

许继电气 (000400)

上半年特高压确收淡季，降本增效成果初显
买入 (维持)

2024年09月05日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	15030	17061	19191	22529	25940
同比 (%)	25.35	13.51	12.49	17.39	15.14
归母净利润 (百万元)	785.26	1,005.39	1,208.29	1,616.29	1,977.69
同比 (%)	8.41	28.03	20.18	33.77	22.36
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.77	0.99	1.19	1.59	1.94
P/E (现价&最新摊薄)	39.08	30.52	25.40	18.99	15.52

投资要点

- **上半年特高压订单未有交付，下半年板块收入有望加速。** 24H1 公司直流输电业务实现收入 1.48 亿元，同比-42%，毛利率 51.5%，同比+2.33pct，收入同比下降主要系去年同期有白鹤滩-浙江工程收入确认而本期未有中标项目设备的交付，我们预计 H2 公司有望陆续交付陇东-山东控保+金上-湖北换流阀等核心主设备，板块收入有望加速，展望全年，我们预计有望实现 9 亿元+。往后看，甘浙柔直有望在 Q3 启动招标，青藏直流技改+沙特直流控保+巴西美丽山特高压等在手订单充沛，25 年柔直特高压渗透率有望超 50%，业绩弹性大。
- **国内网内业务稳健增长，降本增效效果显著。** 24H1 公司变配电/电表/供用电/新能源/充电桩收入分别为 21.23/15.99/14.16/9.99/5.50 亿元，同比-2%/+10%/+5%/-30%/-1%，毛利率同比-0.42/+1.39/+5.34/+0.08/+1.25pct。变配电板块毛利率略有下降，主要系公司交付去年价格战批次的二次设备所致，收入下降我们预计是受 epc 项目剥离所致。各产品线推行全流程降本，订单“三算三比”，毛利率均显著提升。24H1 公司网内业务稳步推进，我们预计变电订单同比维持 10%以上增长，配电订单有望超 50%。展望全年，配电网投资提速，电表更替进入高峰期，公司网内业务份额稳固+新能源控规模+国际加速突破，收入&利润有望实现稳健增长。
- **销售体系建设费用投入较多，增加中期分红提高股东回报。** 公司 24H1 期间费用 6.6 亿元，同比+2.9%，期间费用率 9.6%，同比+1.4pct。其中销售费用同比+43%，主要系搭建二级营销体系影响，部分研发人员转向技术营销，全年费用率有望保持稳定。24Q2 末存货 28.1 亿元，较年初增长 3.9%。公司首次进行中期分红，分红比例约 30%，我们预计年底将持续分红，提高对股东的回报。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到下半年特高压项目开始密集交付，公司持续降本增效，我们上修 24-26 年归母净利润为 12.1/16.2/19.8 亿元 (原值为 11.6/16.8/18.7 亿元)，同比+20%/34%/22%，现价对应估值分别为 25x、19x、16x，考虑到公司直流业务受益于特高压建设，成长空间广阔，给予 25 年 25x PE，目标价为 39.7 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**特高压项目建设不及预期，市场份额不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.17
一年最低/最高价	16.66/35.41
市净率(倍)	2.78
流通 A 股市值(百万元)	30,421.02
总市值(百万元)	30,739.44

基础数据

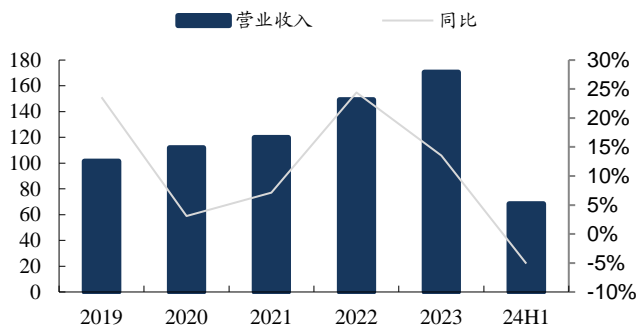
每股净资产(元,LF)	10.85
资产负债率(% ,LF)	46.28
总股本(百万股)	1,018.87
流通 A 股(百万股)	1,008.32

