

研究所：
 证券分析师：李航 S0350521120006
 lih11@ghzq.com.cn
 证券分析师：王刚 S0350524020001
 wangg06@ghzq.com.cn

直流输电头部厂商，柔直高景气释放成长潜力

——许继电气（000400）2023 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|-------|-------|--------|
| 许继电气 | 12.9% | 29.1% | 28.1% |
| 沪深 300 | -0.1% | 10.4% | -14.1% |

市场数据

| 当前价格(元) | 27.78 |
|-------------|-------------|
| 52 周价格区间(元) | 16.66-28.11 |
| 总市值(百万) | 28,308.08 |
| 流通市值(百万) | 28,011.19 |
| 总股本(万股) | 101,900.93 |
| 流通股本(万股) | 100,832.21 |
| 日均成交额(百万) | 498.25 |
| 近一月换手(%) | 1.56 |

相关报告

《许继电气（000400）2023 年上半年业绩点评：主营业务稳定增长，海外市场进展显著（买入）* 电网设备*李航》——2023-08-31

《许继电气（000400）2022 年年报点评报告：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（买入）* 电网设备*李航，邱迪》——2023-04-10

事件：

许继电气 2024 年 4 月 11 日发布 2023 年度报告：2023 年，公司实现营收 171 亿元，同比+14%；归母净利润 10.1 亿元，同比+28%；扣非归母净利润 8.7 亿元，同比+22%；毛利率 18.0%，同比-1.0pct；净利率 7.0%，同比+0.5pct；扣非净利率 5.1%，同比+0.3pct。

其中，2023Q4，营收 64 亿元，环比+80%，同比+8%；归母净利润 2.3 亿元，环比+4%，同比+70%；扣非归母净利润 1.5 亿元，环比-22%，同比+69%；毛利率 16.8%，环比-1.9pct，同比+0.6pct；净利率 4.4%，环比-3.0pct，同比+1.5pct。

投资要点：

2023 年新能源及系统集成业务快速增长，业绩指标稳中向好。2023 年，公司实现智能变配电系统收入 46 亿元，同比-1%，毛利率 22.7%，同比-1.6pct；新能源及系统集成营收 39 亿元，同比+42%，毛利率 5.4%，同比+0.3pct；智能电表营收 35 亿元，同比+13%，毛利率 25%，同比-0.4pct；智能中压供用电设备营收 31 亿元，同比+14%，毛利率 16.3%，同比+1.3pct；充换电设备及其它制造服务营收 12 亿，同比+9%，毛利率 10.6%，同比-0.7pct；直流输电系统营收 7 亿，同比+3%，毛利率 42.3%，同比-4.1pct。其中，智能变配电系统营收下滑主要系业务板块划分调整，公司将储能 PCS、SVG 等产品从智能变配电系统调整至新能源及系统集成。此外，公司盈利较快增长也与非经常性损益增长有关，非经常性损益主要系债务重组损益、政府补助等。

公司柔直项目工程经验丰富，特高压和海风柔直渗透率提升有望推动公司业绩较快增长。国内特高压受益于风光大基地的建设投运迎来新一轮核准高峰，据能源新媒预计，2024 年特高压有望开工 4 条直流，2025 年后仍有望保持较高景气度。此前柔直仅少量示范工程，据国家电网信息，2024 年柔直开工 1-2 条，柔直渗透率有望快速提升。此外，国内外海风柔直行业也迎来了发展机遇期。公司是目前国际领先的具备特高压直流输电、柔性直流输电设备成套能力和整体解决方案能力的企业，形成了由 ±1100 千伏及以下特高压直流输电、±800 千伏及以下柔性直流输电、直流输电检修和实验服务等构成的特高压业务体系。公司参建白鹤滩-浙江 ±800 千伏特高压等一批口碑工程，且直流控保中标德国海上风电柔直工程，有力提升许继品牌形象，有望受益特高压和海风柔直渗

透率提升。

国内电网数字化发展叠加海外市场开拓，公司相关业务存在较大发展机遇。国内市场方面，随着新能源占比不断提高，电网形态向大电网、微电网和局部直流电网并存的形态转变，数字智慧电网机遇显现，电网投资力度持续加大，智慧配电网升级转型蕴含市场机遇。国际市场方面，亚洲、非洲和南美洲、中东等发展中国家和地区，电力建设需求旺盛，现有电力装备更新改造需求迫切。随着“一带一路”战略的实施，中国与沿线经济体之间合作日益紧密，电网互联互通规划为电工装备扩大出口提供了机遇。公司市场开拓成效显著，报告期内国内电网二次业务集招排名由第7升至第4，电能表份额在国网集招排名第一；海外产品突破中东、欧洲、南美等中高端市场，例如签订智利AMI二期、意大利中压计量等项目，签订沙特智能配电等项目。

盈利预测和投资评级：公司为国内换流阀主力与直流控保龙头企业，有望受益于特高压柔直渗透率快速提升，我们调整公司盈利预测，预计2024-2026年公司有望实现营业收入194/221/254亿元，归母净利润为12/15/18亿元，当前股价对应PE分别为24X、19X、16X，维持“买入”评级。

