

许继电气（000400）点评报告

2017 年 03 月 26 日

费用控制和现金流表现优秀 配网租赁和柔性直流是新看点 买入（维持）

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 汪林森

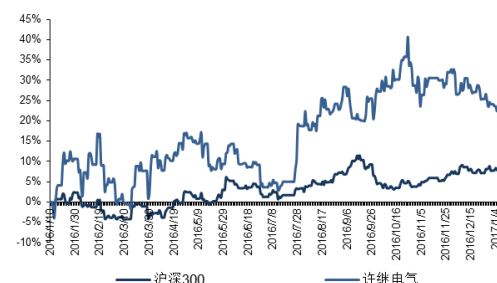
010-66573527

wangls@dwzq.com.cn

投资要点：

- 公司 2016 年营收 96.07 亿元，同比增长 30.77%，归母净利润 8.69 亿元，同比增长 23.11%，其中业绩增速主要来自于 16 年直流特高压的落地加快。公司发布 2016 年年报，报告期内公司实现营业收入 96.07 亿元，同比增长 30.77%；实现归属母公司净利润 8.69 亿元，同比增长 20.58%，对应 EPS 为 0.86 元。其中 4 季度实现营业收入 48 亿元，同比增长 22.49%，环比增长 151.43%；实现归属母公司净利润 5.56 亿元，同比增长 12.36%，环比增长 362.13%，4 季度对应 EPS 为 0.62 元。
- 直流输电业务增速最快，毛利小幅回落继续维持高位。直流输电系统营收15.91亿，同比增长51.7%，业绩释放节奏明显加快，毛利47.38%，同比降低10.96个百分点。公司在15年8月中标酒泉-湖南和晋北-江苏10.35亿，12月中标锡盟-泰州和上海庙-山东11.68亿，16年3月中标滇西北-广东5亿，5月渝鄂直流10.46亿，7月扎鲁特-青州9.48亿，累计47亿订单（40亿营收），特高压从招标到确认收入约为一年，17年预计已经锁定20-25亿营收。订单的确认时间目前在项目上都有明确的里程碑计划，17年底肯定要结束的。17年目前已有两条线路确定会落地，分别是陕北-湖北、乌东德—温州两条±800千伏直流，海外还有巴基斯坦的项目已经准备非常充分；其次电网目前为解决新能源消纳问题加大了对于柔直直流技术的推广，公司在其中布局早有过中标经验，未来是新的增量。
- 智能变配电系统营收增速超预期，二次保护保持平稳，配网珠海许继下滑，增量主要来自于配网的租赁模式带来的订单，17年板块内有配网设备租赁和运维检修的新看点。智能变配电系统营收38亿，同比增长33.4%，毛利24.5%，同比降低5.82个百分点。其中珠海许继电气营收6.87亿元（控股70%），净利润贡献1个亿，15年同期营收8.53亿元，净利润1.55亿元。可以看出公司配网设备销售下滑，全年订单大约8-9亿，主要利润贡献子公司珠海许继下滑明显，配网的招标低于市场预期；主要增量来自于配网租赁模式带来的新订单，商业模式：许继集团垫资+收租赁费，上市公司还是以设备销售为主。板块营收38亿，二次设备在20亿左右，其余配网贡献约8-10亿，剩下8亿左右的主要增量营收应该来自于配网租赁带来的新业务。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	17.30
一年最低/最高价	19.78/16.88
市净率（倍）	2.4715
流通市值（百万元）	12758.49

基础数据

每股净资产（元）	6.81
资本负债率（%）	46.91%
总股本（百万股）	1,008.3273
流通 A 股（百万股）	737.4851

相关研究

161028 配网毛利率探底回升 直流特高压订单丰富

160826 电网业务保持平稳 直流和电源业务是未来看点

- **智能中压供用电由于上游原材料价格大涨，毛利探底。**板块主要包括许继变压器+中压开关+轨交用电设备，整体属于一次设备，受上游原材料影响比较大。报告期内板块的营收17.35亿，同比增长3.39%，毛利率10.01%，同比降低5.16个百分点。其中许继变压器公司营收7.57亿元（控股78%），净利润0.1亿元，15年营收5.5亿元，净利润也是0.1亿元。

