

许继电气 (000400. SZ)

储能业务快速增长，直流业务静待拐点

买入

核心观点

上半年业绩较快增长，盈利能力保持稳健。上半年公司实现营收 71.14 亿元（同比+16.06%），归母净利润 5.48 亿元（同比+20.65%），扣非净利润 5.27 亿元（同比+20.47%），销售毛利率 18.73%（同比-1.66pct.），扣非销售净利率 7.41%（同比+0.27pct.）。上半年公司其他收益 0.57 亿元（同期为 0.33 亿元），财务费用-0.32 亿元（同期为-0.06 亿元），信用与资产减值合计 0.59 亿元（同期为 0.61 亿元）。

二季度业绩略超预期，归母净利润同比增长 13%。二季度公司实现营收 38.51 亿元（同比+5.19%，环比+17.98%），归母净利润 3.99 亿元（同比+12.74%，环比+167.79%），扣非净利润 3.83 亿元（同比+11.43%，环比+165.97%），销售毛利率 23.42%（同比-0.35pct.，环比+10.21pct.），销售净利率 12.14%（同比+0.60pct.，环比+6.68pct.）。

储能相关收入快速增长，直流输电收入阶段性下降。分业务看，上半年公司智能变配电网收入 26.53 亿元（+16.79%，包括配网二次、储能 PCS/EMS/BMS），毛利率 21.61%（-3.87pct.）；智能电表收入 13.66 亿元（+25.77%），毛利率 25.49%（-0.47pct.）；EMS 加工服务及其他收入 11.74 亿元（+60.16%，包括加工服务、光伏/储能 EPC），毛利率 5.73%（-2.55pct.）；直流输电系统收入 2.53 亿元（-17.09%），毛利率 49.14%（+5.57pct.）。

网内市场开拓顺利，海外市场持续突破。上半年公司在网内市场稳步提升，智能电表等核心产品国网份额保持领先；开关柜、消弧线圈等实现满限额中标；中标陇东——山东特高压全国产化直流控制保护系统；省招协议库存实现多项突破；公司在南网市场安全可控等产品实现首次突破。国际市场业务增幅明显，公司在重点国别电网市场取得突破，签订智利 AMI 系统及智能电表二期等项目，直销业务同比大幅增长。

风险提示：电网建设需求不及预期；储能行业竞争加剧；海外市场开拓进度不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到公司光伏储能 EPC 业务调整和智能电表确认收入节奏，上调盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 9.82/12.80/17.06 亿元（原预测值为 9.60/12.59/17.25 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/16/12 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,991	14,917	17,364	18,659	21,290
(+/-%)	7.1%	24.4%	16.4%	7.5%	14.1%
净利润(百万元)	724	759	982	1280	1706
(+/-%)	1.2%	4.8%	29.4%	30.3%	33.3%
每股收益(元)	0.72	0.75	0.96	1.26	1.67
EBIT Margin	7.2%	7.1%	7.5%	9.3%	10.8%
净资产收益率(ROE)	8.0%	7.8%	9.3%	11.1%	13.4%
市盈率(PE)	27.6	26.3	20.6	15.8	11.8
EV/EBITDA	24.3	21.0	19.6	15.5	12.5
市净率(PB)	1.97	1.83	1.69	1.52	1.33

