

2024 年 04 月 08 日

买入（首次覆盖）

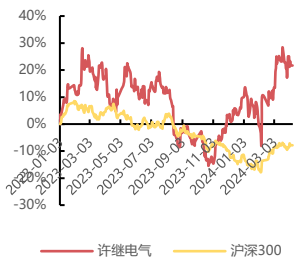
许继电气 (000400.SZ)

——直流输电核心供应商 受益直流特高压及柔直发展

投资要点：

- **许继电气是我国行业地位领先的电力设备供应商**，原控股股东为许继电气集团，由国家电网实际控制，后根据国务院国资委公告，将其控股股东调整为中国电气装备集团。**公司业务涵盖一二次设备**。公司主要业务由 6 大板块构成：智能变配电系统、智能电表、智能中压供用电系统、智能电源及应用系统、直流输电系统、EMS 加工服务。其中智能变配电系统是公司基础和核心业务，营收占比最高。智能电表、智能中压供用电系统收入体量相当。EMS 加工服务近两年收入增速显著，截止 2022 年底已成为公司第二大板块。
- **公司历史盈利能力受直流板块影响较大，近年来其他板块持续发力补齐短板**。公司近年来营收保持稳定增长，从 2015 年营收 73.5 亿元稳步增长至 2022 年的 149.2 亿元，CAGR 为 10.6%，但归母净利润水平有较大波动。公司 2016 年归母净利润曾达到 8.7 亿元的水平，但随后几年出现大幅下滑，主要因为 2015—2017 年为直流交付大年，其中 2016 年直流输电系统收入 15.9 亿元，2017 年则高达 27.5 亿元，随后由于直流项目减少，公司利润也随之下滑。但随后公司在智能变配电、智能电表、智能中压供用电设备等方面持续发力，让公司盈利水平回归较高水平。2022 年公司直流产品收入达到近些年低谷水平，仅 6.95 亿元收入，但归母净利润 7.6 亿元，接近 15—17 年平均水平。可以说，公司目前已经形成了多板块共同维持营收和利润水平稳定增长的态势。
- **二次设备贡献基本盘，智能电表位居领先地位**。许继电气是我国二次设备核心供应商之一，新型电力系统建设下，电网自动化系统有望迎来升级。继电保护及电力自动化在保证电力系统安全可靠运行、保护电力设备、防止电网事故风险进一步扩大等方面具有决定性作用。老牌企业优势明显，新晋企业差距较大，传统六强（南瑞继保、四方股份、许继电气、国电南自、长园集团）优势极为明显，公司稳居第二梯队。许继电气旗下智能电表主要生产企业为河南许继仪表有限公司，2020、2023 年，公司分别收购了许继集团持有的中电装备山东电子有限公司和哈尔滨电工仪表研究院有限公司，继续扩大智能电表投标主体和生产能力。以三家子公司合计计算，公司自 2017 年以来在国网智能电表历次招标中份额均稳居第一位。
- **特高压直流持续高景气 柔直进一步打开行业空间**。风光基地开发催生特高压项目需求，后续特高压直流有望持续高景气，2023 年特高压直流核准和开工明显加速。金上—湖北、陇东—山东、宁夏—湖南、哈密—重庆等 4 条特高压直流先后核准、开工，数量仅次于 2015 年，为历史第二高水平。换流阀和直流控保是直流输电核心环节，许继电气处于行业领先地位。后续随着高比例新能源输送需求、多直流馈入较多带来的换相失败问题、远海送出等因素下，柔性直流行业空间有望进一步打开。柔直换流阀价值量高，公司充分受益。
- **盈利预测与估值**：我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 168.9、188.8、215.6 亿元，同比增长率分别为 13.2%、11.8%、14.2%，实现归母净利润分别为 9.1、11.5、15.5 亿元，同比增长率分别为 20.2%、25.8%、35.2%。当前股价对应的 PE 分别为 23、18、14 倍。我们选取中国西电、思源电气作为可比公司。三家公司 2023—2025 年平均 PE 分别为 31 倍、24 倍、19 倍。以 25 年可比公司平均 PE 为基准，公司股价有 41% 上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

