不及预期, 竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.31
一年最低/最高价	4.85/8.08
市净率(倍)	2.12
流通A股市值(百万元)	6,347.48
总市值(百万元)	6,411.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.98
资产负债率(% ,LF)	60.88
总股本(百万股)	1,016.09
流通A股(百万股)	1,005.94

相关研究

内容目录

1. 老牌二次设备供应商，深耕电网及电源侧市场	4
1.1. 老牌二次设备供应商，80 年全面发展	4
1.2. 华电集团赋能，管理层经验丰富	4
1.3. 营收稳健增长，提质增效盈利能力有望改善	6
2. 新型电力系统如火如荼，源网荷储协同发展提供增长新动力	10
2.1. 新型电力系统如火如荼，电网建设迎来新的成长阶段	10
2.2. 新能源建设是主线，水火核等传统能源仍然不可或缺	12
2.3. 电网+电厂二次设备成熟供应商，有望充分受益能源转型大时代	13
3. 轨交+信息技术多业务协同，电力电子+一次设备贡献新增量	17
3.1. 铁路建设投资高景气，公司轨交业务有望乘风快速发展	17
3.2. 信息安全扎根对内服务，电力电子+一次设备随新能源市场加速	19
4. 盈利预测与投资评级	20
5. 风险提示	22

图表目录

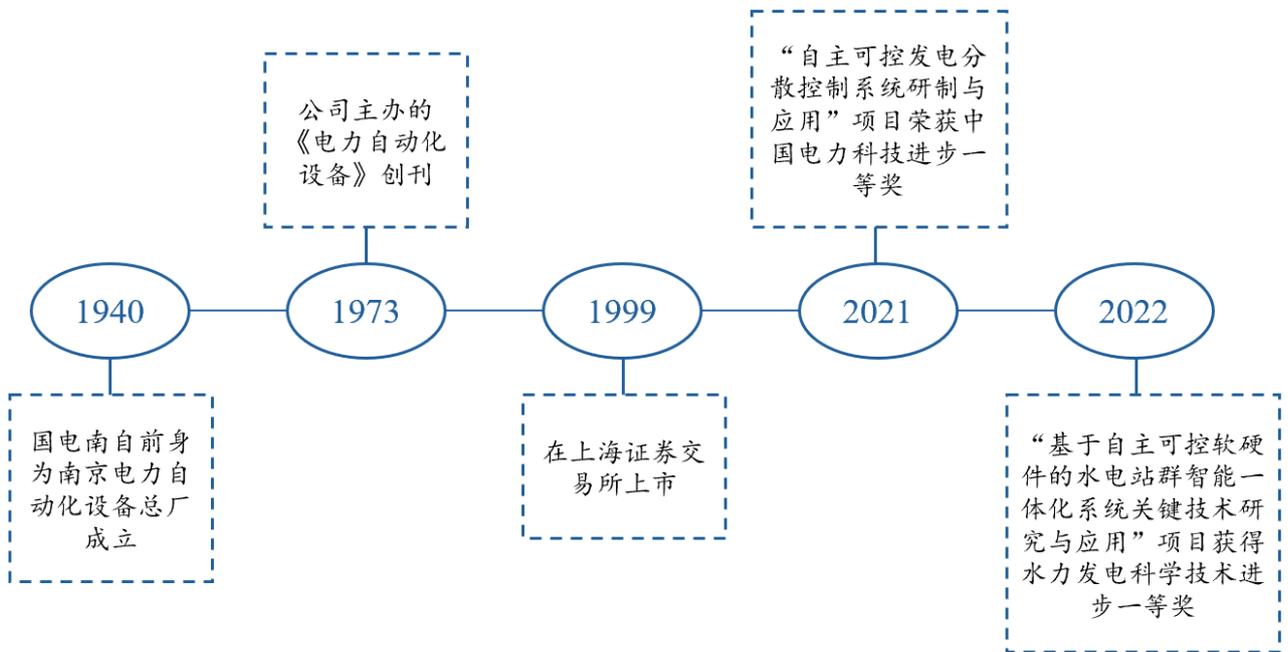
图 1:	发展历程	4
图 2:	公司股权结构 (截至 24H1)	5
图 3:	“十四五”以来营收保持稳健增长	7
图 4:	23 年归母净利润增速亮眼	7
图 5:	毛利率/归母净利率较为稳定	7
图 6:	研发投入不断增加, 费用率稳中有降	7
图 7:	员工层面持续降本, 研发技术人员保持稳增 (单位: 人)	8
图 8:	公司主营业务电力二次设备为主 (营业收入口径, 单位: 亿元)	8
图 9:	公司现金流较为充沛	9
图 10:	公司 ROE 水平仍有较大提升空间 (单位: %)	9
图 11:	电网投资进入高速增长阶段	10
图 12:	2019 年开始电源投资增速已超过电网	11
图 13:	电网冗余容量在逐渐减少 (单位: 万 kVA)	11
图 14:	“十四五”新能源建设是主线 (万 kW)	13
图 15:	火电等传统能源增速亮眼 (万 kW)	13
图 16:	19 年期核电项目核准重启, 22-24 年节奏保持稳定	13
图 17:	23 年国网变电继电保护和变电站计算机监控中标份额 (金额口径)	15
图 18:	24 年前四批国网变电继电保护和变电站计算机监控中标份额 (金额口径)	15
图 19:	全国铁路投资有望进入新一轮高景气阶段	17
图 20:	铁路建设成本中通信、信号及电力设备采购占 10%	18
图 21:	城轨建设成本中机电设备采购占约 20%	18
图 22:	23 年公司新签轨交自动化订单同比+112%	19
图 23:	公司其他业务板块订单稳健增长	20
表 1:	管理层履历 (截止 24H1)	6
表 2:	国网变电物资招标 (截至 24 年第五批, 单位: 台、套)	11
表 3:	国网保护类设备招标需求 (截至 24 年第五批, 单位: 套)	12
表 4:	国网变电监控设备招标需求 (截至 24 年第五批, 单位: 套)	12
表 5:	公司产品基本覆盖电网侧及发电侧, 实践案例丰富	14
表 6:	23 年末公司在手光伏总包项目	15
表 7:	公司轨交自动化产品及应用案例	18
表 8:	国电南自收入拆分	21
表 9:	可比公司估值表 (截至 2024 年 9 月 28 日)	22

1. 老牌二次设备供应商，深耕电网及电源侧市场

1.1. 老牌二次设备供应商，80 年全面发展

老牌电力系统二次设备供应商，多次转型业务覆盖新型电力系统全环节。国电南自前身是民国政府中央水利处组建于 1940 年的“水工仪器制造试验工厂”，经国家电力公司南京电力自动化设备总厂独家发起、以公开募集方式成立。历经 80 多年的发展，已经成为国内知名的电力自动化的解决方案供应商。公司历史悠久，99 年从南自总厂分拆成立国电南自，并在上交所挂牌上市，成为国内电力系统首家高科技上市公司。公司产品布局涵盖“发输变配用”新型电力系统全环节，从传统的电网、电厂、水电自动化专业扩展至轨道、信息技术、信息安全、智能一次设备、电力电子等多个领域，并涉足国内外总包业务。

图1: 发展历程

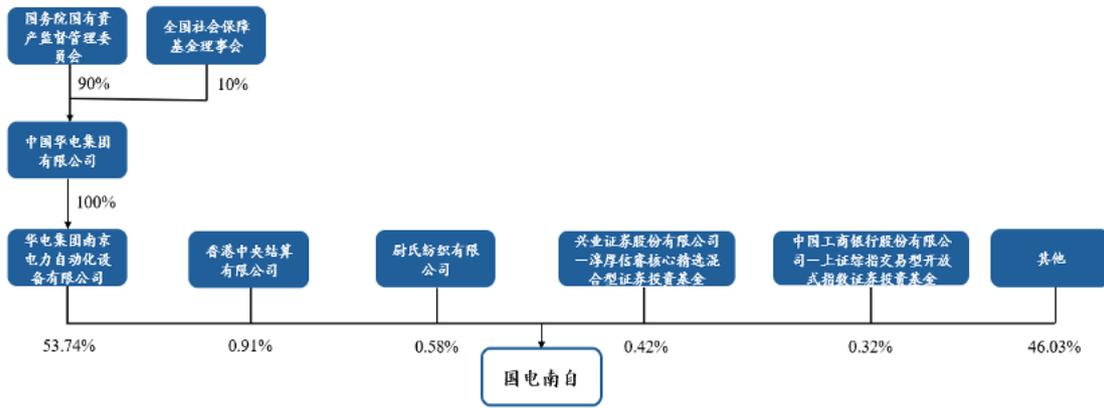


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 华电集团赋能，管理层经验丰富

依托华电集团赋能，股权结构稳定。公司创立之初是由南京电力自动化设备总厂发起，背后实控人是国家电力公司，2002 年《电力体制改革方案》获批，国家电力公司拆分为两大电网公司和五大发电集团，厂网就此分开，公司的控股股东划归至华电集团公司，国电南自至此成为华电集团的孙公司。截至 24H1，华电集团通过华电集团南京自动化设备有限公司持有公司 53.74% 股权，股权结构稳固。

