

中信证券研究部



**华鹏伟**  
首席电力设备  
分析师  
S1010521010007



**华夏**  
电力设备分析师  
S1010520070003

### 核心观点

**公司公告 2020 年年报，业绩表现基本符合预期，盈利能力大幅改善。未来打造新型电力系统的趋势下，我们认为公司持续成长逻辑逐步确立，调整公司 2021/22/23 年净利润预测至 8.52/9.36/10.15 亿元，目标价 18.70 元，维持“买入”评级。**

**业绩基本符合预期，盈利能力大幅提升。**公司公告 2020 年年报，可比口径下，公司实现营业收入 111.91 亿元（+3.12% yoy），实现归母净利润 7.16 亿元（+52.16% yoy）；其中，20Q4 实现营业收入 45.99 亿元（-11.45% yoy），归母净利润 2.04 亿元（+22.98% yoy）；公司整体业绩表现基本符合预期，利润端较收入迎来加速释放，盈利能力提升明显，销售毛利率/净利率分别提升至 20.18%/7.17%。同时，公司现金流质量大幅转好，经营性现金流净额可比口径下大幅提升 355.59%至 7.83 亿元。

**主营业务梳理：直流收入爆发式增长，其余主要下游迎毛利率提升。**报告期内，公司直流输电系统收入大幅增长 37.55%至 16.55%亿元，板块收入毛利率同比下滑 2.03 pcts 至 27.97%，但仍显著高于公司其他主营业务毛利率水平，带动毛利润提升超 1 亿元。此外，其他主要收入来源毛利率水平均呈现不同程度的提升，综合毛利率提升 1.95 pcts，盈利能力受益于收入结构调整与产品升级而快速改善。

**打造新型电力系统，多领域下游需求向好，长期增长逻辑逐步确立。**“双碳目标”背景下，加速打造新型电力系统催化结构性需求向好。公司作为国内电力装备的核心企业，从电网主干网架的直流输送，到配网智能化建设，再到终端智能产品（电能表）以及下游充换电系统，具备完整的产业链布局和稳固的市场份额。预计“十四五”期间，在电网投资结构化和电能替代加速化两大趋势下，公司持续增长逻辑逐步确立。

**风险因素：**“双碳目标”推进不及预期，电网投资出现波动，电网招标采购价格出现波动，原材料大幅涨价，行业竞争加剧。

**投资建议：**我们认为公司的成长逻辑正逐步向持续性和稳健性切换，作为国内直流领域的核心企业，公司业务结构全面受益于未来新型电力系统的建设，单纯特高压脉冲式增长对公司业绩的影响逐步平滑，综合考虑调整公司 2021/22/23 年净利润预测至 8.52/9.36/10.15 亿元（2021/22 年原预测为 8.71/8.95 亿元，新增 2023 年盈利预测），对应 EPS 预测为 0.85/0.93/1.01 元，当前股价对应 PE 17.31/15.75/14.53 倍。考虑到公司成长逻辑切换以及参考历史上公司在行业景气期的估值水平，给予公司 2021 年 22 倍 PE，对应目标价 18.70 元，维持“买入”评级。

<b>许继电气</b>	<b>000400</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	14.63 元
目标价	18.70 元
总股本	1,008 百万股
流通股本	1,008 百万股
总市值	147.52 亿元
近三月日均成交额	311.01 百万元
52 周最高/最低价	17.69/12.76 元
近 1 月绝对涨幅	-3.88%
近 6 月绝对涨幅	6.17%
近 12 月绝对涨幅	8.06%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,156.08	11,191.20	12,478.94	13,175.40	13,954.31
营业收入增长率 YoY	24%	10%	12%	6%	6%
净利润(百万元)	426.32	715.96	852.11	936.34	1,015.08
净利润增长率 YoY	114%	68%	19%	10%	8%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.42	0.71	0.85	0.93	1.01
毛利率	18%	20%	20%	20%	20%
净资产收益率 ROE	5.24%	8.26%	9.05%	9.15%	9.13%
每股净资产 (元)	8.06	8.60	9.34	10.15	11.03
PE	34.60	20.60	17.31	15.75	14.53
PB	1.81	1.70	1.57	1.44	1.33
PS	1.45	1.32	1.18	1.12	1.06
EV/EBITDA	20.72	13.31	14.23	13.11	12.29