相关研究

- 《许继电气(000400): 2024 年一季报点评: EPC 剥离营收略承压, 盈利能力持续提升》
2024-05-02
- 《许继电气(000400): 2023 年报点评: 多元增长齐发力, 业绩符合市场预期》
2024-04-12

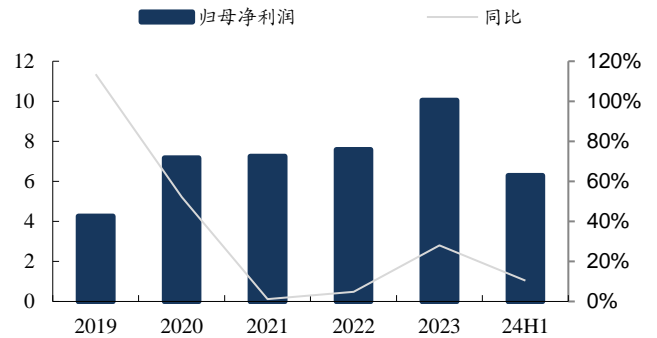
24H1 受特高压项目确收节奏+EPC 剥离影响, 预计 H2 业绩加速。公司 24H1 营收 68.4 亿元, 同比-5.1%, 归母净利润 6.3 亿元, 同比+10.3%, 毛利率 20.9%, 同比+2.2pct, 归母净利率 9.2%, 同比+1.5pct; 其中 24Q2 营收 40.3 亿元, 同比+3.4%, 归母净利润 3.9 亿元, 同比-4%, 毛利率 22.7%, 同比-0.7pct, 归母净利率 9.7%, 同比-0.7pct。

图1: 年度营收情况 (单位: 亿元)



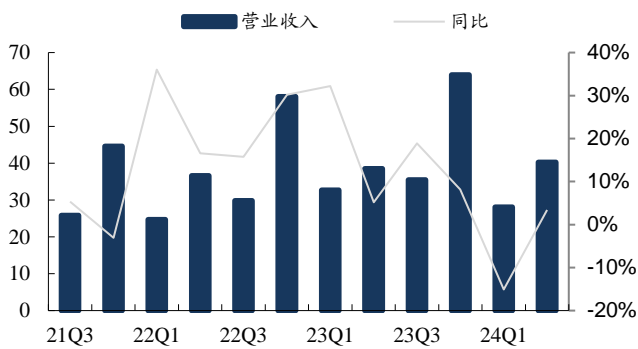
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 年度归母净利润 (单位: 亿元)



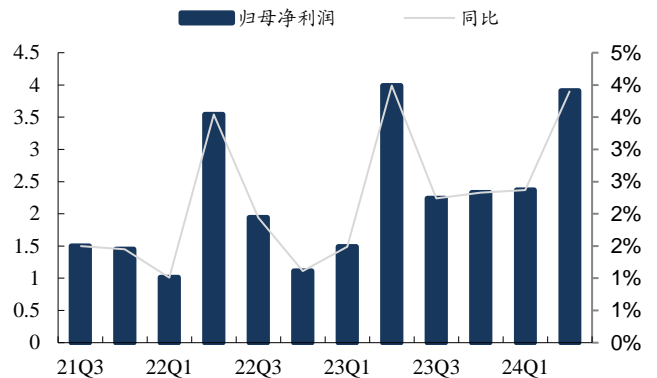
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 季度营收情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 季度归母净利润 (单位: 亿元)