市场表现：



相关研究

：	2024/4/8
收盘价（元）	24.99
一年内最高/最低（元）	25.65/18.35
总市值（百万元）	21,297
基础数据	2023/9/30
总资产（百万元）	20,969
资产负债率%	43.94
净资产（百万元）	11,755
每股净资产（元）	10.54
市净率 PB	2.37

盈利预测与估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	11991	14917	16889	18881	21564
同比增长率（%）	7.14%	24.41%	13.22%	11.79%	14.21%
归母净利润（百万元）	724	759	912	1148	1552
同比增长率（%）	1.17%	4.81%	20.18%	25.83%	35.19%
每股收益（元/股）	0.71	0.75	0.90	1.13	1.52
毛利率（%）	20.58%	19.04%	19.47%	19.74%	20.87%
ROE（%）	7.69%	7.53%	8.31%	9.60%	11.67%
市盈率	29	28	23	19	14

投资案件

投资评级与估值

公司是我国二次和直流设备核心供应商，电网数字化转型、特高压建设、柔性直流发展打开公司成长空间。我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 168.9、188.8、215.6 亿元，同比增长率分别为 13.2%、11.8%、14.2%，实现归母净利润分别为 9.1、11.5、15.5 亿元，同比增长率分别为 20.2%、25.8%、35.2%。当前股价对应的 PE 分别为 23、18、14 倍。我们选取 、中国西电、思源电气作为可比公司。三家公司 2023—2025 年平均 PE 分别为 31 倍、24 倍、19 倍。以 25 年可比公司平均 PE 为基准，公司股价有 41% 上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 智能变配电系统：考虑到新型电力系统建设将持续加码，继电保护是其中重要一环，预计 2023—2025 年营业收入增速为 15%、10%、10%，毛利率稳定在 25%；
- 2) 智能电表：考虑到行业周期性，预计 2023—2025 年营业收入增速为 25%、5%、5%，毛利率为 25%；
- 3) 智能中压供用电设备：中压设备市场在持续开拓中，预计 2023—2025 年营业收入增速分别为 10%、10%、10%，毛利率为 14.9%；
- 4) 智能电源与应用系统：预计 2023—2025 年营业收入增速分别为 10%、10%、10%，毛利率维持在 9%；
- 5) 直流输电系统：结合公司在手订单及项目进展，预计 2023-2025 年营收增速分别为 -21%、47%、92%，毛利率分别为 42%、42%、47.8%；
- 6) EMS 加工业务：预计 2023—2025 年营收增速分别为 10%、10%、10%，毛利率为 5.7%。

投资逻辑要点

- 1) 公司智能变配电、智能电表业务行业地位稳固，双碳转型背景下电网数字化建设加速，公司基本盘业务有望维持稳定增长
- 2) 风光大基地建设催生外送需求，直流输电是最主要外送手段，公司是我国直流输电设备核心供应商，在直流控保和换流阀方向具备较强实力。后续随着高比例新能源输送需求、多直流馈入较多带来的换相失败问题、远海送出等因素下，柔性直流行业空间有望进一步打开。

核心风险提示

- 1) 电网投资力度不及预期
- 2) 特高压建设节奏不及预期

目录

1. 直流输电核心设备供应商 并入中装集团再次起航.....	5
2. 二次设备贡献基本盘 智能电表位居龙头地位.....	9
3. 特高压直流持续高景气 柔直进一步打开行业空间.....	12
4. 盈利预测及估值.....	17

