

**中信证券研究部**

**弓永峰**  
 首席电新分析师  
 S1010517070002

**林劼**  
 电新分析师  
 S1010519040001

**联系人：华夏**
**核心观点**

公司公告拟增加 IGBT 项目实施主体，拟与国网全资子公司联研院投资设立合资公司，双方联合技术积累与资金优势，推动高压 IGBT（电网侧）产品国产化进程，掌握电网发展核心元器件技术，加速国产化替代过程。我们维持公司 2019-2021 年 EPS 预测 1.02/1.17/1.32 元，考虑泛在网建设带动行业业态升级对公司信息化电网龙头的拉动作用，给予公司 2020 年合理估值 25x PE，维持“买入”评级。

**IGBT 项目实施迎重大进展，国网联研院技术出资设合资公司。**公司发布 IGBT 募投项目增加实施主体暨对外关联投资公告，公司拟与控股股东国家电网的全资子公司全球能源互联网研究院有限公司（联研院），共同投资设立南瑞联研功率半导体有限责任公司（拟），注册资本 8 亿元，公司拟以“IGBT 模块产业化项目”投资额的 33.98%，即 5.59 亿元出资参投合资公司，占合资公司 69.83% 的股权，联研院以技术作价 2.41 亿元（共 12 项 IGBT 专利及专有技术，已经资产评估），股权占比 30.17%。

**电网侧聚焦高压 IGBT，产品进口依赖大。**高压 IGBT 产品下游应用主要包括电网、轨交、风力发电等领域，功率半导体器件作为用能领域的“CPU”，不仅孕育数十亿量级的需求空间，同时也是国内高端制造领域亟待突破的核心元器件。电网侧柔性直流技术未来应用需求空间较大，当前时点 ABB 作为全球高功率 IGBT 市场的领导者，其产能及技术限制，均对电网侧未来发展形成了一定的影响，电网侧急需具备成熟技术设计能力、良品率稳定的 IGBT 产能。在此背景下，公司执行“IGBT 模块产业化项目”，项目投资总额为 16.44 亿元，建设期 42 个月。

**联研院深耕 IGBT 研究多年，双方合作融合技术、资金优势。**联研院自 2010 年起开始研究功率半导体器件，结合公告披露及官网信息，联研院目前拥有超 100 人的技术团队、先进的功率器件中试线，具备芯片背面制造等 12 项 IGBT 专利技术，已研发产品包括 1200-4500V IGBT/FRD、1200-6500V SiC 二极管样品，掌握功率器件芯片设计与光刻、注入、钝化、封装等关键工艺与技术，开发出具有完全自主知识产权的硅基 IGBT 焊接模块及压接模块。IGBT 作为高技术壁垒、高资本开支、长研发周期的产品，国内开发进展较慢。电网侧建设需求的迫切性下，本次合作以联研院的技术积累，融合作为国网系上市主体的公司所具备的资金优势，将有望加速公司 IGBT 项目的推进速度。

**风险因素：**电网投资大幅不及预期，泛在电力物联网建设不及预期，特高压核准不及预期。

**投资建议：**泛在电力物联网建设逐步落地，2020 年全面铺开在望。行业业态升级背景下，公司作为电网信息化龙头，深度参与泛在网建设，价值有望迎来重估。我们维持公司 2019-2021 年 EPS 预测分别为 1.02/1.17/1.32 元，当前股价对应 PE 为 21x/19x/17x，预计公司 2020 年合理估值有望上修至 25x PE，对应目标市值 1350-1400 亿元，维持“买入”评级。

