

许继电气 (000400.SZ)

特高压与海风助力直流业务发展，电表与国际业务表现亮眼

买入

核心观点

全年业绩稳健增长，拟现金分红3亿元。23年公司实现营收170.61亿元，同比增长13.51%，实现归母净利润10.05亿元，同比增长28.03%。全年销售毛利率18.00%(同比-1.04pct.)，扣非销售净利率5.09%(同比+0.31pct.)。2023年公司拟派发现金红利3亿元，占当期归母净利润30%。

四季度业绩同比高增，毛利率同比有所改善。第四季度公司实现营收63.97亿元(同比+8.17%，环比+80.22%)，归母净利润2.33亿元(同比+70.20%，环比+4.28%)。

23年公司特高压直流订单表现良好，24-25年进入交付高峰。2023年公司直流输电收入7.16亿元，同比+3.12%，毛利率42.29%，同比-4.05pct.。23年公司中标特高压直流换流阀/控保金额超13亿元，24-25年进入交付高峰。24年我国有望启动特高压柔性直流招标，换流阀价值量预计将大幅提升。

海风柔直应用拐点在即，公司市场份额领先。随着海上风电逐步走向深远海，我们预计24年柔直应用将迎来拐点。国内已招标项目包括如东、阳江项目，公司市场份额高达50%；目前国内已明确采用柔直送出且未招标项目容量超10GW，其中阳江三山岛、山东半岛北项目24年有望启动换流阀与控保招标。

智能变配电业务保持稳健，配电网升级改造提振远期需求。23年公司智能变配电收入45.77亿元，同比-0.88%，毛利率22.66%，同比-1.55pct.。23年公司在保护监控国网集招排名由第7升至第4。随着配电网高质量发展指导意见落地，公司作为配网二次设备领先企业有望充分受益。

收购哈表所提高电表业务综合实力，国际市场表现亮眼。公司完成哈表所100%股权收购，市场份额与行业地位进一步提升。23年公司签订智利AMI二期、意大利中压计量等项目，签订沙特智能配电等项目；产品突破中东、欧洲、南美等中高端市场；欧标充电桩进入泰国、新加坡市场。

风险提示：特高压进度不及预期；新能源行业竞争加剧；配网需求不及预期。

投资建议：下调24年、上调25年盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到特高压项目实际交付节奏和海风柔直招标交付节奏，下调24年、上调25年盈利预测。预计公司2024-2026年实现归母净利润12.07/17.09/21.42亿元(24-25年原预测值为12.65/16.75亿元)，当前股价对应PE分别为23/16/13倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 14,917 | 17,061 | 19,181 | 22,377 | 25,669 |
| (+/-%) | 24.4% | 14.4% | 12.4% | 16.7% | 14.7% |
| 净利润(百万元) | 759 | 1005 | 1207 | 1709 | 2142 |
| (+/-%) | 4.8% | 32.4% | 20.1% | 41.5% | 25.4% |
| 每股收益(元) | 0.75 | 0.99 | 1.18 | 1.68 | 2.10 |
| EBIT Margin | 7.1% | 6.3% | 7.6% | 9.5% | 10.5% |
| 净资产收益率(ROE) | 7.8% | 9.7% | 10.8% | 13.9% | 15.6% |
| 市盈率(PE) | 36.0 | 27.4 | 22.9 | 16.2 | 12.9 |
| EV/EBITDA | 26.5 | 27.3 | 22.5 | 16.8 | 14.1 |
| 市净率(PB) | 2.50 | 2.36 | 2.16 | 1.92 | 1.69 |

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 | 27.08元 |
| 总市值/流通市值 | 27595/27305百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 27.37/16.66元 |
| 近3个月日均成交额 | 340.39百万元 |

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

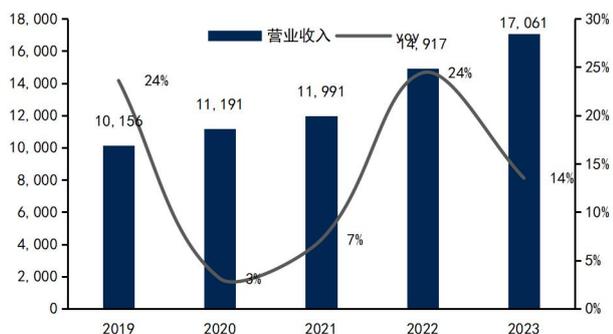
《许继电气(000400.SZ)-三季度业绩符合预期，特高压直流业务拐点在即》——2023-11-02

《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

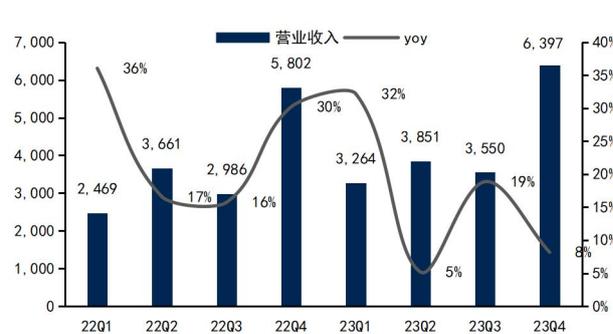
全年业绩稳健增长，拟现金分红 3 亿元。2023 年公司实现营业收入 170.61 亿元，同比增长 13.51%，实现归母净利润 10.05 亿元，同比增长 28.03%，实现扣非净利润 8.69 亿元，同比增长 21.82%。全年销售毛利率 18.00%（同比-1.04pct.），扣非销售净利率 5.09%（同比+0.31pct.）。2023 年公司拟派发现金红利 3 亿元，占归母净利润 30%。