图2: 公司股权结构 (截至 24H1)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

管理层大多为公司培养, 对公司业务和管理经营理解深刻。公司董事长经海林出身于国家电力公司南京自动化设备总厂管理, 历任国电南自财务总监、董秘等管理岗位, 管理经验丰富。总经理刘颖市场营销出身, 市场营销领域经验丰富, 加之对早年参与现场调试设计, 技术+营销经验的结合, 有助于公司在市场端持续突破。

表1: 管理层履历 (截止 24H1)

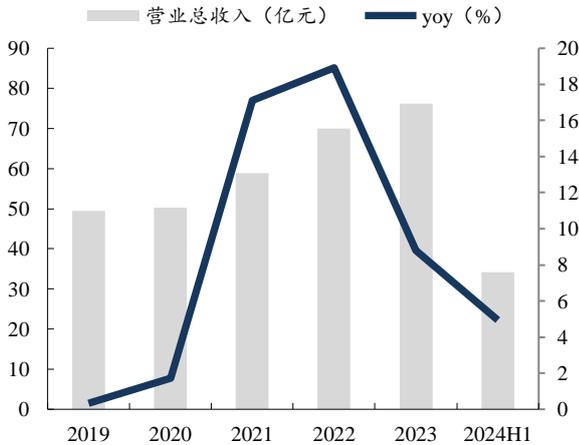
姓名	职务	主要经历
经海林	董事长、董事	男, 1968年8月出生, 南京大学工商管理硕士, 高级会计师, 中共党员。曾任: 国家电力公司南京电力自动化设备总厂财务处会计、处长助理、副处长, 国电南京自动化股份有限公司财务部主任, 国电南京自动化股份有限公司财务总监, 国电南京自动化股份有限公司副总经理兼财务总监、党组成员, 国电南京自动化股份有限公司副总经理兼财务总监, 第五届、第六届董事会秘书、总法律顾问、党组成员, 国电南京自动化股份有限公司总经理、党委副书记、总法律顾问, 国电南京自动化股份有限公司第六届董事会董事, 国电南京自动化股份有限公司党委副书记、总经理、总法律顾问, 国电南京自动化股份有限公司第七届董事会董事, 国电南京自动化股份有限公司第八届董事会董事。现任: 国电南京自动化股份有限公司党委书记, 国电南京自动化股份有限公司第八届董事会董事长。
刘颖	董事、总经理	男, 1972年12月出生, 毕业于江苏水利高等专科学校电气技术专业, 大专学历, 东南大学计算机、工商管理双硕士, 研究生学历, 正高级工程师, 中共党员。曾任: 南京电力自动化设备总厂调试、设计、设计师, 国电南自营销部经理、华北大区总监, 南京新宁电力技术有限公司营销总监, 国电南京自动化股份有限公司市场部副主任、主任兼北京办事处主任, 国电南京自动化股份有限公司营销总监兼市场部主任, 国电南自水利水电自动化分公司总经理, 南京河海南自水电自动化有限公司总经理, 国电南自副总工程师兼南京国电南自自动化有限公司党委书记、副总经理, 国电南自总经理助理, 国电南京自动化股份有限公司副总经理、党委委员。现任: 国电南京自动化股份有限公司党委副书记、总经理, 国电南京自动化股份有限公司第八届董事会董事。
薛冰生	董事	男, 1969年12月出生, 毕业于南京工程学院, 大学本科, 正高级会计师, 中共党员。曾任: 江苏华电扬州发电有限公司财务资产部副主任、主任、副总会计师, 中国华电集团公司江苏分公司监察审计部副主任, 江苏华电扬州发电有限公司副总经理、党委委员, 国电南京自动化股份有限公司第七届监事会监事, 中国华电集团有限公司驻南京审计处处长, 国电南京自动化股份有限公司第八届监事会监事; 现任: 中国华电集团有限公司直属单位专职董事, 国电南京自动化股份有限公司第八届董事会董事。
郭效军	董事	男, 1965年5月出生, 毕业于华中理工大学电力系统及自动化专业, 工学硕士, 正高级工程师, 中共党员。曾任: 电力工业部南京电力自动化设备总厂线路保护分厂技术副厂长, 国家电力公司南京电力自动化设备总厂第一副总工程师、技术处处长, 国电南京自动化股份有限公司总工程师、党委委员, 国电南京自动化股份有限公司副总经理兼总工程师、党组成员, 国电南京自动化股份有限公司总工程师、党委委员, 国电南京自动化股份有限公司第七届董事会董事。现任: 国电南京自动化股份有限公司第八届董事会董事, 国电南京自动化股份有限公司副主任级咨询职务。
罗振新	职工代表董事	男, 1966年9月出生, 毕业于华北电力学院电力系统及其自动化专业, 正高级工程师, 中共党员。曾任: 新疆玛纳斯发电厂担任各种职务, 新疆玛纳斯发电有限责任公司担任各种职务, 新疆吐鲁番发电有限责任公司副总经理、党委委员, 新疆华电红雁池发电有限责任公司副总经理、党委委员, 新疆华电红雁池发电有限责任公司总经理、党委委员, 华电新疆发电有限公司乌鲁木齐热电厂厂长、党委委员, 华电陕西能源有限公司副总经理、党组成员, 华电陕西能源有限公司副总经理、党委委员, 国电南京自动化股份有限公司党委副书记、工会主席。现任: 国电南京自动化股份有限公司党委副书记、工会主席, 国电南京自动化股份有限公司第八届董事会职工代表董事。
李同春	独立董事	男, 1963年6月出生, 毕业于河海大学水工结构工程专业, 工学博士, 教授, 博士生导师。曾任: 河海大学水资源高效利用与工程安全国家工程研究中心常务副主任, 南京河海科技有限公司总经理, 河海大学创新研究院院长, 中国水力发电工程学会抗震防灾专委会主任委员, 河海大学农业工程学院院长, 国电南京自动化股份有限公司第七届董事会独立董事。现任: 河海大学水利水电工程学院教授, 江苏省水力发电工程学会常务理事兼秘书长, 中国水利学会水工结构专委会副主任委员、水利管理专业委员会委员, 国电南京自动化股份有限公司第八届董事会独立董事。
黄学良	独立董事	男, 1969年10月出生, 毕业于东南大学, 工学博士, 教授, 博士生导师。曾任国电南京自动化股份有限公司第七届董事会独立董事, 威腾电气集团股份有限公司独立董事, 江苏大烨智能电气股份有限公司监事。现任东南大学成贤学院常务副院长, 国电南京自动化股份有限公司第八届董事会独立董事, 并任中国电机工程学会理事、中国电工技术学会理事、江苏省智能电网产业链首席专家等。
苏文兵	独立董事	男, 1965年10月出生, 毕业于南京大学工商管理专业, 管理学博士。现任南京大学商学院会计学系教授。从事管理会计和资本市场会计行为方面的教学和研究工作, 发表学术论文60余篇, 出版多部会计专业著作。历任江苏宏图高科技股份有限公司、江苏省新能源开发股份有限公司、苏州瑞可达连接系统股份有限公司、江苏天奈科技股份有限公司、江苏大全凯帆开关股份有限公司独立董事等。现兼任浙江森马服饰股份有限公司(SZ002563)独立董事、江苏金智科技股份有限公司(SZ002090)独立董事、江苏洪泽农村商业银行股份有限公司独立董事, 国电南京自动化股份有限公司第八届董事会独立董事。
骆小春	独立董事	男, 1969年11月出生, 毕业于南京大学法学院, 经济法博士。现任南京工业大学学术期刊编辑部主任, 法学教授。兼任南京仲裁委员会仲裁员, 江苏省法学会经济法研究会副会长, 江苏省法学会房地产法研究会常务理事, 江苏省期刊协会常务理事, 国电南京自动化股份有限公司第八届董事会独立董事。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 营收稳健增长, 提质增效盈利能力有望改善

