

分析师：唐俊男  
登记编码：S0730519050003  
tangjn@ccnew.com 021-50586738  
研究助理：王兴广  
登记编码：S0730123120001  
wangxg1@ccnew.com 0371-65585753

## 连续五年业绩提升，特高压工程建设提速 助力公司成长

——许继电气(000400)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

增持(首次)

#### 市场数据(2024-04-23)

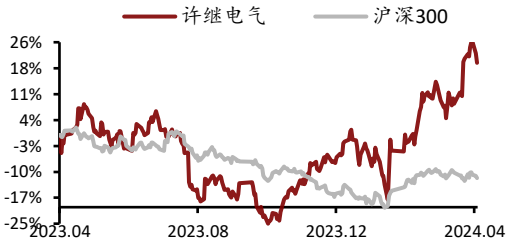
发布日期：2024年04月24日

收盘价(元)	26.83
一年内最高/最低(元)	28.10/16.88
沪深300指数	3,506.22
市净率(倍)	2.55
流通市值(亿元)	270.53

#### 基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	10.51
每股经营现金流(元)	2.70
毛利率(%)	18.00
净资产收益率_摊薄(%)	9.39
资产负债率(%)	46.61
总股本/流通股(万股)	101,900.93/100,832.21
B股/H股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券，聚源

#### 相关报告

联系人：马焱琦  
电话：021-50586973  
地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼  
邮编：200122

#### 事件：

公司发布2023年年报：公司实现营业收入170.61亿元，同比增长13.51%；实现归属于上市公司股东的净利润10.05亿元，同比增长28.03%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润8.69亿元，同比增长21.82%。

#### 点评：

- **公司致力于成为高端电力装备及服务提供商。**公司致力于提供能源电力高端技术装备，为清洁能源生产、传输、配送以及高效使用提供全面的技术、产品和服务支撑。核心业务包括特高压、智能电网、新能源、电动汽车充换电、轨道交通及工业智能化。
- **公司2023年度公司业绩持续增长。**公司自2019年以来连续5年业绩增长。2023年度公司营收同比增长13.51%，主要得益于特高压工程建设进度加快带动一二次设备需求增加，以及新能源装机量高速增长带动公司新能源业务营业规模增大。
- **特高压投资加速，柔直增厚利润空间。**2023年，全社会用电量达到92241亿千瓦时，同比增长6.8%，用电需求持续上升推升对电力装备需求。2023年我国累计开工4条特高压直流工程，2024年预计有5条特高压直流工程开工，其中2条（蒙西-京津冀，甘肃-浙江）将采用柔直技术，且海上风电柔直外送趋势逐步明确，柔直建设预计将会逐步提速。公司2023年度确认收入的特高压大项目主要有白鹤滩-浙江、葛南换流站改造等线路。目前公司特高压大项目在手订单合计超过16亿元，包括金上-湖北、哈密-重庆、三峡阳江青洲等直流线路的部分换流阀，陇东-山东、宁夏-湖南等线路部分直流测量装置，以及部分换流站项目。公司作为柔直换流阀的头部供应商，其直流输电业务有望迎来高增长。
- **持续优化产业布局，发力新能源赛道。**我国新能源产业发展迅速，2023年风电装机容量2.09亿千瓦，同比增长20.8%，太阳能装机容量2.04亿千瓦，同比增速高达55.2%，风光等新能源已成为我国电力新增装机的主体。公司聚焦IGBT制氢电源、氢电耦合等产品与方案，依托自主技术和成熟产业主体，成立工业PLC、BMS、储能一体机等事业部。工业PLC、IGBT制氢电源实现首台套订货，BMS完成试点项目。同时为顺应新型电力系统建设和新能源的发展，公司调整了业务板块划分，将储能PCS、SVG等产品以及新拓展的氢能业务从“智能变配电系统”、将新能源工程总包及系统集成类业务从“EMS加工服务及其它”调整至“新能源及系统集成”。

成”。2023 年该板块营收规模增长至 39.41 亿元，同比增加 42%。2024 年，新能源装机量或继续维持较高增速，公司新能源业务有望搭乘新能源发展东风，实现业绩高速增长。