图表 1：分业务收入及毛利率情况

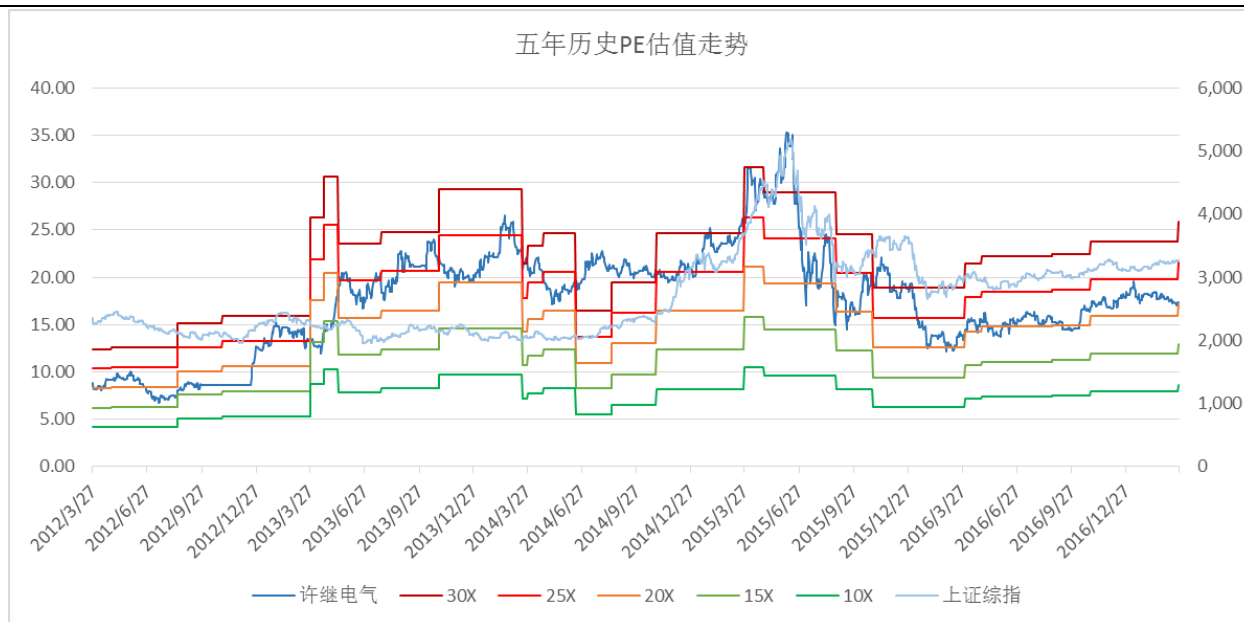
		2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
总体营收	收入（亿元）	69.8	83.06	73.46	96.07	113.91	131.10	147.74	157.88
	增长率	8%		-12%	31%	19%	15%	13%	7%
	毛利率	#DIV/0!	34%	28%	23%	25%	25%	25%	25%
智能变配电系统	收入（亿元）	40	32.88	28.50	38.01	41.81	45.99	49.67	52.16
	增长率	9.59%	-18%	-13%	33%	10%	10%	8%	5%
	毛利率	33.3%	44.1%	30.3%	24.5%	25.0%	25.5%	26.0%	26.0%
智能中压供用电设备	收入（亿元）	11	14.67	16.78	17.35	19.08	20.99	22.67	23.80
	增长率	15.48%	39.57%	14.40%	3.39%	10.00%	10.00%	8.00%	5.00%
	毛利率	20.6%	22.6%	15.2%	10.0%	12.0%	12.0%	13.0%	13.0%
直流输电系统	收入（亿元）	8	14.79	10.49	15.92	23.08	25.39	27.92	29.32
	增长率	-27.91%	90%	-29%	52%	45%	10%	10%	5%
	毛利率	16.6%	41.7%	58.3%	47.4%	46.0%	45.0%	45.0%	45.0%
智能电表	收入（亿元）	8	11.51	8.88	12.14	10.93	12.02	13.82	15.90
	增长率	64.52%	44%	-23%	37%	-10%	10%	15%	15%
	毛利率	19.7%	20.3%	15.7%	13.7%	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%
智能电源及应用系统	收入（亿元）	0	6.70	5.51	8.97	15.25	22.88	29.74	32.71
	增长率	#DIV/0!	#DIV/0!	-18%	63%	70%	50%	30%	10%
	毛利率	#DIV/0!	28.6%	26.1%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
EMS加工服务	收入（亿元）	4	2.51	3.30	3.68	3.76	3.83	3.91	3.99
	增长率	11.71%	-30%	31%	12%	2%	2%	2%	2%
	毛利率	10.3%	12.5%	12.2%	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

