

国电南瑞 (600406.SH)

逆周期投资向上，公司业绩略超预期

公司经营态势逆周期向上，业绩略超预期。2020H 公司实现营业收入 121.54 亿，同比增加 11.15%，归母净利润 13.77 亿，同比增加 14.59%，扣非归母净利润 12.72 亿，同比增长 14.24%，经营性现金流量净额-6.96 亿（19H 为 0.95 亿），经营现金流支出较多主要系上半年紧抓产品生产交付，采购支付金额增加所致。

二季度业绩如期回升，电网内收入增速略高于电网外。Q2 单季度公司实现收入 82.80 亿，YoY+15.27%；归母净利润 13.01 亿，YoY+15.65%。二季度公司摆脱疫情影响，实现收入与业绩的同步增长，体现出公司在投资加码背景下的强执行力，后续伴随国网投资保持高强度，我们预计公司下半年业绩同样保持稳健增长趋势，完成公司自身设定 2020 年营收 357 亿元，同比增长 10% 目标的概率大。

2020 年上半年公司在电网行业的营业收入约 85.17 亿元，同比增长 13.06%，在其他行业的营业收入约 35.96 亿元，同比增长 7.04%；公司网内收入占比 70.07%，仍是公司主要收入来源。

继保及柔直输电业务毛利率提升明显，信通、发电水利业务收入增长明显。2020H 公司各业务稳健发展。主要分产品的收入与增速分别为：电网自动化及工业控制（68.70 亿，+0.38%）、继电保护及柔性输电（14.10 亿，-0.72%）、电力自动化信息通信（21.63 亿，+35.04%）、发电及水利保护（9.09 亿，+39.39%）、集成及其他（7.62 亿，+103.01%）。其中电力自动化信息通信、发电及水利环保业务受益行业转型升级机遇，以科技创新为核心，实现营收明显增长；集成及其他中的节能设备租赁模式优势与前期订单积累，业务收入快速增长。

毛利率方面，2020H 综合毛利率为 27.47%，同比基本持平。分业务毛利率及变化情况为：电网自动化及工业控制（27.01%，-0.52%）、继电保护及柔性输电（39.50%，+6.67%）、电力自动化信息通信（23.24%，-0.02%）、发电及水利保护（5.98%，-6.60%）、集成及其他（45.02%，+1.64%）。继电保护及柔性输电板块中的柔性输电相关项目技术含量高盈利能力提升，推升板块毛利率；发电及水利环保板块收入中的低毛利项目占比较高，导致板块毛利率下降。

费用率有所下降，效率提升净营业周期减少。公司 2020H 期间费用率分别为 14.19%，同比下降 0.99 个 pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 5.16%/9.19%/-0.16%，同比 -1.20/0.45/-0.24 个 pct，销售费用率降低系疫情期间费用控制得当，财务费用减少主要系汇兑收益增加所致。2020H 公司经营周期为 418.06 天，同比减少 13.31 天，净营业周期为 104.36 天，同比减少 25.59 天，公司经营效率提升。

电网逆周期投资不断落地，公司经营快速恢复。为响应国家保电力供应稳定，加大投资号召，国网 2020 年固定资产投资由年初计划的 4186 亿元调增至 4600 亿元（增幅达 9.9%），重点向特高压、新能源汽车充电桩等领域倾斜，其中特高压投入 1811 亿元，充电桩投入 27 亿元。上半年我国电网投资额为 1657 亿元，同比增长 0.7%（Q1 电网投资额为 365 亿，同比下滑 27.4%），电网投资额在疫情恢复后改善明显，公司业绩亦跟随电网投资同比增长。展望下半年，据中电联预测我国下半年全社会用电量同比增长 6% 左右拉动电力投资继续向上，公司有望延续二季度增势。

新基建浪潮来临，南瑞深度参与。国网今年 4 月连续召开两次“新基建”工作领导小组会议，会议重点强调加快新型数字基础设施建设，是电网向能源互联网转型升级的关键，并于上半年发布 2020 年“数字新基建”十大重点任务，计划投资 247 亿元，涵盖电网数字化基础平台、能源大数据中心、电力大数据应用、电力物联网建设、能源工业互联网建设等十个方面。公司是国内电力工控领域优秀的 IT 企业和电力智能化领军企业，已布局数字新基建，支撑电网云、数据中台、5G 等国网规划和规范编制，研制电网技术场景新应用、智慧物联系统装备及省级智慧能源综合服务平台。同时结合公司在国网历年信息化项目中领先的中标份额，我们认为公司将充分受益国网在信息化、数字化的新基建投资。

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 49.78/59.56/71.87 亿元，同比分别增长 14.6%/19.7%/20.7%，EPS 分别为 1.08/1.29/1.55 元，对应估值分别为 21.5/18.0/14.9 倍，基于公司在电力设备领域的龙头地位，结合电力信息化与特高压的景气周期开启，我们看好公司业绩持续增长，维持“买入”投资评级。

风险提示：电网投资不达预期风险、税收优惠变动风险、人才风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	28,540	32,424	37,783	44,045	52,194
增长率 yoy (%)	17.9	13.6	16.5	16.6	18.5
归母净利润（百万元）	4,162	4,343	4,978	5,956	7,187
增长率 yoy (%)	28.4	4.3	14.6	19.7	20.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.90	0.94	1.08	1.29	1.55
净资产收益率 (%)	15.1	14.3	14.6	15.4	16.2
P/E（倍）	25.7	24.6	21.5	18.0	14.9
P/B（倍）	3.9	3.5	3.1	2.8	2.4

