

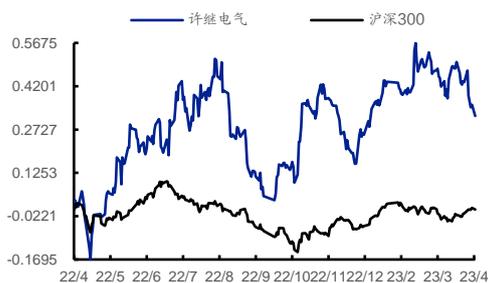
研究所  
 证券分析师：李航 S0350521120006  
 lih11@ghzq.com.cn  
 证券分析师：邱迪 S0350522010002  
 qiud@ghzq.com.cn  
 联系人：王刚 S0350122020033  
 wangg06@ghzq.com.cn

## 预计储能等新业务营收高增，特高压直流行业

### 上行有望带来盈利较快增长

#### ——许继电气（000400）2022 年报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

	2023/04/10		
表现	1M	3M	12M
许继电气	-7.1%	-3.7%	18.7%
沪深 300	3.5%	2.2%	-3.0%

#### 市场数据

	2023/04/10
当前价格（元）	21.52
52 周价格区间（元）	13.25-26.20
总市值（百万）	21,699.20
流通市值（百万）	21,697.97
总股本（万股）	100,832.73
流通股本（万股）	100,826.98
日均成交额（百万）	465.20
近一月换手（%）	1.57

#### 事件：

许继电气发布 2022 年报：2022 全年，公司实现营收 149.17 亿元，同比+24.41%；归母净利 7.59 亿元，同比+4.81%；扣非归母净利 7.13 亿元，同比+6.70%；经营性净现金流 17.32 亿元，同比+32.75%。

其中，2022Q4，公司实现营收 58.02 亿元，同比+30.20%，环比+94.28%；归母净利 1.11 亿元，同比-23.54%，环比-42.59%；扣非归母净利 0.89 亿元，同比-25.93%，环比-52.15%；经营性净现金流 11.60 亿元，同比+9.2%，环比+41.34%。

#### 投资要点：

■ 公司营收取得较快增长，但高增业务贡献利润增量有限。2022 年，公司智能变配电系统、智能电表和智能中压供用电设备分别实现营收 49.63 亿元、29.81 亿元和 27.49 亿元，同比增速分别为 12.66%、17.64%和 21.89%，三部分业务显著高于同期电网基建投资增速（仅为 2%），我们认为相关业务较快增长主要受益于网内投资结构性增长、网外和海外业务开拓，以及部分业务市占提升。EMS 加工服务及其他实现营收 27.94 亿元，同比+341.65%，我们认为主要来自公司新能源 EPC、储能 EPC 等新业务快速增长，但这部分业务毛利仅为 5.71%，贡献利润增量有限。智能电源及应用系统实现营收 7.35 亿元，同比-37.54%，主要系本年度确认收入的项目较去年同期有所减少，且今年没有电动汽车的租赁项目。受直流行业的周期性影响，公司直流输电系统实现营收 6.95 亿元，同比-29.58%。此外，公司销售、管理、研发三费的费率有所下降，从 2021 年的 12.81%降至 2022 年的 11.25%，表明公司降本提效取得一定成绩。

■ 我们认为公司的投资看点主要在三方面，一是高利润的直流业务有望受益于特高压直流细分行业高增  $\beta$ ，以及集团内部赋能带来的  $\alpha$ ；二是变配用电业务有望继续受益于网内投资结构性增长、网外和海外业务开拓，以及电力智能化、数字化发展带来的盈利能力改善；三是储能、新能源等新业务受益于新兴行业高增  $\beta$ ，以及行业边际改善带来利润回暖。此外，公司推动深化变革，有望提升研发、市场和业务单元活力，从而提高公司经营成长性和盈利能力。