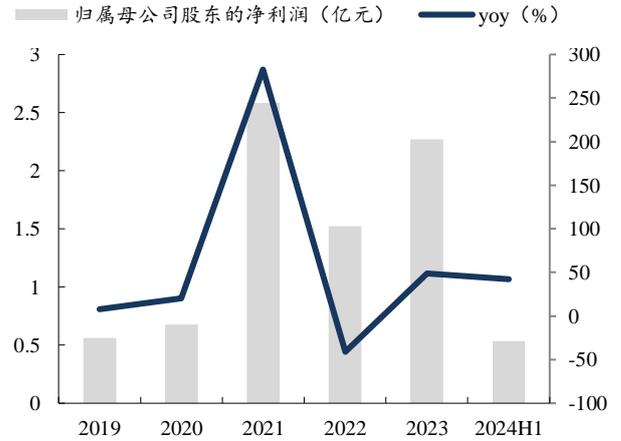
营收稳健增长, 近年来利润保持高速增长。“十四五”以来, 公司营收始终保持稳健增长, 19-23年实现营收CAGR为11%。盈利方面, 公司因21年公寓楼销售确收, 投资收益同比大幅增加, 总的来看, 19-23年归母净利润CAGR为42%, 利润保持高速增长。我们认为, 随着新型电力系统的加速推进, 公司作为二次设备的老兵, 营收有望保持稳健增长, 利润随着盈利能力改善有望较快增长。

图3：“十四五”以来营收保持稳健增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

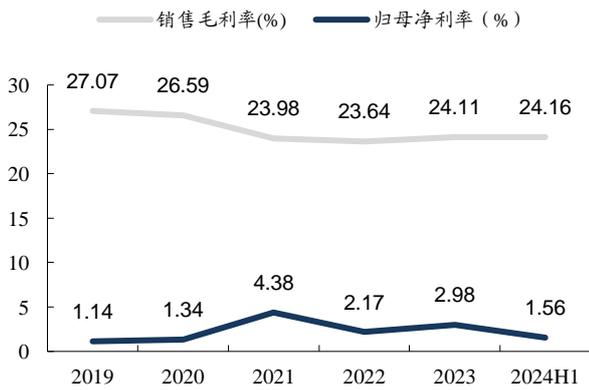
图4：23年归母净利润增速亮眼



数据来源：Wind，东吴证券研究所

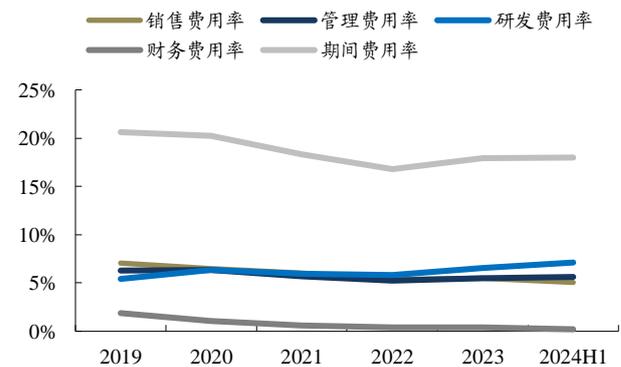
费用率稳中有降，盈利能力总体保持稳定。公司产品以二次设备为主，19-24H1销售毛利率保持在20%以上，近年来受网外新能源市场收入占比提升，公司毛利率有所下滑，销售毛利率从19年27.07%下降至24H1的24.16%，同时叠加上国网二次继电保护部分招标批次价格战影响，产品毛利有所承压。公司积极推进产品优化降本，22-24H1毛利率稳步提升。费用端，公司时刻保持高强度的研发投入，23年研发费用率为6.58%，同比+0.76pct，19-23年公司持续提质增效，提高费用管控，期间费用率实现稳中有降，我们认为未来随着公司管理层面持续降费，费用率有望持续压降。

图5：毛利率/归母净利率较为稳定



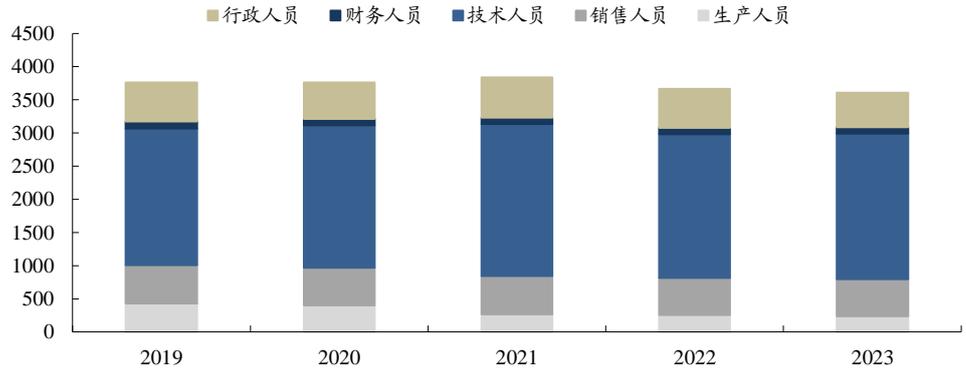
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：研发投入不断增加，费用率稳中有降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

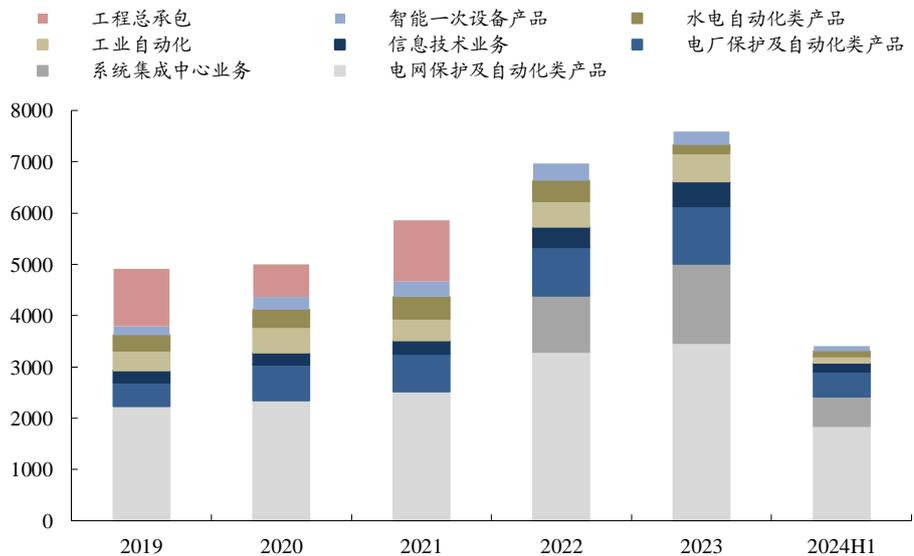
图7: 员工层面持续降本, 研发技术人员保持稳增 (单位: 人)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司以电力自动化系统产品为核心, 形成电网、发电、工业轨交、信息技术、电力电子等综合电力系统业务体系。公司的技术核心优势在电力自动化系统, 其中以电网保护及自动化产品为核心, 23 年收入占比为 46%, 该业务主要以网内继电保护、监控、变电站自动化系统等产品为主, 下游客户主要是国家电网和南方电网公司。除此之外, 公司依托华电集团的股东资源, 23 年发电侧保护及自动化系统(电厂自动化+水电自动化)收入占比为 14%; 近年来公司积极拓展风光 EPC 总包工程, 23 年系统集成业务收入占比为 20%, 该业务占比较高, 对公司整体利润率水平有所影响。

图8: 公司主营业务电力二次设备为主 (营业收入口径, 单位: 亿元)

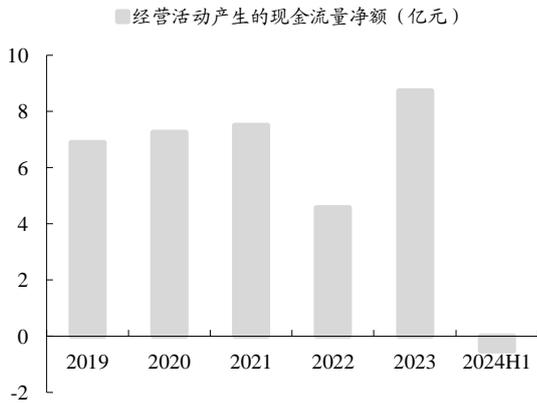


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司经营性现金流充沛, ROE 仍有较大提升空间。公司持续加强回款管理, 23 年

