

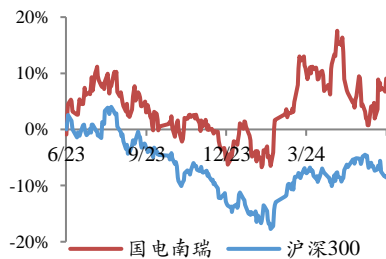
能源电力领军企业，技术领先竞争力强

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-13

收盘价（元）	23.60
近12个月最高/最低（元）	28.05/20.55
总股本（百万股）	8033
流通股本（百万股）	7984
流通股比例（%）	99
总市值（亿元）	1909
流通市值（亿元）	1896

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 能源电力领军企业，先发优势助力业绩高速增长

2023年公司营业收入515.73亿元，同比增长10.13%，归母净利润71.84亿元，同比增长11.44%；净利润76.50亿元，同比增长10.79%；毛利率26.80%，同比增加0.24pct；经营活动现金流净额114.44亿元，同比增长30.64%，经营活动现金流持续改善。2024Q1：归母净利润5.96亿元，同比增长13.69%，净利率7.85%，同比增加0.09pct。

● 产业布局完善，产品类型丰富

公司主营业务包括智能电网、数能融合、能源低碳、工业互联等四大业务板块，围绕新型电力系统产业布局完善，资源配置效率高。2023年四大业务各营收占总营收比重情况如下：智能电网占比50%、数能融合占比22%、能源低碳占比19%、工业互联占比6%，四大业务2023年营业收入分别为256.35/111.34/96.38/31.69亿元，同比增长情况分别为2.57%/21.73%/33.47%/-3.01%。

● 新业务持续布局，技术突破带动公司不断升级

公司在柔性直流方向技术储备多，优势显著，随着输变电工程柔直方案渗透率的持续提升，公司将受益显著。公司传统优势业务持续巩固的同时实现产业更大升级，新兴业务加快发展，未来也将持续聚焦IGBT、碳化硅芯片、储能、智能设备、工业互联网等新兴领域，加快新兴产业系列化突破、规模化发展，助力公司进步转型升级。

● 投资建议

我们预计2024-2026年归母净利润分别为80.08/87.94/96.31亿元，对应PE分别为23.67/21.56/19.68，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨风险；新业务开发不及预期风险；行业竞争加剧风险；政策落地不及预期等。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	51573	56608	62386	68481
收入同比（%）	10.1%	9.8%	10.2%	9.8%
归属母公司净利润	7184	8008	8794	9631
净利润同比（%）	11.4%	11.5%	9.8%	9.5%
毛利率（%）	26.8%	26.5%	26.4%	25.9%
ROE（%）	15.2%	14.5%	13.7%	13.1%
每股收益（元）	0.90	1.00	1.09	1.20
P/E	24.80	23.67	21.56	19.68
P/B	3.80	3.43	2.96	2.57
EV/EBITDA	16.62	16.61	14.35	12.58

资料来源：ifind，华安证券研究所

正文目录

1 能源电力领军企业，先发优势助业绩高增长.....	4
2 产业布局完善，产品类型丰富.....	5
3 新业务持续布局，技术突破带动公司不断升级.....	7
4 投资建议	8
5 风险提示	8
财务报表与盈利预测	9

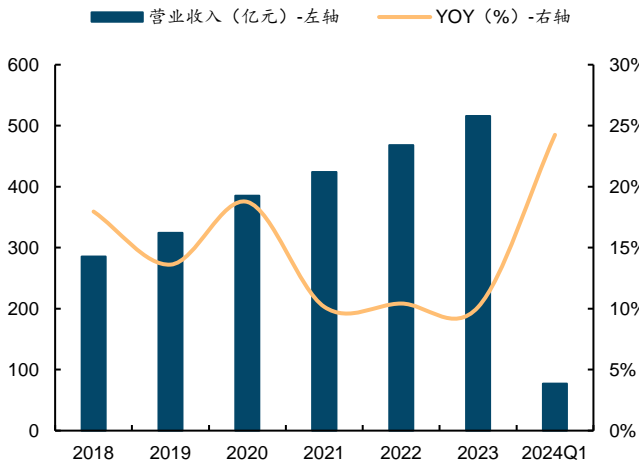
图表目录

图表 1 2018 年-2024Q1 公司营业收入情况.....	4
图表 2 2018 年-2024Q1 公司归母净利润情况.....	4
图表 3 2018 年-2024Q1 公司毛利率、净利率情况.....	5
图表 4 2023 年公司各业务营业收入.....	5
图表 5 2023 年国网配电终端中标金额前十企业.....	5
图表 6 新型电力系统示意图.....	6
图表 7 集中式储能工程图.....	7
图表 8 钢铁企业监控中心图.....	7

