

许继电气 (000400)

2023 年 03 月 15 日

分析师
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

特高压直流迎来建设大年，风光储贡献增长驱动力

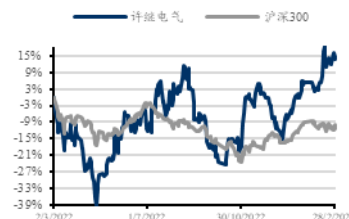
买入（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11,991	14,391	18,353	24,472
同比（%）	7%	20%	28%	33%
归母净利润（百万元）	724	839	1,047	1,645
同比（%）	1%	16%	25%	57%
每股收益（元/股）	0.72	0.83	1.04	1.63
P/E（倍）	34.19	29.51	23.64	15.06

投资要点

- **厉兵秣马 30 年，电网老兵再起航。**许继作为国内覆盖“发输变配用”的电力系统解决方案供应商，特高压直流建设密集落地+风光储订单高速增长有望“再造一个许继”。我们预计公司 2021-2024 营收 CAGR 约为 27%，网内业务稳健增长，特高压直流贡献业绩弹性，风光储实现“第二增长曲线”，电网老兵乘新型电力系统建设东风再起航。
- **新型电力系统建设加速，特高压直流迎来密集开工期。**2023 年，国网明确提出年内开工“6 直 2 交”，直流开工数量为历史最高值。公司是国内核心换流阀+直流控保成套供应商。据我们测算，公司 2023 年订单空间约为 51.09 亿元，特高压订单有望迎来高增。未来直流柔性化逐渐推广（远海柔直、常直柔性化改造），将有望为公司带来新的增量空间。
- **储能业务赋能充分，2023 有望实现业绩突破。**公司在储能领域主要提供 PCS、EMS、BMS 和预制舱等设备，商业模式以内部配套+外售为主。2022 年公司累计出货 PCS 约 2GW，在手产能 5GW，公司与集团公司许继电科储能强强联合，在手订单充沛，我们预计公司 EMS 加工服务及其他（主要为风光储 EPC 业务）2021-2024 年营收 CAGR 约为 103%。
- **传统业务：变配电业务增速稳健增长、2023 年电表业务有望实现量价齐升。**1) **变电业务：**主要产品以继电保护、场站监控等二次设备为主，2022 年国网相应产品招标量小幅下降（-0.4%/-5.6%），新一代集控站市场公司有望维持 20%左右的市占率，变电业务有望实现稳健增长（10~15%）。2) **配电业务：**主要以一二次融合设备及配电主站、终端为主，珠海许继作为公司配电装备中标主体，市占率约为 10%，南网入股后有望进一步提升南网市场市占率水平。3) **智能电表：**上一轮电表招标大年为 2014~2015 年（招标量 9000 万+，平均可靠寿命 8 年），2023 年有望实现量价齐升（2022 年疫情影响需求不及预期，许继电表市占率 7%稳居第一）。随着提价+原材料价格下行，毛利率有望维持 20%+。
- **盈利预测与投资评级：**特高压直流即将进入大建设阶段，公司新能源业务蓄势待发，我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 8.39/10.47/16.45 亿元，同比分别为+16%/25%/57%，2023 年给予公司 30 倍 PE 作为估值依据，目标价为 31.2 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期、新能源建设不及预期、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.56
一年最低/最高价	13.25/26.20
市净率(倍)	2.48
流通 A 股市值(百万元)	24,763.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.90
资产负债率(% ,LF)	39.87
总股本(百万股)	1,008.33
流通 A 股(百万股)	1,008.27

