

投资评级 优于大市 维持
股票数据

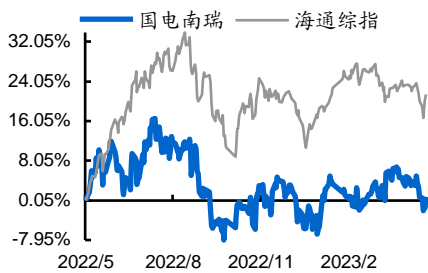
05月05日收盘价(元)	26.07
52周股价波动(元)	23.76-35.78
总股本/流通A股(百万股)	6695/6641
总市值/流通市值(百万元)	177270/175848

相关研究

 《费用控制得当, 新兴产业发力成长》
 2022.11.03

《调度、电力市场、配用电等增长明显, 特高压工程加速推进》2022.09.03

《一季度净利润高增, 市场开拓持续实现突破》2022.04.29

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.6	-0.6	1.3
相对涨幅(%)	0.2	1.8	4.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 房青

Tel: (021) 23219692

Email: fangq@haitong.com

证书: S0850512050003

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@haitong.com

证书: S0850515120001

一季度业绩快速增长, 深度受益于直流特高压加速推进

投资要点:

- 2022年营收同比增10.42%, 归母净利润同比增14.24%。**2022年, 公司实现营收468.29亿元, 同比增长10.42%; 综合毛利率27.04%, 同比增0.17pct; 归母净利润64.46亿元, 同比增长14.24%。我们认为, 公司归母净利润增速高于收入增速, 主要源于: 毛利率同比增0.17pct、期间费率同比降0.67pct等。
 2022年利润分配预案: 每10股派发现金红利3.9元(含税)并以资本公积转增2股。
- 2022年期间费率同比降0.67pct。**2022年, 公司期间费率10.28%, 同比降0.67pct。**销售费率、财务费率同比下降, 管理费率、研发费率同比上升。**
 具体来看:
 (1)销售费率3.76%, 同比降0.22pct。(2)管理费率2.44%, 同比增0.24pct。
 (3)财务费率-1.00%, 同比降0.70pct。(4)研发费率5.08%, 同比增0.01pct。
- 2023年第一季度营收同比增7.65%, 归母净利润同比增38.68%。**2023年第一季度, 公司实现营收61.95亿元, 同比增7.65%; 综合毛利率27.11%, 同比增3.71pct; 归母净利润5.26亿元, 同比增38.68%。我们认为, 公司归母净利润增速高于收入增速, 主要源于: 加大新兴业务、高端新产品的发展力度, 毛利率同比增3.71pct等。
- 2023年第一季度期间费率同比增2.62pct。**2023年第一季度, 公司期间费率20.63%, 同比增2.62pct。**销售费率、财务费率、研发费率均不同程度上升, 管理费率同比下降。**
 具体来看:
 (1)销售费率7.37%, 同比增0.89pct;(2)管理费率4.51%, 同比降0.20pct。
 (3)财务费率-1.01%, 同比增0.29pct;(4)研发费率9.75%, 同比增1.64pct。
- 2022年, 公司在电网行业实现收入352.14亿元, 同比增6.62%; 在其他行业实现收入115.25亿元, 同比增24.16%。**细分业务中, 发电及水利环保高速增长, 电力自动化信息通信、电网自动化及工业控制收入稳健增长。
 (1)电网自动化及工业控制: 2022年实现收入255.59亿元, 同比增7.13%。毛利率26.84%, 同比增1.29pct。公司加强电网产品类市场拓展, 收入规模增长, 毛利率水平有所增加;

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	42411	46829	52045	60599	72924
(+/-)YoY(%)	10.2%	10.4%	11.1%	16.4%	20.3%
净利润(百万元)	5642	6446	7436	8944	10745
(+/-)YoY(%)	16.3%	14.2%	15.4%	20.3%	20.1%
全面摊薄EPS(元)	0.84	0.96	1.11	1.34	1.61
毛利率(%)	26.9%	27.0%	27.1%	27.1%	27.2%
净资产收益率(%)	14.8%	15.2%	14.9%	15.2%	15.4%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

