

国电南瑞（600406）\电力设备与新能源

业绩符合预期，特高压+智能化催化成长

事件：

4月27日，公司发布2022年年报以及2023年一季报，2022年实现营业收入468.29亿元，同比+10.42%，实现归母净利润64.46亿元，同比+14.24%，扣非后62.94元，同比+13.83%。2023Q1实现营业收入61.95亿元，同比+7.65%，实现归母净利润5.26亿元，同比+38.68%，扣非后4.64亿元，同比+29.28%。业绩符合预期。

业绩符合预期，经营质量提升

2022年公司主营业务收入稳定增长，大力拓展储能、水电、太阳能等业务，带动发电及水利环保板块收入同比+68.01%。经营质量也有所提升，成本费用占收比为83.91%，同比-0.68pct，经营活动现金流净额同比+87.55%，主因公司加快回收应收账款，3年以上应收账款余额较年初下降8.9%。2022年公司资产负债率为40.84%，同比-3.42pct，负债水平降低，资产结构改善。

持续加大研发投入，积极布局新兴产业

2022年公司研发投入31.25亿元，同比+1.17%，其中资本化比例8.45%，同比+1.44pct，发明专利403项，特高压换流变有载分接开关完成带载切换测试，已具备工程试点应用条件。公司4500V IGBT压接式器件通过验收，12MW海上风电变流器和储能变流器已实现规模化应用。此外，公司获配龙芯中科战略配售20.5万股，积极推动国产CPU研发。

电网智能化叠加快高压放量，支撑公司业绩增长

3月28日，国家能源局发布《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》，重点指出以数字化智能化电网支撑新型电力系统建设。2023年国家电网投资额有望超过5200亿元，明确提出年内开工“6直2交”，公司作为电网二次设备龙头企业，将深度受益于电网智能化转型及特高压建设放量。2022年末公司在手订单498.41亿元，其中2022年内新签在手订单259.13亿元，支撑公司未来业绩持续增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年收入分别为547.66/611.29/732.53亿元（2023/2024年原值为584.09/651.90亿元），对应增速分别为16.95%/11.62%/19.83%，归母净利润分别为80.41/93.81/114.69亿元（2023/2024年原值为83.43/98.30亿元），对应增速16.46%/16.66%/22.28%，EPS分别为1.20/1.40/1.71元/股，3年CAGR为18.43%。鉴于公司为工控和数字电网龙头企业，网外业务持续扩张，我们给予公司2025年22倍PE，维持目标价37.5元，维持“买入”评级。

风险提示：电网投资额低于预期；技术研发不及预期；政策推进滞后

投资评级：

行业：电气设备

投资建议：买入（维持评级）

当前价格：25.52元

目标价格：37.5元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	6695/6641
流通A股市值（百万元）	169473
每股净资产（元）	5.92
资产负债率（%）	39.38
一年内最高/最低（元）	35.78/23.76

股价相对走势



分析师：贺朝晖

执业证书编号：S0590521100002

邮箱：hezhang@glsc.com.cn

联系人：袁澎

邮箱：yuanp@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《国电南瑞（600406）\电力设备与新能源行业业绩符合预期，电网龙头保持稳定增长》
- 2、《国电南瑞（600406）\电力设备与新能源业绩稳定增长，虚拟电厂、储能、IGBT等锦上添花》
- 3、《国电南瑞（600406）\电力设备及新能源工控&数字电网龙头，新型电力系统建设打开成长空

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	42411	46829	54766	61129	73253
增长率 (%)	10.15%	10.42%	16.95%	11.62%	19.83%
EBITDA (百万元)	6741	7419	9861	11580	14062
净利润 (百万元)	6043	6905	8041	9381	11469
增长率 (%)	24.55%	14.26%	16.46%	16.66%	22.25%
EPS (元/股)	0.90	1.03	1.20	1.40	1.71
市盈率 (P/E)	28.3	24.7	21.2	18.2	14.9
市净率 (P/B)	4.5	4.0	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	33.0	21.8	17.0	14.2	11.7

