

业绩符合预期，新能源 EPC 业务放量

投资要点

- **业绩总结:** 2022 年前三季度，公司实现营收 91.2 亿元，同比增长 21%；实现归母净利润 6.5 亿元，同比增长 11.9%；扣非归母净利润 6.2 亿元，同比增长 13.9%。其中三季度公司实现营收 29.9 亿元，同比增长 15.7%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比增长 29.4%；扣非归母净利润 1.9 亿元，同比增长 35.1%。
- **盈利短期承压，费用端管控优秀。** 2022 前三季度，公司毛利率/净利率分别为 20.8%/8.8%，同比下降 1.7pp/0.4pp；2022Q3，公司毛利率/净利率分别为 21.8%/8.4%，环比下降 2pp/3.2pp。费用方面，2022 前三季度销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 2.6%/7.9%/-0.1%，同比下降 0.4pp/1.3pp/0.2pp，整体来看，公司费用端管控能力优秀。
- **二次设备技术优势明显，多产品获新突破。** 公司作为二次设备龙头企业之一，始终注重对二次设备的研发投入。2022 前三季度，公司研发费用为 4.5 亿元，同比增长 9.6%。近期，公司自研的新一代直流输电控制保护产品 HCM5000 在闽粤联网直流输电工程中实现首次应用；DPS-5000G 特高压直流输电控制保护系统顺利通过中国电机工程学会产品技术鉴定；CSP-851 电力监控系统便携式运维网关成功获得国家电网的入网供货资质。新产品的研发与应用有助于公司充分发挥技术优势，持续扩大市场。
- **抢抓新能源市场机遇，工程总包业务放量有望带动公司设备订单增长。** 2022 下半年至今，公司在新能源配储 EPC/PC 市场表现活跃。据不完全统计，公司共（预）中标三峡能源敦煌 60MW 光伏项目配套 12MW/24MWh 储能系统 EPC 总承包等 7 个工程总包项目，中标总额达 7.4 亿元，单价分布于 1.6-2 元/Wh。新能源配储 EPC 业务毛利率较低，但看好其对公司电力设备及储能产品订单的推动作用。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年营收分别为 146.4 亿元、174.8 亿元、203 亿元，未来三年归母净利润增速分别为 18.8%/31.9%/15.3%。公司智能电网、特高压领域核心产品优势凸显，且 EPC 业务为公司提供了新的增长动力，业绩有望持续增长，维持“持有”评级。
- **风险提示:** 电网投资不及预期的风险；产品研发不及预期的风险；上游原材料价格上涨的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11990.70	14640.29	17481.71	20301.32
增长率	7.14%	22.10%	19.41%	16.13%
归属母公司净利润(百万元)	724.37	860.18	1134.13	1307.75
增长率	1.17%	18.75%	31.85%	15.31%
每股收益 EPS(元)	0.72	0.85	1.12	1.30
净资产收益率 ROE	8.44%	9.05%	10.83%	11.31%
PE	25	21	16	14
PB	1.95	1.81	1.65	1.51

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.08
流通 A 股(亿股)	10.08
52 周内股价区间(元)	13.28-31.78
总市值(亿元)	183.52
总资产(亿元)	167.43
每股净资产(元)	9.20

相关研究

1. 许继电气(000400): 业绩符合预期，新能源领域加速布局 (2022-08-08)

盈利预测

关键假设：

假设 1：随着对电能质量水平要求的提升及可再生能源等分布式发电资源数量的增加，智能电网的建设将拉动智能电表需求。2021 年公司智能电表营收约占当年智能电网行业规模的 2.9%，假设 2022-2024 年公司智能电表业务收入占智能电网行业比重提升至 3.1%/3.25%/3.4%。

假设 2：公司作为特高压直流输电领域的领先企业有望充分受益于国网投资增加，2021 年公司直流输电营收约占当年特高压投资的 0.25%，受项目进度影响，假设 2022-2024 年公司直流输电系统业务收入占特高压投资比重分别为 0.19%/0.27%/0.28%。