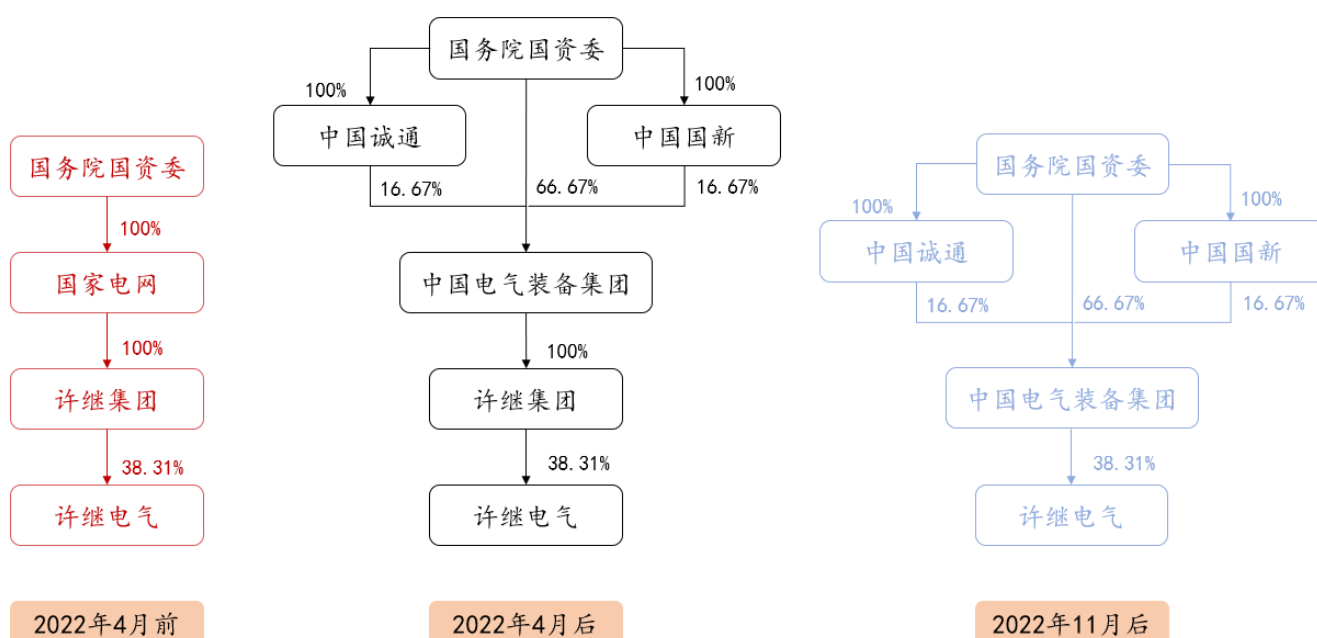
图表目录

图 1：许继电气股权变更情况（图中变更时间以公告日为准）	5
图 2：公司 2019—2022 年各业务营收构成（百万元）	6
图 3：公司 2019—2022 年各业务毛利率水平	6
图 4：公司 2018—23Q3 营业收入及同比增速（百万元）	8
图 5：公司 2018—23Q3 归母净利润及同比增速（百万元）	8
图 6：2018—2019 年国网电能表招标金额（万元）	9
图 7：2016—2023 年国网各批次智能电表单价（元/只）	11
图 8：我国已经建成或在建的跨区直流输电项目	12
图 9：我国特高压直流项目换流阀设备历史中标份额	13
图 10：我国特高压直流项目直流控保设备历史中标份额	13
图 11：2006—2023 年历年核准和开工特高压直流数量（条）	13
表 1：许继电气主要业务情况	6
表 2：国网历年继电保护中标份额分布（按中标金额）	9
表 3：国网历年智能电表中标份额分布	10
表 4：“沙戈荒”大基地外送通道及建设状态	14
表 5：近年来开工建设的特高压交流项目	15
表 6：许继电气各项业务收入及毛利率预测（百万元）	17
表 7：相对估值表	18
表 8：许继电气资产负债表（百万元）	20
表 9：许继电气利润表（百万元）	21
表 10：许继电气现金流量表（百万元）	22

1. 直流输电核心设备供应商 并入中装集团再次起航

许继电气是我国行业地位领先的电力设备供应商，原控股股东为许继电气集团，由国家电网实际控制。2021 年，国务院国资委发布公告，宣布组建中国电气装备集团有限公司，将中国西电集团以及国家电网所属的许继集团、平高集团、山东电工电气集团等划归中国电气装备集团，公司控股股东未发生变化但实际控制人变更为中国电气装备集团。2022 年 10 月，为进一步理顺股权关系，许继集团将其持有的全部公司股份（占公司总股本的 38.31%）无偿划转至中国电气装备集团，并于 2023 年 1 月过户完成。公司并入中装集团后有望与兄弟公司形成合力，进一步加强公司竞争力。