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺

证券分析师：王晓声

010-88005313

010-88005231

wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980520080003

S0980523050002

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

19.81 元

总市值/流通市值

20187/19975 百万元

52 周最高价/最低价

26.20/16.34 元

近 3 个月日均成交额

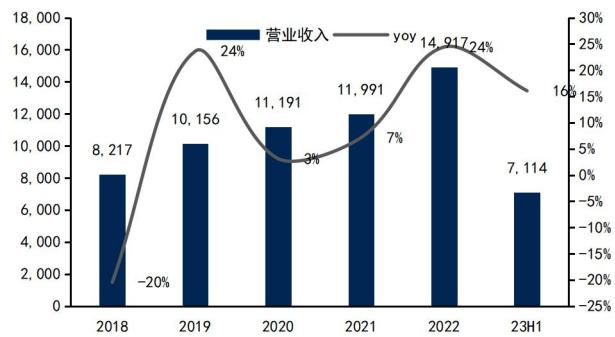
234.48 百万元

市场走势



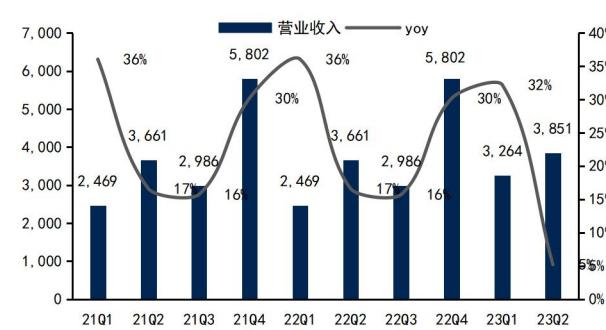
上半年业绩较快增长，盈利能力保持稳健。上半年公司实现营收 71.14 亿元（同比+16.06%），归母净利润 5.48 亿元（同比+20.65%），扣非净利润 5.27 亿元（同比+20.47%），销售毛利率 18.73%（同比-1.66pct.），扣非销售净利率 7.41%（同比+0.27pct.）。上半年公司其他收益 0.57 亿元（同期为 0.33 亿元），财务费用 -0.32 亿元（同期为 -0.06 亿元），信用与资产减值合计 0.59 亿元（同期为 0.61 亿元）。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



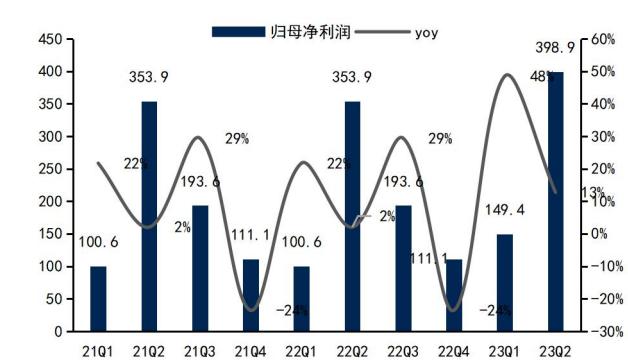
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

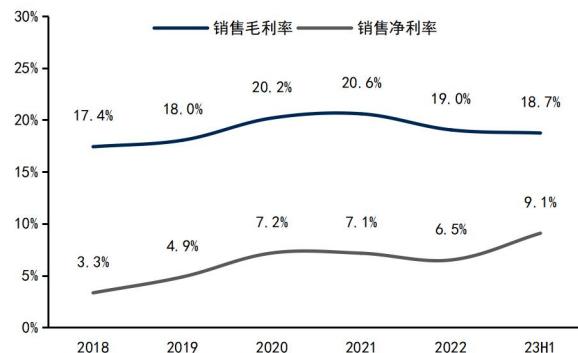
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



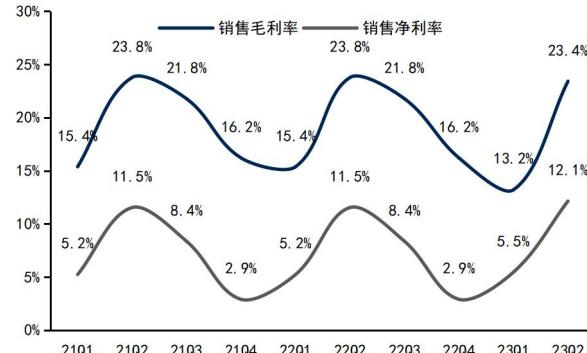
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二季度业绩略超预期，归母净利润同比增长 13%。二季度公司实现营收 38.51 亿元（同比+5.19%，环比+17.98%），归母净利润 3.99 亿元（同比+12.74%，环比+167.79%），扣非净利润 3.83 亿元（同比+11.43%，环比+165.97%），销售毛利率 23.42%（同比-0.35pct.，环比+10.21pct.），销售净利率 12.14%（同比+0.60pct.，环比+6.68pct.）。

储能相关收入快速增长，直流输电收入阶段性下降。分业务看，上半年公司智能变配电系统收入 26.53 亿元（+16.79%，包括配网二次、储能 PCS/EMS/BMS），毛利率 21.61%（-3.87pct.）；智能中压供用电设备收入 13.49 亿元（+9.15%，包括各类配网一次设备），毛利率 14.92%（+1.32pct.）；智能电表收入 13.66 亿元（+25.77%），毛利率 25.49%（-0.47pct.）；EMS 加工服务及其他收入 11.74 亿元（+60.16%，包括加工服务、光伏/储能 EPC），毛利率 5.73%（-2.55pct.）；直流输电系统收入 2.53 亿元（-17.09%），毛利率 49.14%（+5.57pct.）；电动汽车智能充换电系统收入 3.19 亿元（-35.82%），毛利率 5.74%（+0.28pct.）。

图5: 公司年度毛利率、净利率变化情况 (单位: %)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季毛利率、净利率变化情况 (单位: %)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