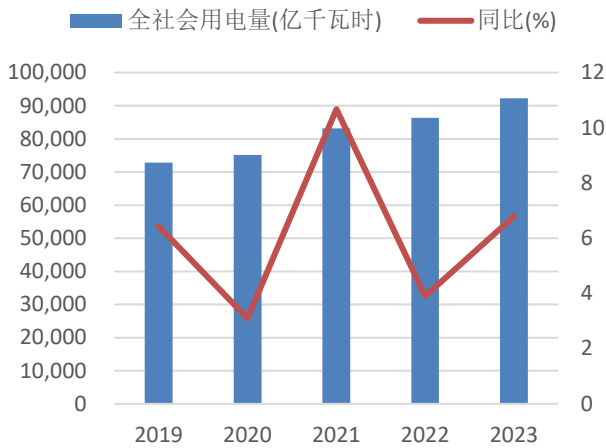
- **智能电表业务稳步增长。**随着新型电力系统的逐步建设，其“双高”的特性催生了对智能电表的需求，国家电网 2020 年开始推行基于 IR46 的智能电表，按照其 8 年的更换周期计算，2025-2027 年将迎来换装的高峰期。公司建成了先进的智能电表自动生产线，电能表份额在国网集招排名第一，南网市场订单同比显著增长，未来智能电表业务有望进一步提升。
- **海外市场营收增幅明显。**随着“一带一路”战略的实施，中国与沿线经济体之间合作日益紧密，电网互联互通规划为电工装备扩大出口提供了机遇。公司突破了中东、欧洲、南美等中高端市场，签订智利 AMI 二期、意大利中压计量沙特智能配电等项目。欧标充电桩进入泰国、新加坡市场。2023 年国际营收 1.53 亿元，同比增长 98%，未来出口前景值得期待。
- **首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。**预计公司 2024、2025、2026 年归属于上市公司股东的净利润分别为 11.83 亿元、14.54 亿元和 17.95 亿元，对应的每股收益分别为 1.16 元、1.43 元、1.76 元，按照 4 月 23 日 26.83 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 24.20、19.69 和 15.95 倍。作为国内领先的电力装备供应商，受益于特高压工程尤其是柔性直流工程建设提速，以及新能源行业的高速发展，公司有望实现持续成长，给予公司“增持”投资评级。

**风险提示：电网投资不及预期，原材料价格异常波动，行业政策变化。**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15,030	17,061	20,009	23,690	28,437
增长比率（%）	25.35	13.51	17.28	18.40	20.04
净利润（百万元）	785	1,005	1,183	1,454	1,795
增长比率（%）	8.41	28.03	17.69	22.88	23.44
每股收益(元)	0.77	0.99	1.16	1.43	1.76
市盈率(倍)	36.46	28.48	24.20	19.69	15.95