假设 3：公司通过研发设计，并采取提前锁价、储备相关物资等方式控制成本，叠加未来宏观环境向好发展等因素，预计各业务毛利率趋稳向上。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
智能变配电系统	收入	4405.6	5479.3	6515.5	7787.0
	增速	15.1%	24.4%	18.9%	19.5%
	毛利率	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
智能电表	收入	2534.4	2787.8	3066.6	3373.3
	增速	5.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	17.8%	26.0%	26.0%	26.0%
智能中压供用电设备	收入	2255.7	2819.6	3383.5	4060.2
	增速	20.3%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	12.3%	13.5%	13.5%	13.5%
智能电源及应用系统	收入	1176.0	1293.6	1422.9	1565.2
	增速	13.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	5.9%	5.5%	6.0%	7.0%
直流输电系统	收入	986.3	800.0	1393.2	1503.6
	增速	-40.4%	-18.9%	74.2%	7.9%
	毛利率	46.2%	44.0%	40.0%	40.0%
EMS 加工服务及其他	收入	632.7	1460.0	1700.0	2012.0
	增速	56.8%	130.7%	16.4%	18.4%
	毛利率	11.6%	9.0%	10.0%	11.0%
合计	收入	11990.7	14640.3	17481.7	20301.3
	增速	7.1%	22.1%	19.4%	16.1%
	毛利率	20.6%	20.7%	21.1%	21.2%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11990.70	14640.29	17481.71	20301.32	净利润	857.13	996.04	1315.43	1520.98
营业成本	9522.42	11610.44	13786.10	15997.06	折旧与摊销	272.44	397.45	397.45	397.45
营业税金及附加	70.24	79.68	95.80	140.08	财务费用	11.09	4.39	5.24	6.09
销售费用	388.53	468.49	541.93	609.04	资产减值损失	-82.41	-52.05	-58.92	-60.55
管理费用	469.99	1434.75	1660.76	1928.63	经营营运资本变动	540.38	-1003.39	-819.20	-1005.60
财务费用	11.09	4.39	5.24	6.09	其他	-294.28	48.14	51.82	63.74
资产减值损失	-82.41	-52.05	-58.92	-60.55	经营活动现金流净额	1304.36	390.58	891.82	922.12
投资收益	0.55	0.58	0.63	0.60	资本支出	-237.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	88.78	-19.42	-19.37	-19.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-148.69	-19.42	-19.37	-19.40
营业利润	924.13	1095.18	1451.42	1681.57	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	37.17	26.39	28.82	29.40	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	961.30	1121.57	1480.24	1710.97	股权融资	128.48	0.00	0.00	0.00
所得税	104.17	125.53	164.82	189.99	支付股利	-100.83	-144.87	-172.04	-226.83
净利润	857.13	996.04	1315.43	1520.98	其他	-42.12	-23.84	-3.24	-4.09
少数股东损益	132.76	135.86	181.30	213.24	筹资活动现金流净额	-14.47	-168.72	-175.28	-230.92
归属母公司股东净利润	724.37	860.18	1134.13	1307.75	现金流量净额	1141.20	202.45	697.17	671.81
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2854.21	3056.66	3753.83	4425.64	成长能力				
应收和预付款项	6721.15	9909.85	11401.39	13095.00	销售收入增长率	7.14%	22.10%	19.41%	16.13%
存货	2734.51	3340.03	3973.97	4607.84	营业利润增长率	4.06%	18.51%	32.53%	15.86%
其他流动资产	2146.64	77.64	92.71	107.66	净利润增长率	6.79%	16.21%	32.07%	15.63%
长期股权投资	15.73	15.73	15.73	15.73	EBITDA 增长率	4.55%	23.96%	23.85%	12.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1661.30	1379.41	1097.51	815.62	毛利率	20.58%	20.70%	21.14%	21.20%
无形资产和开发支出	845.70	730.26	614.82	499.38	三费率	7.25%	13.03%	12.63%	12.53%
其他非流动资产	689.01	708.90	728.78	748.66	净利率	7.15%	6.80%	7.52%	7.49%
资产总计	17668.25	19218.48	21678.75	24315.53	ROE	8.44%	9.05%	10.83%	11.31%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.85%	5.18%	6.07%	6.26%
应付和预收款项	5524.33	7125.96	8396.52	9692.10	ROIC	9.36%	10.77%	13.13%	14.08%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.07%	10.23%	10.61%	10.27%
其他负债	1987.31	1085.13	1131.44	1178.48	营运能力				
负债合计	7511.64	8211.08	9527.96	10870.58	总资产周转率	0.70	0.79	0.85	0.88
股本	1008.33	1008.33	1008.33	1008.33	固定资产周转率	7.69	10.61	15.93	24.89
资本公积	823.26	823.26	823.26	823.26	应收账款周转率	1.71	1.92	1.78	1.80
留存收益	7588.69	8303.99	9266.08	10347.01	存货周转率	3.65	3.81	3.76	3.72
归属母公司股东权益	9420.66	10135.58	11097.67	12178.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.51%	—	—	—
少数股东权益	735.95	871.81	1053.11	1266.35	资本结构				
股东权益合计	10156.61	11007.40	12150.79	13444.95	资产负债率	42.51%	42.72%	43.95%	44.71%
负债和股东权益合计	17668.25	19218.48	21678.75	24315.53	带息债务/总负债	10.78%	9.86%	8.50%	7.45%
					流动比率	2.17	2.23	2.22	2.22
					速动比率	1.76	1.77	1.76	1.76
					股利支付率	13.92%	16.84%	15.17%	17.34%
					每股指标				
					每股收益	0.72	0.85	1.12	1.30
					每股净资产	9.34	10.05	11.01	12.08
					每股经营现金	1.29	0.39	0.88	0.91
					每股股利	0.10	0.14	0.17	0.22
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1207.66	1497.03	1854.12	2085.11					
PE	25.33	21.33	16.18	14.03					
PB	1.95	1.81	1.65	1.51					
PS	1.53	1.25	1.05	0.90					
EV/EBITDA	12.95	10.28	7.92	6.71					
股息率	0.55%	0.79%	0.94%	1.24%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn