

许继电气 (000400.SZ)

业绩大幅增长，三业务后市可期

核心观点:

● **业绩重回增长轨迹，四业务表现突出**

公司公布 2016 年年报，全年实现营业收入 96.07 亿元，同比增长 30.77%；实现归属于母公司股东的净利润 8.69 亿元，同比增长 20.58%。符合我们的预期。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税）。

电动汽车充换电系统、直流输电系统、智能电表和智能变配电系统四项业务快速增长，收入分别同比增长 62.67%、51.72%、36.71% 和 33.40%。

● **产品毛利率下降趋势改善**

受益于国网招标规则调整和公司融资租赁模式上的突破，公司产品毛利率下滑的趋势得到有效缓解。2016 年全年产品毛利率为 23.27%，较第三季的 18.86% 提升 4.41%，四季度产品毛利率达到 27.69%，毛利率改善明显。

● **三业务增长可期**

根据公司中标公告和国网电子商务平台的中标公示，公司目前特高压在手订单约 30 亿，2017 年预计可实现收入约 25 亿，2017 年国内预计 2-3 条直流特高压核准建设，特高压领域仍处于行业景气周期；2017 年国网将大力提高配网自动化覆盖率，同时考虑到配网融资租赁模式的推广和增量配网开工建设，公司智能变配电业务预期将快速增长；国网公司 2017 年规划建设电动汽车充电桩 2.9 万个，较 2016 年增长超过 100%，为公司智能充换电业务发展提供有力保障。

● **投资建议:** 预计公司 17/18/19 年 EPS 分别为 1.13、1.37 和 1.63 元/股，对应目前的股价 PE 分别为 15 倍、13 倍和 11 倍，给予“买入”评级。

● **风险提示:** 特高压开工建设低于预期；配网投资低于预期；

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	7,346.30	9,607.01	11,554.36	13,230.55	15,331.63
增长率 (%)	-12.12%	30.77%	20.27%	14.51%	15.88%
EBITDA (百万元)	1,137.00	1,236.78	1,611.25	1,886.04	2,243.26
净利润 (百万元)	720.64	868.93	1,141.36	1,378.20	1,645.52
增长率 (%)	-32.16%	20.58%	31.35%	20.75%	19.40%
EPS (元/股)	0.715	0.862	1.132	1.367	1.632
市盈率 (P/E)	27.19	21.06	15.28	12.66	10.60
市净率 (P/B)	3.11	2.59	2.13	1.82	1.55
EV/EBITDA	17.03	14.00	10.28	8.62	7.04

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 17.30 元

前次评级 买入

报告日期 2017-03-25

相对市场表现



分析师: 陈子坤 S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

相关研究:

许继电气 (000400.SZ): 契 2017-03-22
合国网投资, 重塑增长方向

许继电气 (000400.SZ): 净 2014-08-18
利润大幅增长, 配网建设低于预期

许继电气 (000400.SZ): 净 2014-03-28
利润保持高增长, 静待配网和充换电业务

联系人: 张秀俊 021-60750614

zhangxiujun@gf.com.cn

目录索引

业绩符合预期，重回增长轨迹	4
业务发展迅速，毛利率提升	4
管理提升，费用控制合理	4
投资建议和盈利预测	5
风险提示	5

图表索引

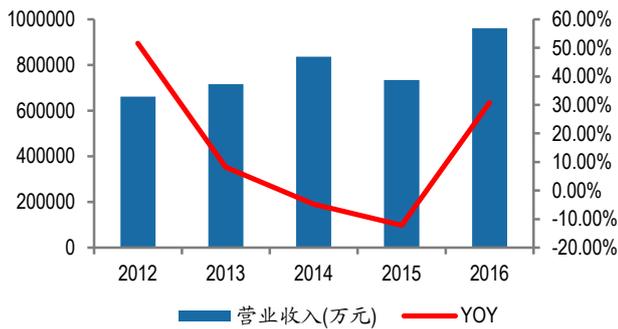
图 1: 公司营业收入及增长率	4
图 2: 公司归母净利润及增长率	4
图 3: 公司营业收入构成	4
图 4: 产品毛利率变化情况	4
图 5: 公司费用构成	5
图 6: 近三年费用占营业收入比重	5

业绩符合预期，重回增长轨迹

业务发展迅速，毛利率提升

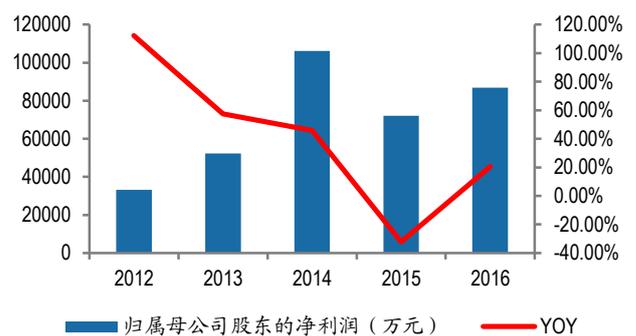
公司全年实现营业收入96.07亿元，同比增长30.77%；实现归属于母公司股东的净利润8.69亿元，同比增长20.58%，符合我们的预期。国网在“十三五”期间着力解决特高压和配电网“两头薄弱”问题，实现各级电网协调发展，特高压与配网领域投资得到明显倾斜。公司业务契合国网在“十三五”期间的投资方向，未来增长可期。

图 1：公司营业收入及增长率



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 2：公司归母净利润及增长率

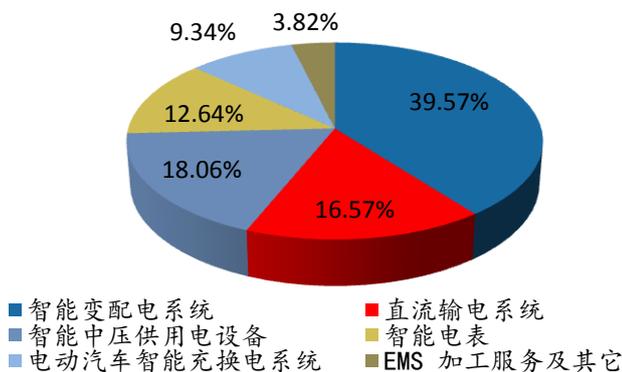


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司的核心业务产品覆盖了电力系统的发、输、变、配、用等各个环节，横跨一次及二次装备、交流及直流装备领域，综合系统集成能力较强。公司在特高压、柔性直流输电、智能电网、新能源并网消纳等技术领域保持领先地位，技术优势明显。

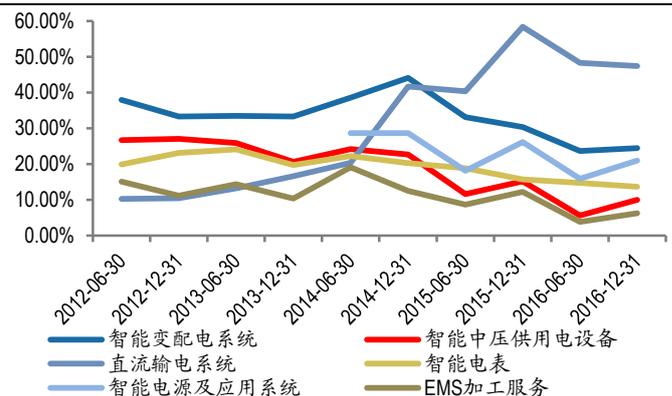
国网在2016年调整中标规则，将“最低价中标”转变为“合理价中标”，同时降低价格权重，提升技术、质量、信誉等权重。公司技术优势明显，产品质量过硬，综合实力较强，受益于招标规则的调整，公司收入和毛利率情况都得到有效提升。

图 3：公司营业收入构成



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 4：产品毛利率变化情况



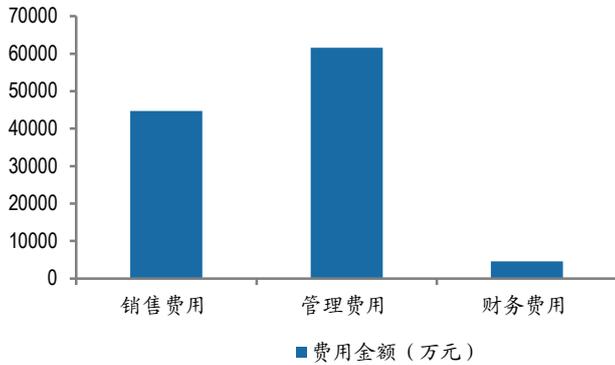
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

管理提升，费用控制合理

公司费用控制合理。公司2016年销售费用、管理费用、财务费用分别为44758.84

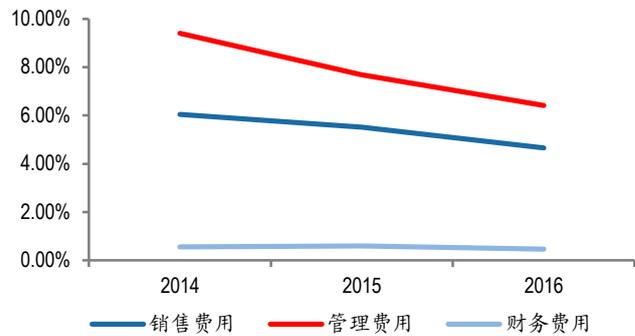
万元、61601.25万元、4535.66万元，同比增长10.41%、9.15%、2.17%。销售费用受公司营业收入提升而引起中标费用、广告费用增加的影响，有所增加；管理费用增加主要由于公司研发投入增加，但整体上增长幅度远不及营业总收入的增长幅度。费用控制上，销售费率、管理费率、财务费率分别为4.66%、6.41%、0.47%，同比分别下降15.57%、16.54%、21.87%，公司经营管理能力得到有效改善。

图 5：公司费用构成



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 6：近三年费用占营业收入比重



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

投资建议和盈利预测

受益于公司在直流输电、配网自动化和充电桩领域的快速发展，我们预计公司17/18/19年可实现归母净利润11.4亿元、13.8亿元和16.5亿元，分别同比增长31.35%、20.75%和19.40%。公司17/18/19年EPS分别为1.13、1.37和1.63元/股，对应目前的股价PE分别为15倍、13倍和11倍，给予“买入”评级。

风险提示

特高压开工建设低于预期；配网投资低于预期；

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	10905	12329	14054	16490	19370
货币资金	924	1804	1635	1938	2425
应收及预付	8171	8591	9792	11568	13531
存货	1810	1925	2566	2903	3314
其他流动资产	0	10	60	80	100
非流动资产	1582	1972	2362	2468	2573
长期股权投资	0	9	9	9	9
固定资产	992	1033	933	836	737
在建工程	269	338	418	501	585
无形资产	233	489	712	802	892
其他长期资产	89	102	290	320	350
资产总计	12487	14301	16416	18958	21943
流动负债	4914	6039	6290	7320	8499
短期借款	0	120	0	0	0
应付及预收	4910	5915	6220	7250	8419
其他流动负债	4	4	70	70	80
非流动负债	702	712	1327	1337	1347
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	695	697	697	697	697
其他非流动负债	7	15	630	640	650
负债合计	5616	6750	7617	8656	9845
股本	1008	1008	1008	1008	1008
资本公积	830	830	830	830	830
留存收益	4452	5220	6362	7740	9385
归属母公司股东权	6290	7058	8200	9578	11223
少数股东权益	581	492	600	724	874
负债和股东权益	12487	14301	16416	18958	21943

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7346	9607	11554	13231	15332
营业成本	5292	7371	8468	9685	11191
营业税金及附加	59	55	84	92	107
销售费用	405	448	650	723	815
管理费用	564	616	873	982	1117
财务费用	44	45	52	49	49
资产减值损失	193	107	107	83	106
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	3	-1	-1	-1
营业利润	786	967	1319	1617	1945
营业外收入	149	121	123	117	128
营业外支出	4	3	4	3	4
利润总额	930	1085	1439	1731	2069
所得税	124	145	190	228	273
净利润	806	940	1249	1502	1796
少数股东损益	85	72	107	124	150
归属母公司净利润	721	869	1141	1378	1646
EBITDA	1137	1237	1611	1886	2243
EPS (元)	0.71	0.86	1.13	1.37	1.63

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	503	1247	-206	472	640
净利润	806	940	1249	1502	1796
折旧摊销	111	120	132	137	143
营运资金变动	-629	46	-1680	-1186	-1330
其它	216	141	92	18	32
投资活动现金流	-210	-176	-425	-120	-114
资本支出	-210	-179	-415	-99	-94
投资变动	0	4	-11	-21	-21
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-215	-179	464	-49	-39
银行借款	0	120	-120	0	0
债券融资	0	0	645	0	10
股权融资	0	5	0	0	0
其他	-215	-303	-61	-49	-49
现金净增加额	78	892	-168	303	487
期初现金余额	827	924	1804	1635	1938
期末现金余额	906	1816	1635	1938	2425

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-12.1	30.8	20.3	14.5	15.9
营业利润增长	-40.5	23.1	36.4	22.5	20.3
归属母公司净利润增长	-32.2	20.6	31.4	20.8	19.4
获利能力(%)					
毛利率	28.0	23.3	26.7	26.8	27.0
净利率	11.0	9.8	10.8	11.4	11.7
ROE	11.5	12.3	13.9	14.4	14.7
ROIC	13.4	14.8	16.2	16.6	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	45.0	47.2	46.4	45.7	44.9
净负债比率	-	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
流动比率	2.22	2.04	2.23	2.25	2.28
速动比率	1.78	1.66	1.75	1.78	1.82
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.72	0.75	0.75	0.75
应收账款周转率	1.06	1.25	1.30	1.26	1.25
存货周转率	2.89	3.95	3.30	3.34	3.38
每股指标(元)					
每股收益	0.71	0.86	1.13	1.37	1.63
每股经营现金流	0.50	1.24	-0.20	0.47	0.63
每股净资产	6.24	7.00	8.13	9.50	11.13
估值比率					
P/E	27.2	21.1	15.3	12.7	10.6
P/B	3.1	2.6	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	17.0	14.0	10.3	8.6	7.0

广发电力设备与新能源研究小组

陈子坤：首席分析师，10年相关产业协会和证券从业经验。2016年新财富电力设备新能源行业入围，2015年新财富环保行业第一名，2013年、2014年新财富有色金属行业第一名，2013年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。