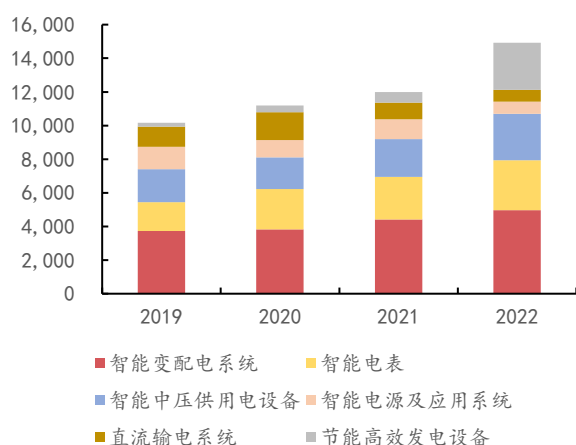
图 1：许继电气股权变更情况（图中变更时间以公告日为准）



资料：公司公告，华源证券研究

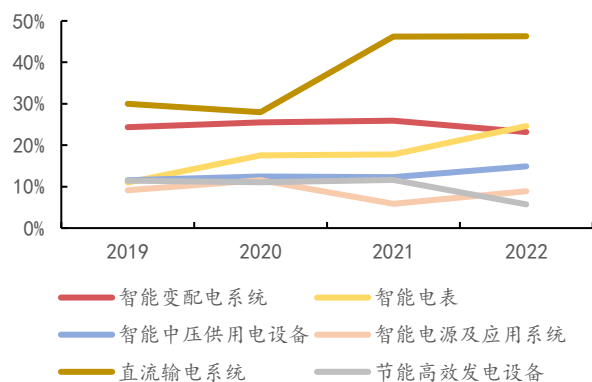
公司业务涵盖一二次设备。公司主要业务由 6 大板块构成：智能变配电系统、智能电表、智能中压供用电系统、智能电源及应用系统、直流输电系统、EMS 加工服务。其中智能变配电系统是公司基础和核心业务，营收占比最高。智能电表、智能中压供用电系统收入体量相当。EMS 加工服务近两年收入增速显著，截止 2022 年底已成为公司第二大板块。但从毛利率角度，直流输电系统毛利率明显高出其他业务，除 2018—2020 年外，基本维持在 35% 以上，部分年份超过 45%。智能变配电毛利率较为稳定，常年维持在 20%-25% 左右，智能电表历史上毛利率水平较低但逐年改善。

图 2：公司 2019—2022 年各业务营收构成（百万元）



资料：公司公告，华源证券研究

图 3：公司 2019—2022 年各业务毛利率水平



资料：公司公告，华源证券研究

表 1：许继电气主要业务情况

业务大类	主要业务	图例
智能变配电	继电保护及监控系统、预装式集成变电站	
	物联网云主站、物联网配电终端、一二次融合设备、	
	交流特高压保护	
	35kV/10kV 预制化、模块化、小型化、智能化变电站	

轨道交通智能供电解决方案



智能电表

智能测量



智能开关成套设备(高压成套设备、中压成套设备、低压成套设备、箱式变电站)



智能中压供用电

变压器(干式变压器、电抗器、消弧成套装置、特种变压器、智能变压器)



