

许继电气 (000400.SZ)

三季度业绩符合预期，特高压直流业务拐点在即

买入

核心观点

前三季度业绩符合预期，业绩实现稳健增长。公司前三季度实现营收 106.64 亿元（同比+16.98%），归母净利润 7.72 亿元（同比+19.11%），扣非净利润 7.19 亿元（同比+15.22%），销售毛利率 18.73%（同比-2.11pct.），扣非销售净利率 6.74%（同比-0.10pct.）。

三季度收入/利润稳健增长，收入确认结构影响毛利率。三季度公司实现营收 35.50 亿元（同比+18.87%，环比-7.82%），归母净利润 2.24 亿元（同比+15.51%，环比-43.91%），扣非净利润 1.92 亿元（同比+2.93%，环比-49.87%），销售毛利率 18.71%（同比-3.06pct.，环比-4.71pct.），销售净利率 7.33%（同比-1.03pct.，环比-4.81pct.）。受三季度毛利率较低的直流改造工程和储能 PCS 集中确认收入影响，公司毛利率环比有所下降。

公司特高压直流订单表现突出，24-25 年有望迎来密集交付。今年以来我国特高压招标需求旺盛，截至目前已完成“4 直 2 交”线路主设备招标，中标金额高达 383 亿元。公司作为特高压直流换流阀与控保设备行业领先企业，中标表现优异：合计中标换流阀金额 9.6 亿元，份额 19%；中标直流控保金额 3.6 亿元，份额 45%。我们预计 2023-2025 年我国特高压直流线路投运条数分别为 0/3/6 条，特高压交流投运条数分别为 3/2/2 条，24-25 年有望迎来直流项目交付并网高峰。

公司限制性股票激励落地，海外市场开拓顺利。今年 6 月公司发布 2022 年限制性股票激励计划（草案修订稿），行权条件为以 2021 年为基数的 2023-2025 年净利润不低于 8.84/9.90/11.19 亿元，2023-2025 年 ROE 不低于 8.4%/8.7%/9.0%；目前已完成首次授予登记。今年以来在中电装集团领导下公司积极开拓海外市场，签订智利 AMI 系统及智能电表二期等项目，新增海外订单接近 10 亿元。

风险提示：电网建设进度不及预期；公司海外市场开拓不及预期；上游原材料价格大幅上涨。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到公司 EPC 业务定位调整和减值计提情况，小幅下调盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 9.67/12.65/16.75 亿元（原预测值为 9.82/12.80/17.06 亿元），当前股价对应 PE 分别为 18/14/11 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	16,684	17,739	20,130
(+/-%)	7.1%	24.4%	11.8%	6.3%	13.5%
净利润(百万元)	724	759	967	1265	1675
(+/-%)	1.2%	4.8%	27.3%	30.9%	32.4%
每股收益(元)	0.72	0.75	0.95	1.24	1.64
EBIT Margin	7.2%	7.1%	7.8%	9.6%	11.2%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	7.8%	9.2%	11.0%	13.2%
市盈率 (PE)	24.0	22.9	18.2	13.9	10.5
EV/EBITDA	22.0	19.0	17.5	14.1	11.4
市净率 (PB)	1.71	1.59	1.47	1.32	1.17

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 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003
证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.22 元
总市值/流通市值	17547/17363 百万元
52 周最高价/最低价	26.20/16.66 元
近 3 个月日均成交额	160.50 百万元

市场走势



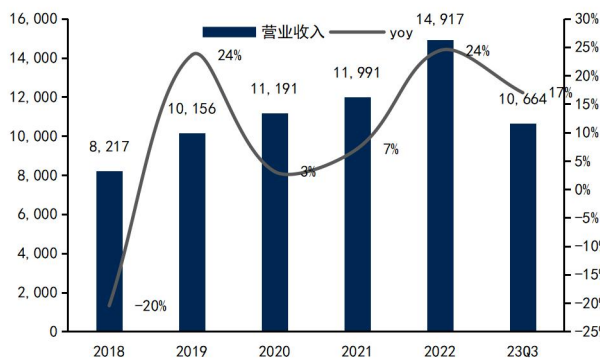
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《许继电气 (000400.SZ) - 储能业务快速增长，直流业务静待拐点》——2023-09-05
《许继电气 (000400.SZ) - 直流输电核心装备企业，助力新能源“大基地”与海风外送》——2023-07-04

前三季度业绩符合预期，业绩实现稳健增长。公司前三季度实现营收 106.64 亿元（同比+16.98%），归母净利润 7.72 亿元（同比+19.11%），扣非净利润 7.19 亿元（同比+15.22%），销售毛利率 18.73%（同比-2.11pct.），扣非销售净利率 6.74%（同比-0.10pct.）。

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、%）



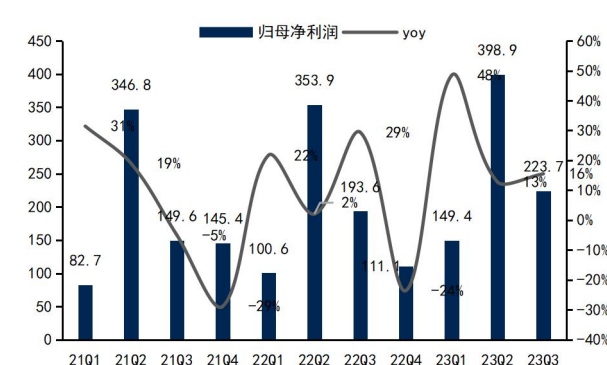
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



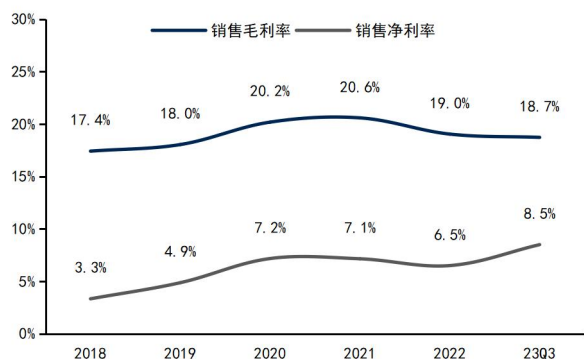
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



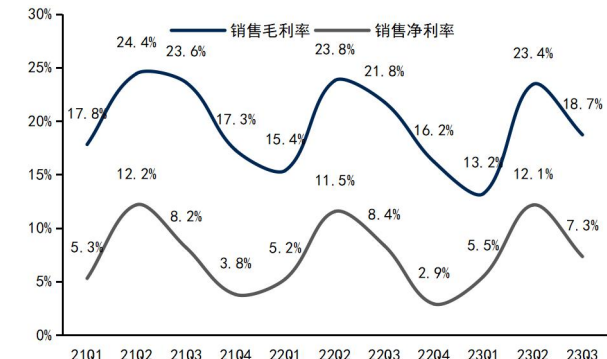
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：%）



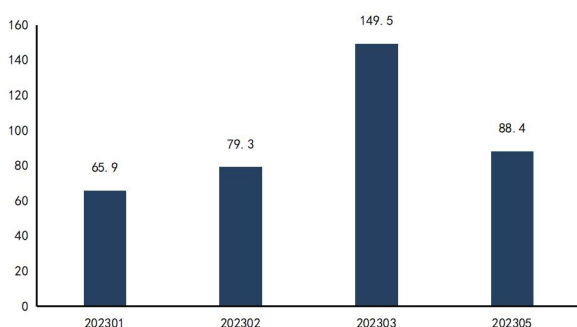
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度收入/利润稳健增长，收入确认结构影响毛利率。三季度公司实现营收 35.50 亿元（同比+18.87%，环比-7.82%），归母净利润 2.24 亿元（同比+15.51%，

环比-43.91%)，扣非净利润 1.92 亿元（同比+2.93%，环比-49.87%），销售毛利率 18.71%（同比-3.06pct.，环比-4.71pct.），销售净利率 7.33%（同比-1.03pct.，环比-4.81pct.）。受三季度毛利率较低的直流改造工程和储能 PCS 集中确认收入影响，公司毛利率环比有所下降。

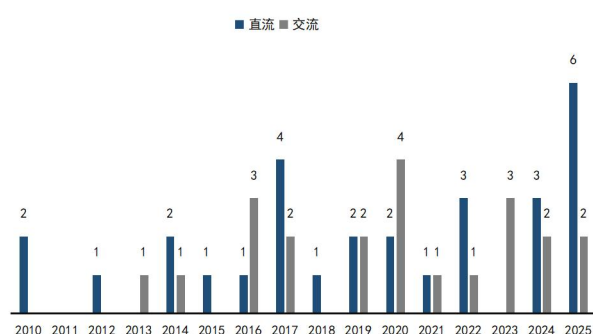
持续加大研发投入，进一步提高市场竞争力。公司实施研发立项自上而下与自下而上结合，明确重点科技攻关任务，厘清核心技术及产品攻关方向。核心技术产品实现突破。掌握海上平台能量管理、虚拟电厂、源网荷储协同控制等整体解决方案，攻克变电站二次设备数字孪生、可控电网换相换流阀、智能有序充电等关键技术；发布 IP68 防护等级单相智能电能表、低压智能量测断路器、移动共享充电桩等产品。