- **电表业务增速明显，第一轮改造进入尾声。**智能电表营收12.14亿，同比增长36.71%，毛利率13.67%，同比降低2.06个百分点。其中河南许继仪表公司营收12.2亿元（控股70%），净利润0.28亿元，15年同期营收8.88亿元，净利润0.37亿元。电表业务处于第一轮招标的尾声，16年保持了和15年一样的高投资水平，目前电网正处于电表新标准的出台阶段，下一轮更新周期会逐步开启，17年属于过度阶段，短期招标量上可能承压，长期看好新标准下电表开启新一轮的更新周期。
- **电源业务欣欣向荣，看好增速保持在50%以上。**智能电源营收8.97亿，同比增长62.8%，毛利率20.95%，同比降低5.15个百分点。其中许继电源公司（控股75%），营收9.11亿元，净利润0.81亿元，15年营收5.51亿元，净利润0.64亿元。电源业务是15年开启的新业务，随着新能源车充换电业务的高速发展，许继电源作为国网的子公司在内部的招标和外部的市场中均有良好表现，充电桩设备销售主要看点在于资源禀赋，背靠国网许继电源的渠道优势明显。
- **费用控制效果明显，经营现金流表现优秀。**2016年公司销售费用为4.48亿元，同比增长10.4%，销售费用率4.66%，去年同期为5.52%；发生管理费用为6.16亿，同比增长9.1%，管理费用率6.41%，去年同期为7.68%；财务费用0.45亿，同比增长2.2%，财务费用率0.47%，

去年同期为0.6%。资产减值损失1.07亿元，同比下降45%。2016年公司预收账款为3.63亿元，较16年年初上升0.59亿元，显示订单状况良好；应收账款77.97亿元，较年初增加2.55亿元；存货19.25亿元，较年初增加1.14亿元。现金流量方面，经营活动产生的现金流量净额本期金额为12.47亿元，去年同期为5.03亿元，经营现金流大幅好转，整体的费用控制和回款控制说明公司目前对于管理的提升。

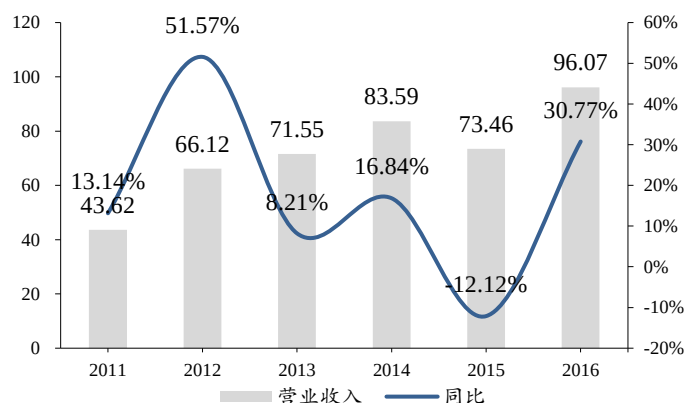
图表 2：TTM 估值走势



资料来源：Wind，东吴证券研究所

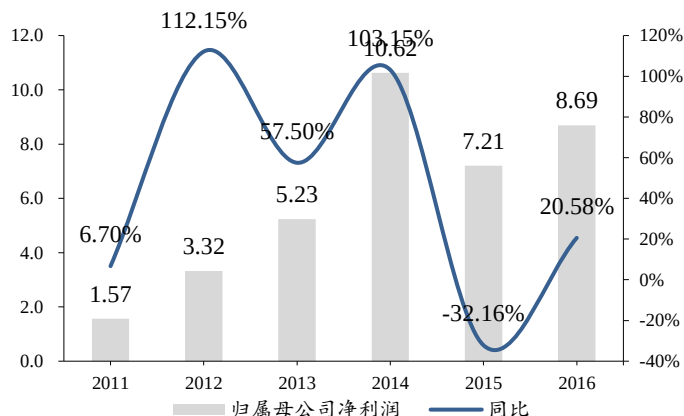
- **盈利预测与估值：**本次年报是许继电气近年来最优秀的一次表现，虽然从市场的角度说毛利会有一定程度的下滑，但是从管理经营的角度来说，费用和回款的控制有非常大改观，说明公司的管理经营水平已经逐步改善。另一方面公司目前在传统业务的基础上不断开发新业务，带来了新的看点和增量。配网方面，融资租赁的模式和设备运维都是新的尝试；直流方面，特高压和柔直是目前比较受到认可的解决新能源并网消纳的方式。因此我们预计在16年优异的表现下，公司仍然处于上升期，目前估值处于历史的底部，2017-2019年归母净利润为11.4/14.06/16.45亿元，EPS为1.131/1.394/1.632元，同比增长31%/23%/17%，给予2017年20倍PE，目标价22.6元，维持买入评级。
- **风险提示：**配网新业务拓展不达预期；直流特高压推进不达预期。