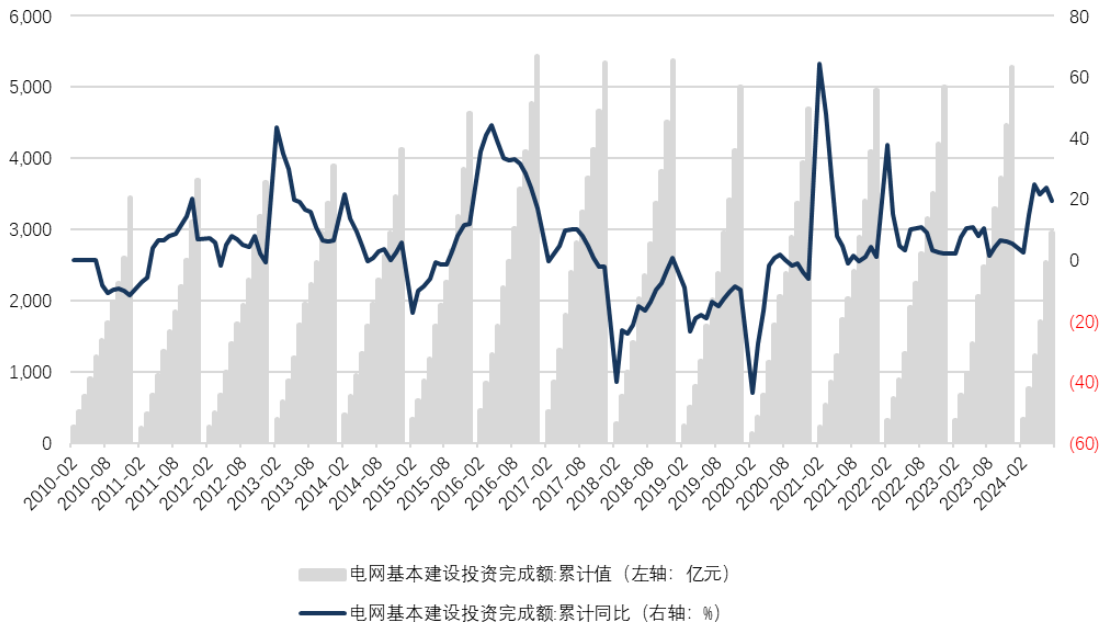


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

行业层面: 24 年电网建设加速, 主网仍是重点方向

24 年电网建设加速, 1-7 月电网基础建设维持高增。24 年 1-7 月, 电网基础建设完成额同比+19.2%。展望全年, 国网电网投资首次突破 6000 亿元, 同比双位数增长。

图5: 2010-2024年1-7月电网基础建设投资完成额(单位:亿元,%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

24年主网建设仍是电网投资的重点方向: 23年主网一次设备&二次设备招标量均同比快速增长, 24年前四批总体看来维持稳健增长。1) 一次设备方面, 24年国网前四批招标变压器招标容量同比+14%, 其中750kV变压器同比+40%; 组合电器招标量同比+6%, 其中750kV组合电器同比+49%, 西北建设需求持续高景气。2) 二次设备方面, 保护类设备招标量同比+18%, 其中750kV招标量同比+108%。

图6: 国家电网变电设备招标情况(截止到24年第四批)