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、%）



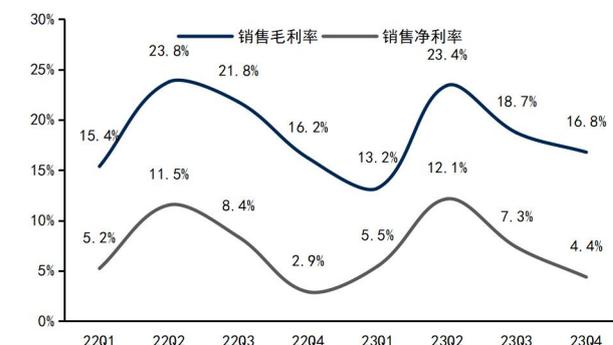
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

四季度业绩同比高增，毛利率同比有所改善。2023 年第四季度公司实现营收 63.97 亿元（同比+8.17%，环比+80.22%），归母净利润 2.33 亿元（同比+70.20%，环比

+4.28%)，销售毛利率 16.78% (同比+0.58pct.，环比-1.93pct.)，销售净利率 4.37% (同比+1.47pct.，环比-2.96pct.)。

23 年公司特高压直流订单表现良好，24-25 年进入交付高峰。2023 年公司直流输电收入 7.16 亿元，同比+3.12%，毛利率 42.29%，同比-4.05pct.。23 年公司中标金上-湖北、陇东-山东、宁夏-湖南、哈密-重庆特高压直流项目换流阀或控保产品，合计金额超 13 亿元，24-25 年有望迎来密集交付。24 年我国有望启动特高压柔性直流招标，换流阀价值量预计将大幅提升。

海风柔直应用拐点在即，公司市场份额领先。随着海上风电逐步走向深远海，我们预计 24 年柔直应用将迎来拐点。目前国内已招标项目包括如东、阳江项目，公司市场份额高达 50%；目前国内已明确采用柔直送出且未招标项目容量超 10GW，其中阳江三山岛、山东半岛北项目 24 年有望启动换流阀与控保招标。

智能变配电业务保持稳健，配电网升级改造提振远期需求。2023 年公司智能变配电收入 45.77 亿元，同比-0.88%，毛利率 22.66%，同比-1.55pct.。23 年公司电网二次业务健康发展，保护监控国网集招排名由第 7 升至第 4。随着配电网高质量发展指导意见落地，公司作为配网二次设备领先企业有望充分受益。

收购哈表所提高电表业务综合实力，国际市场表现亮眼。年初公司完成哈表所 100% 股权收购，市场份额与行业地位进一步提升。23 年公司国际市场订单增幅明显，签订智利 AMI 二期、意大利中压计量等项目，签订沙特智能配电等项目；产品突破中东、欧洲、南美等中高端市场；欧标充电桩进入泰国、新加坡市场。