图表 3：营业收入



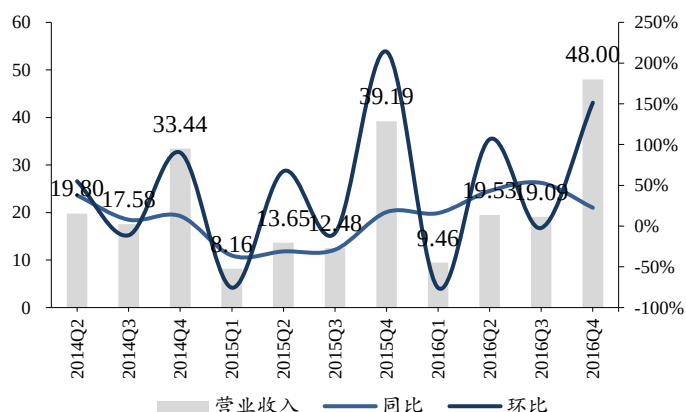
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 4：归母净利润



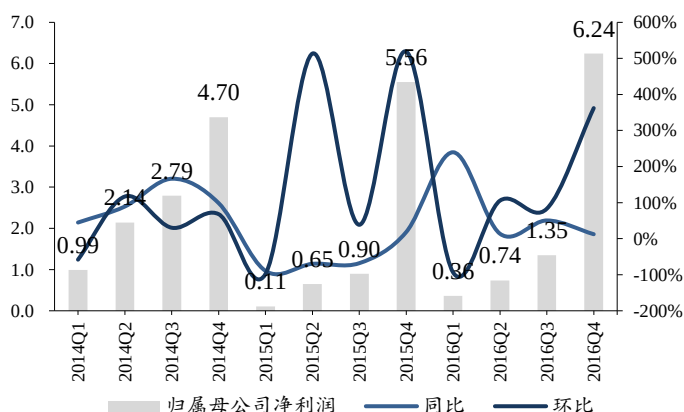
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 5：营收按季度



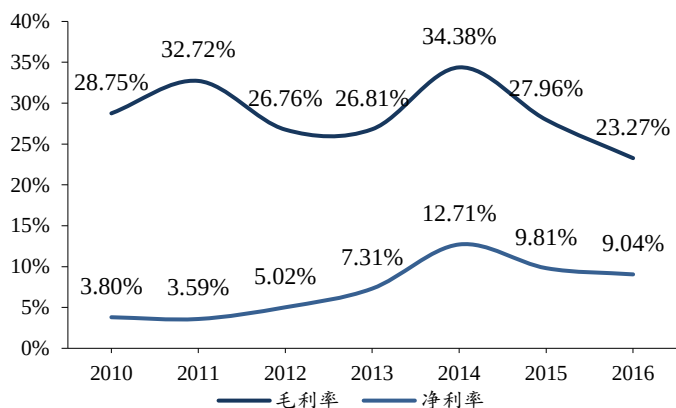
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 6：归母净利润按季度



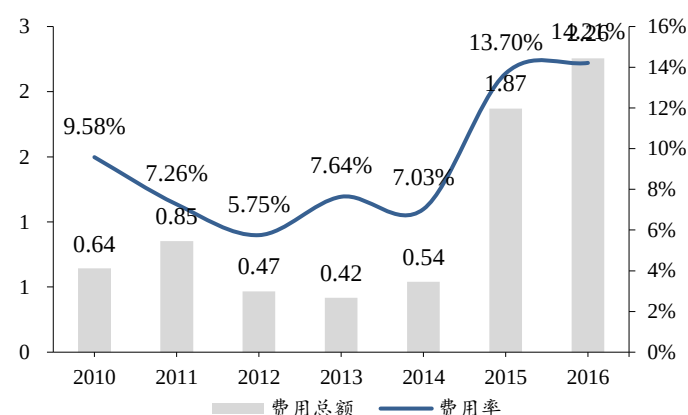
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 7：毛利率和净利率