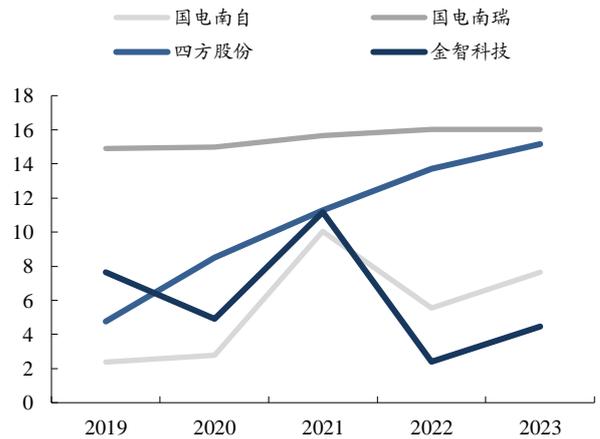
公司经营性净现金净流入 8.73 亿元，同比+91%，23 年末公司货币资金 18.14 亿元，账上现金储备充沛，发展基础扎实。我们选取同为电力系统二次设备的国电南瑞、四方股份、金智科技的 ROE 进行对比，23 年国电南自/国电南瑞/四方股份/金智科技的 ROE 分别为 7.65%/16.02%/15.16%/4.46%，公司 ROE 水平近年来稳健增长，但相比二次头部公司仍有较大提升空间。

图9：公司现金流较为充沛



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：公司 ROE 水平仍有较大提升空间（单位：%）



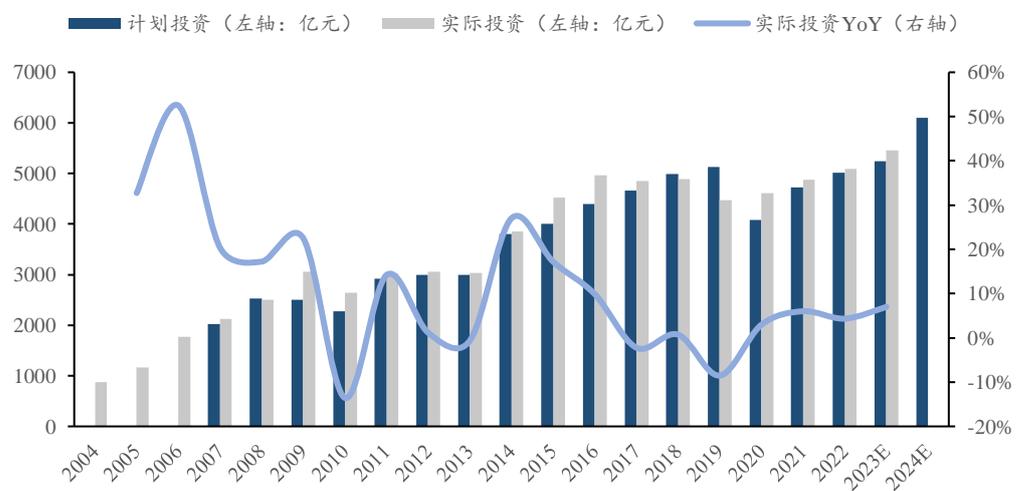
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 新型电力系统如火如荼，源网荷储协同发展提供增长新动力

2.1. 新型电力系统如火如荼，电网建设迎来新的成长阶段

“双碳”战略驱动“十四五”电网投资额稳健增长，23年实现超5%的稳健增长，24年预计约+8%增长。为了解决国家大力发展清洁能源和能源转型的战略目标，预计“十四五”期间，国网年均投资额有望维持在5000亿以上的高位。23年年初国网预计实现5200+亿的电网投资，同比+4.5%，从全年执行情况看，国网实际完成额约5300亿+，同比+5%。根据国网新闻，24年电网投资首次突破6000亿，同比双位数增长，我们认为随着大基地的建设推进，电网投资有望维持高速增长。

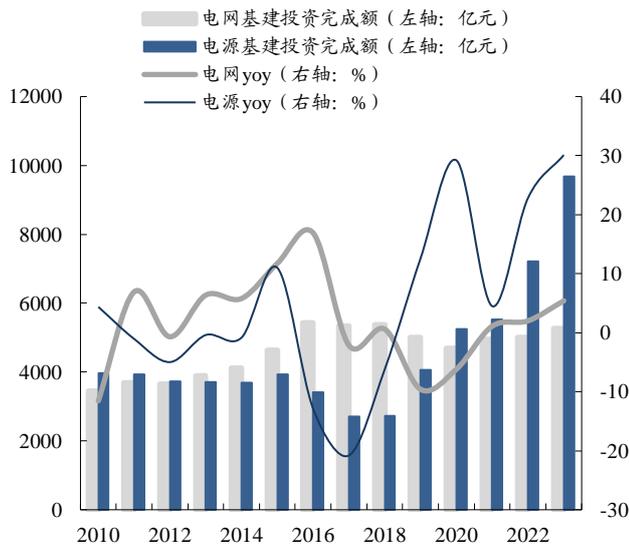
图11：电网投资进入高速增长阶段



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

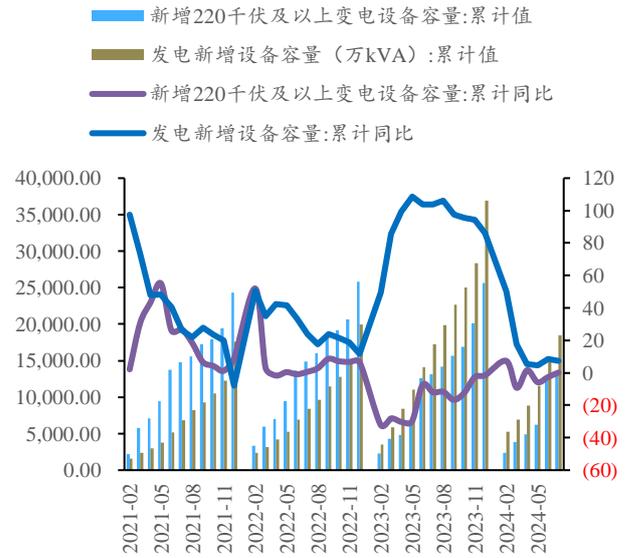
双碳战略的实施拉动电源侧投资&装机快速增长，电网建设滞后或将成为新能源并网外送的瓶颈。电网在经历“十二五”、“十三五”的大规模建设后，投资规模有所下降。从2020年开始，受“双碳”战略的拉动，电源基础建设投资额的总量超过电网，新增发电容量的增速开始超过电网新增220kV及以上变电容量的增速。2023年受清洁能源大基地建设提速，新增变电容量开始小于发电设备新增容量，电网冗余度被持续挤压。为了保证后续可靠的新能源的可靠并网+电网稳定，我们预计24-25年电网投资依旧将重点解决大基地外送问题。

图12: 2019年开始电源投资增速已超过电网



数据来源: 中电联, 东吴证券研究所

图13: 电网冗余容量在逐渐减少 (单位: 万 kVA)



数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

从电网设备招标需求看, 受益于电网基础建设的加强, 一次和二次设备招标需求迎来快速增长。根据国网电子商务平台, 截至国网 2024 年第五批变电物资招标, 变压器/组合电器/电抗器/互感器/电容器/断路器/隔离开关/消弧线圈/开关柜/保护类设备/变电监控等分别同比+11%/7%/13%/20%/16%/31%/18%/15%/13%/19%/18%, 整体需求稳健增长。

表2: 国网变电物资招标 (截至 24 年第五批, 单位: 台、套)

产品	21A	21A YoY	22A	22A YoY	23A	23A YoY	24 (1)	24 (2)	24 (3)	24 (4)	24 (5)	24YTD YoY
变压器 (容量MVA)	192,432	43.7%	299,689	55.7%	379,464	26.6%	69,569	97,038	87,851	78,783	35,624	10.7%
组合电器 (套)	9,556	27.3%	11,291	18.2%	13,612	20.6%	2,378	2,135	3,096	2,307	2,370	7.1%
电抗器	1,302	63.8%	1,503	15.4%	1,773	18.0%	359	363	390	345	279	13.0%
互感器	17,228	155.4%	19,755	14.7%	29,341	48.5%	5,777	9,845	7,122	4,616	3,235	19.5%
电容器	3,738	84.6%	4,482	19.9%	5,235	16.8%	1,154	1,384	1,306	800	685	15.8%
断路器	2,647	73.2%	3,610	36.4%	4,432	22.8%	995	1,915	937	515	539	31.0%
隔离开关	10,173	210.2%	11,013	8.3%	13,165	19.5%	2,861	4,492	3,126	1,929	1,425	18.3%
消弧线圈	1,432	236.9%	1,505	5.1%	1,888	25.4%	389	509	563	247	247	15.2%
开关柜	33,294	135.9%	36,919	10.9%	43,188	17.0%	8,345	11,596	10,512	6,343	5,642	12.6%
保护类设备	18,403	10.9%	18,323	-0.4%	23,164	26.4%	4,170	6,837	6,082	3,587	3,225	18.5%
变电监控设备	1,553	121.5%	1,466	-5.6%	1,566	6.8%	243	536	411	223	224	17.8%