工业智能供用电

换流阀



直流输电

直流控保



充电桩



智能电源及应用

港口岸电



钣金制造、水性喷涂、电

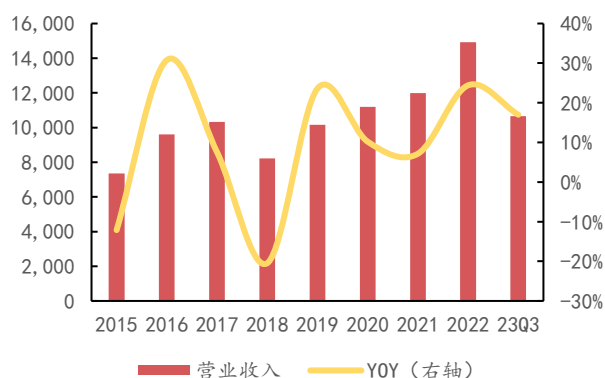
EMS 加工服务

子加工、电子测试、成套
装配

资料：公司公告，公司官网，华源证券研究

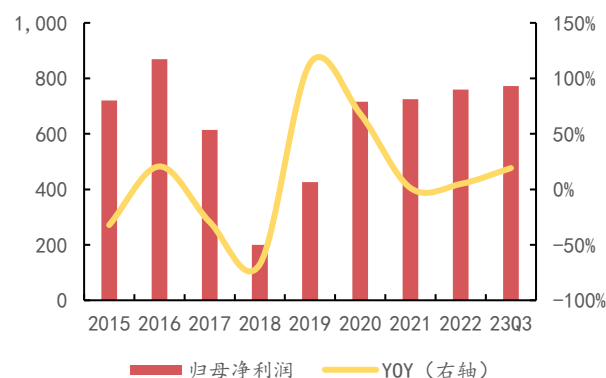
公司历史盈利能力受直流板块影响较大，近年来其他板块持续发力补齐短板。公司近年来营收保持稳定增长，从 2015 年营收 73.5 亿元稳步增长至 2022 年的 149.2 亿元，CAGR 为 10.6%，但归母净利润水平有较大波动。公司 2016 年归母净利润曾达到 8.7 亿元的水平，但随后几年出现大幅下滑，主要因为 2015—2017 年为直流交付大年，其中 2016 年直流输电系统收入 15.9 亿元，2017 年则高达 27.5 亿元，随后由于直流项目减少，公司利润也随之下滑。但随后公司在智能变配电、智能电表、智能中压供用电设备等方面持续发力，让公司盈利水平回归较高水平。2022 年公司直流产品收入达到近些年低谷水平，仅 6.95 亿元收入，但归母净利润 7.6 亿元，接近 15—17 年平均水平。可以说，公司目前已经形成了多板块共同维持营收和利润水平稳定增长的态势。

图 4：公司 2018—23Q3 营业收入及同比增速（百万元）



资料：ifind，华源证券研究

图 5：公司 2018—23Q3 归母净利润及同比增速（百万元）



资料：ifind，华源证券研究

2. 二次设备贡献基本盘 智能电表位居龙头地位

智能供用电系统是公司业务基本盘。许继电气是我国二次设备核心供应商之一。继电保护及电力自动化在保证电力系统安全可靠运行、保护电力设备、防止电网事故风险进一步扩大等方面具有决定性作用。因此对于设备质量、可靠性、一致性要求较高。此外继电保护设备要求对电网运行特性有深入理解，老牌企业优势明显，新晋企业差距较大，传统厂商（南瑞继保、四方股份、许继电气、国电南自、长园集团）优势极为明显。