投资建议：下调 24 年、上调 25 年盈利预测，维持“买入”评级。考虑到特高压项目实际交付节奏和海风柔直招标交付节奏，下调 24 年、上调 25 年盈利预测。预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 12.07/17.09/21.42 亿元（24-25 年原预测值为 12.65/16.75 亿元），当前股价对应 PE 分别为 23/16/13 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 | 投资评级 |
|-----------|------|-------|-----------|------|------|------|------|------|------|-------|------|
| | | | | 22A | 23E | 24E | 22A | 23E | 24E | (22A) | |
| 000400.SZ | 许继电气 | 27.08 | 276 | 0.75 | 0.99 | 1.18 | 36.0 | 27.4 | 22.9 | 7.5 | 买入 |
| 600406.SH | 国电南瑞 | 24.7 | 1,984 | 0.96 | 0.93 | 1.09 | 25.7 | 26.6 | 22.7 | 15.2 | - |
| 002028.SZ | 思源电气 | 65.64 | 508 | 1.59 | 2.00 | 2.67 | 41.3 | 32.8 | 24.6 | 13.3 | - |
| 600312.SH | 平高电气 | 15.41 | 209 | 0.16 | 0.60 | 0.80 | 96.3 | 25.7 | 19.3 | 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) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 3698 | 5016 | 4624 | 5800 | 7010 | 营业收入 | 14917 | 17061 | 19181 | 22377 | 25669 |
| 应收款项 | 6531 | 7466 | 7882 | 9196 | 10549 | 营业成本 | 12077 | 13990 | 15606 | 17927 | 20385 |
| 存货净额 | 2804 | 2708 | 4276 | 4911 | 5585 | 营业税金及附加 | 100 | 80 | 96 | 101 | 116 |
| 其他流动资产 | 1607 | 1554 | 1561 | 1434 | 1631 | 销售费用 | 428 | 492 | 537 | 593 | 642 |
| 流动资产合计 | 15715 | 17829 | 19591 | 22776 | 26405 | 管理费用 | 515 | 604 | 614 | 649 | 719 |
| 固定资产 | 1671 | 1862 | 1735 | 1605 | 1472 | 研发费用 | 735 | 813 | 863 | 973 | 1104 |
| 无形资产及其他 | 764 | 796 | 743 | 690 | 637 | 财务费用 | (16) | (55) | (60) | (56) | (70) |
| 其他长期资产 | 806 | 1084 | 959 | 1119 | 1283 | 投资收益 | (4) | 55 | 15 | 15 | 15 |
| 长期股权投资 | 0 | 331 | 331 | 331 | 331 | 资产减值及公允价值变动 | (77) | (104) | (65) | (65) | (65) |
| 资产总计 | 18956 | 21903 | 23359 | 26521 | 30129 | 其他收入 | 153 | 233 | 205 | 216 | 217 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 322 | 54 | 300 | 300 | 300 | 营业利润 | 1072 | 1217 | 1615 | 2292 | 2877 |
| 应付款项 | 5907 | 7815 | 7696 | 8841 | 10053 | 营业外净收支 | 13 | 18 | 17 | 17 | 17 |
| 其他流动负债 | 505 | 626 | 670 | 767 | 870 | 利润总额 | 1085 | 1235 | 1632 | 2309 | 2894 |
| 流动负债合计 | 7892 | 9857 | 10201 | 11698 | 13276 | 所得税费用 | 116 | 49 | 179 | 254 | 318 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 40 | 80 | 120 | 少数股东损益 | 210 | 181 | 245 | 346 | 434 |
| 其他长期负债 | 158 | 353 | 356 | 359 | 362 | 归属于母公司净利润 | 759 | 1005 | 1207 | 1709 | 2142 |
| 长期负债合计 | 158 | 353 | 396 | 439 | 482 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 8050 | 10210 | 10596 | 12136 | 13758 | 净利润 | 759 | 1005 | 1207 | 1709 | 2142 |
| 少数股东权益 | 826 | 988 | 1152 | 1429 | 1788 | 资产减值准备 | (5) | (17) | (15) | (15) | (15) |
| 股东权益 | 10080 | 10705 | 11611 | 12957 | 14586 | 折旧摊销 | 275 | 304 | 231 | 233 | 236 |
| 负债和股东权益总计 | 18956 | 21903 | 23359 | 26522 | 30132 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | (16) | (55) | (60) | (56) | (70) |
| 每股收益 | 0.75 | 0.99 | 1.18 | 1.68 | 2.10 | 营运资本变动 | 511 | 1437 | (2056) | (512) | (841) |
| 每股红利 | 0.14 | 0.30 | 0.36 | 0.50 | 0.63 | 其它 | 191 | 20 | 188 | 292 | 365 |
| 每股净资产 | 10.82 | 11.48 | 12.52 | 14.12 | 16.07 | 经营活动现金流 | 1732 | 2748 | (445) | 1707 | 1886 |
| ROIC | 9% | 10% | 12% | 15% | 16% | 资本开支 | (108) | (212) | (50) | (50) | (50) |
| ROE | 8% | 10% | 11% | 14% | 16% | 其它投资现金流 | 14 | (327) | 140 | (145) | (150) |
| 毛利率 | 19% | 18% | 19% | 20% | 21% | 投资活动现金流 | (94) | (539) | 90 | (195) | (200) |
| EBIT Margin | 7% | 6% | 8% | 10% | 11% | 权益性融资 | 1 | (283) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 9% | 8% | 9% | 11% | 11% | 负债净变化 | (677) | (425) | 286 | 40 | 40 |
| 收入增长 | 24% | 14% | 12% | 17% | 15% | 支付股利、利息 | (124) | (206) | (382) | (432) | (588) |
| 净利润增长率 | 5% | 32% | 20% | 42% | 25% | 其它融资现金流 | 132 | (425) | 246 | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 42% | 47% | 45% | 46% | 46% | 融资活动现金流 | (784) | (859) | (37) | (336) | (477) |
| 股息率 | 0.5% | 1.1% | 1.3% | 1.9% | 2.3% | 现金净变动 | 853 | 1350 | (392) | 1176 | 1210 |
| P/E | 36.0 | 27.4 | 22.9 | 16.2 | 12.9 | 货币资金的期初余额 | 2854 | 3698 | 5016 | 4624 | 5800 |
| P/B | 2.5 | 2.4 | 2.2 | 1.9 | 1.7 | 货币资金的期末余额 | 3698 | 5016 | 4624 | 5800 | 7010 |
| EV/EBITDA | 26.5 | 27.3 | 22.5 | 16.8 | 14.1 | 企业自由现金流 | 1627 | 2566 | (572) | 1571 | 1752 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 1773 | 2195 | (233) | 1661 | 1855 |

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提及的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