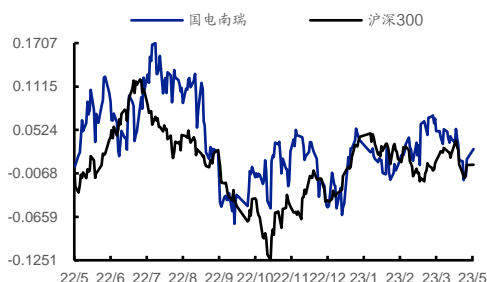


研究所
 证券分析师：李航 S0350521120006
 lih11@ghzq.com.cn
 联系人：王刚 S0350122020033
 wangg06@ghzq.com.cn

业绩稳步增长，网外业务有望构建增长新动能

——国电南瑞（600406）2022 年年报及 2023 年一季报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
国电南瑞	-1.6%	1.3%	0.6%
沪深 300	-1.8%	-2.7%	0.3%

市场数据

市场数据	2023/05/04
当前价格（元）	26.48
52 周价格区间（元）	23.76-35.78
总市值（百万）	177,270.44
流通市值（百万）	175,847.77
总股本（万股）	669,450.30
流通股本（万股）	664,077.67
日均成交额（百万）	420.56
近一月换手（%）	0.23

事件：

国电南瑞发布 2022 年年报：2022 全年，公司实现营收 468.29 亿元，同比+10.42%；归母净利润 64.46 亿元，同比+14.24%；扣非归母净利润 62.94 亿元，同比+13.83%；经营性净现金流 87.60 亿元，同比+87.55%。

其中，2022Q4 实现营收 212.13 亿元，同比+10.60%，环比+128.25%；归母净利润 27.91 亿元，同比+13.93%，环比+80.62%；扣非归母净利润 27.00 亿元，同比+12.07%，环比+75.47%；经营性净现金流 67.67 亿元，同比+12.51%，环比+377.07%。

此外，公司发布 2023 年一季度报告，2023Q1，公司实现营收 61.95 亿元，同比+7.65%，环比-70.80%；归母净利润 5.26 亿元，同比+38.68%，环比-81.16%；扣非归母净利润 4.64 亿元，同比+29.28%，环比-82.80%；经营性净现金流-20.28 亿元，同比+46.41%，环比-129.97%。

投资要点：

■ 回顾 2022 年，公司营收温和增长，盈利水平略有提升。2022 年，电网自动化及工业控制实现营收 255.59 亿，同比+7.13%，毛利率 26.84%，同比增加 1.29pct，主要系加强电网产品类市场拓展。电力自动化信息通信实现营收 84.53 亿，同比+11.06%，毛利率 22.10%，同比增加 1.19pct，主要系加强生产运行信息化等业务拓展。继电保护及柔性输电实现营收 63.77 亿，同比+3.82%，毛利率 37.66%，同比减少 1.76pct，主要系柔性输电业务规模增长，因项目执行产品结构变化毛利率有所下降。发电及水利环保实现营收 42.38 亿，同比+68.01%，毛利率 15.50%，同比增加 0.72pct，主要系大力拓展储能、水电、太阳能等业务。集成及其他实现营收 21.11 亿，同比-2.97%，毛利率 38.79%，同比减少 0.44pct，主要系节能租赁业务放缓。其中，网内实现营收 352.14 亿，同比+6.62%；网外实现营收 115.25 亿，同比+24.16%。2023Q1 营收温和增长，归母净利润增幅达 38.68%，高于营收增速，我们推测主要系高毛利的软件类产品销售驱动。2022 年末公司在手订单 498 亿元，其中本年新签 259 亿元；2023 年计划实现营收 516 亿元，同比+10%。

■ 我们认为公司投资看点主要在于三方面，一是 2023 年开启特高压建设大年，公司换流阀、直流控保等主网相关产品销售有望充分受益；

二是随着新型电力系统建设、电网数字化转型等持续推进，公司新一代调度系统等电网智能化相关业务有望较快增长；三是受益于新能源等行业高景气，网外和海外业务有望实现较快增长。