产品	21A	21A YoY	22A	22A YoY	23A	23A YoY	24(1)	24(2)	24(3)	24(4)	24YTD YoY	24-4yoy
变压器(容量MVA)	192,432	43.7%	299,689	55.7%	379,464	26.6%	69,569	97,038	87,851	78,783	13.5%	72.6%
组合电器(套)	9,556	27.3%	11,291	18.2%	13,612	20.6%	2,378	2,135	3,096	2,307	6.3%	7.2%
电抗器	1,302	63.8%	1,503	15.4%	1,773	18.0%	359	363	390	345	6.2%	48.7%
互感器	17,228	155.4%	19,755	14.7%	29,341	48.5%	5,777	9,845	7,122	4,616	17.9%	25.3%
电容器	3,738	84.6%	4,482	19.9%	5,235	16.8%	1,154	1,384	1,306	800	15.8%	31.1%
断路器	2,647	73.2%	3,610	36.4%	4,432	22.8%	995	1,915	937	515	30.5%	17.6%
隔离开关	10,173	210.2%	11,013	8.3%	13,165	19.5%	2,861	4,492	3,126	1,929	16.2%	10.5%
消弧线圈	1,432	236.9%	1,505	5.1%	1,888	25.4%	389	509	563	247	15.9%	10.8%
开关柜	33,294	135.9%	36,919	10.9%	43,188	17.0%	8,345	11,596	10,512	6,343	13.7%	-1.6%
保护类设备	18,403	10.9%	18,323	-0.4%	23,164	26.4%	4,170	6,837	6,082	3,587	18.3%	39.2%
变电监控设备	1,553	121.5%	1,466	-5.6%	1,566	6.8%	243	536	411	223	17.3%	5.2%

数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

特高压直流: 上半年开工陕北-安徽常直线工程, 完成巴丹吉林-四川柔直、疆电-川渝柔直的可研招标, 7月底甘浙柔直正式开工, 蒙西-京津冀柔直预计24H2核准开工, 特高压持续加速, 柔直渗透率提升大势所趋。

特高压交流: 24H1 完成阿坝-成都东交流线路开工工作, 年底前川渝 1000kV、张北-胜利有望实现投产。

图7: “十四五”规划特高压线路进度

项目名称	进度/预计开建时间	类型
金上-湖北±800KV	建设中, 23年2月	特高压直流
陇东-山东±800KV	建设中, 23年3月	
宁夏-湖南±800KV	建设中, 23年5月	
哈密北-重庆±800KV	建设中, 23年8月	
陕西-安徽±800KV	已开工, 24年3月	
甘肃-浙江±800KV (柔)	已开工, 24年7月	
陕西-河南±800KV (半柔)	可研, 25年	
蒙西-京津冀±800KV (半柔)	可研, 24H2	
藏东南-粤港澳大湾区±800KV一期 (柔)	可研, 25年	
川渝1000KV	建设中, 22年9月	特高压交流
张北-胜利 (锡盟) 双回1000KV	建设中, 22年	
大同-怀来-天津北-天津南双回1000KV	可研, 24年H2	
阿坝-成都东1000kV	已开工, 24年1月	
达拉特-蒙西1000kV	可研, 25年	“十四五”滚动增补
库布齐-上海±800kV	前期工作, 25-27年	
腾格里-江西±800kV	前期工作, 25-27年	
乌兰布和-京津冀±800kV	前期工作, 25-27年	
巴丹吉林-四川±800kV (柔)	可研, 25年	
柴达木-广西±800kV	前期工作, 25-27年	
攀西-川南-天府南1000kV	前期工作, 25-27年	
烟威 (含中核cx送出) 1000kV	可研, 25年	
疆电送川渝±800kV (柔)	可研, 25年	

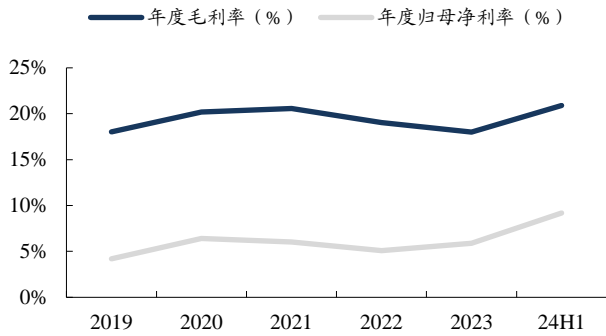
数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