数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

对于二次设备, 招标保持稳健增长。根据国网电子商务平台, 24 年二次设备 (含保护及变电监控) 需求整体保持稳健增长, 截至 24 年第五批, 保护类设备/变电监控招标需求同比+19%/18%, 其中 500kV&750kV 超高压保护招标量同比+45%/42%, 500kV&750kV 超高压变电监控招标量同比+108%/50%, 主要系西北主网扩容+特高压配套需求带动。往后看, 我们认为 750kV 二次设备有望保持较快速的增长。

表3: 国网保护类设备招标需求 (截至 24 年第五批, 单位: 套)

保护类设备电压 (KV)	21A	21A YoY	22A	22A YoY	23A	23A YoY	24 (1)	24(2)	24(3)	24(4)	24(5)	24YTD YoY
10	22	37.5%	32	45.5%	107	234.4%	3	1	0	0	0	-87.9%
35	672	98.2%	880	31.0%	1,014	15.2%	186	228	393	121	137	14.4%
低压总计 (10-35kV)	694	95.5%	912	31.4%	1,121	22.9%	189	229	393	121	137	10.9%
66	1,047	174.1%	824	-21.3%	993	20.5%	255	436	175	136	57	17.1%
110	5,649	368.0%	5,996	6.1%	7,962	32.8%	1,250	2,246	1991	939	922	7.3%
220	8,033	-18.6%	7,494	-6.7%	8,242	10.0%	1,437	2,631	2003	1471	1216	19.0%
330	699	-7.7%	821	17.5%	1,168	42.3%	92	215	280	160	245	-3.0%
500	2,059	-34.1%	1,856	-9.9%	2,878	55.1%	726	839	837	629	432	44.5%
750	222	-41.0%	232	4.5%	611	163.4%	165	114	312	118	38	42.3%
总计	18,403	10.9%	18,323	-0.4%	23,164	26.4%	4,170	6,837	6,082	3,587	3,225	18.5%
220kV及以上保护装备	16,662	5.1%	10,403	-37.6%	12,899	24.0%	2,420	3,799	3,432	2,378	1,931	23.5%

数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

表4: 国网变电监控系统招标需求 (截至 24 年第五批, 单位: 套)

变电监控系统电压 (KV)	21A	21A YoY	22A	22A YoY	23A	23A YoY	24 (1)	24(2)	24(3)	24(4)	24(5)	24YTD YoY
低压总计 (10-35kV)	428	226.7%	456	6.5%	464	1.8%	61	210	89	59	63	16.7%
66	98	30.7%	93	-5.1%	94	1.1%	20	51	31	20	11	51.1%
110	715	262.9%	694	-2.9%	706	1.7%	108	199	222	87	102	15.8%
220	273	16.7%	196	-28.2%	246	25.5%	38	63	50	42	33	1.8%
330	9	-18.2%	7	-22.2%	12	71.4%	2	2	2	1	2	-18.2%
500	24	-11.1%	19	-20.8%	34	78.9%	9	10	11	12	12	107.7%
750	1	0.0%	1	0.0%	10	900.0%	5	1	6	2	1	50.0%
总计	1,553	121.5%	1,466	-5.6%	1,566	6.8%	243	536	411	223	224	17.8%

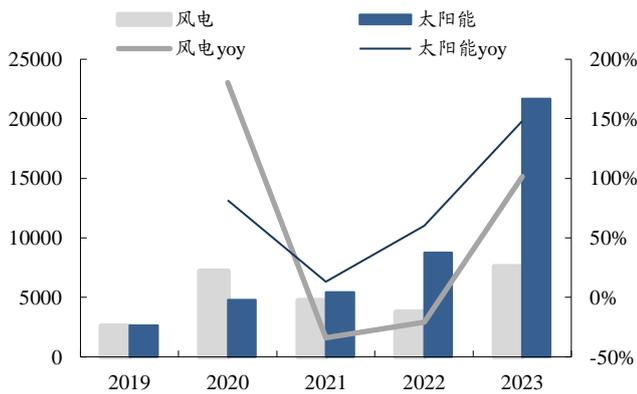
数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

2.2. 新能源建设是主线, 水火核等传统能源仍然不可或缺

“十四五”是我国能源转型、大力发展以新能源为主体的新型电力系统关键期, 以风光为核心的新能源建设发展迅猛。根据国家能源局数据, 23 年新增光伏/风电装机分别 21688/7590 万 kW, 同比+148%/102%, 发展迅猛。我们预计随着光伏平价、需求超预期阶段已过, 行业进入成长型增速放缓阶段, 光储平价打开远期空间, 后续需求可保持平稳增长。

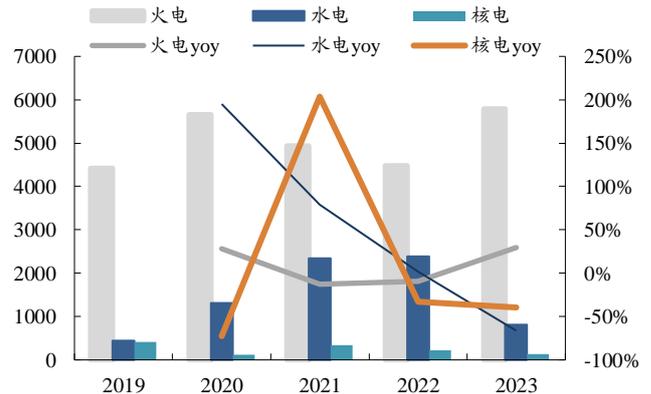
传统能源是我国能源体系的压舱石, 火电、核电等建设景气度向上。根据国家能源局数据, 23 年我国火电/核电/水电 (含抽蓄) 新增装机容量分别为 5793/804/138 万 kW, 同比+30%/-39%/-66%。2020 年“双碳”目标提出, 煤电发展有所紧缩, 火电新增装机增速下滑。2022 年火电新增装机增速降至 2.76%。但随着相关能源政策对火力发电的定位更加清晰, 火电作为基础保障性和系统调节性电源的价值逐步凸显。

图14: “十四五” 新能源建设是主线 (万 kW)



数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

图15: 火电等传统能源增速亮眼 (万 kW)



数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

核电项目核准加速, 发展进入高速期。2016-2018 是我国核电发展的低谷期, 一方面 2011 年日本福岛核事故带来的舆情仍在, 另一方面我国的核电技术未有明确进展, 在这几年间我国未有新增审批通过的核电项目。随着第三代核电技术逐渐成熟, 2019 年我国重启核电项目审批。2019、2020、2021 年分别核准 4 台、4 台、5 台机组; 2022 年后进入核准高峰期, 22、23 年分别核准 10 台机组, 24 年 8 月新核准 10 台三代核电机组和 1 台四代高温气冷堆机组。核电项目批复节奏加快, 传递出我国核电事业发展进入高速轨道。

国家关于核电发展的政策态度积极, 为核电发展提供背书。2022 年 1 月, 国家发展和改革委员会、国家能源局两部门联合发布《“十四五” 现代能源体系规划》, 指出要积极安全有序发展核电, 到 2025 年, 核电运行装机容量达到 7,000 万千瓦左右。按照 2023 年底装机 5703.1 万千瓦的现状估算, 24-25 年均市场空间为 6.5GW。

图16: 19 年期核电项目核准重启, 22-24 年节奏保持稳定



数据来源: 中国核能行业协会, 东吴证券研究所

2.3. 电网+电厂二次设备成熟供应商, 有望充分受益能源转型大时代

公司的产品覆盖发电侧和电网侧, 产品序列齐全。公司在二次设备领域产品齐全,

拥有覆盖特高压、高压、配网、火电、水电、新能源发电等各应用场景的产品，同时运行业绩丰富。作为老牌的二次设备国产化替代的供应商，公司不断突破市场壁垒，先后在虚拟电厂、微电网等领域实现订单突破，截至 24H1，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，并且在浙江、广东、河北等全国多个地区、多种场景和多类型电力市场中应用。