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月27日收盘价

本研究报告仅供
 ybjieshou@eastmoney.com
 邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	12509	14744	18347	22609	25567	营业收入	42411	46829	54766	61129	73253
应收账款+票据	25860	27958	31629	34466	40298	营业成本	31012	34165	39632	43755	52277
预付账款	1585	1098	1275	1340	1505	税金及附加	221	315	329	336	366
存货	7868	8294	9555	10429	12317	营业费用	1684	1758	1999	2201	2600
其他	3892	4095	4492	4811	5418	管理费用	3087	3524	4080	4585	5384
流动资产合计	51713	56188	65298	73655	85105	财务费用	-125	-466	-48	-66	-79
长期股权投资	155	174	174	174	174	资产减值损失	-93	-154	-110	-122	-147
固定资产	9719	9169	10998	13874	15553	公允价值变动收益	15	2	0	0	0
在建工程	2823	2531	2378	1218	1300	投资净收益	-17	19	0	0	0
无形资产	1106	1355	1482	1638	1559	其他	372	452	479	479	479
其他非流动资产	7216	7248	4921	2883	2551	营业利润	6843	7852	9144	10674	13036
非流动资产合计	21020	20478	19953	19786	21137	营业外净收益	23	33	39	39	39
资产总计	72733	76666	85251	93441	106242	利润总额	6866	7885	9183	10713	13075
短期借款	87	196	0	0	0	所得税	824	980	1142	1332	1626
应付账款+票据	23002	22891	26059	27932	32369	净利润	6043	6905	8041	9381	11449
其他	7391	7609	8398	9087	10582	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	30481	30696	34457	37019	42951	归属于母公司净利润	6043	6905	8041	9381	11449
长期带息负债	1223	119	119	118	118	财务比率					
长期应付款	155	140	140	140	140		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
其他	331	351	351	351	351	成长能力					
非流动负债合计	1710	611	610	610	610	营业收入	10.15%	10.42%	16.95%	11.62%	19.83%
负债合计	32191	31307	35068	37629	43560	EBIT	12.74%	10.05%	23.14%	16.55%	22.07%
少数股东权益	2546	2892	2892	2892	2892	EBITDA	-5.25%	10.05%	32.93%	17.42%	21.44%
股本	5545	6695	6695	6695	6695	归母净利润	24.55%	14.26%	16.46%	16.66%	22.05%
资本公积	9210	8953	8953	8953	8953	获利能力					
留存收益	23242	26818	31643	37272	44141	毛利率	26.88%	27.04%	27.64%	28.42%	28.63%
股东权益合计	40542	45358	50183	55812	62681	净利率	14.25%	14.74%	14.68%	15.35%	15.63%
负债和股东权益总计	72733	76666	85251	93441	106242	ROE	15.90%	16.26%	17.00%	17.73%	19.15%
						ROIC	16.99%	16.74%	19.49%	21.17%	24.22%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债	44.26%	40.84%	41.13%	40.27%	41.00%
净利润	6043	6905	8041	9381	11449	流动比率	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0
折旧摊销	0	0	726	933	1066	速动比率	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6
财务费用	-125	-466	-48	-66	-79	营运能力					
存货减少	-48	-426	-1261	-874	-1888	应收账款周转率	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8
营运资金变动	0	0	-1549	-1532	-2562	存货周转率	3.9	4.1	4.1	4.2	4.2
其它	-5870	-6012	3468	2738	2276	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
经营活动现金流	0	0	9377	10579	10263	每股指标(元)					
资本支出	-1978	-3410	-2344	-2565	-2740	每股收益	0.9	1.0	1.2	1.4	1.7
长期投资	112	-423	0	0	0	每股经营现金流	0.0	0.0	1.4	1.6	1.5
其他	10	30	-64	-64	-64	每股净资产	5.7	6.3	7.1	7.9	8.9
投资活动现金流	-1856	-3803	-2408	-2629	-2804	估值比率					
债权融资	-1052	-995	-197	0	0	市盈率	28.3	24.7	21.2	18.2	14.9
股权融资	924	1149	0	0	0	市净率	4.5	4.0	3.6	3.2	2.9
其他	-2118	-2971	-3169	-3686	-4501	EV/EBITDA	33.0	21.8	17.0	14.2	11.7
筹资活动现金流	-2246	-2816	-3365	-3687	-4501	EV/EBIT	33.0	21.8	18.3	15.5	12.7
现金净增加额	-4139	-6507	3603	4262	2957						

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 27 日收盘价

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

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；韩国市场以柯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指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695