1 能源电力领军企业，先发优势助业绩高增长

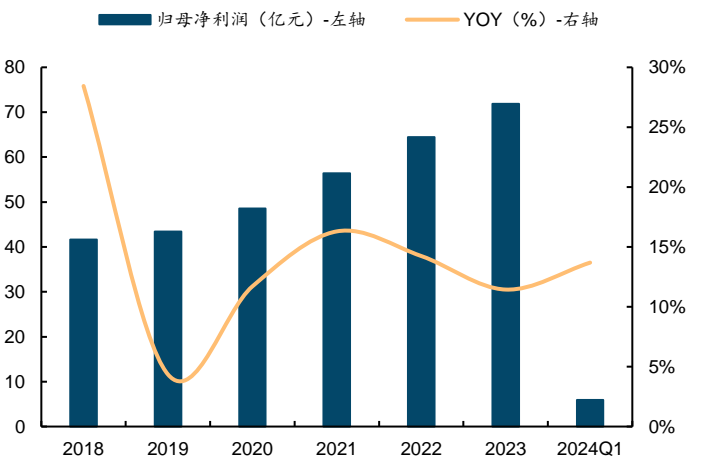
公司是以能源电力智能化为核心的能源互联网整体解决方案提供商，是我国能源电力及工业控制领域的领军企业，也是国网旗下唯一一家专注于数字化电网的子公司，在此背景优势下，成就了公司的高市场份额。在目前新型电力系统建设的浪潮下，公司本身具备的较强的技术能力带动其业绩不断增长。据 2023 年年报所示，公司营业现金比例为 22.19%，同比提升 3.48 个百分点，经营业绩的质量和可持续性不断提高。公司 1 年以上应收账款占比为 33.70%，同比下降 2.56 个百分点，应收账款结构不断优化。2023 年公司营业收入 515.73 亿元，同比增长 10.13%；归母净利润 71.84 亿元，同比增长 11.44%；净利润 76.50 亿元，同比增长 10.79%；毛利率 26.80%，同比增长 0.24pct。2024 年第一季度，公司归母净利润 5.96 亿元，同比增长 13.69%。