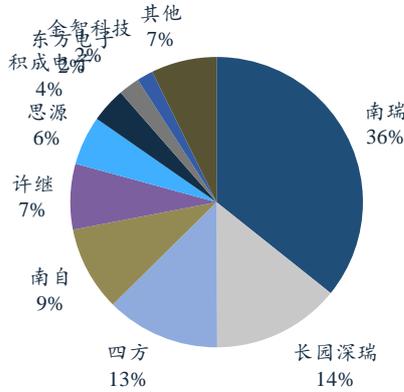
表5: 公司主要产品基本覆盖电网侧及发电侧，实践案例丰富

市场	应用场景	主要产品	典型运行业绩
电网	特高压	PSR-660U系列测控; PSR-600U系列线路保护; PSR-630U系列断路器保护; PST-1200U系列变压器保护; SGB-750系列母线保护;	承德1000kV特高压工程 晋东南-南阳-荆门1000kV特高压 皖电送淮南-上海1000kV特高压 浙北-福州1000kV特高压 淮南-南京-上海1000kV特高压工程 锡盟-山东1000kV特高压工程 蒙西-天津南1000kV特高压工程等
	智慧变电站	PSL-620U系列中压线路保护; PST-671U系列中压变压器保护等	1000kV承德变 750kV新疆乌苏变 750kV新疆三塘湖变 500kV浙江双龙变等
	智慧配电网	DS6000配电自动化系统; DSL3250配电自动化终端 (DTU) ; DS6700配电自动化终端 (FTU) ; PDS6100智能微电网能量管理系统	2014年国网第一批配网集招项目 上海浦东配电自动化项目 国网浙江、重庆等地区配网终端项目
发电	火电	PSVR 100发电机励磁控制系统; PSX800发电厂AGC/AVC控制系统; NCS升压站网络监控系统; ECMS厂用电监控管理系统; maxDNA分散控制系统	新疆喀什二期2×350MW机组AVC 新疆乌鲁木齐热电2×330MW机组AVC等 江苏扬州热电2×480MW 9F燃机励磁系统 浙江江东热电2×480MW 9F燃机励磁系统 江苏戚墅堰电厂2×480MW 9F燃机励磁系统等
	水电	SA80C系列可编程逻辑控制器 SD8000C水电站监控系统 SDG801系列保护数字式发电机变压器保护装置 SDS800转速测控装置	
	光伏	PSX830 新能源电站功率预测系统 预装式变电站	山东济宁微山100MW电站 湖北黄冈武穴花桥50MW电站 海南海口灰场光伏25MW电站 湖南岳阳擂鼓台20MW电站 辽宁建昌巴什罕20MW电站 辽宁朝阳黑牛营子17MW电站
	风电		

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

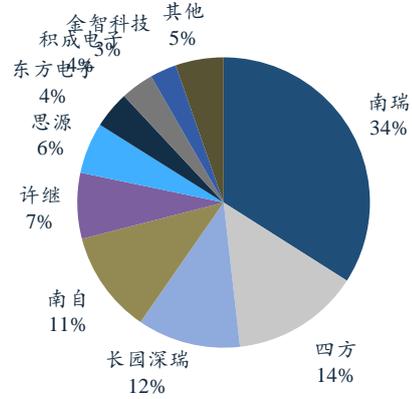
公司提高市场端投入，保护及监控中标份额有所提升。公司对市场端持续加大投入，网内市场二次设备市场份额不断提升。根据国网电子商务平台，公司在 23 年/24 年前四批国网变电物资继电保护和变电站计算机监控中标金额分别为 3.99/3.63 亿元，对应市场份额分别为 9%/11%，市场份额稳步提升。新签订单方面，根据公司公告，24H1 公司电网自动化/电厂及工业自动化新签订单 24.82/8.86 亿元，同比+10%/9%，我们预计随着公司市场份额的进一步提高，公司网内+网外二次营收有望实现稳健增长。

图17: 23 年国网变电继电保护和变电站计算机监控中标份额 (金额口径)



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

图18: 24 年前四批国网变电继电保护和变电站计算机监控中标份额 (金额口径)



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

依托华电集团资源优势, 新能源 EPC 项目迎来爆发。公司的大股东华电集团是我国主要大型发电集团之一, 也是国内新能源电站的主要投资主体。公司依托股东资源优势+自身技术优势, 积极承接新能源 EPC 总包工程, 配合销售公司配套产品, 以服务带设备销售的形式提高产品的出货量。根据公司公告, 23 年末公司在手光伏电站 (集中式+分布式) 共计 2.86GW, 总投资额约 43.92 亿元, 公司为项目提供升压站保护设备等二次设备及系统, 未来随着华电集团新能源项目的持续建设, 公司新能源侧订单有望保持较快增长。

表6: 23 年末公司在手光伏总包项目

序号	项目类型	光伏电站	装机容量 (MW)	总投资额 (亿元)	项目进展
1	集中式	青海华电格尔木乌图美仁 10 万千瓦光伏项目	100	4.81	在建
2		华电凉州区九墩滩 500MW 光伏治沙项目 EPC	500	4.9	在建
3		贵州华电册亨八渡者弄 100MW 农业光伏发电项目 EPC	100	1.41	在建
4		广西华电河池南丹蛮卷 50MW 光伏项目 EPC	50	0.55	在建
5		西藏昌都芒康昂多 705MW 光伏发电项目	705	5.54	在建
6		内蒙古和林格尔算力一体化 360MW 总包项目	360	6.73	在建
7		海南文昌一期渔光互补光伏项目	100	1.68	在建

8		海南文昌二期渔光互补光伏项目	100	1.98	在建
9		海南区域华电安新竹 100MW “渔光族” 一体化项目	100	1.36	在建
10		江西华电鹰潭贵溪泗沥光伏发电项目	80	1.89	在建
11		江西华电余江区铁皮石斛科技园 100MW 光伏发电项目	100	2.1	在建
12		浙江华电衢江南镇 120MW 光伏发电项目	120	1.98	在建
13		浙江华电衢州常山新昌 100MW 光伏发电项目	100	1.43	在建
14		浙江华电金华磐安 100MW 光伏发电项目	100	2.38	在建
15		浙江华电江山上余 65MW 光伏发电施工总承包项目 PC 合同	65	1.32	在建
16		华电芜湖三山保定一期 40MW 光伏发电项目	40	0.89	在建
17		华电广德市誓节镇 100MW 茶光互补光伏项目 EPC 总承包	100	1.92	在建
18	分布式	安徽华电六安市经开区中财管道 10.5MW 屋顶分布式光伏项目工程 EPC 总承包项目	10.5	0.27	在建
19		安徽华电桐城九重村分布式光伏发电项目	15.9	0.45	在建
20		华电六安经开区 16MW 分布式光伏发电项目	16	0.33	在建
总计:			2862.4	43.92	

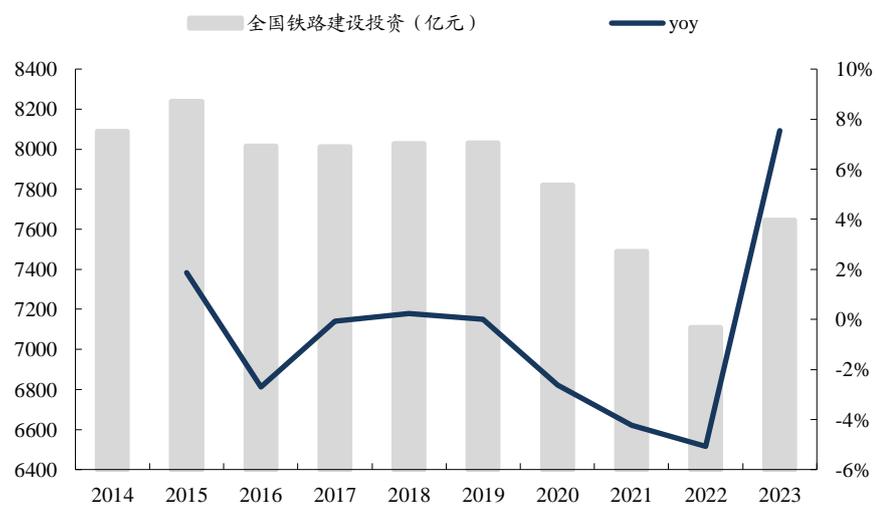
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 轨交+信息技术多业务协同，电力电子+一次设备贡献新增量

3.1. 铁路建设投资高景气，公司轨交业务有望乘风快速发展

全国铁路投资起速，轨交建设有望迎来新一轮高景气周期。根据国铁集团，2023 年实际完成铁路投资约 7645 亿元，同比+8%，根据国铁集团计划，“十四五”期间铁路投资总量与“十三五”期间基本一致，“十三五”期间我国铁路投资年均约 8000 亿元，“十四五”期间的 2021-2023 年铁路投资分别为 7489 亿元、7109 亿元、7645 亿元，预计 2024-2025 年铁路投资维持 8000 亿元以上高位。