- **直流业务充分受益于特高压直流重回上行周期且具有持续性，同时海风柔直、存量直流改造有望为公司直流业务带来额外增量。**公司直流输电主要产品包括换流阀设备、特高压直流输电控制保护系统等，该业务是公司主要利润来源，原因在于这两类产品的技术壁垒和行业集中度较高，公司是为数不多的主要参与方。该业务需求主要来自于电网特高压/超高压直流的投资建设，国家电网原计划 2022 年开工的 4 条特高压直流受疫情等影响未如期动工，结合国家电网原计划和最新工程进展，我们预计 2023 年至少 4 条特高压直流开工建设，国家能源局原规划的“十四五”期间 9 条直流的其余部分则有望在 2024 年开工。由于新能源大基地建设加速、我国中东部能源保供和转型压力上升，为解决我国电力资源供需空间错配问题，我们认为我国特高压建设将摆脱过去强周期特征，转而在“十四五”和“十五五”具有较强持续性。此外，由于深远海的风能开发渐成趋势，且国内部分存量超高压直流工程进入改造期，海风柔直、存量直流改造有望为公司带来额外业务增量。在行业高增  $\beta$  以外，我们认为公司并入中国电气装备集团后，有望受益于集团内部资源整合带来核心业务市占提升  $\alpha$ 。考虑到特高压直流建设和收入确认周期，我们认为公司 2023 年直流业务营收主要来自于存量订单，2024 年有望更多受益于新增特高压直流工程的业绩贡献。
  
- **变配用电业务受益于智能化、数字化带来的电网投资结构性较快增长，网外和海外业务有望增强变配用电业务增长的持续性。**变配用电业务涵盖公司智能变配电系统、智能中压供用电设备和智能电表三部分业务，其中智能变配电系统侧重以软件为核心的变配用电系统及解决方案，智能中压供用电设备侧重中压的一次设备，智能电表为智能电能表、智能终端等用电设备。公司变配用电业务主要客户包括电网、网外和海外三类，营收增长与客户需求增长和公司策略有关，盈利能力则与业务类型有关。我们认为，公司营收增长主要驱动力在于电网内产品品类拓展，以及网外、海外的客户开拓，前者部分体现在预制舱、厂站监控、消弧线圈、电抗器等设备在国网和南网的框招突破，后者部分体现在公司在增量配网领域、煤炭等工业重点客户的订货增长，以及中标智利 AMI 智能电表 I 期、沙特智能配电网环柜等项目。我们认为，传统变配用电业务竞争较为激烈，对利润贡献有限，预计公司相关业务盈利增长主要受益于变配用电的智能化、数字化发展，以及公司在二次行业的竞争优势。电网内智能化、数字化发展部分体现在新一代集控系统、磁控开关等的推广应用，以及电表新标准落地带来的高价值量产品占比提升；网外和海外部分体现在数据中心、增量配网等网外客户的智能化设备需求增长，以及公司中标海外 AMI 智能电表项目。
  
- **储能、新能源等新业务受益于相关行业高增和公司客户资源优势，同时行业成本压力下有望带来公司相关业务利润回升。**公司新业务主要放在 EMS 加工服务及其它、电动汽车智能充换电系统，其中前者预计涵盖储能、新能源等 EPC 业务，是公司相关业务高增的重要驱动力。以储能业务为例，根据中国化学与物理电源行业协会储能应用分会的统计，2022 年我国电化学储能新增装机规模约

5.93GW/13.19GWh，预计 2023 年有望进一步实现大幅增长。据我们不完全统计，在不计及框架性采购的情况下，2022 年公司直接中标的储能 EPC、储能系统规模分别为 742MWh、358MWh，对应中标金额 17.9 亿元；2023 年前 3 个月中标规模分别为 100MWh、45MWh，除开其中 18MWh 未统计到中标金额外，其余部分对应中标金额 2.0 亿元。由于 2022 年储能和光伏上游原材料价格高位，公司的 EPC 业务面临的成本压力较大。随着 2023 年碳酸锂和硅料价格进入下行趋势，公司新业务盈利能力有望改善，同时可能享有公司前期存量未执行高价订单的超额利润。