图表 1 2018 年-2024Q1 公司营业收入情况



资料来源: ifind, 华安证券研究所

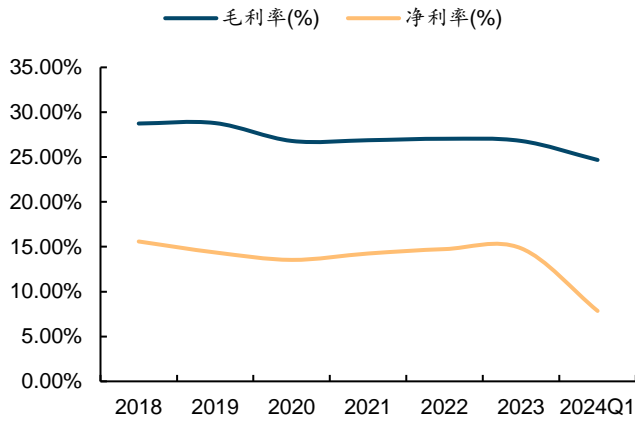
图表 2 2018 年-2024Q1 公司归母净利润情况



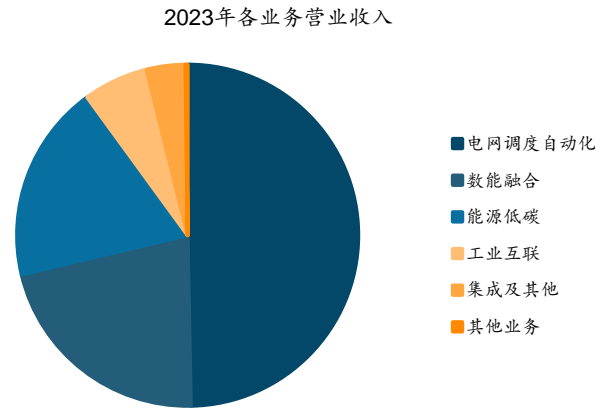
资料来源: ifind, 华安证券研究所

公司深耕量测控制、数字融合、电力电子等技术，产品和服务覆盖全国各地及 100 多个国家和地区。近年公司为适应行业环境变化，完善产业布局，对所属业务进行了分类调整，重点布局智能电网、数能融合、能源低碳、工业互联等四大业务板块，并推动其他各板块深度融合，进一步增强核心竞争能力。其中，2023 年度智能电网业务实现营收 256.35 亿元，毛利率 28.91%，同比增长 0.98pct；数能融合业务营收 111.34 亿元，毛利率 22.38%；能源低碳业务营收 96.38 亿元，毛利率 23.92%；工业互联业务营收 31.69 亿元，毛利率 26.47%。此外，公司毛利率、净利率常年保持相对平稳，显示公司经营业绩表现较好。其中公司 2024 年第一季度净利率有所下滑，原因主要是由于其期间研发投入较大，研发费用同比增长了 16.30%至 7.02 亿元，对其短期利润增速造成了一定约束，但长期看，有力的研发投入有利于公司创造和保持技术优势，为其未来发展奠定更多基础。不仅如此，公司各业务产品广泛应用于电网、发电、轨道交通、水利水务、市政公用、工矿等行业客户，拥有一大批国内国际首创的具有自主知识产权的科技成果和首台首套产品，在相关行业理解、研究条件、技术及产品等方面，与竞争对手相比有先发优势，公司竞争力强劲，将来市场份额有望进一步提升。

图表 3 2018 年-2024Q1 公司毛利率、净利率情况



图表 4 2023 年公司各业务营业收入



资料来源: ifind, 华安证券研究所

资料来源: ifind, 华安证券研究所

2 产业布局完善, 产品类型丰富

公司积极布局产业, 中标哈密-重庆、金上-湖北、陇东-山东、宁夏-湖南四个 ±800kV 特高压直流工程, 河南南阳、浙江兰江等 13 座 1000kV 特高压变电站数字化建设项目, 雄安智慧零碳示范园区、PMS3.0、南网双调抽蓄电站、南网批次框架、广州变电站智能化提升改造、国能民勤储能、徐州城区排水智能化以及 9 个海上风电二次集成、10 条轨道交通综合监控等重大项目。强化构网型储能推广, 中标青海宝库、宁夏国能等构网型储能项目。

此外, 在配网领域, 公司中标金额排名第一。据 2023 年国网配电终端中标情况所示, 国网 27 省市全年共计 48 批次招标, 公司中标金额最高, 在总计 16.84 亿元的配电终端标单中公司中标金额为 1.51 亿元, 占比 8.99%。在 2024 年南网数字变电站、数字输电和智能配电系列传感终端以及北斗终端第一批框架招标中, 公司中标 232 万元, 排名位列前 15, 作为在电网自动化、电力二次设备、继电保护、柔性直流输电及电力系统信息化等领域都颇具竞争力的企业, 未来公司无疑在相关领域也能获得更为丰富的订单。