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 8：费用率



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 9：公司运营情况

许继电气	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2010	9.70%	10.08%	1.95%	21.72%	28.75%	3.80%	135.85	183.63	1.71
2011	9.60%	12.70%	1.99%	24.29%	32.72%	3.59%	151.60	200.32	4.73
2012	5.69%	9.84%	1.40%	16.93%	26.76%	5.02%	107.49	164.05	4.98
2013	6.29%	8.07%	0.76%	15.11%	26.81%	7.31%	112.39	177.37	8.12
2014	6.05%	9.40%	0.56%	16.01%	34.38%	12.71%	119.80	214.23	(2.08)
2015	5.52%	7.68%	0.60%	13.80%	27.96%	9.81%	124.71	338.22	5.03
2016	4.66%	6.41%	0.47%	11.54%	23.27%	9.04%	91.20	287.40	12.47

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 10：公司分季度经营情况

许继电气	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	同比	环比
营业收入	8.16	13.65	12.48	39.19	9.46	19.53	19.09	48.00	22.49%	151.43%
毛利率	23.87%	22.84%	28.34%	30.48%	26.60%	14.80%	19.17%	27.69%	-2.78%	8.52%
毛利润	1.95	3.12	3.54	11.94	2.52	2.89	3.66	13.29	11.30%	263.18%
期间费用率	22.97%	17.42%	20.96%	8.36%	22.67%	9.28%	10.93%	10.51%	2.15%	-0.42%
销售费用	0.63	0.96	1.14	1.33	1.07	0.98	0.86	1.56	17.09%	80.47%
管理费用	1.11	1.32	1.36	1.85	0.94	0.73	1.12	3.37	82.02%	201.36%
财务费用	0.13	0.10	0.12	0.10	0.13	0.10	0.11	0.12	24.76%	12.41%
期间费用	1.87	2.38	2.61	3.28	2.14	1.81	2.09	5.05	54.01%	141.82%
资产减值损失	0.00	-0.08	0.00	2.01	0.00	0.14	0.06	0.88	-56.24%	1398.05%
营业利润	0.05	0.75	0.85	6.20	0.34	0.87	1.45	7.01	13.14%	384.81%
营业外收入	0.14	0.14	0.26	0.95	0.01	0.23	0.24	0.74	-22.06%	210.73%
利润总额	0.19	0.90	1.10	7.12	0.35	1.09	1.67	7.74	8.84%	363.37%
所得税	0.06	0.08	0.20	0.90	0.15	0.18	0.17	0.96	6.07%	466.49%
归属于母公司净利润	0.11	0.65	0.90	5.56	0.36	0.74	1.35	6.24	12.36%	362.13%
净利率	1.29%	4.75%	7.19%	14.18%	3.79%	3.77%	7.08%	13.01%	-1.17%	5.93%
存货	20.23	20.66	22.55	18.10	20.85	22.75	26.07	19.25	6.32%	-26.17%
股本	10.08	10.08	10.08	10.08	10.08	10.08	10.08	10.08		
EPS	0.01	0.06	0.09	0.55	0.04	0.07	0.13	0.62	12.36%	362.13%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 11：三大财务预测表

