

2024年06月28日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 特高压核心设备供应商，柔直带来长期成长空间

## —许继电气（000400.SZ）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

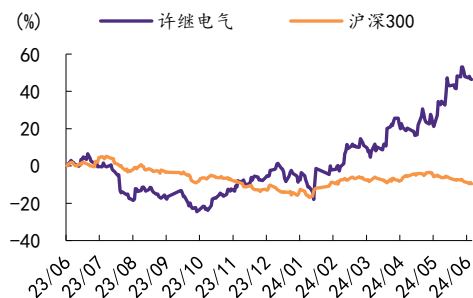
分析师：张涵 S1050521110008  
zhanghan3@cfsc.com.cn

### 基本数据

2024-06-27

当前股价（元）	31.85
总市值（亿元）	325
总股本（百万股）	1019
流通股本（百万股）	1008
52周价格范围（元）	16.88-33.92
日均成交额（百万元）	302.14

### 市场表现



### 相关研究

### 公司各板块盈利能力持续提升

2024年一季度，公司实现营业收入28.1亿元，实现归属于母公司股东的净利润2.37亿元，同比增长47.39%；毛利率18.27%，同比提升4.63个百分点，毛利率提升原因是低毛利业务的收入减少，各板块毛利率水平均有所改善。分板块看，智能中压一次设备板块毛利率同比提升超5个百分点，充换电设备及制造服务板块、智能变配电板块毛利率同比提升3.5-4个百分点，新能源及系统集成板块、智能电表板块毛利率同比提升约1个百分点。

### 公司是特高压直流核心设备供应商

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。公司直流输电主要产品和业务包括直流输电换流阀、直流量测设备、直流输电控制保护系统、直流仿真系统、数字化换流站及换流阀运维等。

2023年公司中标陇东-山东直流控保、金上-湖北换流阀、宁夏-湖南直流控保、哈密-重庆换流阀。公司积极跟进陕北-安徽、甘肃-浙江等特高压项目。近期公司中标的项目包括国网2024年第六批采购项目换流阀约17,877.96万元。国外特高压方面，公司前期为土耳其、巴基斯坦等国家的特高压项目提供换流阀等核心设备，持续跟进沙特等国家的特高压项目。

### 柔直打开公司长期成长空间

海风柔直方面，公司前期中标三峡如东海上风电项目、三峡阳江青洲海上送出工程两条海上柔直线路的换流阀，目前三峡如东项目已建成投运。随着深远海上风电项目建设，公司积极跟进海上柔直工程，打开公司长期成长空间。

### 盈利预测

预测公司2024-2026年收入分别为181、202、224亿元，EPS分别为1.20、1.58、1.89元，当前股价对应PE分别为27、20、17倍，看好公司作为特高压直流核心供应商受益于特高

压建设，柔直为公司带来长期成长空间，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

特高压建设进度不及预期；柔性直流推广进度不及预期；大盘系统性风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	17,061	18,113	20,152	22,393
增长率（%）	14.4%	6.2%	11.3%	11.1%
归母净利润（百万元）	1,005	1,222	1,613	1,929
增长率（%）	32.4%	21.6%	31.9%	19.6%
摊薄每股收益（元）	0.99	1.20	1.58	1.89
ROE（%）	8.6%	9.5%	11.3%	12.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	5,016	5,960	7,070	8,413
应收款	8,084	8,583	9,548	10,610
存货	2,708	2,824	3,110	3,426
其他流动资产	2,021	2,143	2,381	2,642
流动资产合计	17,829	19,510	22,109	25,091
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	35	35	35	35
固定资产	1,761	1,704	1,615	1,517
在建工程	101	40	16	6
无形资产	796	757	717	679
长期股权投资	331	331	331	331
其他非流动资产	1,084	1,084	1,084	1,084
非流动资产合计	4,074	3,917	3,763	3,618
资产总计	21,903	23,426	25,872	28,709
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	7,815	8,148	8,972	9,884
其他流动负债	680	680	680	680
流动负债合计	9,857	10,274	11,261	12,352
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	353	353	353	353
非流动负债合计	353	353	353	353
负债合计	10,210	10,627	11,614	12,705
<b>所有者权益</b>				
股本	1,019	1,019	1,019	1,019
股东权益	11,693	12,799	14,258	16,003
负债和所有者权益	21,903	23,426	25,872	28,709

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1186	1442	1902	2275
少数股东权益	181	220	290	347
折旧摊销	304	157	151	143
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	1078	-319	-502	-548
经营活动现金净流量	2748	1499	1842	2217
投资活动现金净流量	-539	117	114	108
筹资活动现金净流量	-1265	-336	-443	-530
现金流量净额	944	1,281	1,512	1,795

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	17,061	18,113	20,152	22,393
营业成本	13,990	14,515	15,982	17,606
营业税金及附加	80	72	81	90
销售费用	492	507	564	627
管理费用	604	634	705	784
财务费用	-55	-18	-20	-22
研发费用	813	851	927	1,008
费用合计	1,854	1,974	2,176	2,396
资产减值损失	-17	-40	-35	-35
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	55	17	17	17
营业利润	1,217	1,479	1,959	2,347
加: 营业外收入	21	27	27	27
减: 营业外支出	3	4	4	4
利润总额	1,235	1,502	1,981	2,370
所得税费用	49	60	79	94
净利润	1,186	1,442	1,902	2,275
少数股东损益	181	220	290	347
归母净利润	1,005	1,222	1,613	1,929

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	14.4%	6.2%	11.3%	11.1%
归母净利润增长率	32.4%	21.6%	31.9%	19.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	18.0%	19.9%	20.7%	21.4%
四项费用/营收	10.9%	10.9%	10.8%	10.7%
净利率	7.0%	8.0%	9.4%	10.2%
ROE	8.6%	9.5%	11.3%	12.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.6%	45.4%	44.9%	44.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
存货周转率	5.2	5.2	5.2	5.2
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.99	1.20	1.58	1.89
P/E	32.3	26.6	20.1	16.8
P/S	1.9	1.8	1.6	1.4
P/B	3.0	2.8	2.5	2.3

## ■ 电力设备组介绍

**张涵：**电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5年证券行业研究经验，曾获得2022年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

**臧天律：**金融工程硕士，CFA、FRM持证人。上海交通大学金融本科，4年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

**罗笛箫：**欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

## ■ 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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。