图7：23 年国家电网特高压分批次中标金额（单位：亿元）



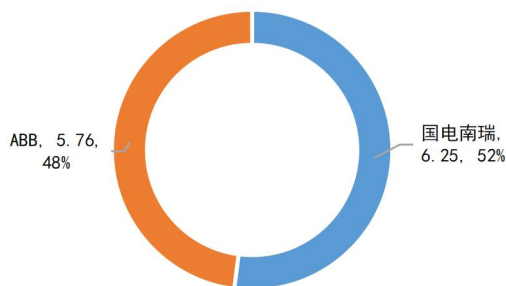
资料来源：国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理

图8：我国特高压交直流线路投运数量历史与预测（单位：条）



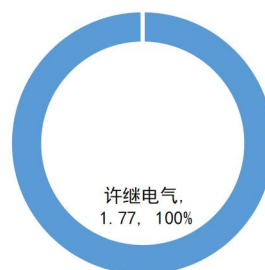
资料来源：国家能源局、国家电网、南方电网、国信证券经济研究所预测与整理

图9：2023-2 批次特高压换流阀中标分析（单位：亿元，%）



资料来源：国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理 注：对应陇东-山东特高压直流

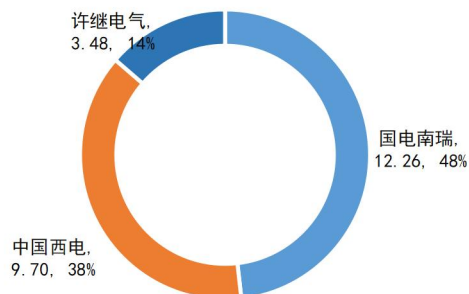
图10：2023-2 批次特高压直流控保中标分析（单位：亿元，%）



资料来源：国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理 注：对应陇东-山东特高压直流

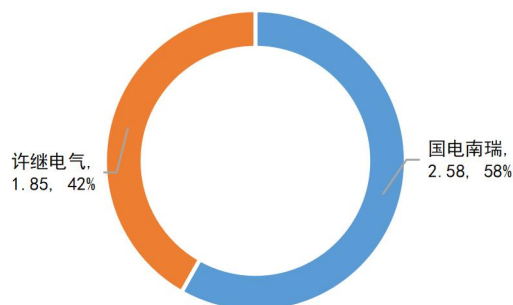
公司特高压直流订单表现突出，24-25 年有望迎来密集交付。今年以来我国特高压招标需求旺盛，截至目前已完成“4 直 2 交”线路主设备招标，中标金额高达 383 亿元。公司作为特高压直流换流阀与控保设备行业领先企业，中标表现优异：合计中标换流阀金额 9.6 亿元，份额 19%；中标直流控保金额 3.6 亿元，份额 45%。我们预计 2023-2025 年我国特高压直流线路投运条数分别为 0/3/6 条，特高压交流投运条数分别为 3/2/2 条，24-25 年有望迎来直流项目交付并网高峰。

图11: 2023-3 批次特高压换流阀中标分析 (单位: 亿元, %)



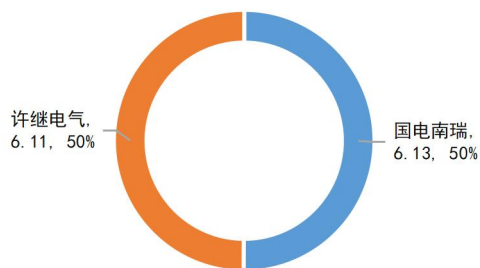
资料来源: 国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理 注: 对应金上-湖北、宁夏-湖南特高压直流

图12: 2023-3 批次特高压直流控保中标分析 (单位: 亿元, %)



资料来源: 国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理 注: 对应金上-湖北、宁夏-湖南特高压直流

图13: 2023-5 批次特高压换流阀中标分析 (单位: 亿元, %)



资料来源: 国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理 注: 对应哈密-重庆特高压直流

图14: 2023-5 批次特高压直流控保中标分析 (单位: 亿元, %)