<b>国电南瑞</b>	<b>600406</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	21.84 元
目标价	29.25 元
总股本	4,622 百万股
流通股本	2,935 百万股
52 周最高/最低价	23.4/16.38 元
近 1 月绝对涨幅	9.25%
近 6 月绝对涨幅	4.81%
近 12 月绝对涨幅	37.02%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	24,197.91	28,540.37	32,553.66	38,100.64	42,363.04
营业收入增长率	112%	18%	14%	17%	11%
净利润(百万元)	3,240.52	4,162.07	4,722.36	5,414.33	6,093.43
净利润增长率	124%	28%	13%	15%	13%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.79	0.93	1.02	1.17	1.32
毛利率%	30%	29%	28%	29%	28%
净资产收益率 ROE%	16.72%	14.98%	15.03%	15.62%	15.89%
每股净资产(元)	4.19	6.01	6.80	7.50	8.30
PE	28	23	21	19	17
PB	5	4	3	3	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 17 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	24,198	28,540	32,554	38,101	42,363	货币资金	8,737	7,561	11,280	12,351	13,211
营业成本	16,936	20,337	23,291	27,078	30,372	存货	5,560	5,821	6,579	7,521	8,434
毛利率	30.01%	28.74%	28.45%	28.93%	28.30%	应收账款	16,891	19,176	21,513	24,950	27,030
营业税金及附加	295	260	277	324	360	其他流动资产	4,482	8,739	8,556	9,173	9,529
销售费用	1,277	1,504	1,611	1,882	2,055	流动资产	35,670	41,296	47,927	53,994	58,204
营业费用率	5.28%	5.27%	4.95%	4.94%	4.85%	固定资产	5,223	5,933	8,379	10,236	10,997
管理费用	1,934	639	700	781	868	长期股权投资	5	18	18	18	18
管理费用率	7.99%	2.24%	2.15%	2.05%	2.05%	无形资产	882	841	841	841	841
财务费用	93	(89)	(93)	(91)	(151)	其他长期资产	4,198	4,252	4,052	4,152	4,152
财务费用率	0.38%	-0.31%	-0.29%	-0.24%	-0.36%	非流动资产	10,308	11,043	13,290	15,246	16,008
投资收益	33	110	110	110	110	资产总计	45,978	52,340	61,217	69,241	74,212
营业利润	4,201	4,998	5,559	6,442	7,252	短期借款	62	1,408	3,549	3,816	1,837
营业利润率	17.36%	17.51%	17.08%	16.91%	17.12%	应付账款	13,705	15,013	17,605	20,790	22,900
营业外收入	50	37	119	69	75	其他流动负债	10,903	6,124	6,301	7,252	7,985
营业外支出	4	18	7	10	12	流动负债	24,670	22,545	27,454	31,858	32,721
利润总额	4,247	5,017	5,670	6,501	7,315	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	545	568	621	712	800	其他长期负债	164	414	414	414	414
所得税率	12.82%	11.31%	10.95%	10.95%	10.94%	非流动性负债	164	414	414	414	414
少数股东损益	462	288	327	374	421	负债合计	24,835	22,958	27,868	32,271	33,135
归属于母公司股东的净利润	3,241	4,162	4,722	5,414	6,093	股本	4,202	4,584	4,622	4,622	4,622
净利率	13.39%	14.58%	14.51%	14.21%	14.38%	资本公积	4,026	9,554	10,130	10,130	10,130

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	4,247	5,017	5,670	6,501	7,315
所得税支出	-545	-568	-621	-712	-800
折旧和摊销	547	558	754	944	1,039
营运资金的变化	-1,153	-1,583	-353	-1,292	-642
其他经营现金流	205	-216	7	232	-127
经营现金流合计	3,301	3,208	5,456	5,672	6,785
资本支出	-1,195	-1,714	-3,000	-2,900	-1,800
投资收益	33	110	110	110	110
其他投资现金流	-717	-5,240	0	0	0
投资现金流合计	-1,879	-6,844	-2,890	-2,790	-1,690
发行股票	20	6,020	615	0	0
负债变化	3,304	5,090	2,141	267	-1,979
股息支出	-1,513	-1,696	-1,696	-2,169	-2,407
其他融资现金流	-4,002	-6,870	93	91	151
融资现金流合计	-2,191	2,544	1,153	-1,811	-4,235
现金及现金等价物净增加额	-770	-1,092	3,719	1,071	861

主要财务指标					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	111.98%	17.95%	14.06%	17.04%	11.19%
营业利润增长率	203.95%	18.96%	11.21%	15.89%	12.58%
净利润增长率	123.92%	28.44%	13.46%	14.65%	12.54%
毛利率	30.01%	28.74%	28.45%	28.93%	28.30%
EBITDA Margin	19.85%	19.39%	18.44%	18.32%	18.37%
净利率	13.39%	14.58%	14.51%	14.21%	14.38%
净资产收益率	16.72%	14.98%	15.03%	15.62%	15.89%
总资产收益率	7.05%	7.95%	7.71%	7.82%	8.21%
资产负债率	54.01%	43.86%	45.52%	46.61%	44.65%
所得税率	12.82%	11.31%	10.95%	10.95%	10.94%
股利支付率	46.68%	40.75%	45.93%	44.45%	43.71%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。