表 2: 国网历年继电保护中标份额分布（按中标金额）

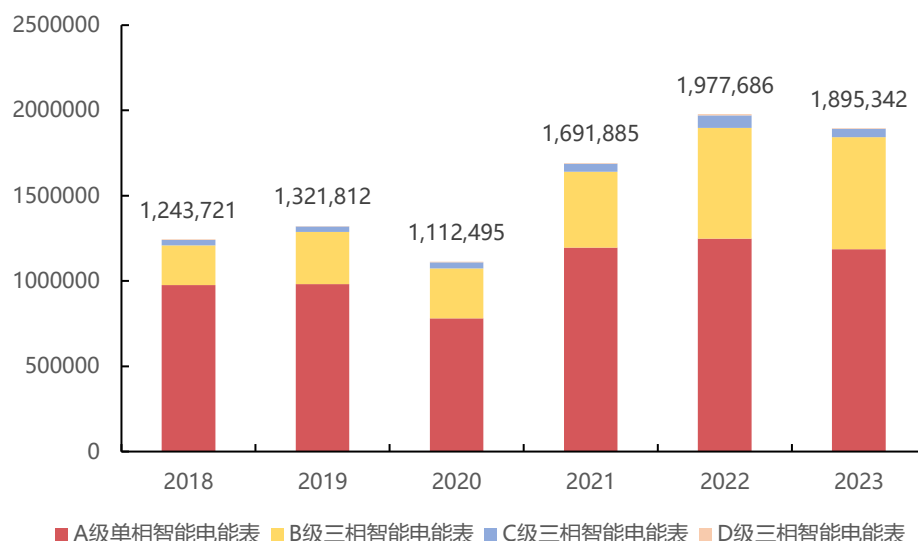
位次	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年	
	公司名	份额	公司名	份额	公司名	份额	公司名	份额
1	南瑞继保	26.79%	南瑞继保	24.56%	南瑞继保	25.35%	南瑞继保	20.69%
2		17.99%		22.72%	四方股份	19.98%		14.73%
3	四方股份	15.79%	四方股份	16.23%		14.32%	长园集团	13.95%
4	许继电气	13.80%	许继电气	11.56%	国电南自	11.32%	四方股份	13.93%
5	长园集团	8.10%	国电南自	9.54%	长园集团	10.39%	国电南自	11.88%
6	国电南自	7.02%	长园集团	7.48%	许继电气	9.27%	许继电气	7.67%
7	积成电子	2.65%	思源电气	2.88%	思源电气	2.11%	思源电气	5.64%
8	思源电气	2.33%	积成电子	1.78%	积成电子	1.78%	积成电子	3.44%
9	东方电子	2.02%	东方电子	1.49%	东方电子	1.49%	东方电子	1.69%
10	金智科技	1.38%	南京磐能	1.20%	金智科技	1.19%	山东鲁软	1.62%
	其它	2.13%	其它	0.56%	其他	2.80%	其他	4.75%

资料来源：国网电子商务平台，华源证券研究

新型电力系统建设下，电网自动化系统有望迎来升级。新能源大力发展，使得供给侧波动性和不稳定性增加，给电力的自动化控制和调度带来挑战。南方电网“十四五”规划提出，要加大力度促进电网数字化转型，实现输电线路无人机智能巡检、设备在线监测、调控一体化及调度操作程序化智能化、配电自动化、智能配电房、智能量测等智能应用广泛覆盖。

2023 年国网电能表招标金额略有下降但仍维持在较高水平。2023 年国网电能表共招标两个批次，总投标报价为 189.5 亿元，略低于 2022 年的 197.8 亿，但仍维持在高水平位置。随着新标准推广，智能电表更换速度和产品价格提升，由此带来招标总额上升。2023 年总额略低于 2022 年原因之一是 2023 年仅有两个批次而 2022 年有三个批次。

图 6: 2018-2019 年国网电能表招标金额（万元）



资料：国网招标平台，华源证券研究。

公司在国网智能电表领域市占率稳居第一，毛利率水平持续提升。许继电气旗下智能电表主要生产企业为河南许继仪表有限公司，2020、2023 年，公司分别收购了许继集团持有的中电装备山东电子有限公司和哈尔滨电工仪表研究院有限公司，继续扩大智能电表投标主体和生产能力。以三家子公司合计计算，公司自 2017 年以来在国网智能电表历次招标中份额均稳居第一位。在份额领先的同时，公司持续提升智能电表的盈利能力，毛利率水平从 2019 年的 11%提升至 23H1 年的 25.5%，此毛利率水平对比同行仍然有提升空间（2022 年同行智能电表毛利率水平：炬华科技 40.7%、海兴电力 38.7%、林洋能源 31.4%）