- **2023 年开启特高压建设大年，公司换流阀、直流控保等主网相关产品销售有望充分受益。**根据国家电网规划，预计 2023 年核准“5 直 2 交”，开工“6 直 2 交”，特高压直流开工规模为历史最高值。根据我们统计 2020 年以来投运或在建的特高压直流工程中标数据，公司换流阀、直流控保份额分别为 46%和 86%，均处于行业明显领先地位。同时，特高压建设也会带动超高压等主网建设，带来电网自动化、继电保护、电力信息化等需求。我们认为，高电压等级的产品需求普遍门槛较高，公司作为国内能源电力智能化的领军企业，有望充分受益。
- **随着新型电力系统建设、电网数字化转型等持续推进，公司新一代调度系统等电网智能化相关业务有望较快增长。**当前，在能源革命和数字革命相融并进的背景下，以高渗透率的可再生能源、高比例的电力电子设备“双高”为主要特征的新型电力系统正在逐步形成。公司顺应电网智能化趋势，不断巩固电网核心业务，落地 6 省市新一代调度、15 省市电力现货市场、19 省市新一代集控站、21 省市新一代用采、8 省市新型负荷管理系统等重大项目。随着新型电力系统建设、电网数字化转型等持续推进，电网智能化相关业务需求有望不断增长，公司相应业务有望持续受益。
- **受益于新能源等行业高景气，网外和海外业务有望实现较快增长。**公司电网外业务呈现良好发展势头，报告期内新签合同同比增长 25%，其中新能源发电、储能、环保及气象等业务大幅增长，中标大唐风电光伏预制舱、华能光伏升压站年度预制舱框架、7 条轨道交通综合监控、国电投阳泉储能等一批重大项目。此外，国际业务逐步向好，柔直换流阀、AMI 整体解决方案实现海外市场零的突破，轨道综合监控等产品进入新市场，报告期内海外合同额同比增长 47%。
- **盈利预测和投资评级：**公司全力打造电网智能化、能源数字化、网外及新兴产业三大产业集群，以期 2025 年初步建成国际领先的能源互联网产业集团。受益于新型电力系统发展和特高压建设加速，公司业绩有望实现稳步增长。预计公司 2023 年-2025 年实现营收 536 亿元、635 亿元和 735 亿元，归母净利 74 亿元、89 亿元和 104 亿元，当前股价对应 PE 为 24X、20X 和 17X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策风险；人才风险；产品技术创新风险；知识产权风险；海外经营风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	46829	53631	63494	73492
增长率（%）	10	15	18	16
归母净利润（百万元）	6446	7355	8885	10414
增长率（%）	14	14	21	17
摊薄每股收益（元）	0.96	1.10	1.33	1.56
ROE（%）	15	15	15	15
P/E	25.15	24.10	19.95	17.02
P/B	3.85	3.56	3.02	2.56
P/S	3.49	3.31	2.79	2.41
EV/EBITDA	17.07	15.40	12.67	9.84

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：国电南瑞盈利预测表

证券代码:	600406				股价:	26.48		投资评级:	买入		日期:	2023/05/04	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	15%	15%	15%	15%	EPS	0.97	1.10	1.33	1.56				
毛利率	27%	27%	27%	27%	BVPS	6.34	7.44	8.77	10.32				
期间费率	5%	6%	5%	5%	估值								
销售净利率	14%	14%	14%	14%	P/E	25.15	24.10	19.95	17.02				
成长能力					P/B	3.85	3.56	3.02	2.56				
收入增长率	10%	15%	18%	16%	P/S	3.49	3.31	2.79	2.41				
利润增长率	14%	14%	21%	17%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.61	0.57	0.60	0.58	营业收入	46829	53631	63494	73492				
应收账款周转率	2.06	2.15	2.13	2.33	营业成本	34165	39268	46366	53538				
存货周转率	5.65	4.98	5.43	5.19	营业税金及附加	315	321	388	453				
偿债能力					销售费用	1758	2011	2406	2771				
资产负债率	41%	43%	41%	42%	管理费用	1144	1254	1492	1736				
流动比	1.83	1.84	2.01	2.05	财务费用	-466	-286	-500	-606				
速动比	1.41	1.43	1.59	1.65	其他费用/(-收入)	2380	2702	3212	3716				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	7852	8982	10850	12720				
现金及现金等价物	16491	27226	32527	47603	营业外净收支	33	0	0	0				
应收款项	22841	25224	29967	31869	利润总额	7885	8982	10850	12720				
存货净额	8294	10777	11702	14164	所得税费用	980	1100	1331	1563				
其他流动资产	8562	10025	11505	12827	净利润	6905	7882	9519	11157				
流动资产合计	56188	73253	85701	106464	少数股东损益	459	527	634	743				
固定资产	9122	8892	8486	7947	归属于母公司净利润	6446	7355	8885	10414				
在建工程	2531	2531	2531	2531	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	8650	8900	9175	9460	经营活动现金流	8760	12022	6505	16221				
长期股权投资	174	174	174	174	净利润	6446	7355	8885	10414				
资产总计	76666	93750	106068	126576	少数股东权益	459	527	634	743				
短期借款	196	196	196	196	折旧摊销	1414	1288	1364	1434				
应付款项	22891	31062	32586	40668	公允价值变动	-2	0	0	0				
预收帐款	3	4	4	5	营运资金变动	414	2878	-4349	3664				
其他流动负债	7605	8641	9916	11184	投资活动现金流	-3803	-1273	-1196	-1136				
流动负债合计	30696	39904	42703	52053	资本支出	-3414	-1303	-1226	-1171				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-423	0	0	0				
其他长期负债	611	611	611	611	其他	34	29	30	36				
长期负债合计	611	611	611	611	筹资活动现金流	-2816	-14	-9	-9				
负债合计	31307	40514	43313	52664	债务融资	-1091	0	0	0				
股本	6695	6695	6695	6695	权益融资	777	-4	0	0				
股东权益	45358	53236	62755	73912	其它	-2502	-9	-9	-9				
负债和股东权益总计	76666	93750	106068	126576	现金净增加额	2253	10735	5300	15076				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

王刚，华中科技大学博士，电气工程专业，近4年电网企业实业经历，具有能源战略与政策研究经验，主要覆盖储能及电力设备等方向。

【分析师承诺】

李航，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。