

## 公司研究

## 智能变配电业务持续发力，直流业务有望实现高增长

——许继电气（000400.SZ）2021 年年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 119.91 亿元，同比增长 7.14%，实现归母净利润 7.24 亿元，同比增长 1.17%；拟每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税）。

## 点评：

**智能变配电业务持续发力，“双碳”目标技术支撑有望进一步提升。**2021 年智能变配电系统业务实现营业收入 44.06 亿元，同比增长 15.08%，毛利率同比提升 0.39 个 pct 至 25.92%；智能电表业务实现营业收入 25.34 亿元，同比增长 5.69%，毛利率同比提升 0.21 个 pct 至 17.78%；智能中低压供电业务实现营业收入 22.56 亿元，同比增长 20.33%。创新驱动与“强研发”成绩突显，自主开发的分布式调相机保护、大型抽蓄机组保护等实现首台套应用，为国内首个 100% 可再生能源示范工程提供源网荷储整体解决方案。2022 年公司将继续发挥技术与市场双驱动，在预制舱、智能电表、磁控开关等细分领域有望形成竞争优势，配网升级改造或带来配网自愈等配电自动化发展新机遇。

**直流输电业务利润率大幅提升，新能源基地建设将带动业务规模增长。**2021 年直流输电业务实现营业收入 9.86 亿元，毛利率同比提升 18.26 个 pct 至 46.23%。公司积累了丰富的直流输电技术和工程实践经验，海上风电柔性直流换流阀、直流耗能成套装置在如东工程顺利投运，数字换流站、新一代智能网关和集中器实现首台套应用。2022 年，新能源大基地加速特高压工程建设，海上风电带动柔性直流送出需求，公司有望凭借技术先发优势，实现业务快速增长。

**积极开拓电动汽车充换电市场。**2021 年公司电动汽车智能充换电系统业务实现营业收入 11.76 亿元，同比增长 13.93%，主要系公司加大了户用市场的开发力度。公司持续加大充换电技术研发力度，完成 1500 伏储能变流器、电池 PACK 模组、新能源快速功率控制等核心产品研制，高性能大功率和无线充放电产品实现装车应用。2022 年，配电侧新兴用能场景或带来充换电业务持续增长。

**维持“买入”评级：**公司变配电业务竞争加剧、直流业务受制于新能源建设预期，我们下调公司 2022/23 年盈利预测，引入 2024 年盈利预测，预计公司 22-24 年实现归母净利润 9.24/10.41/12.19 亿元（下调 13%/下调 16%/新增），对应 EPS 为 0.92/1.03/1.21 元，当前股价对应 22-24 年 PE 为 15/13/11 倍。公司智能变配电业务增长稳定，直流业务在特高压建设增速期有望实现快速增长，我们仍看好公司长远发展，**维持“买入”评级。**

**风险提示：**输配电行业发展不及预期；特高压工程与海上柔性直流送出建设不及预期；竞争加剧导致盈利下降的风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11,191	11,991	13,779	15,621	17,649
营业收入增长率	10.19%	7.14%	14.92%	13.37%	12.98%
净利润（百万元）	716	724	924	1,041	1,219
净利润增长率	67.94%	1.17%	27.56%	12.68%	17.09%
EPS（元）	0.71	0.72	0.92	1.03	1.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.26%	7.69%	9.02%	9.33%	9.96%
P/E	19	19	15	13	11
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-25

## 买入（维持）

当前价：13.84 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

[yinzs@ebsecn.com](mailto:yinzs@ebsecn.com)

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

[haoqian@ebsecn.com](mailto:haoqian@ebsecn.com)

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

0755-23915357

[huangshuaibin@ebsecn.com](mailto:huangshuaibin@ebsecn.com)

## 市场数据

总股本(亿股)	10.08
总市值(亿元)	139.55
一年最低/最高(元)	12.31/33.10
近 3 月换手率	181.50%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-16.99	-27.06	25.88
绝对	-25.03	-46.11	1.83