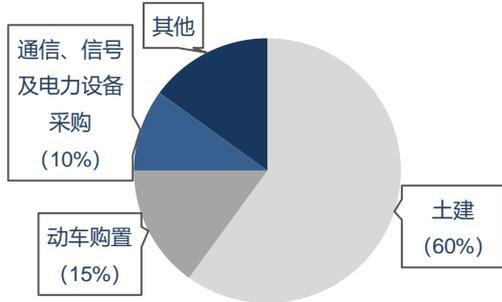
图19：全国铁路投资有望进入新一轮高景气阶段



数据来源：中国交通运输部，智研咨询，中商情报网，东吴证券研究所

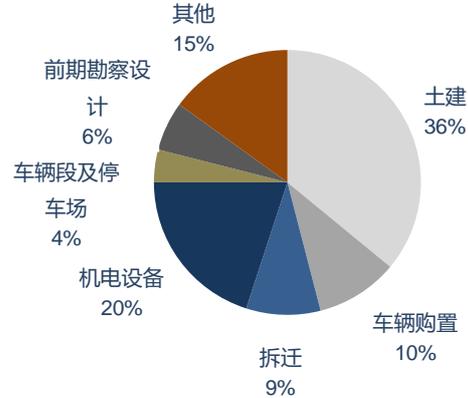
从投资结构来看，铁路（高铁）和城轨中各环节投资占比略有不同。根据《中国高速铁路:建设成本分析》，铁路中土建/通信、信号及电力设备/动车购置的投资占比分别为60%/10%/15%；而根据《城市轨道交通成本构成分析》，城轨投资中土建/车辆购置/拆迁/机电设备/车辆段及停车场/前期勘察设计/其他投资占比分别为36%/10%/9%/20%/4%/6%/15%。机电设备在铁路投资中的占比相对较高。

图20: 铁路建设成本中通信、信号及电力设备采购占10%



数据来源:《中国高速铁路:建设成本分析》, 东吴证券研究所

图21: 城轨建设成本中机电设备采购占约20%



数据来源:《城市轨道交通成本构成分析》, 东吴证券研究所

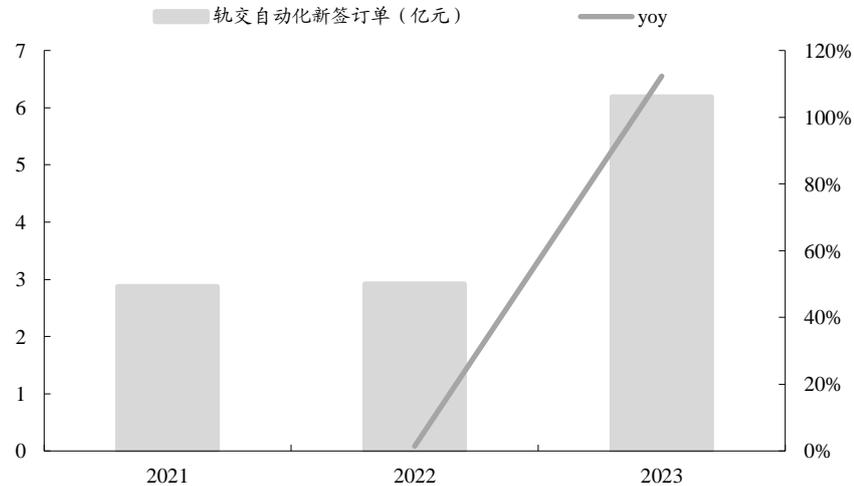
公司在轨交行业的产品主要以信息及电气自动化系统为主, 此类设备主要应用于铁路及地铁的供电牵引站或供电系统的监控及调度。公司经过多年的经验积累, 应用案例较多, 23年公司轨交自动化板块新签订单6.18亿元, 同比+112%, 随铁路投资高景气加速。

表7: 公司轨交自动化产品及应用案例

下游行业	产品	应用案例
城轨	TSS-1500牵引供电系统直流开关柜 DSC-9000+综合监控系统(ISCS) DSC-9000电力监控系统(PSCADA) DSC-9000 培训仿真测试系统(TST) DSC-9000能源监管系统(EMS) DSC-9000环境监控系统(BAS) DSC-9000 维修管理系统(DMS) NDZ660地铁中压供电保护自动化系统	芜湖市轨道交通1号线、2号线一期工程 中车浦镇庞巴迪运输系统有限公司牵引变电所 南京地铁1、2、3、4、10号线 北京地铁1、2、复八、13、14号线 天津地铁1、2、3号线 沈阳地铁1、2号线等
铁路	NDT650 (NDT650+) 牵引变电所综合自动化系统 PS6000铁路变电站自动化系统 NDT660智能牵引变电站自动化系统 WYZ650系列铁路远动终端RTU DSC-9000自动化监控系统(铁路电力及牵引供电调度系统)	京沪高铁、沪宁城际、宁杭客专、哈大高铁、成绵乐客专、合福客专、杭长客专、兰新客专等项目 兰州铁路局兰州北牵引变电所、长沙供电段云溪牵引变电所、赣龙客专等项目 武汉铁路局牵引供电综合调度系统、大准铁路远动系统、呼准铁路远动系统、达州至万州铁路调度系统、南疆铁路吐鲁番至库尔勒段增建第二线工程电气化远动工程、新疆红柳河至淖毛湖铁路调度系统、神华准池铁路调度系统等项目 沪宁城际、成灌客专、广西沿海城际、长昆客专、武冈城际中等项目

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图22：23年公司新签轨交自动化订单同比+112%



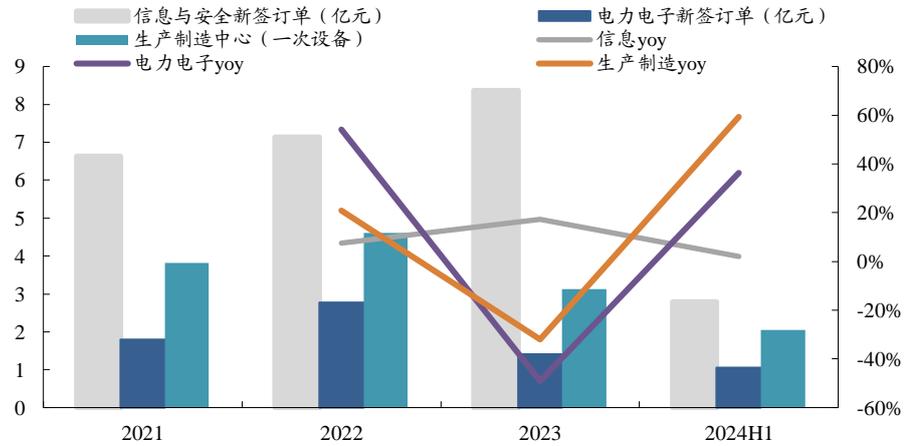
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 信息安全扎根对内服务，电力电子+一次设备随新能源市场加速

公司是华电集团内唯一一家二次设备供应商，信息化、数字化技术积累雄厚。在信息化领域，公司新能源智慧生产管理平台在内蒙、福建、陕西区域试点上线运行，并在多个区域推广。截至24H1公司新能源集控产品在宁夏区域完成最终验收。数字营销业务方面，公司主要针对华电集团内部，开展售电管理、区域营销管控平台等系统建设，同时公司拥有电力行业信息安全等级保护测评中心第四测评实验室、国家密码管理局批准的“商用密码应用安全性测评机构”等相关资质能力，在系统测评领域具有较强竞争优势。24H1公司信息与安全新签订单2.79亿元，同比+2%，实现稳增，此类需求我们预计有望维持持平稳增的态势。

公司还在中压一次开关设备、直流操作电源、变频器、SVG等领域布局。1) 在电力电子设备领域，公司主要产品为高压变频器、轨道交通再生制动能量回馈装置、SVG及储能PCS等，下游以电厂、矿山、轨交、新能源场站、火电场一次调频为主，24H1新签订单1.06亿元，同比+36%，后续随着储能等业务需求的快速增长，电力电子业务有望保持高速增长；2) 在一次设备领域，公司产品主要为高压、低压开关柜和配电箱以及直流操作电源等，下游主要以电厂、工业客户为主，24H1新签订单2.05亿元，同比+59%，公司直流操作电源实现菲律宾市场的突破，成为公司出海的产品之一。

图23: 公司其他业务板块订单稳健增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2024-2026 年总营收分别为 83.31/88.29/93.47 亿元, 同比+9%/6%/6%, 2024-2026 年归母净利润分别为 2.73/3.13/3.52 亿元, 同比+20%/15%/12%。分业务来看:

电网自动化: 此为公司支柱业务, 以网内市场为主, 公司市场份额稳中有升, 我们预计公司该业务收入分别为 38.87/41.98/45.34 亿元, 同比+12%/8%/8%。