图表 5 2023 年国网配电终端中标金额前十企业

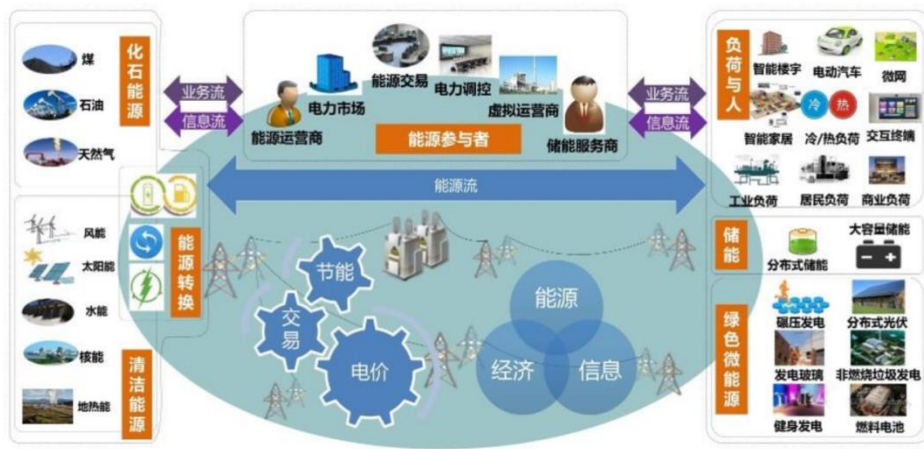
中标人	金额排名	总金额	金额占比	总数量/单位
国电南瑞南京控制系统有限公司	1	15135	8.99%	16391 套
北京智芯微电子科技有限公司	2	11093	6.59%	15014 套
江苏金智科技股份有限公司	3	7538	4.48%	3743 套
福建和盛高科技产业有限公司	4	7303	4.34%	10731 套
平高集团智能电力科技有限公司	5	7027	4.17%	11439 套
珠海许继电气有限公司	6	6893	4.09%	7300 套
长园深瑞继保自动化有限公司	7	6000	3.56%	4008 套
东方电子股份有限公司	8	4527	2.69%	2673 套
北京国电通网络技术有限公司	9	4442	2.64%	6939 套

资料来源: data 电力, 华安证券研究所

近年来，公司为适应行业环境变化，不断完善业务布局。据 2023 年年报，公司将业务划分为智能电网、数能融合、能源低碳、工业互联等四大业务板块，具体来看：

智能电网：公司是智能电网技术、产品及一体化整体解决方案供应商，综合实力领先，在智能电网领域具备显著的技术优势和市场影响力。此领域主要产品包括电网安全稳定分析与控制、电网调度自动化、电力市场、新能源并网控制等，其中智能电网主配网调度及监控自动化系统、柔性直流换流阀、电力控制保护设备入选国家级制造业单项冠军。公司将不断深化新型电力系统控制体系和防御体系研究，持续攻克新型电力系统继电保护体系架构和关键技术，不断增强智能电网板块的产业控制力、行业引领力，在同行业中持续保持优越竞争力。

图表 6 新型电力系统示意图



资料来源：ifind，公司年报，华安证券研究所

数字融合：数能融合板块致力于加快大数据、物联网、人工智能、区块链、5G 等数字技术与能源业务深度融合，聚焦能源电力信息基础平台、安全整体解决方案、通信整体解决方案、电网信息化等核心业务，支撑能源系统数字化、智能化转型。

能源低碳：公司承担了多个智能化水电厂改造、抽水蓄能二次系统国产化、核电机励磁国产化改造及多能互补示范工程，行业内首次提出构网控制技术，为不同应用场景提供全套构网解决方案，为大规模新能源并网及消纳提供坚强支撑。公司是国内领先的能源低碳技术、产品及整体解决方案供应商，且成功研制国际领先、世界单机装机容量最大的百万千瓦级巨型水电机组励磁系统和保护控制产品，在储能领域具备基于电芯级的风冷和水冷储能系统整体集成和 EPC 能力。公司自主研制的 12MW 海上全功率风电变流器应用于百万千瓦级大容量风机粤电阳江青洲海上项目，首批机组实现一次性上电并网成功。

工业互联：此业务领域依托公司能源互联网先进技术，加快向工业领域的延伸应用，提升产业链供应链韧性和安全水平，持续增强产业创新能力，推动传统制造业向高端化、智能化、绿色化、融合化方向转型。公司实现功率半导体、PLC 等核心技术突破，自主产品在工业、交通、市政等领域应用，持续提升自主可控和国产化替代水平。