相关研究

《许继电气(000400)：直流输电业绩释放，智能变配电稳步发展》

2017-08-26

《许继电气(000400)：费用控制和现金流表现优秀 配网租赁和柔性直流是新看点》

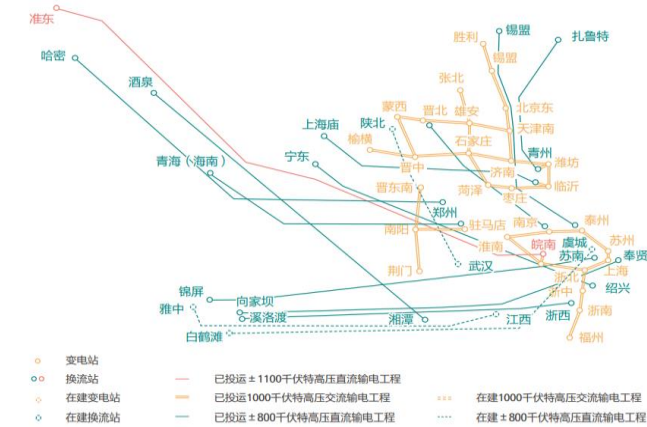
2017-03-27

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢曾朵红和谢哲栋的指导。

1. 新型电力系统建设加速，特高压直流迎来密集开工期

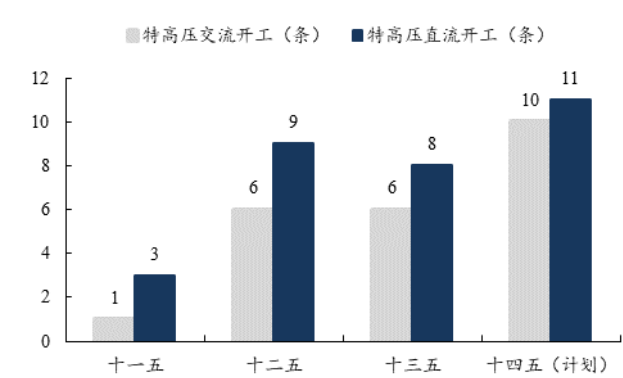
特高压工程的建设是我国近 20 年的电网发展的主旋律之一。2004 年，国家电网提出了建设以特高压电网为核心的坚强国家电网的战略构想，2005 年开始正式启动特高压交流试验示范工程的初步设计，从此特高压建设成为了贯穿我国电网发展的主旋律。截止到 2022 年底，我国已建成“15 交 19 直”的 34 条特高压线路，“十四五”期间预计还将有至少“10 交 11 直”21 项特高压工程开工建设，建设节奏有望超过“十三五”。

图1：截至 2022 年底我国累计投运 35 条特高压线路



数据来源：国家电网，东吴证券（香港）

图2：“十四五”开工节奏有望成为历史最高



数据来源：国家电网，东吴证券（香港）

2023 年特高压高速推进，开工和核准节奏有望超历史最高值。根据国网规划，2023 年预计核准“5 直 2 交”，开工“6 直 2 交”，特高压直流开工规模为历史最高值（15 年开工 5 条直流），2023 年特高压投资有望超过 1000 亿元。之前市场预期 2022H2 核准开工“4 交 4 直”，但由于 22 年下半年疫情爆发以及沿线核准进度不及预期，实际仅核准 4 条交流（无直流）。

图3：2023 年特高压投资有望突破 1000 亿元

	单位	2025E	2024E	2023E	2022E	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年
电网投资（国网+南网基建投资）	亿元	5822	5683	5121	5012	4951	4896	5012	5374	5339	5431	4640	4119	3856	3661	3687
配网投资	亿元	3027	3012	2765	2857	2773	2840	2356	3117	2830	3096	2784	2307	2082	1904	1696
配网占比		52%	53%	54%	57%	56%	58%	47%	58%	53%	57%	60%	56%	54%	52%	46%
输变电投资（交流+直流）	亿元	2635	2511	2195	2187	1990	1880	2423	2016	2306	2186	1730	1686	1685	1554	1802
特高压直流投资额	亿元	752	1289	671	398	380			2655					1238		
特高压交流投资额	亿元	40	255	379	77	114			1000					600		
全部特高压投资额	亿元	792	1544	1050	474	494			3655					1838		

数据来源：国家电网，东吴证券（香港）

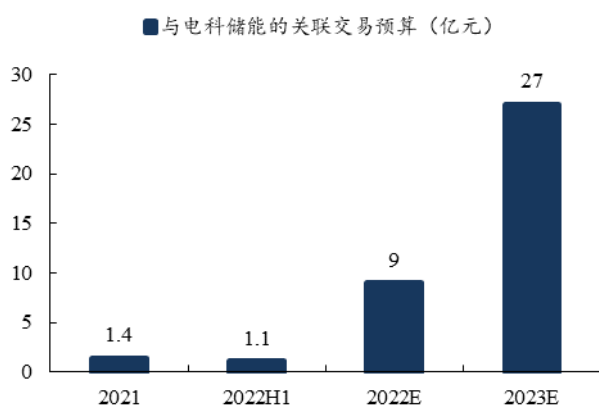
2. 储能业务赋能充分，2023 有望实现业绩突破

公司具备 PCS 等储能核心产品研发生产能力，在手订单充沛，产能逐步释放。公司在储能方面主要有储能变流器 PCS、能量管理系统 EMS、电池管理系统 BMS、储能

预制舱、DCDC 模块、SVG 等产品。商业模式以内部配套+外售为主，公司 2022H1 累计出货 500MW，根据投资者问答，公司 2022 年全年 PCS 出货量约 2GW，在手产能 5GW，产能充沛。2022 年国内储能行业大爆发，公司作为优质投标主体积极参与，据我们不完全统计，2022 年公司储能业务累计中标 30 亿+，在手订单充沛。