网内市场开拓顺利，海外市场持续突破。上半年公司在网内市场稳步提升，智能电表等核心产品国网份额保持领先；开关柜、消弧线圈等实现满限额中标；中标陇东——山东特高压全国产化直流控制保护系统；省招协议库存实现多项突破；公司在南网市场安全可控等产品实现首次突破。国际市场业务增幅明显，公司在重点国别电网市场取得突破，签订智利 AMI 系统及智能电表二期等项目，直销业务同比大幅增长。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到公司光伏储能 EPC 业务调整和智能电表确认收入节奏，上调盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 9.82/12.80/17.06 亿元（原预测值为 9.60/12.59/17.25 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/16/12 倍，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE		ROE (22A)	投资评级
			亿元	22A	23E	24E	22A	23E	24E		
000400.SZ	许继电气	19.81	202	0.75	0.96	1.26	26.3	20.6	15.8	7.5	买入
600406.SH	国电南瑞	23.57	1,893	0.96	0.93	1.08	24.6	25.3	21.8	15.2	-
002028.SZ	思源电气	50.68	390	1.59	2.18	2.72	31.9	23.2	18.6	13.3	-
600312.SH	平高电气	10.75	146	0.16	0.46	0.69	67.2	23.4	15.6	2.3	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：国电南瑞、思源电气、平高电气为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2854	3698	2500	3598	4471	营业收入	11991	14917	17364	18659	21290
应收款项	6163	6531	9514	10224	11666	营业成本	9522	12077	14081	14924	16800
存货净额	2735	2804	3858	4089	4603	营业税金及附加	70	100	113	121	138
其他流动资产	1971	1607	1408	1194	1344	销售费用	389	428	478	466	511
流动资产合计	14457	15715	18407	20299	23428	管理费用	470	515	590	597	639
固定资产	1661	1671	1557	1441	1322	研发费用	677	735	799	821	894
无形资产及其他	802	764	713	662	611	财务费用	11	(16)	(30)	(24)	(40)
其他长期资产	733	806	868	933	1065	投资收益	1	(4)	0	0	0
长期股权投资	16	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(2)	(77)	(30)	(30)	(30)
资产总计	17668	18956	21546	23336	26426	其他收入	76	153	105	105	110
短期借款及交易性金融负债	21	322	464	300	300	营业利润	924	1072	1378	1797	2398
应付款项	5330	5907	6944	7360	8285	营业外净收支	37	13	5	5	5
其他流动负债	389	505	606	640	718	利润总额	961	1085	1383	1802	2403
流动负债合计	6665	7892	9403	9792	11006	所得税费用	104	116	152	198	264
长期借款及应付债券	810	0	40	80	120	少数股东损益	133	210	249	324	432
其他长期负债	37	158	161	164	167	归属于母公司净利润	724	759	982	1280	1706
长期负债合计	847	158	201	244	287	现金流量表 (百万元)	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	7512	8050	9604	10036	11293	净利润	724	759	982	1280	1706
少数股东权益	736	826	1010	1264	1622	资产减值准备	(82)	(5)	(10)	(10)	(10)
股东权益	9421	10080	10932	12035	13511	折旧摊销	271	275	215	217	220
负债和股东权益总计	17668	18956	21546	23336	26426	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	11	(16)	(30)	(24)	(40)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	544	511	(2521)	(241)	(1042)
每股收益	0.72	0.75	0.96	1.26	1.67	其它	(152)	191	232	314	406
每股红利	0.10	0.14	0.17	0.23	0.33	经营活动现金流	1304	1732	(1102)	1560	1280
每股净资产	10.07	10.82	11.72	13.05	14.85	资本开支	(150)	(108)	(50)	(50)	(50)
ROIC	8%	9%	10%	12%	14%	其它投资现金流	1	14	(63)	(65)	(132)
ROE	8%	8%	9%	11%	13%	投资活动现金流	(149)	(94)	(113)	(115)	(182)
毛利率	21%	19%	19%	20%	21%	权益性融资	129	1	11	0	0
EBIT Margin	7%	7%	8%	9%	11%	负债净变化	63	(677)	182	(124)	40
EBITDA Margin	9%	9%	9%	10%	12%	支付股利、利息	(195)	(124)	(206)	(247)	(305)
收入增长	7%	24%	16%	7%	14%	其它融资现金流	63	132	142	(164)	0
净利润增长率	1%	5%	29%	30%	33%	融资活动现金流	(14)	(784)	16	(347)	(226)
资产负债率	43%	42%	45%	43%	43%	现金净变动	1141	853	(1198)	1098	873
股息率	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%	1.7%	货币资金的期初余额	1740	2854	3698	2500	3598
P/E	27.6	26.3	20.6	15.8	11.8	货币资金的期末余额	2854	3698	2500	3598	4471
P/B	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3	企业自由现金流	1434	1627	(1196)	1465	1182
EV/EBITDA	24.3	21.0	19.6	15.5	12.5	权益自由现金流	1487	1773	(988)	1362	1258

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032