图表 7 集中式储能工程图



图表 8 钢铁企业监控中心图



资料来源：ifind，公司年报，华安证券研究所

资料来源：ifind，公司年报，华安证券研究所

此外，公司积极拓展海外市场，国际业务回升向好，全年新签合同 582.87 亿元，同比增长 12.64%。2013-2023 年，公司已累计签订国际合同近 300 亿元，先后在菲律宾、巴西、希腊、智利等 18 个国家建成 21 个驻外机构，形成了以电网调度自动化、变电站保护及自动化、直流输电及柔性交流输电、高级计量系统（AMI）及智能电表等为代表的国际化系列产品，自有产品累计通过 449 项国际认证测试、销往全球 110 多个国家和地区。23 年公司成功签订智利智能电表、巴西控保屏柜、沙特 SVG、南非储能等重大项目，印尼 AMI 主站系统供货、智利变电站工程等项目成功投运；海外业务收入达 13.94 亿元，同比增长 104.1%，占整体营收比例为 2.7%。随着海外电网投资的景气上升和公司研发能力以及海外市场的不断拓展，预计公司未来的海外收入也将保持持续增长。

3 新业务持续布局，技术突破带动公司不断升级

柔性直流为牵引，新型电力系统全环节关键技术进一步带动公司业绩增长。随着我国三北地区新能源装机量上升，特高压输电工程的建设投资逐渐增加。常规直流具有较高的输电容量，能够实现稳定的电力输送，但是，它对于交流侧的无功支撑需求较大，且占地面积较大；而柔性直流拥有可控性更强、占地面积较小、交流侧无需大量无功支撑、无换相失败问题、适合构成多端系统等优势，且变压器的设备损耗和投资额也相对较低，是特高压输电的理想形式。目前，十四五期间尚未开工的直流特高压线路共四条，包括藏东南-粤港澳、陕西—河南、蒙西—京津冀和甘肃—浙江，其中，蒙西-京津冀已经确认受端采用柔直方案，甘肃-浙江将采用两端柔直模式，预计未来柔直方案渗透率将持续提升。公司在柔性直流特高压工程领域技术优势明显，2023 年公司完成德国北海海上风电柔性直流输电项目换流阀和耗能装置样机试制，且公司的柔性直流换流阀入选国家级制造业单项冠军，公司建设的国内首套海上风电柔直控保系统在江苏如东投入运行，公司柔性直流技术应用取得进一步发展，加速渗透输配电领域，带来业绩向上弹性。不仅如此，公司产业体系完备，业务涵盖源、网、荷、储、数等新型电力系统全环节，且深入推进关键技术、核心产品迭代升级，全面支撑国家电网公司新一代调度系统首批所有 6 个试点工程完成切主运行，全力支撑并有效推动新一代调度系统的全面推广，未来有望向国际巨头看齐。

IGBT 国产化技术突破，新兴领域助力公司第二增长引擎发展。作为电力电子设备的核心元件，IGBT 广泛应用于输电、新能源、用电、电动汽车、工控等多个领域，该元件多为进口，近年来陆续有国产化趋势，公司在 IGBT 领域技术持续突破，目前已实现 1200V、1700V 中低压 IGBT 产品自主可控和 3300V、4500V 高压 IGBT 产品的挂网应用；4500V/3000A IGBT 在张北延庆换流站挂网，1700V 及 1200V IGBT 器件在客户端实现批量应用，1200V 碳化硅器件在光伏、充电桩等领域规模化应用；高可靠性 4500V 压接式 IGBT 产品通过中电联新产品技术鉴定，综合技术性能指标达到国际先进水平。随着全球电网投资景气向上和海外市场对高质量电力设备的需求增长，公司凭借其技术优势和产品实力，进一步加速在 IGBT 海外市场的拓展步伐，有望带来较高的利润增量。除 IGBT 外，公司在碳化硅芯片、储能、智能设备、工业互联网、智慧消防、配网带电作业机器人等新兴领域持续业务突破，有望实现传统业务与新兴业务的同步发展。

4 投资建议：

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 80.08/87.94/96.31 亿元，对应 PE 分别为 23.67/21.56/19.68，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示：

原材料价格上涨风险：公司主要原材料包括电子电气设备、电子元器件等，若受到上游金属价格波动或市场供需关系的影响，公司原材料价格上涨，可能会影响公司生产，导致公司盈利下降。

新业务开发不及预期风险：公司正在积极开拓网外新能源业务，同时意图向海外发展。若受到新能源政策或海外国际政策影响，公司新业务、新市场开拓不及预期，可能会影响公司整体业绩表现。