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	8,359	7,346	9,607	11,391	13,110	14,774
增长率	-4.73%	-12.1%	30.8%	18.6%	15.1%	12.7%
营业成本	-5,485	-5,292	-7,371	-8,544	-9,819	-11,030
% 销售收入	65.6%	72.0%	76.7%	75.0%	74.9%	74.7%
毛利	2,874	2,054	2,236	2,846	3,291	3,743
% 销售收入	34.4%	28.0%	23.3%	25.0%	25.1%	25.3%
营业税金及附加	-57	-59	-55	-62	-68	-74
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-506	-405	-448	-513	-570	-620
% 销售收入	6.0%	5.5%	4.7%	4.5%	4.4%	4.2%
管理费用	-786	-564	-616	-718	-813	-901
% 销售收入	9.4%	7.7%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	1,526	1,026	1,117	1,555	1,839	2,148
% 销售收入	18.3%	14.0%	11.6%	13.6%	14.0%	14.5%
财务费用	-47	-44	-45	-31	-26	-20
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-157	-193	-107	-205	-165	-183
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-3	3	3	4	5
% 税前利润	—	—	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	1,321	786	967	1,321	1,652	1,950
营业利润率	15.8%	10.7%	10.1%	11.6%	12.6%	13.2%
营业外收支	74	144	118	120	125	130
税前利润	1,395	930	1,085	1,441	1,777	2,080
利润率	16.7%	12.7%	11.3%	12.7%	13.6%	14.1%
所得税	-106	-124	-145	-192	-236	-277
所得税率	7.6%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
净利润	1,289	806	940	1,250	1,541	1,803
少数股东损益	227	85	72	110	135	158
归属于母公司的净利润	1,062	721	869	1,140	1,406	1,645
净利率	12.7%	9.8%	9.0%	10.0%	10.7%	11.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,289	806	940	1,250	1,541	1,803
少数股东损益	0	0	0	110	135	158
非现金支出	264	304	228	319	278	293
非经营收益	31	23	33	-74	-84	-90
营运资金变动	-1,793	-629	46	-1,691	-976	-942
经营活动现金净流	-208	503	1,247	-88	894	1,223
资本开支	119	210	179	-273	-31	-65
投资	0	0	4	0	0	0
其他	0	0	0	3	4	5
投资活动现金净流	-119	-210	-176	276	35	70
股权筹资	450	0	5	0	0	0
债权筹资	-400	0	120	-120	0	0
其他	-302	-215	-303	-58	-317	-411
筹资活动现金净流	-252	-215	-179	-178	-317	-411
现金净流量	-580	78	892	11	612	882

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	827	924	1,804	1,705	2,182	2,905
应收款项	6,533	7,839	8,199	9,699	10,973	12,152
存货	1,856	1,810	1,925	2,167	2,436	2,676
其他流动资产	269	332	402	456	513	575
流动资产	9,485	10,905	12,329	14,027	16,103	18,308
% 总资产	87.9%	87.3%	86.2%	89.2%	90.5%	91.8%
长期投资	0	0	9	9	9	9
固定资产	1,170	1,260	1,371	1,372	1,354	1,309
% 总资产	10.8%	10.1%	9.6%	8.7%	7.6%	6.6%
无形资产	78	233	489	222	221	222
非流动资产	1,307	1,582	1,972	1,705	1,687	1,642
% 总资产	12.1%	12.7%	13.8%	10.8%	9.5%	8.2%
资产总计	10,792	12,487	14,301	15,732	17,790	19,950
短期借款	0	0	120	0	0	0
应付款项	3,697	4,605	5,682	5,967	6,731	7,433
其他流动负债	164	309	237	526	644	763
流动负债	3,862	4,914	6,039	6,492	7,375	8,197
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	697	702	698	698	698	698
负债	4,558	5,616	6,736	7,190	8,072	8,894
普通股股东权益	5,669	6,290	7,058	7,926	8,967	10,146
少数股东权益	565	581	492	602	737	895
负债股东权益合计	10,792	12,487	14,287	15,718	17,776	19,935
ROE	11.7%	12.5%	14.7%	15.9%		

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.054	0.715	0.862	1.131	1.394	1.632
每股净资产 (元)	5.623	6.238	7.000	7.861	8.892	10.062
每股经营现金净流 (元)	-0.207	0.499	1.237	-0.196	0.753	1.056
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.270	0.363	0.462
回报率						
净资产收益率	18.74%	11.46%	12.31%	14.39%	15.68%	16.21%
总资产收益率	9.84%	5.77%	6.08%	7.25%	7.91%	8.25%
投入资本收益率	23.11%	13.38%	14.76%	17.95%	19.43%	21.11%
增长率						
营业总收入增长率	-4.73%	-12.12%	30.77%	18.57%	15.09%	12.69%
EBIT 增长率	38.09%	-32.76%	8.85%	39.24%	18.32%	16.77%
净利润增长率	45.74%	-32.16%	20.58%	31.22%	23.30%	17.02%
总资产增长率	3.90%	15.71%	14.41%	10.01%	13.08%	12.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	253.5	354.0	301.0	296.0	291.0	286.0
存货周转天数	132.7	126.4	92.5	92.5	90.5	88.5
应付账款周转天数	224.0	255.2	229.7	225.0	221.0	217.0
固定资产周转天数	46.0	50.2	38.5	32.3	26.6	21.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.14%	-3.33%	-13.07%	-11.82%	-15.30%	-20.00%
EBIT 利息保障倍数	32.3	23.1	24.6	49.7	71.3	108.6
资产负债率	42.23%	44.97%	47.15%	45.74%	45.41%	44.62%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

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

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>