

直流业务有望加速放量，储能打造新增长点

2023 年 04 月 10 日

推荐

维持评级

当前价格:

22.14 元

➤ **事件概述:** 2023 年 4 月 7 日, 公司发布 2022 年年度报告。**业绩方面:** 22 年全年公司实现营收 149.17 亿元, 同比增长 24.41%; 实现归母净利润 7.59 亿元, 同比增长 4.81%; 实现扣非归母净利润 7.13 亿元, 同比增长 6.70%。**分业务来看:** 1) **智能变配电系统:** 22 年实现收入 49.63 亿元, 同比增长 12.66%; 2) **智能中压供用电设备:** 22 年实现收入 27.49 亿元, 同比增长 21.89%; 3) **智能电表:** 22 年实现收入 29.81 亿元, 同比增长 17.64%; 4) **直流输电系统:** 22 年实现收入 6.95 亿元, 同比下降 29.58%; 5) **EMS 加工服务及其它:** 22 年实现收入 27.94 亿元, 同比增长 341.65%; 6) **电动汽车智能充换电系统:** 22 年实现收入 7.35 亿元, 同比下降 37.54%。

➤ **特高压迎来密集开工期, 直流业务有望加速放量。** 受大环境影响, 2022 年特高压开工不及预期, 导致公司相关业务营收下滑明显。根据国网规划, 我们预计 2023 年有望核准“5 直 2 交”, 开工“6 直 2 交”, 特高压直流开工规模或将成为历史最高值, 投资额有望超过 1000 亿元。特高压直流市场集中度较高, 公司直流输电技术实力雄厚, 市占率超 30%, 未来有望受益于特高压建设加速。

➤ **大力拓展储能业务, 打造第二成长曲线。** 公司 22 年 EMS 加工服务及其它业务营业收入占比大幅提升至 18.73% (21 年占比仅为 5%)。公司储能相关业务不仅包含 EPC 总承包, 还能够研发及生产储能变流器 PCS、能量管理系统 EMS、电池管理系统 BMS 和储能预制舱等核心设备。目前控股股东许继集团控股子公司电科储能公司主要开展储能业务, 上市公司为其提供储能相应产品。未来随着储能订单不断放量, 公司储能业务有望维持高速增长。

➤ **国网中标份额领先, 南网实现突破, 国际市场持续开拓。** **国网市场:** 公司电能表等产品在国网集招市场保持领先; 开关柜、消弧电抗等产品连续实现满额中标; 预制舱、厂站监控等产品在福建、山西、青海等省区实现省网招标突破; 新一代集控系统、磁控开关等新产品在多省市实现推广; 新一代 800E 系列保测产品通过国网入网检测。**南网市场:** 公司 35 千伏消弧线圈、10 千伏干式铁心串联电抗器等设备实现省网框招首次突破, 直流电源在广西实现最大份额中标。**国际市场:** 公司配用电产品实现在海外电网批量供货, 完成首个欧标交流充电桩项目交付, 同时智能变电站保自设备在泰国挂网运行。

➤ **投资建议:** 公司有望受益于“十四五”期间电网投资规模提升, 我们预计公司 23-25 年营收为 180.51、217.16、252.31 亿元, 营收增速分别为 21%、20.3%、16.2%; 归母净利润为 8.67、11.76、13.99 亿元, 归母净利润增速分别为 14.2%、35.6%、19%。对应 4 月 7 日收盘价, 公司 23-25 年估值分为 26X、19X、16X。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险; 电网投资不达预期的风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	14917	18051	21716	25231
增长率 (%)	24.4	21.0	20.3	16.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	759	867	1176	1399
增长率 (%)	4.8	14.2	35.6	19.0
每股收益 (元)	0.75	0.86	1.17	1.39
PE	29	26	19	16
PB	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 7 日收盘价)


分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@mszq.com

研究助理 李佳

执业证书: S0100121110050

邮箱: lijia@mszq.com

相关研究

1. 许继电气 (000400.SZ) 2022 年三季度报点评: 业绩稳步增长, 抢抓新能源发展机遇-2022/10/31
2. 许继电气 (000400.SZ) 2022 年半年度报告点评: 经营业绩稳健, 有望受益于电网投资规模增长-2022/08/07
3. 许继电气 (000400.SZ) 2021 年年报点评: 盈利能力逐步优化, 网内外市场齐头并进-2022/04/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	14917	18051	21716	25231
营业成本	12077	14756	17637	20504
营业税金及附加	100	90	109	126
销售费用	428	542	630	706
管理费用	515	614	738	833
研发费用	735	903	1086	1262
EBIT	1065	1170	1591	1892
财务费用	-16	-44	-57	-71
资产减值损失	-5	-3	-4	-5
投资收益	-4	0	0	0
营业利润	1072	1213	1646	1960
营业外收支	13	5	5	5
利润总额	1085	1218	1651	1965
所得税	116	134	182	216
净利润	969	1084	1470	1749
归属于母公司净利润	759	867	1176	1399
EBITDA	1361	1477	1881	2195

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3698	4838	6041	7929
应收账款及票据	6531	6720	6941	7033
预付款项	590	720	861	1001
存货	2804	3433	4103	4770
其他流动资产	2091	2618	3135	3631
流动资产合计	15715	18330	21081	24364
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1624	1642	1645	1648
无形资产	764	764	764	764
非流动资产合计	3241	3235	3252	3239
资产合计	18956	21565	24332	27603
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	5907	7218	8626	10029
其他流动负债	1984	2314	2295	2577
流动负债合计	7892	9531	10921	12606
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	158	149	178	178
非流动负债合计	158	149	178	178
负债合计	8050	9680	11099	12784
股本	1008	1008	1008	1008
少数股东权益	826	1043	1336	1686
股东权益合计	10906	11884	13233	14819
负债和股东权益合计	18956	21565	24332	27603

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.41	21.01	20.30	16.19
EBIT 增长率	6.03	9.90	35.93	18.91
净利润增长率	4.81	14.20	35.60	19.03
盈利能力 (%)				
毛利率	19.04	18.25	18.78	18.73
净利润率	5.09	4.80	5.41	5.55
总资产收益率 ROA	4.01	4.02	4.83	5.07
净资产收益率 ROE	7.53	8.00	9.88	10.66
偿债能力				
流动比率	1.99	1.92	1.93	1.93
速动比率	1.49	1.42	1.40	1.40
现金比率	0.47	0.51	0.55	0.63
资产负债率 (%)	42.47	44.89	45.62	46.31
经营效率				
应收账款周转天数	157.57	135.00	115.00	100.00
存货周转天数	84.75	85.00	85.00	85.00
总资产周转率	0.81	0.89	0.95	0.97
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.86	1.17	1.39
每股净资产	10.00	10.75	11.80	13.02
每股经营现金流	1.72	1.54	1.90	2.32
每股股利	0.14	0.12	0.16	0.19
估值分析				
PE	29	26	19	16
PB	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	13.93	12.06	8.67	6.58
股息收益率 (%)	0.63	0.54	0.73	0.87

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	969	1084	1470	1749
折旧和摊销	296	307	290	303
营运资金变动	348	94	126	251
经营活动现金流	1732	1548	1917	2336
资本开支	-95	-274	-271	-283
投资	1	0	0	0
投资活动现金流	-94	-274	-271	-283
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-500	0	-322	0
筹资活动现金流	-784	-135	-444	-165
现金净流量	853	1140	1203	1888

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026