

许继电气 (000400)

2022 年报点评: 营收稳健增长, 计提减值业绩略不及市场预期

买入 (维持)

2023 年 04 月 10 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

执业证书: S0600121060016

xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	14,917	20,387	27,665	34,567
同比	24%	37%	36%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	759	990	1,507	1,925
同比	5%	30%	52%	28%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.75	0.98	1.49	1.91
P/E (现价&最新股本摊薄)	29.40	22.54	14.81	11.60

关键词: #业绩不及预期 #规模经济 #产品结构变动带来利润率上升

投资要点

- **2022 年营收同比+24%，归母净利同比+5%，计提应收账款减值准备导致业绩略不及市场预期。**公司发布 2022 年年报，实现营业收入 149.17 亿元，同比+24%；实现归母净利 7.59 亿元，同比+4.81%。其中 Q4 实现营收 58.02 亿元，同比+30%；实现归母净利 1.11 亿元，同比-23.54%。2022 年公司计提了 0.7 亿的应收账款减值准备，整体业绩略不及市场预期。
- **2022 年直流特高压项目处于开工空档期，2023 年开工潮有望迎来合同大幅增长。**2022 年实现收入 6.95 亿元，同比-30%，毛利率 46.3%，同比+0.07pct。受下半年疫情影响，直流特高压项目核准进度受到很大影响，根据国网年初规划 2023 年将核准开工“6 直 2 交”，金上-湖北和陇东-山东已开工，哈密北-重庆、宁夏-湖南、陕西-安徽、陕西-河南预计在年内陆续核准开工，许继将迎来合同的签订高峰期，预计公司直流输电系统 2022-25 年 CAGR 约为 75%。
- **风光储 EPC 开始放量，收入实现快速扩张。**2022 年实现营收 27.94 亿元，同比+342%，毛利率 5.71%，同比-5.91pct。毛利率大幅下降主要系低毛利的 EPC 业务占比大幅提升所致。2022 年公司新签风光储 EPC 合同大幅增长，上市公司与集团子公司许继电科储能、许继电力工程公司协同完成，2023 年采购关联交易预算分别为 27/17.5 亿元，同比+200%/+178%，在手订单充沛，预计公司板块业务有望保持高速增长。
- **变配电业务增速稳健增长，2023 年有望迎来新一轮电表替换周期的招标大年。**1) 智能变配电业务稳健增长，毛利率受产品结构变化有所下滑。22 年国网变电二次招标量稳增，配电中标份额稳固，盈利能力有所改善，电力电子业务受益于储能业务的快速发展收入高增。展望 23 年，板块有望维持 10-20%的稳健增长。2) 受益于新能源的配套拉动作用，中压供用电业务快速增长，随着铜、硅钢等原材料价格的下降，毛利率有所回升。23 年中压一次设备有望继续随风光 EPC 项目的快速增长实现出货量的提升。3) 电表业务稳健增长，三相智能电表出货占比提高持续提升板块营收&毛利率水平。新能源场站、工商业等三相计量用户数量持续增长，电表的结构变化有望延续，公司有望充分受益。
- **盈利预测与投资评级:** 由于特高压直流尚未贡献业绩，新能源项目占比提高后回款压力增大，我们下调公司 23-25 年归母净利润分别为 9.90 (-0.57)/15.07 (-1.38)/19.25 亿元，同比+30%/+52%/+28%，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电网投资不及预期，特高压建设不及预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.14
一年最低/最高价	13.25/26.20
市净率(倍)	2.21
流通 A 股市值(百万元)	22,323.09
总市值(百万元)	22,324.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.00
资产负债率(% ,LF)	42.47
总股本(百万股)	1,008.33
流通 A 股(百万股)	1,008.27

相关研究

《许继电气(000400): 特高压直流迎来建设大年, 风光储贡献增长驱动力》

2023-03-02

《许继电气(000400): 直流输电业绩释放, 智能变配电稳步发展》

2017-08-26

许继电气三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15,715	21,092	25,279	31,671	营业总收入	14,917	20,387	27,665	34,567
货币资金及交易性金融资产	3,698	994	3,867	3,108	营业成本(含金融类)	12,077	16,798	22,534	28,050
经营性应收款项	8,537	14,662	15,228	20,243	税金及附加	100	112	152	190
存货	2,804	4,661	5,344	7,103	销售费用	428	530	705	864
合同资产	484	489	692	864	管理费用	515	632	844	1,037
其他流动资产	190	286	148	353	研发费用	735	938	1,259	1,556
非流动资产	3,241	3,410	3,549	3,683	财务费用	-16	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	75	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,653	1,661	1,660	1,651	投资净收益	-4	2	3	35
在建工程	47	117	158	190	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	764	854	954	1,065	减值损失	-77	-6	-50	-80
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	1,072	1,374	2,124	2,825
其他非流动资产	776	776	776	776	营业外净收支	13	15	15	15
资产总计	18,956	24,502	28,828	35,355	利润总额	1,085	1,389	2,139	2,840
流动负债	7,892	12,200	14,617	18,611	减:所得税	116	151	231	307
短期借款及一年内到期的非流动负债	322	322	322	322	净利润	969	1,238	1,908	2,533
经营性应付款项	5,907	9,491	11,165	14,547	减:少数股东损益	210	248	401	608
合同负债	1,157	1,680	2,208	2,665	归属母公司净利润	759	990	1,507	1,925
其他流动负债	505	708	921	1,078	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.75	0.98	1.49	1.91
非流动负债	158	158	158	158	EBIT	1,065	1,377	2,201	2,930
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,361	1,603	2,442	3,187
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.04	17.61	18.55	18.85
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	5.09	4.86	5.45	5.57
其他非流动负债	144	144	144	144	收入增长率(%)	24.41	36.66	35.70	24.95
负债合计	8,050	12,358	14,776	18,769	归母净利润增长率(%)	4.81	30.43	52.21	27.74
归属母公司股东权益	10,080	11,071	12,578	14,503					
少数股东权益	826	1,073	1,474	2,082					
所有者权益合计	10,906	12,144	14,052	16,585					
负债和股东权益	18,956	24,502	28,828	35,355					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,732	-2,321	3,246	-408	每股净资产(元)	10.00	10.98	12.47	14.38
投资活动现金流	-94	-383	-372	-351	最新发行在外股份(百万股)	1,008	1,008	1,008	1,008
筹资活动现金流	-784	0	0	0	ROIC(%)	8.55	10.35	14.62	16.70
现金净增加额	853	-2,704	2,873	-759	ROE-摊薄(%)	7.53	8.94	11.98	13.28
折旧和摊销	296	226	241	256	资产负债率(%)	42.47	50.44	51.26	53.09
资本开支	-95	-385	-375	-386	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.40	22.54	14.81	11.60
营运资本变动	348	-3,773	1,064	-3,228	P/B(现价)	2.21	2.02	1.77	1.54

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