电厂自动化: 此业务以火、核、新能源为主要下游市场, 我们预计公司该业务收入分别为 9.47/9.94/10.44 亿元, 同比+3%/5%/5%。

水电自动化: 我们预计公司该业务收入分别为 2.16/2.27/2.38 亿元, 同比+30%/5%/5%。

轨交自动化: 我们预计公司该业务收入分别为 5.40/5.94/6.53 亿元, 同比+50%/10%/10%。

信息技术: 我们预计公司该业务收入分别为 5.18/5.44/5.71 亿元, 同比+8%/5%/5%。

信息安防: 我们预计公司该业务收入分别为 2.83/3.67/4.78 亿元, 同比+50%/30%/30%。

节能减排: 我们预计公司该业务收入分别为 1.40/1.61/1.77 亿元, 同比-30%/15%/10%。

智能一次设备: 我们预计公司该业务收入分别为 2.94/3.82/4.20 亿元, 同比+13%/30%/10%。

系统集成: 我们预计公司该业务收入分别为 14.65/13.19/11.87 亿元, 同比-5%/-10%/-10%。

表8: 国电南自收入拆分

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,007.76	7,623.30	8,330.73	8,828.89	9,346.89
yoy	18.92%	8.78%	9.28%	5.98%	5.87%
毛利润	1,656.31	1,838.30	2,059.33	2,180.50	2,345.02
毛利率	23.64%	24.11%	24.72%	24.70%	25.09%
电网自动化 (网内主网)					
营业收入	3,293.72	3,470.49	3886.95	4197.90	4533.73
yoy	30.75%	5.37%	12%	8%	8%
毛利润	967.07	1,050.85	1166.08	1238.38	1337.45
毛利率	29.36%	30.28%	30.00%	29.50%	29.50%
电厂自动化 (网外二次)					
营业收入	778.10	919.17	946.75	994.09	1043.79
yoy	27.98%	18.13%	3%	5%	5%
毛利润	222.28	285.30	293.49	298.23	313.14
毛利率	28.57%	31.04%	31.00%	30.00%	30.00%
水电自动化					
营业收入	395.97	166.12	215.96	226.75	238.09
yoy	-6.68%	-58.05%	30%	5%	5%
毛利润	77.06	8.24	28.07	29.48	30.95
毛利率	19.46%	4.96%	13.00%	13.00%	13.00%
轨交自动化 (轨交行业)					
营业收入	299.50	360.01	540.02	594.02	653.42
yoy	9.08%	20.21%	50%	10%	10%
毛利润	71.22	100.29	151.20	166.32	182.96
毛利率	23.78%	27.86%	28.00%	28.00%	28.00%
信息技术					
营业收入	392.49	479.51	517.88	543.77	570.96
yoy	47.83%	22.17%	8%	5%	5%
毛利润	127.70	165.65	207.15	217.51	228.38
毛利率	32.54%	34.54%	40.00%	40.00%	40.00%
信息安防					
营业收入	207.63	188.41	282.62	367.40	477.62
yoy	38.67%	-9.26%	50%	30%	30%
毛利润	42.12	41.88	56.52	73.48	95.52
毛利率	20.29%	22.23%	20.00%	20.00%	20.00%
节能减排 (电力电子)					
营业收入	177.21	200.03	140.02	161.02	177.13
yoy	42.31%	12.88%	-30%	15%	10%
毛利润	31.94	29.53	16.80	19.32	22.14
毛利率	18.03%	14.76%	12.00%	12.00%	12.50%
智能一次设备					
营业收入	329.99	259.80	293.58	381.65	419.82
yoy	12.92%	-21.27%	13%	30%	10%
毛利润	33.63	24.84	24.95	32.44	37.78
毛利率	10.19%	9.56%	8.50%	8.50%	9.00%
系统集成					
营业收入	1,088.84	1,542.56	1465.44	1318.89	1187.00
yoy	-9.10%	41.67%	-5%	-10%	-10%
毛利润	56.46	113.58	102.58	92.32	83.09
毛利率	5.19%	7.36%	7.00%	7.00%	7.00%
其他					
营业收入	7.15	6.29	7.55	7.70	7.86
yoy	-1.02%	-12.00%	20%	2%	2%
毛利润	2.59	2.30	2.27	2.31	2.36
毛利率	36.28%	36.61%	30%	30%	30%
其他收入					
营业收入	37.17	30.89	33.98	35.68	37.46
yoy	24.58%	-16.88%	10%	5%	5%
毛利润	24.23	15.84	10.19	10.70	11.24
毛利率	65.18%	51.28%	30.00%	30.00%	30.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：公司是老牌的电力自动化设备系统解决方案供应商，网内随电网新一轮基建加速+网外水、火、核以及新能源的建设，公司作为二次设备的老牌企业有望充分受益。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.73/3.13/3.52 亿元，同比+20%/15%/12%，估值对应现价分别为 23x、21x、18x，首次覆盖，给予“增持”评级。

表9：可比公司估值表（截至 2024 年 9 月 28 日）

证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润（亿元）			PE			来源
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600406.SH	国电南瑞	2,098	26.12	71.84	79.02	88.9	29	27	24	东吴
601126.SH	四方股份	157	18.87	6.27	7.32	9.05	25	21	17	东吴
000400.SZ	许继电气	328	32.24	10.05	12.08	16.16	33	27	20	东吴
平均值							29	25	20	
600268.SH	国电南自	64	6.31	2.27	2.73	3.13	28	23	20	东吴

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 电网投资不及预期。**电网公司是公司最重要的下游客户，是公司订单的主要来源，如果电网公司投资不及预期，公司订单和收入可能会产生较大影响。
- 2) 发电侧投资不及预期。**电厂和新能源场站是公司重要的下游市场，如果发电侧投资不及预期，公司订单和收入可能会受到较大影响。
- 3) 市场竞争加剧的风险。**公司深耕行业多年，形成了较强的竞争优势，若未来不能持续在技术创新、产品种类、市场服务等方面保持竞争优势，将可能面临市场份额下降，发展速度放缓的风险。

国电南自三大财务预测表

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	7,290	7,952	8,735	9,663	营业总收入	7,623	8,331	8,829	9,347
货币资金及交易性金融资产	1,814	2,043	2,806	3,665	营业成本(含金融类)	5,785	6,271	6,648	7,002
经营性应收款项	4,199	4,544	4,483	4,480	税金及附加	45	50	53	56
存货	1,138	1,219	1,293	1,356	销售费用	420	475	477	500
合同资产	36	37	40	42	管理费用	417	450	459	481
其他流动资产	103	108	113	119	研发费用	501	546	574	603
非流动资产	2,653	2,638	2,640	2,639	财务费用	29	0	0	0
长期股权投资	669	669	669	669	加:其他收益	134	0	0	0
固定资产及使用权资产	827	792	756	709	投资净收益	4	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	425	445	483	529	减值损失	(91)	0	0	(10)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	472	539	618	695
其他非流动资产	730	731	731	731	营业外净收支	14	3	3	3
资产总计	9,943	10,591	11,375	12,302	利润总额	487	542	621	697
流动负债	5,539	5,881	6,144	6,485	减:所得税	77	87	99	112
短期借款及一年内到期的非流动负债	278	88	88	88	净利润	410	455	521	586
经营性应付款项	4,060	4,529	4,722	4,991	减:少数股东损益	183	182	209	234
合同负债	782	833	883	935	归属母公司净利润	227	273	313	352
其他流动负债	418	430	451	471	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.22	0.27	0.31	0.35
非流动负债	381	341	341	341	EBIT	497	542	621	697
长期借款	100	100	100	100	EBITDA	691	707	767	834
应付债券	203	203	203	203	毛利率(%)	24.11	24.72	24.70	25.09
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	2.98	3.28	3.54	3.76
其他非流动负债	78	38	38	38	收入增长率(%)	8.78	9.28	5.98	5.87
负债合计	5,919	6,222	6,485	6,826	归母净利润增长率(%)	48.98	20.36	14.55	12.38
归属母公司股东权益	3,144	3,307	3,620	3,971					
少数股东权益	880	1,062	1,270	1,505					
所有者权益合计	4,024	4,369	4,890	5,476					
负债和股东权益	9,943	10,591	11,375	12,302					

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	873	692	908	992	每股净资产(元)	3.71	3.25	3.56	3.91
投资活动现金流	(45)	(160)	(145)	(133)	最新发行在外股份(百万股)	1,016	1,016	1,016	1,016
筹资活动现金流	(283)	(302)	0	0	ROIC(%)	9.44	9.72	10.38	10.51
现金净增加额	544	229	763	859	ROE-摊薄(%)	7.22	8.26	8.64	8.85
折旧和摊销	194	165	146	137	资产负债率(%)	59.53	58.75	57.01	55.49
资本开支	(55)	(160)	(145)	(133)	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.26	23.48	20.50	18.24
营运资本变动	137	100	243	262	P/B(现价)	1.70	1.94	1.77	1.61

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>