资料来源：Wind

## 相关研报

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（2021-08-11）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,191	11,991	13,779	15,621	17,649
营业成本	8,933	9,522	11,144	12,630	14,195
折旧和摊销	243	271	263	269	276
税金及附加	54	70	83	84	95
销售费用	379	389	525	586	653
管理费用	479	470	590	605	688
研发费用	512	677	703	703	750
财务费用	23	11	-30	-39	-51
投资收益	1	1	0	0	0
营业利润	888	924	1,138	1,270	1,477
利润总额	908	961	1,141	1,273	1,480
所得税	105	104	132	147	171
净利润	803	857	1,009	1,126	1,309
少数股东损益	87	133	85	85	90
归属母公司净利润	716	724	924	1,041	1,219
EPS(元)	0.71	0.72	0.92	1.03	1.21

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	783	1,304	1,190	1,414	1,237
净利润	716	724	924	1,041	1,219
折旧摊销	243	271	263	269	276
净营运资金增加	82	-719	593	170	547
其他	-258	1,028	-590	-67	-805
投资活动产生现金流	-472	-149	-186	-180	-180
净资本支出	-67	-149	-186	-180	-180
长期投资变化	16	16	0	0	0
其他资产变化	-421	-16	0	0	0
融资活动现金流	6	-14	-401	-88	-89
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	310	21	-331	0	0
无息负债变化	884	-116	398	803	547
净现金流	317	1,141	602	1,146	967

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	20.2%	20.6%	19.1%	19.1%	19.6%
EBITDA 率	10.7%	10.7%	7.7%	8.7%	9.2%
EBIT 率	8.5%	8.4%	5.7%	7.0%	7.7%
税前净利润率	8.1%	8.0%	8.3%	8.1%	8.4%
归母净利润率	6.4%	6.0%	6.7%	6.7%	6.9%
ROA	4.8%	4.9%	5.4%	5.5%	5.9%
ROE (摊薄)	8.3%	7.7%	9.0%	9.3%	10.0%
经营性 ROIC	8.7%	9.7%	7.2%	9.8%	11.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	45%	43%	41%	41%	40%
流动比率	2.07	2.17	2.21	2.22	2.29
速动比率	1.70	1.76	1.77	1.78	1.83
归母权益/有息债务	10.71	11.34	20.49	22.32	24.47
有形资产/有息债务	19.39	20.03	35.25	38.83	42.24

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	16,806	17,668	18,644	20,447	22,161
货币资金	1,740	2,854	3,456	4,602	5,569
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	7,949	6,091	6,201	6,324	6,580
应收票据	376	71	207	312	353
其他应收款 (合计)	101	111	187	212	240
存货	2,465	2,735	3,065	3,473	3,904
其他流动资产	950	1,860	1,869	1,878	1,888
流动资产合计	14,023	14,457	15,542	17,434	19,244
其他权益工具	1	5	5	5	5
长期股权投资	16	16	16	16	16
固定资产	1,598	1,520	1,434	1,340	1,239
在建工程	62	141	130	121	115
无形资产	803	802	817	830	842
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	501	501	501	501
非流动资产合计	2,784	3,212	3,102	3,013	2,917
总负债	7,607	7,512	7,579	8,383	8,929
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	5,342	5,128	5,405	6,063	6,530
应付票据	350	202	334	379	426
预收账款	0	0	138	234	265
其他流动负债	92	120	120	120	120
流动负债合计	6,781	6,665	7,042	7,846	8,392
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	810	810	500	500	500
其他非流动负债	16	36	36	36	36
非流动负债合计	826	847	537	537	537
股东权益	9,199	10,157	11,065	12,064	13,232
股本	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008
公积金	1,221	1,350	1,350	1,350	1,350
未分配利润	6,439	7,062	7,885	8,799	9,878
归属母公司权益	8,668	9,421	10,244	11,158	12,236
少数股东权益	531	736	821	906	996

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	3.39%	3.24%	3.81%	3.75%	3.70%
管理费用率	4.28%	3.92%	4.28%	3.87%	3.90%
财务费用率	0.21%	0.09%	-0.22%	-0.25%	-0.29%
研发费用率	4.57%	5.65%	5.10%	4.50%	4.25%
所得税率	12%	11%	12%	12%	12%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.10	0.10	0.13	0.14	0.16
每股经营现金流	0.78	1.29	1.18	1.40	1.23
每股净资产	8.60	9.34	10.16	11.07	12.14
每股销售收入	11.10	11.89	13.67	15.49	17.50

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	19	19	15	13	11
PB	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	12.9	11.6	13.6	10.0	8.0
股息率	0.7%	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%

## 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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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