风险提示：政策变化风险，市场竞争加剧风险，原材料价格波动风险，海外市场拓展风险，核心竞争力风险。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 17061 | 19438 | 22119 | 25351 |
| 增长率(%) | 14 | 14 | 14 | 15 |
| 归母净利润（百万元） | 1005 | 1159 | 1484 | 1816 |
| 增长率(%) | 28 | 15 | 28 | 22 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.99 | 1.14 | 1.46 | 1.78 |
| ROE(%) | 9 | 10 | 12 | 13 |
| P/E | 22.02 | 24.43 | 19.07 | 15.59 |
| P/B | 2.09 | 2.46 | 2.24 | 2.03 |
| P/S | 1.31 | 1.46 | 1.28 | 1.12 |
| EV/EBITDA | 12.11 | 13.17 | 10.05 | 7.90 |

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: | 27.78 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2024/04/17 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标与估值 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | |
| ROE | 9% | 10% | 12% | 13% | EPS | 1.00 | 1.14 | 1.46 | 1.78 | |
| 毛利率 | 18% | 18% | 19% | 19% | BVPS | 10.51 | 11.31 | 12.38 | 13.71 | |
| 期间费率 | 6% | 6% | 6% | 6% | 估值 | | | | | |
| 销售净利率 | 6% | 6% | 7% | 7% | P/E | 22.02 | 24.43 | 19.07 | 15.59 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 2.09 | 2.46 | 2.24 | 2.03 | |
| 收入增长率 | 14% | 14% | 14% | 15% | P/S | 1.31 | 1.46 | 1.28 | 1.12 | |
| 利润增长率 | 28% | 15% | 28% | 22% | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 总资产周转率 | 0.83 | 0.85 | 0.87 | 0.89 | 营业收入 | 17061 | 19438 | 22119 | 25351 | |
| 应收账款周转率 | 2.50 | 2.54 | 2.57 | 2.63 | 营业成本 | 13990 | 15964 | 18024 | 20430 | |
| 存货周转率 | 5.07 | 5.71 | 6.02 | 6.28 | 营业税金及附加 | 80 | 105 | 114 | 133 | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 492 | 560 | 637 | 730 | |
| 资产负债率 | 47% | 47% | 47% | 48% | 管理费用 | 604 | 661 | 730 | 811 | |
| 流动比 | 1.81 | 1.82 | 1.82 | 1.85 | 财务费用 | -55 | -100 | -115 | -138 | |
| 速动比 | 1.41 | 1.44 | 1.46 | 1.49 | 其他费用/(-收入) | 813 | 894 | 995 | 1115 | |
| | | | | | 营业利润 | 1217 | 1453 | 1847 | 2265 | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 营业外净收支 | 18 | 0 | 0 | 0 | |
| 现金及现金等价物 | 5016 | 5740 | 6891 | 8284 | 利润总额 | 1235 | 1453 | 1847 | 2265 | |
| 应收款项 | 7466 | 8322 | 9366 | 10516 | 所得税费用 | 49 | 90 | 101 | 129 | |
| 存货净额 | 2708 | 2882 | 3104 | 3405 | 净利润 | 1186 | 1363 | 1746 | 2136 | |
| 其他流动资产 | 2639 | 2792 | 3152 | 3504 | 少数股东损益 | 181 | 205 | 262 | 320 | |
| 流动资产合计 | 17829 | 19735 | 22513 | 25709 | 归属于母公司净利润 | 1005 | 1159 | 1484 | 1816 | |
| 固定资产 | 1761 | 1843 | 1908 | 1953 | | | | | | |
| 在建工程 | 101 | 94 | 101 | 103 | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 无形资产及其他 | 1880 | 1893 | 1916 | 1936 | 经营活动现金流 | 2748 | 1516 | 2054 | 2341 | |
| 长期股权投资 | 331 | 331 | 331 | 331 | 净利润 | 1005 | 1159 | 1484 | 1816 | |
| 资产总计 | 21903 | 23897 | 26769 | 30031 | 少数股东损益 | 181 | 205 | 262 | 320 | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 折旧摊销 | 325 | 366 | 405 | 419 | |
| 应付款项 | 7815 | 8542 | 9786 | 11038 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 预收帐款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资金变动 | 1249 | -216 | -101 | -217 | |
| 其他流动负债 | 2042 | 2281 | 2563 | 2895 | 投资活动现金流 | -539 | -457 | -503 | -489 | |
| 流动负债合计 | 9857 | 10823 | 12348 | 13934 | 资本支出 | -210 | -454 | -499 | -489 | |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | -330 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他长期负债 | 353 | 353 | 353 | 353 | 其他 | 0 | -4 | -4 | 0 | |
| 长期负债合计 | 353 | 353 | 353 | 353 | 筹资活动现金流 | -859 | -335 | -399 | -459 | |
| 负债合计 | 10210 | 11175 | 12701 | 14286 | 债务融资 | -300 | 0 | 0 | 0 | |
| 股本 | 1019 | 1019 | 1019 | 1019 | 权益融资 | 184 | 0 | 0 | 0 | |
| 股东权益 | 11693 | 12721 | 14068 | 15745 | 其它 | -742 | -335 | -399 | -459 | |
| 负债和股东权益总计 | 21903 | 23897 | 26769 | 30031 | 现金净增加额 | 1350 | 724 | 1151 | 1394 | |

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，联席首席分析师，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，分析师，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、电力设备等方向。

李铭全，分析师，浙江大学硕士，能源环境工程专业，2年证券从业经验，主要覆盖新能源汽车、储能等方向。

洪瑶，研究助理，南开大学学士，北京大学硕士。2022年加入国海证券，覆盖锂电新材料等板块。

【分析师承诺】

李航，王刚，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视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。