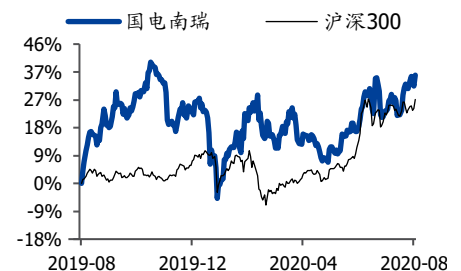
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	电气自动化设备
前次评级	买入
最新收盘价	23.14
总市值(百万元)	106,951.71
总股本(百万股)	4,621.94
其中自由流通股(%)	63.50
30 日日均成交量(百万股)	13.95

股价走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

分析师 孟兴亚

执业证书编号：S0680518030005

邮箱：mengxingya@gszq.com

相关研究

- 《国电南瑞（600406.SH）：紧握“新基建”契机，业绩稳健提升》2020-04-30
- 《国电南瑞（600406.SH）：扣非业绩维持增势，深度受益泛在电网+特高压景气周期》2019-10-29
- 《国电南瑞（600406.SH）：中报业绩符合预期，电力设备龙头稳步成长》2019-09-01



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	41296	42605	55812	58748	73243
现金	7561	7627	11676	13351	15548
应收票据及应收账款	19176	19147	25511	26548	35143
其他应收款	381	252	554	358	733
预付账款	1938	1883	2520	2632	3465
存货	5821	5796	7652	7960	10454
其他流动资产	6420	7900	7900	7900	7900
非流动资产	11043	14819	15249	15937	17212
长期投资	18	61	105	149	192
固定资产	5933	8255	8910	9660	10791
无形资产	1045	1328	1397	1480	1585
其他非流动资产	4048	5175	4838	4648	4643
资产总计	52340	57425	71061	74686	90455
流动负债	22545	24320	33961	32725	42349
短期借款	1408	1414	6119	2011	4388
应付票据及应付账款	15013	17009	20061	22972	27785
其他流动负债	6124	5897	7782	7742	10175
非流动负债	414	453	453	453	453
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	414	453	453	453	453
负债合计	22958	24772	34414	33178	42802
少数股东权益	1597	2129	2487	2916	3434
股本	4584	4622	4622	4622	4622
资本公积	9554	9949	9949	9949	9949
留存收益	13669	16302	19388	23212	27953
归属母公司股东权益	27784	30523	34160	38592	44219
负债和股东权益	52340	57425	71061	74686	90455

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3208	4684	1986	8944	3685
净利润	4450	4660	5335	6386	7705
折旧摊销	558	788	888	1022	1203
财务费用	-89	-27	52	12	-76
投资损失	-110	-47	-48	-59	-66
营运资金变动	-1583	-915	-4218	1610	-5051
其他经营现金流	-17	225	-23	-27	-29
投资活动现金流	-6844	-2684	-1247	-1623	-2383
资本支出	1714	2929	386	644	1231
长期投资	-5323	141	-44	-44	-44
其他投资现金流	-10453	386	-904	-1023	-1195
筹资活动现金流	2544	-1970	-1396	-1537	-1484
短期借款	1346	6	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	382	38	0	0	0
资本公积增加	5528	395	0	0	0
其他筹资现金流	-4711	-2410	-1396	-1537	-1484
现金净增加额	-1055	43	-657	5783	-181

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	28540	32424	37783	44045	52194
营业成本	20337	23089	26729	31029	36599
营业税金及附加	260	198	332	347	391
营业费用	1504	1588	2267	2643	3132
管理费用	639	815	949	1107	1311
研发费用	1542	1768	2116	2434	2904
财务费用	-89	-27	52	12	-76
资产减值损失	58	-159	-98	-148	-162
其他收益	599	466	530	520	514
公允价值变动收益	0	47	23	27	29
投资净收益	110	47	48	59	66
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	4998	5253	6037	7228	8705
营业外收入	37	50	46	47	46
营业外支出	18	22	21	21	21
利润总额	5017	5280	6061	7254	8731
所得税	568	620	726	868	1026
净利润	4450	4660	5335	6386	7705
少数股东损益	288	317	357	430	518
归属母公司净利润	4162	4343	4978	5956	7187
EBITDA	5434	5925	6888	8147	9694
EPS (元)	0.90	0.94	1.08	1.29	1.55

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	17.9	13.6	16.5	16.6	18.5
营业利润(%)	19.0	5.1	14.9	19.7	20.4
归属于母公司净利润(%)	28.4	4.3	14.6	19.7	20.7
获利能力					
毛利率(%)	28.7	28.8	29.3	29.6	29.9
净利率(%)	14.6	13.4	13.2	13.5	13.8
ROE(%)	15.1	14.3	14.6	15.4	16.2
ROIC(%)	14.6	14.0	13.0	15.3	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	43.9	43.1	48.4	44.4	47.3
净负债比率(%)	-19.6	-17.8	-14.1	-26.4	-22.6
流动比率	1.8	1.8	1.6	1.8	1.7
速动比率	1.2	1.3	1.2	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
应付账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.94	1.08	1.29	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.01	0.43	1.94	0.80
每股净资产(最新摊薄)	6.01	6.60	7.39	8.35	9.57
估值比率					
P/E	25.7	24.6	21.5	18.0	14.9
P/B	3.8	3.5	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	18.9	16.7	14.5	11.6	9.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com