表 3: 国网历年智能电表中标份额分布

排名	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
	公司名	份额	公司名	份额	公司名	份额	公司名	份额
1	正泰电器	6.07%	许继电气	8.18%	许继电气	6.53%	许继电气	6.00%
2	煜邦电力	5.76%		7.17%		6.46%		5.64%
3	中南仪表	4.48%	三星医疗	5.23%	威胜信息	4.49%	威胜信息	4.01%
4	中电华瑞	3.67%	威胜信息	4.42%	东方电子	4.37%	东方电子	3.94%
5	浙江晨泰	3.52%	东方电子	4.30%	三星医疗	4.22%	三星医疗	3.64%
6	漳州科能	3.45%	炬华科技	3.80%	万胜智能	3.66%	正泰电器	3.34%
7	浙江瑞银	3.45%	北京博纳	3.47%	林洋能源	3.53%	华立科技	3.28%
8	浙江松夏	3.30%	海兴电力	3.06%	炬华科技	3.44%	炬华科技	3.05%
9	中国长城	3.24%	华立科技	3.00%	华立科技	2.87%	林洋能源	2.98%
10	友讯达	2.62%	林洋能源	2.92%	迦南智能	2.80%	迦南智能	2.47%

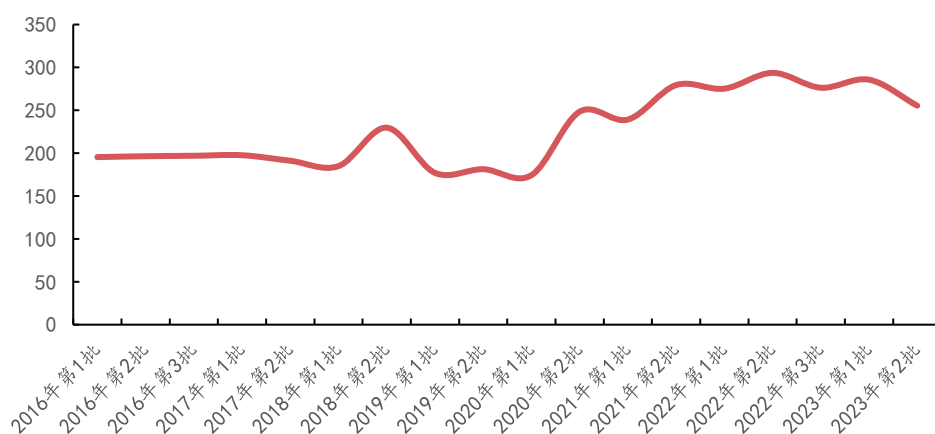
排名	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年	
	公司名	份额	公司名	份额	公司名	份额	公司名	份额
1	许继电气	4.96%	许继电气	6.66%	许继电气	6.53%	许继电气	5.79%
2		4.79%		6.07%		5.55%		5.37%
3	三星医疗	4.64%	三星医疗	4.68%	三星医疗	5.54%	三星医疗	3.32%
4	威胜信息	4.26%	威胜信息	4.59%	威胜信息	5.10%	威胜信息	3.28%
5	东方电子	4.23%	华立科技	4.12%	东方电子	4.85%	东方电子	3.19%

6	炬华科技	3.75%	东方电子	3.95%	华立科技	4.39%	炬华科技	3.02%
7	华立科技	3.06%	炬华科技	3.62%	炬华科技	4.11%	华立科技	2.93%
8	海兴电力	2.95%	林洋能源	3.28%	林洋能源	3.36%	青岛鼎信	2.86%
9	友讯达	2.87%	海兴电力	3.03%	海兴电力	3.30%	海兴电力	2.73%
10	林洋能源	2.83%	科陆电子	2.98%	万胜智能	3.12%	林洋能源	2.69%

资料：国网电子商务平台，华源证券研究

智能电表是数字电网建设的关键环节，24 年招标批次增加行业有望继续向好。智能电表主要承担用电侧的电能测量等功能，属于数字电网“感知层”重要组成部分，随着数字电网发展，智能电表将更多向高标准物联表转换。从 2020 年开始，国网智能电表单价便呈现明显上升趋势，后续随着物联表比例提高，这一趋势有望保持或延续。此外国网通常每年招标 2 个批次智能电表（2016、2022 年均为 3 次），但根据国网最新招标规划，2024 年智能电表将招标 3 个批次，招标数量有望继续提升。

图 7：2016—2023 年国网各批次智能电表单价（元/只）



资料：国网招标平台，华源证券研究。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/905130212214011140>