(2) 继电保护及柔性输电: 2022 年实现收入 63.77 亿元, 同比增 3.82%。毛利率 37.66%, 同比降 1.76pct。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;

(3) 电力自动化信息通信: 2022 年实现收入 84.53 亿元, 同比增 11.06%。毛利率 22.10%, 同比增 1.19pct。公司加强生产运行信息化等业务拓展, 收入规模增长, 毛利率有所增加;

(4) 发电及水利环保: 2022 年实现收入 42.38 亿元, 同比增 68.01%。毛利率 15.50%, 同比增 0.72pct。公司大力拓展储能、水电、太阳能等业务, 收入大幅增长且毛利率有所增加。

● **调度等网内快速增长, 新能源业务大幅增长。**截至 2022 年底, 公司在手订单 498.41 亿元, 其中本年新签在手订单 259.13 亿元。

(1) **网内市场:** 调度、变电、用电、电网数字化、电力市场实现快速增长, 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、南网变电站二次设备框架、配网设备框架、海南省调等重大项目。

(2) **网外市场:** 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、万家寨引黄入晋、农业银行存储设备框架、集通铁路电气化改造、国电投阳泉储能等一批重大项目。

(3) **海外市场:** 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, 海外合同额同比增长 47.21%。

● **2023 年度经营目标:** 实现营业收入 516 亿元, 同比增长 10%。

(1) **实现市场营销更大突破。**聚焦电网内外部市场, 持续跟踪金上-湖北、陇东-山东等特高压项目, 积极推动新一代调度、新一代集控站、电力现货市场、新型负荷管理系统、现代智慧配电网、抽蓄电站二次总包、南网批次框架、水利信息化等重大项目落地, 以更大力度支持能源集团数字化、储能、智慧消防等新兴业务市场拓展。

(2) **推动产业升级。**持续优化产业布局。全力推动 4500V IGBT 器件挂网应用, 海上平台智能化巡检技术规模化推广应用, 按期交付粤电青洲海上风电项目, 实现公司 12MW 海上风电变流器批量应用。推动储能业务规模化发展。

● **盈利预测与投资建议。**我们预计, 2023-2025 年公司归母净利润分别为 74.36 亿元、89.44 亿元、107.45 亿元。每股收益为 1.11 元、1.34 元、1.61 元。基于同业估值水平, 以及双碳背景下, 对电网自动化、电力信息通信、特高压等领域投资的持续拉动, 给予公司 2023 年 30-35 倍 PE, 对应合理价值区间 33.3 元-38.85 元。维持“优于大市”评级。

● **风险提示。**电网投资进度不达预期, 市场竞争导致盈利水平下滑。

表 1 国电南瑞主要财务指标

指标	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入 (万元)	619503.79	2121267.17	929376.90	1056773.02	575479.20
综合毛利率 (%)	27.11	25.56	29.86	29.53	23.40
期间费用率 (%)	20.63%	8.45%	10.80%	9.30%	18.01%
净利润率 (%)	8.58	14.20	17.64	17.62	6.81
经营活动净现金流/营业收入 (%)	-32.73	31.90	15.26	18.54	-24.07

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 国电南瑞 2023 年一季度资产负债表主要指标

	指标	数值	同比变动
2023 年一季度	应收账款 (亿元)	217.88	10.92%
	应付账款 (亿元)	186.20	1.08%
	预付账款 (亿元)	12.73	-26.15%
	存货 (亿元)	95.07	3.99%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

代码	简称	收盘价(元/股) 05月04日	总市值(亿元) 05月04日	2023E EPS(元)	2023PE(倍)
000400.SZ	许继电气	22.59	227.78	0.97	23.28
300001.SZ	特锐德	20.28	211.06	0.35	58.61
300124.SZ	汇川技术	59.95	1594.87	1.98	30.28
		均值			37.39