上半年特高压订单未有交付, 下半年板块收入有望加速。 24H1 公司直流输电业务实现收入 1.48 亿元, 同比-42%, 毛利率 51.5%, 同比+2.33pct, 收入同比下降主要系去年同期有白鹤滩-浙江工程收入确认而本期未有中标项目设备的交付, 我们预计 H2 公司有望陆续交付陇东-山东控保+金上-湖北换流阀等核心主设备, 板块收入有望加速, 展望全年, 我们预计有望实现 9 亿元+。往后看, 甘浙柔直有望在 Q3 启动招标, 青藏直流技改+沙特直流控保+巴西美丽山特高压等在手订单充沛, 25 年柔直特高压渗透率有望超 50%, 业绩弹性大。

国内网内业务稳健增长, 降本增效效果显著。 24H1 公司变配电/电表/供用电/新能源/充电桩收入分别为 21.23/15.99/14.16/9.99/5.50 亿元, 同比-2%/+10%/+5%/-30%/-1%, 毛利率同比-0.42%/+1.39%/+5.34%/+0.08%/+1.25pct。变配电板块毛利率略有下降, 主要系公司

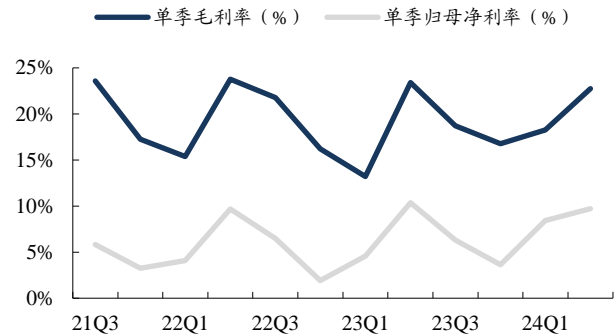
交付去年价格战批次的二次设备所致，收入下降我们预计是受 epc 项目剥离所致。各产品线推行全流程降本，订单“三算三比”，毛利率均显著提升。24H1 公司网内业务稳步推进，我们预计变电订单同比维持 10%以上增长，配电订单有望超 50%。展望全年，配电网投资提速，电表更替进入高峰期，公司网内业务份额稳固+新能源控规模+国际加速突破，收入&利润有望实现稳健增长。

图8: 年度毛利率及归母净利率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

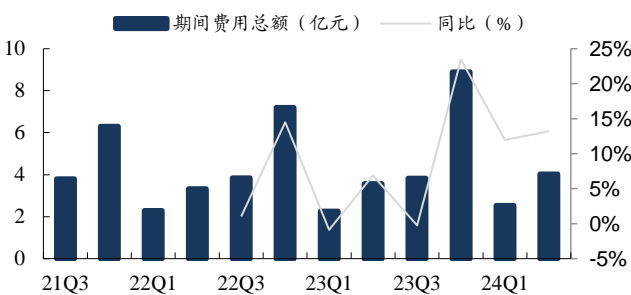
图9: 季度毛利率及归母净利率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

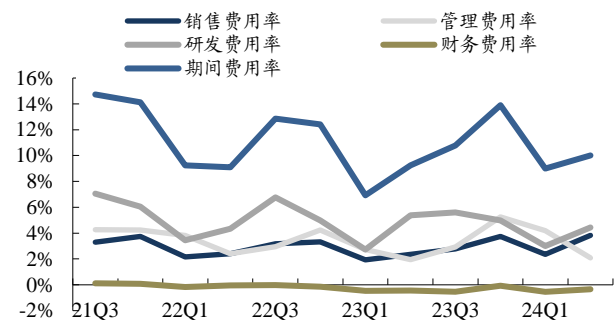
销售体系建设费用投入较多，增加中期分红提高股东回报。公司 24H1 期间费用 6.6 亿元，同比+2.9%，期间费用率 9.6%，同比+1.4pct。其中销售费用同比+43%，主要系搭建二级营销体系影响，部分研发人员转向技术营销，全年费用率有望保持稳定。24Q2 末存货 28.1 亿元，较年初增长 3.9%。公司首次进行中期分红，分红比例约 30%，我们预计年底将持续分红，提高对股东的回报。