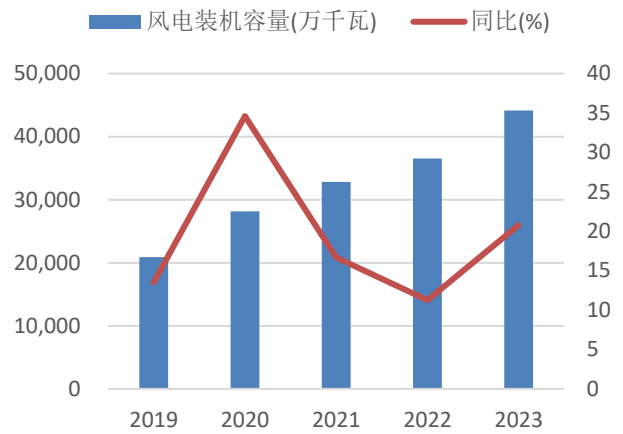
资料来源：中原证券，聚源

图 1：全社会用电量



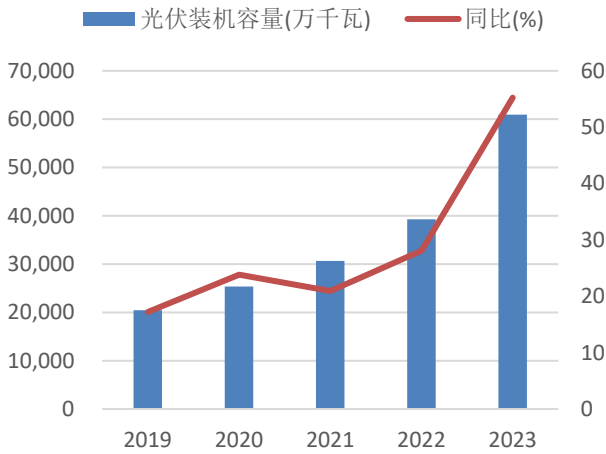
资料来源：国家统计局，中原证券

图 2：风电装机容量及同比



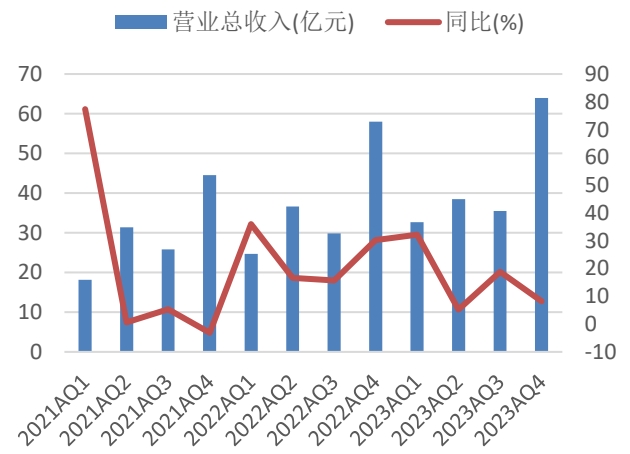
资料来源：中电联，中原证券

图 3：光伏装机容量及同比



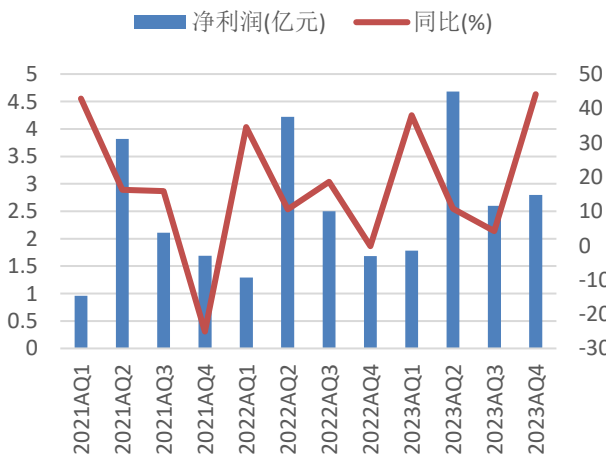
资料来源：中电联，中原证券

图 4：公司单季度营收及增速



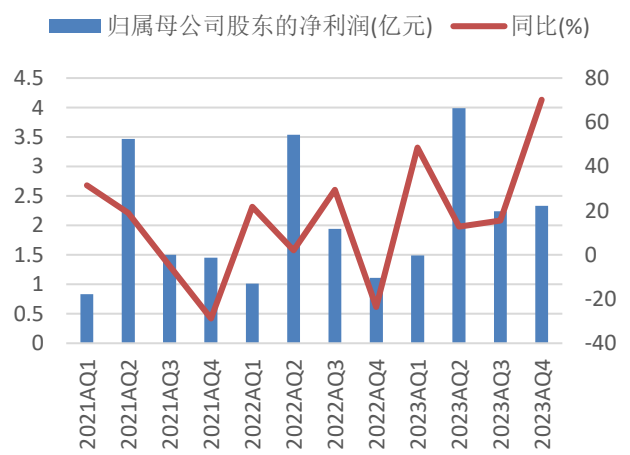
资料来源：Wind，中原证券

图 5：公司单季度净利润及增速



资料来源：Wind，中原证券

图 6：公司单季度归母净利润及增速



资料来源：Wind，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>15,896</b>	<b>17,829</b>	<b>19,979</b>	<b>22,932</b>	<b>26,754</b>
现金	3,703	5,016	5,881	7,032	8,498
应收票据及应收账款	6,500	7,466	8,226	9,410	11,296
其他应收款	302	618	723	855	869
预付账款	595	431	489	576	690
存货	2,808	2,708	2,851	2,936	2,875
其他流动资产	1,988	1,590	1,810	2,122	2,526
<b>非流动资产</b>	<b>3,503</b>	<b>4,074</b>	<b>4,341</b>	<b>4,649</b>	<b>4,966</b>
长期投资	0	331	492	679	882
固定资产	1,805	1,761	1,806	1,863	1,910
无形资产	825	796	800	806	815
其他非流动资产	873	1,185	1,244	1,300	1,358
<b>资产总计</b>	<b>19,399</b>	<b>21,903</b>	<b>24,320</b>	<b>27,581</b>	<b>31,720</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,969</b>	<b>9,857</b>	<b>11,230</b>	<b>13,207</b>	<b>15,761</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5,917	7,815	8,778	10,355	12,396
其他流动负债	2,052	2,042	2,452	2,852	3,365
<b>非流动负债</b>	<b>333</b>	<b>353</b>	<b>353</b>	<b>353</b>	<b>353</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	333	353	353	353	353
<b>负债合计</b>	<b>8,302</b>	<b>10,210</b>	<b>11,583</b>	<b>13,560</b>	<b>16,114</b>
少数股东权益	826	988	1,197	1,454	1,770
股本	1,008	1,019	1,019	1,019	1,019
资本公积	912	607	607	607	607
留存收益	8,335	9,155	9,990	11,017	12,286
归属母公司股东权益	10,271	10,705	11,540	12,567	13,836
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,399</b>	<b>21,903</b>	<b>24,320</b>	<b>27,581</b>	<b>31,720</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,756</b>	<b>2,748</b>	<b>1,801</b>	<b>2,216</b>	<b>2,651</b>
净利润	995	1,186	1,392	1,711	2,112
折旧摊销	309	325	336	352	368
财务费用	31	4	0	0	0
投资损失	4	-55	-20	-24	-28
营运资金变动	334	1,249	89	174	198
其他经营现金流	84	40	4	2	2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-113</b>	<b>-539</b>	<b>-587</b>	<b>-639</b>	<b>-659</b>
资本支出	-114	-210	-447	-475	-485
长期投资	1	-330	-160	-188	-203
其他投资现金流	0	0	20	24	28