资料来源: wind 一致预测, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	46829	52045	60599	72924
每股收益	0.96	1.11	1.34	1.61	营业成本	34165	37963	44165	53099
每股净资产	6.34	7.46	8.79	10.40	毛利率%	27.0%	27.1%	27.1%	27.2%
每股经营现金流	1.31	1.61	1.03	1.96	营业税金及附加	315	338	394	474
每股股利	0.39	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	1758	1900	2121	2552
P/E	27.50	23.84	19.82	16.50	营业费用率%	3.8%	3.7%	3.5%	3.5%
P/B	4.17	3.55	3.01	2.55	管理费用	1144	1145	1212	1458
P/S	3.79	3.41	2.93	2.43	管理费用率%	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	17.07	15.24	12.35	9.54	EBIT	7374	8770	10574	12763
股息率%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-466	-466	-468	-467
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	-0.6%
毛利率	27.0%	27.1%	27.1%	27.2%	资产减值损失	-154	-117	-117	-117
净利润率	13.8%	14.3%	14.8%	14.7%	投资收益	19	26	61	73
净资产收益率	15.2%	14.9%	15.2%	15.4%	营业利润	7852	9059	10902	13105
资产回报率	8.4%	8.2%	8.6%	8.5%	营业外收支	33	34	34	34
投资回报率	13.8%	14.0%	14.3%	14.7%	利润总额	7885	9093	10936	13139
盈利增长 (%)					EBITDA	8788	10111	11988	14244
营业收入增长率	10.4%	11.1%	16.4%	20.3%	所得税	980	1128	1356	1629
EBIT 增长率	10.1%	18.9%	20.6%	20.7%	有效所得税率%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%
净利润增长率	14.2%	15.4%	20.3%	20.1%	少数股东损益	459	529	636	764
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	6446	7436	8944	10745
资产负债率	40.8%	41.1%	39.8%	41.2%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	1.83	1.93	2.08	2.09	货币资金	14744	24682	30803	43111
速动比率	1.41	1.53	1.68	1.71	应收账款及应收票据	22841	25212	30701	36603
现金比率	0.48	0.67	0.75	0.84	存货	8294	9565	11128	13791
经营效率指标					其它流动资产	10309	11240	12602	14508
应收账款周转天数	164.66	164.66	164.66	164.66	流动资产合计	56188	70699	85234	108012
存货周转天数	85.15	85.15	85.15	85.15	长期股权投资	174	194	214	234
总资产周转率	0.63	0.62	0.62	0.63	固定资产	9122	9232	9077	8727
固定资产周转率	4.98	5.67	6.62	8.19	在建工程	2531	1842	1359	1022
					无形资产	1355	1374	1377	1364
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	非流动资产合计	20478	19931	19310	18623
净利润	6446	7436	8944	10745	资产总计	76666	90630	104544	126635
少数股东损益	459	529	636	764	短期借款	196	296	396	496
非现金支出	1616	1506	1580	1646	应付票据及应付账款	22891	28103	31223	40105
非经营收益	-175	-57	-96	-99	预收账款	3	5	6	7
营运资金变动	414	1365	-4144	46	其它流动负债	7605	8278	9375	10957
经营活动现金流	8760	10779	6920	13102	流动负债合计	30696	36682	41000	51565
资产	-3414	-661	-659	-656	长期借款	0	0	0	0
投资	-423	-286	-286	-286	其它长期负债	611	611	611	611
其他	34	23	58	70	非流动负债合计	611	611	611	611
投资活动现金流	-3803	-924	-887	-872	负债总计	31307	37293	41611	52176
债权募资	-1091	100	100	100	实收资本	6695	6695	6695	6695
股权募资	777	-4	0	0	归属于母公司所有者权益	42466	49915	58876	69638
其他	-2502	-14	-10	-22	少数股东权益	2892	3421	4057	4821
融资活动现金流	-2816	82	90	78	负债和所有者权益合计	76666	90630	104544	126635
现金净流量	2253	9938	6122	12307					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 04 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

房青 电力设备及新能源行业
吴杰 电力设备及新能源行业, 公用事业, 煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 思源电气, 许继电气, 信捷电气, 炬华科技, 汇川技术, 伟创电气, 国电南瑞, 威胜信息, 宏发股份, 平高电气

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通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。