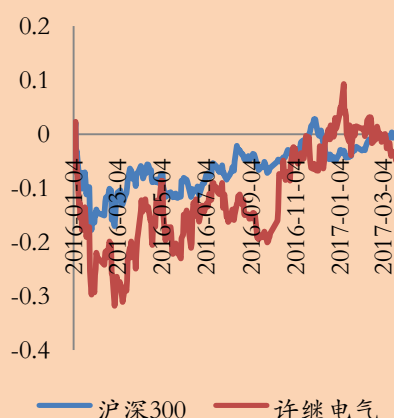




许继电气 (000400)

投资评级：增持

报告日期：2017-3-27



吴海滨

0551-65161836

wllvswbh@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161836

xucc1990@126.com

业绩符合预期 输配电系增长主力

公司 2016 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%。

□ 经历 2015 年低点 16 年业绩改善

受益于 2016 年两网电网投资和系统外电网投资增加以及 2015 年行业业绩普遍下滑导致前期基数较低，公司全年营收和归母净利润实现 30% 和 20% 的增长，净资产收益率回升 1.07 个百分点达到 13.02%，期间费用占比下降 2.26 个百分点，业绩改善符合预期。报告期内直流输电系统、智能变配电系统及智能电表中标份额提升，相应业务增长纷纷超过 30%，同时公司利用业务模式创新拓展盈利渠道，突破直流换流站检修、变电站整站检修、二次设备综合治理等运检业务，进一步为公司业绩增长提供支撑。但由于行业竞争加剧，同时系统外供应量增加，产品价格下降使得毛利率下降了 4.69 个百分点。

□ 特高压项目将进入交货期

2016 年国网有一交一直特高压线路获得核准，相比 2015 年核准明显放缓。根据国网的规划，预计到 2020 年年均特高压项目核准量在 3 条左右。相比之下我们认为 2016 年和今年是项目交货的高峰期，业绩也将集中体现。公司 2016 年中标 6 条特高压交直流项目，截至三季度尚有超过 40 亿元的特高压工程订单未确认收入，这对公司今年的业绩有望产生较大贡献。

□ 充电桩建设有望提速 公司将受益

公司 2016 年在两网充电设备招标的中标率相对较高，同时公司积极开拓系统外的市场，在新能源汽车制造厂商、城市投资主体、运营公司、物流等领域全面布局。根据 2016 年的规划与实际公布的建设数据显示，2016 年专用桩建设速度远不及目标。在年初《2017 年能源工作指导意见》中提出 2017 年力争新增充电桩达到 90 万个，其中专用桩 80 万个，公共桩 10 万个。2017 年充电桩建设规划若落地的话，行业有望实现高速增长，将为公司今年的充电设备业绩增长提供有力支撑。

□ 助力搭建全球能源互联网 推动输配电“一带一路”

立足于支撑国家全球能源互联网战略，服务国家“一带一路”战略和中国装备“走出去”战略，公司积极跟进国网和集团的海外输配电项目。去年年底集团与江苏正佰电气签订老挝沙湾拿吉至越南老堡 220KM 标轨双线电气化铁路配电系统总承包机电设备分包合同，总金额达到 10 亿元。5 月“一带一路”峰会召开预计有更多海外项目签订，公司作为输配电系统设计 and 集成服务商，也将不断拓展海外业务规模。

□ 投资建议

公司是电力装备龙头企业，借助大规模电网建设，公司将迎来快速增长。我们预计 2017/18/19 归母净利润为 11.53/12.11/12.92 亿元，EPS 为 1.14/1.20/1.28 元，给予“增持”评级。



盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9607	11230	12314	13511
收入同比(%)	31%	17%	10%	10%
归属母公司净利润	869	1153	1211	1292
净利润同比(%)	21%	33%	5%	7%
毛利率(%)	23.3%	25.7%	24.5%	24.2%
ROE(%)	12.5%	14.8%	13.6%	12.8%
每股收益(元)	0.86	1.14	1.20	1.28
P/E	20.08	15.12	14.40	13.50
P/B	2.47	2.23	1.97	1.76
EV/EBITDA	16	13	12	11

