

公司研究

电动汽车智能充换电系统高速增长，市场拓展成效显著

——许继电气（000400.SZ）2021年半年报点评

要点

事件：公司发布2021年半年报，实现营业收入49.54亿元，同比增长19.61%；归母净利润4.29亿元，同比增长21.19%。

点评：

盈利能力稳健提升，项目大幅拉动电动车充换电系统收入。2021年上半年，公司综合毛利率22.01%，同比+0.73pct，经营管理再上台阶，盈利水平稳步提升。直流输电系统营收4.40亿元，受直流工程大项目收入减少影响同比-38.04%；由于高端产品占比较高，毛利率47.61%，同比+26.64pct。智能变配电系统营收17.79亿元，同比+22.98%；毛利率27.99%，同比+0.35pct。智能电表营收10.62亿元，同比+29.70%，订单需求景气；毛利率19.25%，同比-1.33pct。智能中压供用电设备营收9.50亿元，同比+23.05%；毛利率12.21%，同比-1.24pct。电动汽车智能充换电系统营收5.43亿元，同比+94.88%，主要由于大项目增加；毛利率6.20%，同比-6.91pct，由于低毛利产品占比提高。

市场拓展成效显著。1、国网市场稳步提升。换流阀等产品在特高压工程“白鹤滩-江苏”合计中标3.31亿元；直流控制保护系统在特高压工程“闽粤联网”中标4,486万元。2、南网市场快速增长，保护产品在南网框招实现较大突破，预制舱、配网产品分别在广东、云南中标。3、网外市场拓展成效显著。中标国电投调相机变压器组保护设备、配套10千伏充气柜；铁路辅助监控系统在国铁集团合计中标1.5亿元。4、国际市场稳步开拓。本土化营销快速发展，孟加拉、尼日利亚市场预付费电表产能合作业务增幅明显，变电站保护、发电保护产品首次突破莫桑比克电网市场和马来西亚市场。

聚焦研发，产品创新、高端智能制造持续推进。公司积极构建以新能源为主体的新型电力系统，2021H1发布新产品80项，完成行业鉴定10项，8项创新成果达到国际领先水平。同时，公司持续推进技术改造和智能设备加速升级，重点打造智能产线、智能车间、智能工厂，高端化数字化制造水平持续提升。

维持“买入”评级：因直流工程大项目收入减少及公司积极拓展市场，调整21-22年净利润预测-6.55%/+0.38%，新增2023年预测，预计公司21-23年归母净利润8.84/10.59/12.41亿元，当前股价对应PE19/16/13x。受益于新能源车高景气，公司电动车充换电系统收入增长迅猛，拥有换电领域丰富的专利技术及经验；持续深化产品创新和高端制造，把握“双碳”新机遇，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动，电网投资不及预期的风险；原材料价格波动；竞争加剧导致市场份额下降和盈利下滑的风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,156	11,191	12,955	14,687	16,569
营业收入增长率	23.61%	10.19%	15.76%	13.37%	12.81%
净利润(百万元)	426	716	884	1,059	1,241
净利润增长率	113.52%	67.94%	23.42%	19.81%	17.21%
EPS(元)	0.42	0.71	0.88	1.05	1.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.24%	8.26%	9.35%	10.19%	10.80%
P/E	39	23	19	16	13
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-10

买入（维持）

当前价：16.54元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

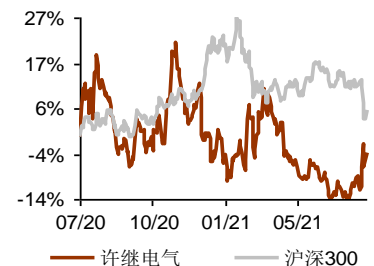
联系人：和霖

helin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.08
总市值(亿元)	166.78
一年最低/最高(元)	12.41/18.10
近3月换手率	134.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	32.19	24.71	-3.23
绝对	30.44	26.12	5.32