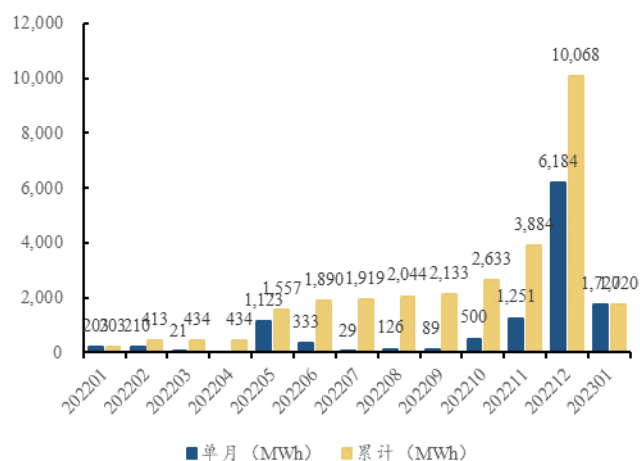
储能相关产品关联交易预算同比+200%，公司 2023 年储能业务有望实现大幅增长。商业模式方面，公司中标后，通过关联交易的方式将项目转交给电科储能，再由电科储能采购许继电气的相关设备。许继集团下属电科储能公司主要提供储能系统集成类产品。根据公司公告，公司 2023 年与电科储能的关联交易预算为 27 亿元，同比 2022 年 9 亿元的目标增加了 2 倍，彰显公司对储能业务的信心和规划。

图4：公司 2023 年与电科储能的关联交易预算为 27 亿元，同比+200%



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图5：2022 年储能累计装机突破 10GWh



数据来源：中国储能网，北极星储能网，东吴证券（香港）

盈利预测与投资建议：特高压直流即将进入大建设阶段，公司新能源业务蓄势待发，我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 8.39/10.47/16.45 亿元，同比分别为 +16%/25%/57%，对应现价（3 月 1 日）PE 分别为 30 倍、24 倍、15 倍，可比公司均为电力设备行业龙头，可比公司 2023 年估值平均值为 21 倍，考虑到公司在特高压直流核心装备市场份额较高，特高压直流建设迎来高潮且持续性较强，储能业绩有望快速放量，2023 年给予公司 30 倍 PE 作为估值依据，目标价为 31.2 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：电网投资不及预期、新能源建设不及预期、竞争加剧等。

许继电气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	14,457	15,856	18,079	22,234	营业收入	11,991	14,391	18,353	24,472
现金	2,854	2,393	1,201	1,254	减:营业成本	9,522	11,510	14,912	19,639
应收账款	8,407	9,901	12,176	15,373	营业税金及附加	70	79	101	135
存货	2,735	3,020	4,021	4,707	销售费用	389	432	459	538
其他流动资产	461	542	681	900	管理费用	470	504	551	710
非流动资产	3,212	3,129	3,035	2,949	研发费用	677	748	918	1,224
长期股权投资	16	16	16	16	财务费用	11	0	0	0
固定资产	1,561	1,417	1,276	1,135	资产减值损失	2	10	10	10
在建工程	141	193	218	239	加:投资净收益	1	1	2	24
无形资产	802	812	833	867	其他收益	67	0	0	0
其他非流动资产	692	691	692	692	资产处置收益	8	0	0	0
资产总计	17,668	18,985	21,114	25,183	营业利润	924	1,110	1,405	2,241
流动负债	6,665	7,084	7,951	10,014	加:营业外净收支	37	15	15	15
短期借款	21	21	21	21	利润总额	961	1,125	1,420	2,256
应付账款	5,330	5,541	5,974	7,446	减:所得税费用	104	126	158	250
其他流动负债	1,314	1,522	1,956	2,547	少数股东损益	133	160	215	361
非流动负债	847	847	847	847	归属母公司净利润	724	839	1,047	1,645
长期借款	0	0	0	0	EBIT	1,004	1,118	1,413	2,227
其他非流动负债	847	847	847	847	EBITDA	1,296	1,427	1,728	2,548
负债合计	7,512	7,930	8,797	10,860	重要财务及估值指标				
少数股东权益	736	896	1,110	1,471		2021	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	9,421	10,159	11,206	12,851	每股收益(元)	0.72	0.83	1.04	1.63
负债和股东权益	17,668	18,985	21,114	25,183	每股净资产(元)	9.34	10.08	11.11	12.75
					发行在外股份(百万股)	1,008	1,008	1,008	1,008
					ROIC(%)	8.52	8.67	10.02	13.97
					ROE(%)	7.69	8.26	9.35	12.8
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	毛利率(%)	20.58	20.02	18.75	19.75
经营活动现金流	1,304	-140	-979	258	销售净利率(%)	6.04	5.83	5.71	6.72
投资活动现金流	-149	-220	-213	-206	资产负债率(%)	42.51	41.77	41.67	43.13
筹资活动现金流	-14	-101	0	0	收入增长率(%)	7.14	20.02	27.53	33.34
现金净增加额	1,141	-461	-1,192	53	净利润增长率(%)	1.17	15.85	24.82	57.04
折旧和摊销	291	309	315	321	P/E	34.19	29.51	23.64	15.06
资本开支	-149	-222	-215	-230	P/B	2.63	2.44	2.21	1.93
其他经营资金	132	-1,442	-2,549	-2,039					

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