图10: 单季期间费用总额情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 单季费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 考虑到下半年特高压项目开始密集交付, 公司持续降本增效, 我们上修 24-26 年归母净利润为 12.1/16.2/19.8 亿元 (原值为 11.6/16.8/18.7 亿元), 同比 +20%/34%/22%, 现价对应估值分别为 25x、19x、16x, 考虑到公司直流业务受益于特高压建设, 成长空间广阔, 给予 25 年 25x PE, 目标价为 39.7 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 特高压项目建设不及预期, 市场份额不及预期, 竞争加剧等。

许继电气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,829	18,068	23,622	25,555	营业总收入	17,061	19,191	22,529	25,940
货币资金及交易性金融资产	5,016	5,880	9,092	11,738	营业成本(含金融类)	13,990	15,453	17,921	20,532
经营性应收款项	8,724	7,996	9,769	9,095	税金及附加	80	106	124	143
存货	2,708	3,287	3,439	3,345	销售费用	492	633	721	804
合同资产	654	461	563	649	管理费用	604	653	743	830
其他流动资产	727	445	758	729	研发费用	813	768	856	960
非流动资产	4,074	4,134	4,163	4,185	财务费用	(55)	(88)	(103)	(159)
长期股权投资	331	331	331	331	加:其他收益	127	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,802	1,812	1,811	1,801	投资净收益	55	2	2	26
在建工程	101	161	193	218	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	796	786	784	791	减值损失	(104)	(55)	(90)	(90)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	6	5	4	3	营业利润	1,217	1,614	2,179	2,767
其他非流动资产	1,037	1,038	1,039	1,040	营业外净收支	18	15	15	15
资产总计	21,903	22,202	27,784	29,739	利润总额	1,235	1,629	2,194	2,782
流动负债	9,857	8,841	12,381	11,740	减:所得税	49	119	148	180
短期借款及一年内到期的非流动负债	54	54	54	54	净利润	1,186	1,510	2,046	2,602
经营性应付款项	7,815	6,608	9,819	9,001	减:少数股东损益	181	302	430	625
合同负债	1,362	1,545	1,756	1,950	归属母公司净利润	1,005	1,208	1,616	1,978
其他流动负债	626	634	752	734	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.99	1.19	1.59	1.94
非流动负债	353	349	344	339	EBIT	1,115	1,614	2,214	2,722
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,440	1,959	2,575	3,101
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.00	19.48	20.45	20.85
租赁负债	19	15	11	5	归母净利率(%)	5.89	6.30	7.17	7.62
其他非流动负债	333	333	333	333	收入增长率(%)	13.51	12.49	17.39	15.14
负债合计	10,210	9,190	12,726	12,078	归母净利润增长率(%)	28.03	20.18	33.77	22.36
归属母公司股东权益	10,705	11,722	13,338	15,316					
少数股东权益	988	1,290	1,720	2,345					
所有者权益合计	11,693	13,013	15,059	17,661					
负债和股东权益	21,903	22,202	27,784	29,739					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,748	1,452	3,600	3,021	每股净资产(元)	10.51	11.51	13.09	15.03
投资活动现金流	(539)	(393)	(383)	(370)	最新发行在外股份(百万股)	1,019	1,019	1,019	1,019
筹资活动现金流	(859)	(195)	(5)	(6)	ROIC(%)	9.23	12.04	14.64	15.50
现金净增加额	1,350	864	3,213	2,645	ROE-摊薄(%)	9.39	10.31	12.12	12.91
折旧和摊销	325	344	361	379	资产负债率(%)	46.61	41.39	45.80	40.61
资本开支	(210)	(395)	(385)	(396)	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.52	25.40	18.99	15.52
营运资本变动	1,249	(440)	1,120	(9)	P/B(现价)	2.87	2.62	2.30	2.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>