行业竞争加剧风险：伴随着新能源电力及智慧电网、虚拟电厂的市场关注度提高，行业内玩家数量也会水涨船高。应注意行业内竞争风险的加剧。

政策落地不及预期：公司所处行业与新能源、电力水利等高度相关，因此需要相关政策的支撑，政策落地速度将影响基础设施建设的进程。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	67214	77453	92520	106395	营业收入	51573	56608	62386	68481
现金	16750	26272	38890	48204	营业成本	37754	41595	45937	50726
应收账款	26407	26752	27767	30496	营业税金及附加	326	340	387	431
其他应收款	189	221	193	176	销售费用	2085	2264	2495	2739
预付账款	1327	1456	1493	1522	管理费用	1267	1359	1435	1507
存货	9795	10926	12670	13946	财务费用	-476	-486	-771	-1149
其他流动资产	12746	11827	11506	12052	资产减值损失	-62	-55	-60	-65
非流动资产	18874	17865	17093	16288	公允价值变动收益	19	0	0	0
长期投资	163	183	168	158	投资净收益	-2	57	62	68
固定资产	9084	9165	9077	8812	营业利润	8575	9547	10485	11616
无形资产	1396	1336	1296	1186	营业外收入	30	30	31	31
其他非流动资产	8230	7181	6552	6132	营业外支出	4	5	5	5
资产总计	86087	95318	109613	122683	利润总额	8600	9572	10511	11642
流动负债	35140	35850	40754	43547	所得税	950	1053	1156	1397
短期借款	385	585	435	535	净利润	7650	8519	9355	10245
应付账款	25040	25419	29348	31000	少数股东损益	466	511	561	615
其他流动负债	9714	9845	10970	12012	归属母公司净利润	7184	8008	8794	9631
非流动负债	569	569	585	607	EBITDA	9817	9881	10544	11298
长期借款	27	37	43	50	EPS (元)	0.90	1.00	1.09	1.20
其他非流动负债	542	532	542	557					
负债合计	35709	36419	41339	44154					
少数股东权益	3188	3699	4260	4875					
股本	8033	8033	8033	8033					
资本公积	7750	7790	7790	7790					
留存收益	31408	39378	48191	57832					
归属母公司股东权益	47191	55200	64014	73654					
负债和股东权益	86087	95318	109613	122683					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	11444	7424	11722	9326	成长能力				
净利润	7650	8519	9355	10245	营业收入	10.1%	9.8%	10.2%	9.8%
折旧摊销	1723	795	803	805	营业利润	9.2%	11.3%	9.8%	10.8%
财务费用	9	17	17	17	归属于母公司净利	11.4%	11.5%	9.8%	9.5%
投资损失	2	-57	-62	-68	获利能力				
营运资金变动	2029	-1902	1557	-1737	毛利率 (%)	26.8%	26.5%	26.4%	25.9%
其他经营现金流	5653	10472	7850	12046	净利率 (%)	13.9%	14.1%	14.1%	14.1%
投资活动现金流	-5758	1889	1043	-120	ROE (%)	15.2%	14.5%	13.7%	13.1%
资本支出	-1949	-247	-324	-189	ROIC (%)	14.1%	13.5%	12.6%	11.6%
长期投资	-3841	1975	1310	5	偿债能力				
其他投资现金流	32	162	57	64	资产负债率 (%)	41.5%	38.2%	37.7%	36.0%
筹资活动现金流	-3733	205	-147	108	净负债比率 (%)	70.9%	61.8%	60.5%	56.2%
短期借款	189	200	-150	100	流动比率	1.91	2.16	2.27	2.44
长期借款	27	10	6	7	速动比率	1.49	1.71	1.82	1.99
普通股增加	1338	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-1203	39	0	0	总资产周转率	0.63	0.62	0.61	0.59
其他筹资现金流	-4084	-44	-3	1	应收账款周转率	2.10	2.13	2.29	2.35
现金净增加额	1983	9522	12618	9314	应付账款周转率	1.63	1.65	1.68	1.68
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.90	1.00	1.09	1.20
					每股经营现金流 (摊)	1.42	0.92	1.46	1.16
					每股净资产	5.87	6.87	7.97	9.17
					估值比率				
					P/E	24.80	23.67	21.56	19.68
					P/B	3.80	3.43	2.96	2.57
					EV/EBITDA	16.62	16.61	14.35	12.58

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

华安证券电力设备与新能源研究组：

张志邦：华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。