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 4 月 8 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,156	11,191	12,479	13,175	13,954
营业成本	8,324	8,933	9,995	10,543	11,134
毛利率	18.0%	20.2%	19.9%	20.0%	20.2%
税金及附加	55	54	60	64	68
销售费用	375	379	412	422	433
销售费用率	3.7%	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%
管理费用	434	479	524	553	586
管理费用率	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%
财务费用	4	23	(40)	(49)	(65)
研发费用率	4.2%	4.6%	4.5%	4.4%	4.5%
研发费用	423	512	562	581	628
财务费用率	0.0%	0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
投资收益	0	1	1	1	1
EBITDA	751	1,169	1,094	1,187	1,266
营业利润率	5.42%	7.94%	8.51%	8.87%	9.09%
营业利润	551	888	1,063	1,168	1,268
营业外收入	20	22	20	21	21
营业外支出	12	2	2	2	2
利润总额	559	908	1,080	1,187	1,287
所得税	64	105	125	137	149
所得税率	11.5%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
少数股东损益	68	87	103	113	123
归属于母公司股东的净利润	426	716	852	936	1,015
净利率	4.2%	6.4%	6.8%	7.1%	7.3%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,257	1,740	1,940	2,614	3,279
存货	1,952	2,465	2,547	2,689	2,917
应收账款	8,089	7,949	8,864	9,358	9,912
其他流动资产	1,390	1,869	1,979	2,038	2,103
流动资产	12,688	14,023	15,329	16,699	18,210
固定资产	1,305	1,598	1,521	1,449	1,342
长期股权投资	16	16	16	16	16
无形资产	625	803	803	803	803
其他长期资产	456	368	359	350	352
非流动资产	2,402	2,784	2,698	2,618	2,512
资产总计	15,090	16,806	18,028	19,317	20,722
短期借款	0	0	42	0	0
应付账款	5,064	5,342	5,997	6,348	6,681
其他流动负债	832	1,438	1,109	1,159	1,225
流动负债	5,896	6,781	7,148	7,507	7,906
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	517	826	826	826	826
非流动性负债	517	826	826	826	826
负债合计	6,413	7,607	7,974	8,334	8,733
股本	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008
资本公积	830	695	695	695	695
归属于母公司所有者权益合计	8,131	8,668	9,420	10,236	11,119
少数股东权益	545	531	634	747	870
股东权益合计	8,677	9,199	10,054	10,983	11,989
负债股东权益总计	15,090	16,806	18,028	19,317	20,722

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	494	803	955	1,050	1,138
折旧和摊销	192	244	157	162	167
营运资金的变化	-733	-289	-784	-294	-446
其他经营现金流	123	26	-39	-50	-66
经营现金流合计	76	783	289	867	793
资本支出	-82	-67	-70	-80	-60
投资收益	0	1	1	1	1
其他投资现金流	-6	-407	-1	-1	-1
投资现金流合计	-87	-472	-70	-80	-60
权益变化	0	0	0	0	0
负债变化	400	209	42	-42	0
股利支出	-48	-60	-101	-120	-132
其他融资现金流	-95	-143	40	49	65
融资现金流合计	256	6	-19	-113	-67
现金及现金等价物净增加额	245	317	200	674	665

**主要财务指标**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	23.6%	10.2%	11.5%	5.6%	5.9%
营业利润	78.6%	61.2%	19.6%	10.0%	8.5%
净利润	113.5%	67.9%	19.0%	9.9%	8.4%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	18.0%	20.2%	19.9%	20.0%	20.2%
EBITDA Margin	7.4%	10.4%	8.8%	9.0%	9.1%
净利率	4.2%	6.4%	6.8%	7.1%	7.3%
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	5.2%	8.3%	9.0%	9.1%	9.1%
总资产收益率	2.8%	4.3%	4.7%	4.8%	4.9%
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	42.5%	45.3%	44.2%	43.1%	42.1%
所得税率	11.5%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
股利支付率	14.2%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资决策委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。