资料来源: 国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理 注: 对应哈密-重庆特高压直流

公司限制性股票激励落地, 海外市场开拓顺利。今年6月公司发布2022年限制性股票激励计划(草案修订稿), 行权条件为以2021年为基数的2023-2025年净利润不低于8.84/9.90/11.19亿元, 2023-2025年ROE不低于8.4%/8.7%/9.0%; 目前已完成首次授予登记。今年以来在中电装集团领导下公司积极开拓海外市场, 签订智利AMI系统及智能电表二期等项目, 新增海外订单接近10亿元。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到公司 EPC 业务定位调整和减值计提情况，小幅下调盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 9.67/12.65/16.75 亿元（原预测值为 9.82/12.80/17.06 亿元），当前股价对应 PE 分别为 18/14/11 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 亿元	EPS			PE			ROE (22A)	投资评级
				22A	23E	24E	22A	23E	24E		
000400. SZ	许继电气	17.22	175	0.75	0.95	1.24	22.9	18.2	13.9	7.5	买入
600406. SH	国电南瑞	22.66	1,820	0.96	0.92	1.08	23.6	24.6	21.0	15.2	-
002028. SZ	思源电气	48.82	378	1.59	2.18	2.70	30.7	22.4	18.1	13.3	-
600312. SH	平高电气	10.93	148	0.16	0.52	0.75	68.3	21.0	14.6	2.3	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：可比公司均采用 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	2619	3959	4898	营业收入	11991	14917	16684	17739	20130
应收款项	6163	6531	9142	9720	11030	营业成本	9522	12077	13456	14116	15785
存货净额	2735	2804	3687	3867	4325	营业税金及附加	70	100	108	115	131
其他流动资产	1971	1607	1346	1129	1263	销售费用	389	428	475	461	503
流动资产合计	14457	15715	17869	19804	22779	管理费用	470	515	567	568	604
固定资产	1661	1671	1557	1441	1322	研发费用	677	735	767	781	845
无形资产及其他	802	764	713	662	611	财务费用	11	(16)	(31)	(31)	(45)
其他长期资产	733	806	834	887	1007	投资收益	1	(4)	30	10	10
长期股权投资	16	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(2)	(77)	(95)	(45)	(45)
资产总计	17668	18956	20974	22795	25719	其他收入	76	153	175	125	125
短期借款及交易性金融负债	21	322	300	300	300	营业利润	924	1072	1355	1775	2352
应付款项	5330	5907	6636	6961	7784	营业外净收支	37	13	7	7	7
其他流动负债	389	505	580	606	676	利润总额	961	1085	1362	1782	2359
流动负债合计	6665	7892	8850	9286	10370	所得税费用	104	116	150	196	259
长期借款及应付债券	810	0	40	80	120	少数股东损益	133	210	245	321	425
其他长期负债	37	158	161	164	167	归属于母公司净利润	724	759	967	1265	1675
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	9052	9530	10658	净利润	724	759	967	1265	1675
少数股东权益	736	826	1006	1257	1606	资产减值准备	(82)	(5)	(15)	(15)	(15)
股东权益	9421	10080	10917	12008	13455	折旧摊销	271	275	215	217	220
负债和股东权益总计	17668	18956	20974	22795	25719	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	11	(16)	(31)	(31)	(45)
每股收益	0.72	0.75	0.95	1.24	1.64	营运资本变动	544	511	(2253)	(160)	(950)
每股红利	0.10	0.14	0.17	0.22	0.33	其它	(152)	191	203	297	388
每股净资产	10.07	10.82	11.70	13.02	14.78	经营活动现金流	1304	1732	(884)	1605	1317
ROIC	8%	9%	10%	12%	14%	资本开支	(150)	(108)	(50)	(50)	(50)
ROE	8%	8%	9%	11%	13%	其它投资现金流	1	14	1	(43)	(110)
毛利率	21%	19%	19%	20%	22%	投资活动现金流	(149)	(94)	(49)	(93)	(160)
EBIT Margin	7%	7%	8%	10%	11%	权益性融资	129	1	11	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	9%	11%	12%	负债净变化	63	(677)	18	40	40
收入增长	7%	24%	12%	6%	13%	支付股利、利息	(195)	(124)	(206)	(244)	(303)
净利润增长率	1%	5%	27%	31%	32%	其它融资现金流	63	132	(22)	0	0
资产负债率	43%	42%	43%	42%	41%	融资活动现金流	(14)	(784)	(147)	(173)	(218)
股息率	0.6%	0.8%	1.0%	1.3%	1.9%	现金净变动	1141	853	(1080)	1340	940
P/E	24.0	22.9	18.2	13.9	10.5	货币资金的期初余额	1740	2854	3698	2619	3959
P/B	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2	货币资金的期末余额	2854	3698	2619	3959	4898
EV/EBITDA	22.0	19.0	17.5	14.1	11.4	企业自由现金流	1434	1627	(923)	1519	1233
						权益自由现金流	1487	1773	(878)	1587	1313

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所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