- **盈利预测和投资评级：**公司深耕电力设备行业多年，聚焦特高压、智能电网、新能源、电动汽车充换电、轨道交通及工业智能化五大核心业务，受益于特高压直流行业重回上行周期、储能等行业高景气，公司后续业绩有望实现较快增长。预计公司 2023 年-2025 年实现营收 186 亿元、231 亿元和 277 亿元，归母净利 10.8 亿元、15.6 亿元和 18.8 亿元，当前股价对应 PE 为 20X、14X 和 12X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争风险；原材料价格波动风险；电网投资不及预期风险；储能需求不及预期风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	14917	18601	23146	27738
增长率（%）	24	25	24	20
归母净利润（百万元）	759	1082	1556	1883
增长率（%）	5	43	44	21
摊薄每股收益（元）	0.75	1.07	1.54	1.87
ROE（%）	8	10	12	13
P/E	26.52	20.05	13.95	11.52
P/B	2.00	1.94	1.71	1.49
P/S	1.35	1.17	0.94	0.78
EV/EBITDA	12.33	11.83	7.59	6.54

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：许继电气盈利预测表

证券代码:	000400				股价:	21.52		投资评级:	买入		日期:	2023/04/10	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	8%	10%	12%	13%	EPS	0.75	1.07	1.54	1.87				
毛利率	19%	19%	20%	20%	BVPS	10.00	11.07	12.61	14.48				
期间费率	6%	6%	6%	6%	<b>估值</b>								
销售净利率	5%	6%	7%	7%	P/E	26.52	20.05	13.95	11.52				
<b>成长能力</b>					P/B	2.00	1.94	1.71	1.49				
收入增长率	24%	25%	24%	20%	P/S	1.35	1.17	0.94	0.78				
利润增长率	5%	43%	44%	21%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.79	0.81	0.90	0.90	营业收入	14917	18601	23146	27738				
应收账款周转率	2.32	1.94	2.38	2.34	营业成本	12077	15041	18463	22164				
存货周转率	5.32	4.02	5.22	4.37	营业税金及附加	100	114	145	174				
<b>偿债能力</b>					销售费用	428	521	625	721				
资产负债率	42%	47%	45%	46%	管理费用	515	632	764	888				
流动比	1.99	1.87	1.97	1.94	财务费用	-16	0	0	0				
速动比	1.49	1.31	1.44	1.36	其他费用/(-收入)	735	911	1123	1331				
					营业利润	1072	1477	2145	2603				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	13	0	0	0				
现金及现金等价物	3698	1244	3739	3223	利润总额	1085	1477	2145	2603				
应收款项	6531	10131	9787	12536	所得税费用	116	161	232	281				
存货净额	2804	4632	4435	6353	净利润	969	1317	1914	2322				
其他流动资产	2681	3582	4331	5276	少数股东损益	210	234	358	439				
<b>流动资产合计</b>	<b>15715</b>	<b>19589</b>	<b>22292</b>	<b>27388</b>	归属于母公司净利润	759	1082	1556	1883				
固定资产	1624	1662	1685	1711									
在建工程	47	47	47	47	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	1570	1580	1573	1566	经营活动现金流	1732	-2126	2775	-220				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	759	1082	1556	1883				
<b>资产总计</b>	<b>18956</b>	<b>22879</b>	<b>25597</b>	<b>30713</b>	少数股东权益	210	234	358	439				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	296	271	259	269				
应付款项	5907	8167	8532	10878	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	348	-3722	596	-2818				
其他流动负债	1984	2331	2770	3218	投资活动现金流	-94	-328	-281	-296				
<b>流动负债合计</b>	<b>7892</b>	<b>10498</b>	<b>11302</b>	<b>14096</b>	资本支出	-95	-327	-278	-292				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	1	0	0	0				
其他长期负债	158	158	158	158	其他	0	-2	-3	-4				
<b>长期负债合计</b>	<b>158</b>	<b>158</b>	<b>158</b>	<b>158</b>	筹资活动现金流	-784	0	0	0				
<b>负债合计</b>	<b>8050</b>	<b>10656</b>	<b>11460</b>	<b>14254</b>	债务融资	-500	0	0	0				
股本	1008	1008	1008	1008	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	10906	12223	14137	16458	其它	-284	0	0	0				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18956</b>	<b>22879</b>	<b>25597</b>	<b>30713</b>	现金净增加额	853	-2454	2495	-516				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

王刚，华中科技大学博士，电气工程专业，近4年电网企业实业经历，具有能源战略与政策研究经验，主要覆盖储能及电力设备等方向。

## 【分析师承诺】

李航，邱迪，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。