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-790</b>	<b>-859</b>	<b>-348</b>	<b>-427</b>	<b>-526</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	11	0	0	0
资本公积增加	89	-305	0	0	0
其他筹资现金流	-879	-564	-348	-427	-526
<b>现金净增加额</b>	<b>853</b>	<b>1,350</b>	<b>866</b>	<b>1,150</b>	<b>1,466</b>

资料来源：中原证券，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>15,030</b>	<b>17,061</b>	<b>20,009</b>	<b>23,690</b>	<b>28,437</b>
营业成本	12,122	13,990	16,289	19,216	23,003
营业税金及附加	103	80	100	118	142
营业费用	432	492	576	682	819
管理费用	549	604	700	829	995
研发费用	746	813	1,000	1,184	1,422
财务费用	-16	-55	-75	-88	-105
资产减值损失	-5	-17	-6	-5	-5
其他收益	76	127	121	142	171
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-4	55	20	24	28
资产处置收益	1	2	2	2	3
<b>营业利润</b>	<b>1,091</b>	<b>1,217</b>	<b>1,555</b>	<b>1,911</b>	<b>2,359</b>
营业外收入	27	21	0	0	0
营业外支出	6	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,113</b>	<b>1,235</b>	<b>1,555</b>	<b>1,911</b>	<b>2,359</b>
所得税	117	49	163	201	248
<b>净利润</b>	<b>995</b>	<b>1,186</b>	<b>1,392</b>	<b>1,711</b>	<b>2,112</b>
少数股东损益	210	181	209	257	317
<b>归属母公司净利润</b>	<b>785</b>	<b>1,005</b>	<b>1,183</b>	<b>1,454</b>	<b>1,795</b>
EBITDA	1,392	1,440	1,816	2,175	2,622
EPS (元)	0.77	0.99	1.16	1.43	1.76

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	25.35	13.51	17.28	18.40	20.04
营业利润 (%)	18.03	11.59	27.78	22.88	23.44
归属母公司净利润 (%)	8.41	28.03	17.69	22.88	23.44
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	19.35	18.00	18.59	18.89	19.11
净利率 (%)	5.22	5.89	5.91	6.14	6.31
ROE (%)	7.65	9.39	10.25	11.57	12.97
ROIC (%)	8.48	9.10	10.34	11.58	12.86
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	42.79	46.61	47.63	49.16	50.80
净负债比率 (%)	74.81	87.31	90.93	96.71	103.25
流动比率	1.99	1.81	1.78	1.74	1.70
速动比率	1.50	1.41	1.40	1.39	1.39
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.81	0.83	0.87	0.91	0.96
应收账款周转率	2.40	2.50	2.62	2.74	2.81
应付账款周转率	2.23	2.15	2.11	2.16	2.18
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.77	0.99	1.16	1.43	1.76
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.72	2.70	1.77	2.17	2.60
每股净资产 (最新摊薄)	10.08	10.51	11.32	12.33	13.58
<b>估值比率</b>					
P/E	36.46	28.48	24.20	19.69	15.95
P/B	2.79	2.67	2.48	2.28	2.07
EV/EBITDA	12.04	12.11	12.57	9.96	7.71

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。