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,156	11,191	12,955	14,687	16,569
营业成本	8,324	8,933	10,501	11,959	13,364
折旧和摊销	191	243	260	266	271
税金及附加	55	54	65	79	89
销售费用	375	379	494	551	613
管理费用	434	479	554	568	646
研发费用	423	512	583	632	704
财务费用	4	23	-8	-13	-23
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	551	888	1,092	1,290	1,501
利润总额	559	908	1,095	1,293	1,504
所得税	64	105	126	149	173
净利润	494	803	969	1,144	1,331
少数股东损益	68	87	85	85	90
归属母公司净利润	426	716	884	1,059	1,241
EPS(按最新股本计)	0.42	0.71	0.88	1.05	1.23

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	76	783	881	1,107	1,248
净利润	426	716	884	1,059	1,241
折旧摊销	191	243	260	266	271
净营运资金增加	606	82	603	504	565
其他	-1,148	-258	-866	-722	-829
投资活动产生现金流	-87	-472	-308	-205	-180
净资本支出	-81	-67	-308	-180	-180
长期投资变化	16	16	0	0	0
其他资产变化	-22	-421	0	-25	0
融资活动现金流	256	6	-402	-109	-120
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	404	310	-310	0	0
无息负债变化	-215	884	742	1,016	991
净现金流	245	317	171	793	947

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	18.0%	20.2%	18.9%	18.6%	19.3%
EBITDA 率	8.6%	10.7%	9.2%	9.4%	10.1%
EBIT 率	6.7%	8.5%	7.2%	7.6%	8.5%
税前净利润率	5.5%	8.1%	8.5%	8.8%	9.1%
归母净利润率	4.2%	6.4%	6.8%	7.2%	7.5%
ROA	3.3%	4.8%	5.3%	5.7%	6.0%
ROE (摊薄)	5.2%	8.3%	9.3%	10.2%	10.8%
经营性 ROIC	6.6%	8.7%	8.1%	9.3%	11.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	42%	45%	44%	45%	45%
流动比率	2.15	2.07	2.03	2.04	2.06
速动比率	1.82	1.70	1.71	1.71	1.74
归母权益/有息债务	16.26	10.71	18.90	20.78	22.97
有形资产/有息债务	28.08	19.39	33.78	37.83	42.16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	15,090	16,806	18,106	20,143	22,322
货币资金	1,257	1,740	1,911	2,704	3,651
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	8,089	7,949	8,569	9,121	9,806
应收票据	715	376	518	808	994
其他应收款 (合计)	138	101	176	200	225
存货	1,952	2,465	2,462	2,804	3,134
其他流动资产	21	950	959	968	977
流动资产合计	12,688	14,023	15,307	17,406	19,676
其他权益工具	0	1	1	1	1
长期股权投资	16	16	16	16	16
固定资产	1,305	1,598	1,494	1,388	1,280
在建工程	32	62	70	77	82
无形资产	625	803	817	831	843
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	2,402	2,784	2,799	2,738	2,646
总负债	6,413	7,607	8,039	9,055	10,046
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	5,064	5,342	6,388	7,275	8,129
应付票据	216	350	315	359	401
预收账款	475	0	605	686	774
其他流动负债	0	92	92	92	92
流动负债合计	5,896	6,781	7,522	8,538	9,529
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	500	810	500	500	500
其他非流动负债	14	16	16	16	16
非流动负债合计	517	826	517	517	517
股东权益	8,677	9,199	10,067	11,089	12,276
股本	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008
公积金	1,349	1,221	1,221	1,221	1,221
未分配利润	5,774	6,439	7,221	8,158	9,256
归属母公司权益	8,131	8,668	9,451	10,388	11,486
少数股东权益	545	531	616	701	791

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4%	3%	4%	4%	4%
管理费用率	4%	4%	4%	4%	4%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
研发费用率	4%	5%	5%	4%	4%
所得税率	12%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.06	0.10	0.12	0.14	0.16
每股经营现金流	0.08	0.78	0.87	1.10	1.24
每股净资产	8.06	8.60	9.37	10.30	11.39
每股销售收入	10.07	11.10	12.85	14.57	16.43

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	39	23	19	16	13
PB	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	21	15	15	13	10
股息率	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE