

# 2023年半年报点评：业绩符合市场预期，静待特高压份额修复

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	14,917	15,402	17,499	21,139
同比	24%	3%	14%	21%
归属母公司净利润(百万元)	759	915	1,164	1,427
同比	5%	21%	27%	23%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.75	0.90	1.14	1.40
P/E(现价&最新股本摊薄)	26.39	21.90	17.21	14.04

关键词：#业绩符合预期 #出口导向

## 投资要点

- 2023H1 营收同比+16%，归母净利润同比+21%，业绩符合市场预期。**23H1 实现营收 71.14 亿，同增 16%；归母净利润 5.48 亿，同增 21%；扣非归母净利润 5.27 亿，同增 20%。Q2 实现营收 38.51 亿，同增 5%；归母净利润 3.99 亿，同/环增 13%/167%；扣非归母净利润 3.83 亿，同/环增 11%/166%。23H1 毛利率 18.73%，同降 1.66pct，归母/扣非净利率 7.71%/7.41%，同增 0.29/0.27pct。Q2 毛利率 23.42%，同降 0.36pct，环增 10.21pct，归母/扣非净利率 10.36%/9.96%，同增 0.69/0.56pct，环增 5.78/5.55pct。盈利能力改善，业绩符合市场预期。
- 储能业务拉动公司配套设备收入增长。**23H1 公司 EMS 加工服务及其他实现收入 11.74 亿，同增 60%，其中主要系风光储 EPC 业务贡献增量，其中上市公司主要为项目做 PCS、EMS 以及一次设备等配套产品，智能变配电系统收入同增 17%，我们预计变电、配电、电力电子业务均稳健增长，电力电子收入占比提高导致毛利率同降 3.87pct。展望全年，公司 PCS 出货量有望持续高增，智能变配电业务有望维持 15%以上的稳健增长。
- 电表业务出海超预期、海外市场进展顺利。**23H1 公司电表业务收入同增 26%，毛利率 25.49%，同降 0.47pct，海外收入同增 76%，我们认为主要系电表及一次设备等出口增长所致。公司上半年签订智利 AMI 系统及智能电表二期等项目，实现海外市场的突破，展望全年，随着一带一路的不断推进，公司海外市场订单有望能够持续增长。
- 特高压直流中标承压、期待新开项目份额修复。**截至 23 年 8 月，国网已完成 3 条特高压直流工程物资招标，公司中标 2 台换流阀及 2 条线路的直流控保系统。虽然换流阀中标份额略不及预期，拉通来看“十四五”期间计划开工 9 条直流，我们认为后续新开工程中公司换流阀份额有望修复。公司在直流控保产品领域份额在持续提高，或可对换流阀造成的预期利润缺口形成补充（直流控保毛利率更高）。
- 盈利预测与投资评级：**特高压项目份额下降略影响公司业绩，考虑到今年暂无新增特高压项目确认收入，我们下修公司 23-25 年归母净利润分别为 9.15(-0.75)/11.64(-3.43)/14.27(-4.98) 亿元，同比+21%/27%/23%，维持“买入”评级。
- 风险提示：**特高压工程建设不及预期，公司中标份额不及预期，海外市场拓展不及预期，竞争加剧等。

2023 年 08 月 30 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书：S0600523060001

xiezd@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	19.66
一年最低/最高价	16.34/26.20
市净率(倍)	1.89
流通 A 股市值(百万元)	19,823.30
总市值(百万元)	20,033.72

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.41
资产负债率(% ,LF)	43.65
总股本(百万股)	1,019.01
流通 A 股(百万股)	1,008.31

## 相关研究

《许继电气(000400): 2023 年一季报点评: Q1 业绩超预期, 静待特高压直流驱动高增长》

2023-04-22

《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》

2023-04-10

## 许继电气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>15,715</b>	<b>16,290</b>	<b>19,870</b>	<b>22,717</b>	<b>营业收入</b>	<b>14,917</b>	<b>15,402</b>	<b>17,499</b>	<b>21,139</b>
货币资金及交易性金融资产	3,698	3,660	6,119	6,119	营业成本(含金融类)	12,077	12,339	13,896	16,747
经营性应收款项	8,537	9,428	9,730	11,938	税金及附加	100	85	96	116
存货	2,804	2,630	3,467	3,900	销售费用	428	416	446	535
合同资产	484	370	437	528	管理费用	515	516	560	655
其他流动资产	190	203	117	231	研发费用	735	755	840	994
<b>非流动资产</b>	<b>3,241</b>	<b>3,321</b>	<b>3,369</b>	<b>3,410</b>	<b>财务费用</b>	<b>(16)</b>	<b>(65)</b>	<b>(64)</b>	<b>(107)</b>
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	1,671	1,680	1,681	投资净收益	(4)	2	2	21
在建工程	47	117	158	190	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	764	754	752	759	减值损失	(77)	(91)	(90)	(131)
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	<b>营业利润</b>	<b>1,072</b>	<b>1,268</b>	<b>1,637</b>	<b>2,089</b>
其他非流动资产	776	777	778	779	营业外净收支	13	15	15	15
<b>资产总计</b>	<b>18,956</b>	<b>19,611</b>	<b>23,239</b>	<b>26,127</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,085</b>	<b>1,283</b>	<b>1,652</b>	<b>2,104</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,892</b>	<b>7,548</b>	<b>9,708</b>	<b>10,724</b>	<b>减:所得税</b>	<b>116</b>	<b>139</b>	<b>178</b>	<b>227</b>
短期借款及一年内到期的非流动负债	322	322	322	322	<b>净利润</b>	<b>969</b>	<b>1,144</b>	<b>1,473</b>	<b>1,877</b>
经营性应付款项	5,907	5,403	7,335	8,016	减:少数股东损益	210	229	309	451
合同负债	1,157	1,234	1,362	1,591	<b>归属母公司净利润</b>	<b>759</b>	<b>915</b>	<b>1,164</b>	<b>1,427</b>
其他流动负债	505	589	689	795					
非流动负债	158	154	150	144	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.75	0.90	1.14	1.40
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	1,065	1,327	1,711	2,167
租赁负债	14	10	6	0	EBITDA	1,361	1,653	2,054	2,528
其他非流动负债	144	144	144	144					
<b>负债合计</b>	<b>8,050</b>	<b>7,703</b>	<b>9,857</b>	<b>10,868</b>	毛利率(%)	19.04	19.89	20.59	20.78
归属母公司股东权益	10,080	10,854	12,018	13,445	归母净利率(%)	5.09	5.94	6.65	6.75
少数股东权益	826	1,055	1,364	1,814					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,906</b>	<b>11,909</b>	<b>13,382</b>	<b>15,259</b>	收入增长率(%)	24.41	3.25	13.61	20.80
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,956</b>	<b>19,611</b>	<b>23,239</b>	<b>26,127</b>	归母净利润增长率(%)	4.81	20.51	27.22	22.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,732	501	2,848	381	每股净资产(元)	10.00	10.65	11.79	13.19
投资活动现金流	(94)	(394)	(384)	(376)	最新发行在外股份 (百万股)	1,019	1,019	1,019	1,019
筹资活动现金流	(784)	(145)	(5)	(6)	ROIC(%)	8.55	10.08	11.76	13.20
现金净增加额	853	(38)	2,459	0	ROE-摊薄(%)	7.53	8.43	9.68	10.61
折旧和摊销	296	326	343	361	资产负债率(%)	42.47	39.28	42.42	41.60
资本开支	(95)	(395)	(385)	(396)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.39	21.90	17.21	14.04
营运资本变动	348	(1,042)	958	(1,951)	P/B (现价)	1.97	1.85	1.67	1.49

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提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

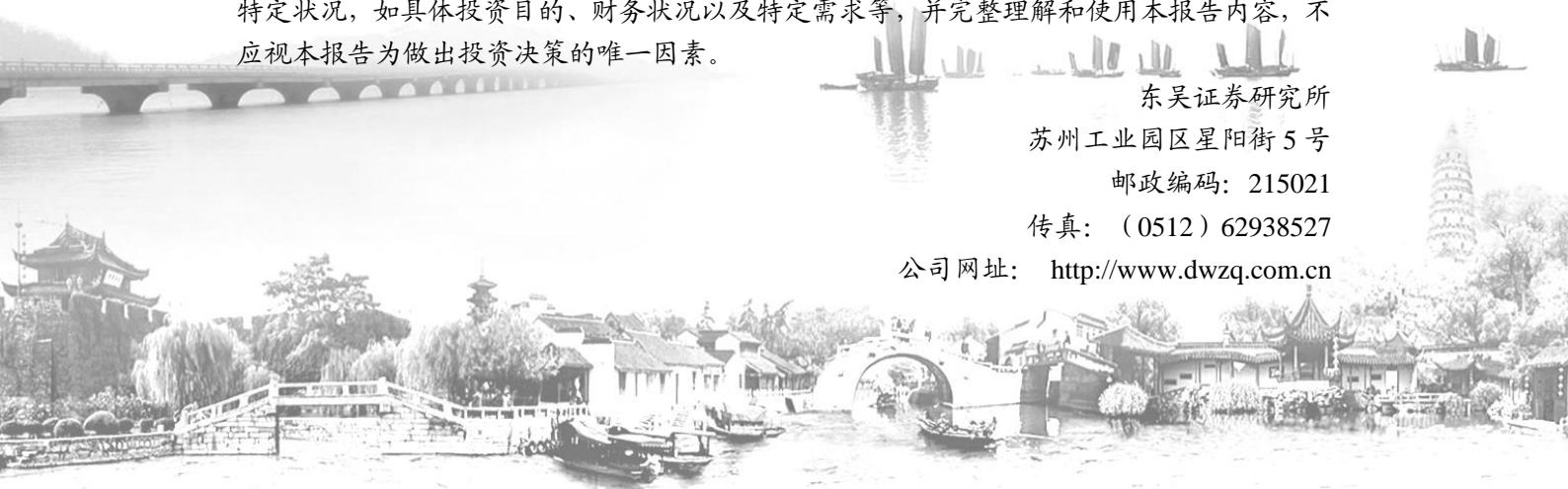
### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

 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>