资料来源：华安证券研究所

财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	12,329	13,834	15,966	17,612	营业收入	9,607	11,230	12,314	13,511
现金	1,804	737	1,029	1,940	营业成本	7,371	8,339	9,297	10,246
应收账款	7,932	9,888	11,302	11,818	营业税金及附加	55	77	78	89
其他应收款	135	203	216	224	销售费用	448	571	600	673
预付账款	392	453	538	622	管理费用	616	791	829	931
存货	1,925	2,617	2,842	3,008	财务费用	45	47	42	33
其他流动资产	141	(64)	38	1	资产减值损失	107	107	109	102
非流动资产	1,972	1,855	1,805	1,747	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	9	0	0	0	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	1,033	968	902	837	营业利润	967	1,296	1,359	1,438
无形资产	223	208	194	181	营业外收入	121	135	128	131
其他非流动资产	707	679	709	729	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	14,301	15,689	17,771	19,359	利润总额	1,085	1,431	1,487	1,569
流动负债	6,039	6,579	7,566	8,007	所得税	145	191	198	209
短期借款	120	117	111	100	净利润	940	1,240	1,289	1,360
应付账款	5,075	5,742	6,728	7,174	少数股东损益	72	87	77	68
其他流动负债	844	721	728	733	归属母公司净利润	869	1,153	1,211	1,292
非流动负债	712	711	712	714	EBITDA	1,133	1,423	1,481	1,549
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.86	1.14	1.20	1.28
其他非流动负	712	711	712	714					
负债合计	6,750	7,290	8,278	8,721					
少数股东权益	492	579	656	724					
股本	1,008	1,008	1,008	1,008					
资本公积	830	830	830	830					
留存收益	5,220	5,981	6,999	8,076					
归属母公司股东权	7,058	7,819	8,837	9,914					
负债和股东权益	14,301	15,689	17,771	19,359					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,247	(534)	665	1,290	成长能力				
净利润	940	1,153	1,211	1,292	营业收入	30.77%	16.89%	9.66%	9.72%
折旧摊销	120	80	79	78	营业利润	23.11%	34.05%	4.86%	5.79%
财务费用	49	47	42	33	归属于母公司净利润	20.58%	32.74%	5.03%	6.65%
投资损失	(3)	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	35	(2,009)	(854)	(283)	毛利率(%)	23.27%	25.74%	24.50%	24.17%
其他经营现金	105	194	186	170	净利率(%)	9.04%	10.27%	9.84%	9.56%
投资活动现金流	(176)	9	0	0	ROE(%)	12.46%	14.77%	13.58%	12.78%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	14.84%	19.52%	15.64%	14.98%
长期投资	(9)	9	0	0	偿债能力				
其他投资现金	(167)	0	0	0	资产负债率(%)	47.20%	46.47%	46.58%	45.05%
筹资活动现金流	(179)	(444)	(242)	(259)	净负债比率(%)	41.28%	61.88%	57.40%	52.00%
短期借款	120	(3)	(6)	(11)	流动比率	2.04	2.10	2.11	2.20
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.72	1.70	1.73	1.82
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	(0)	0	0	0	总资产周转率	0.72	0.75	0.74	0.73
其他筹资现金	(299)	(441)	(236)	(248)	应收账款周转率	1.25	1.28	1.19	1.19
现金净增加额	892	(969)	423	1,031	应付账款周转率	2.07	2.08	1.98	1.94

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.14	1.20	1.28	P/E	20.1	15.1	14.4	13.5
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	(0.53)	0.66	1.28	P/B	2.5	2.2	2.0	1.8
每股净资产(最新摊薄)	7.00	7.75	8.76	9.83	EV/EBITDA	15.72	12.71	12.07	10.99

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。