

许继电气 (000400)

推荐

行业：电网自动化

业绩触底反弹，配网及特高压设备增长可期

2016 年，公司实现营业收入 96.07 亿元，同比增长 30.77%；归属于上市公司股东的净利润为 8.69 亿元，同比增长 20.58%。2016 年毛利率为 23.27%，同比降低 4.69 个百分点，部分原因在于上游原材料价格波动；2016 年净利率约 9%，同比降低 0.8 个百分点，得益于公司财务费用控制得当。利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税）。

投资要点：

- ✧ **2016 年公司的业务结构基本没有发生变化，毛利率水平降低。**2016 年公司总体毛利率水平降低将近 5 个百分点至 23.27%，达公司历史最低毛利率水平。公司四大类业务毛利率均出现下滑，其中直流输电系统业务毛利率下滑最严重，降低 10.96 个百分点。2016 年公司业务毛利率水平的降低部分原因为上游原材料的价格波动。随着公司高毛利产品特高压订单占比的增加，公司毛利率水平有望提高。未来公司在维持毛利率及净利率水平稳定上仍存一定风险。
- ✧ **公司特高压项目在手订单约 25 亿，有望 2017 年底前全部确认收入。预计 2017 年特高压进入招标及建设高峰期，未来业绩有望受益特高压建设加速带来的市场红利。**之前公司特高压设备主要包括三部分，换流阀（主打产品，占 70%-80%）、直流控制保护和直流开关，目前新研制开发了互感器，分压器及交流成套保护系统等设备。目前公司在国内特高压换流阀市场市占率约为 35%；特高压控制保护市场，市占率约为 50%，是特高压直流输电设备龙头。2015 年 12 月至今，公司特高压项目中标 36.62 亿元；未来三年，公司年均特高压新增订单有望超 20 亿。预计 2017 年特高压进入招标及建设高峰期，2018 年为特高压建设及投运高峰期，公司有望受益特高压加速建设带来的市场红利。
- ✧ **直流输电业务将是公司近两年主要业绩支撑，特高压及柔性直流输电都将提供业绩增长点。**除特高压设备外，直流输电业务另一增长点在于柔性直流输电业务。公司柔性直流输电业务目前主营换流阀和控制保护装置。公司 2016 年研发投入增长 15.96%，主要用于特高压及柔性直流输电等领域的研发。柔性直流输电电能质量高，用地面积小，是海上风电场并网的极佳方式，未来市场空间广阔。‘十三五’期间，我国柔性直流输电市场规模将在 400 亿元左右，公司具备先发优势，柔性直流输电业务有望带来新的业绩增长点。
- ✧ **2016 前三季度智能变配电系统业务缩减，未来三年该业务受益增量配网改革及商业模式创新。**公司智能变配电系统主要涉及配网和智能变电站业务。2016 年公司智能变配电系统业务营收增速为 33%，毛利率降低约 5.82 个百分点。目前公司配网相关业务营收占比约为 40%，增量配网 PPP 建

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：宋丽凌

S0960116080081

0755-88320855

songliling@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 21.28

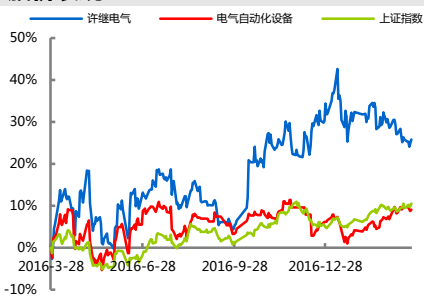
当前股价： 18.08

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,008
流通股本(百万股)	737
总市值(亿元)	182
流通市值(亿元)	133
成交量(百万股)	22.90
成交额(百万元)	414.15

股价表现



相关报告

《许继电气-配网改革促业绩反转，电力设备龙头开拓创新》2016-11-16

设拉动配网设备需求，该业务的速增有望带动公司业绩迅速增长。公司积极进行商业模式创新，如配网设备租赁，变电站运维检修等。配网设备租赁业务已在浙江，江苏等地区开展，变电站运维检修业务，首先覆盖了福建网省公司及江苏地区。2017 年公司增量配网改革及新的业务模式有望带动该板块复苏。

- ✧ **公司智能电源系统技术储备充足，2017 年充电桩业务有望实现倍增。**公司曾参与亚洲最大的青岛薛家岛充换电项目，充换电技术储备深厚。目前公司充换电技术基本实现自主研发，2016 年公司充换电业务实现营收 8.97 亿元，毛利润 1.88 亿元。随着国家对于新能源汽车配套设施建设的重视，4:1 的车桩比现状将逐步改善。国家能源局规划，2017 年新建充电桩 80 万个（其中专用桩 70 万个、公共桩 10 万个），增量空间约为去年的 8 倍，市场空间超过百亿。由于充电桩市场竞争愈发激烈，存价格下降预期，需以量补价，2017 年公司充电桩业务有望实现倍增。除充电桩外，公司操作电源项目保持稳定，军工电源期待放量。积极拓展系统外市场，探索充电运营模式，2017 年公司充换电业务有望稳健增长。
- ✧ **盈利预测：**预测公司 2017-2019 每股收益分别为 1.12 元、1.43 元、1.80 元，对应 PE 分别为 15.5、12.1、9.6 倍。考虑到增量配网改革有望促使公司设备需求大增，特高压招标建设进入高峰期，给予公司 2017 年 19 倍的估值水平，2017 年目标价为 21.28 元。
- ✧ **风险提示：**特高压投资不达预期，配网投资不及预期，充电桩投资不达预期

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9607	12101	14510	16710
收入同比(%)	31%	26%	20%	15%
归属母公司净利润	869	1126	1444	1811
净利润同比(%)	21%	30%	28%	25%
毛利率(%)	23.3%	25.7%	26.0%	27.0%
ROE(%)	12.3%	13.8%	15.1%	16.0%
每股收益(元)	0.86	1.12	1.43	1.80
P/E	20.08	15.50	12.08	9.63
P/B	2.47	2.13	1.83	1.55
EV/EBITDA	15	11	9	7

资料来源：中国中投证券研究总部

附：我国核准在建投运的特高压工程共 18 条：

序号	项目	电压 (KV)	交直流	状态	核准日期	开工日期	投运日期
1	晋东南-南阳-荆门	1000	交流	已投运	-	-	2009.01
2	皖电东送	1000	交流	已投运	-	-	2013.09
3	浙北-福州	1000	交流	已投运	-	-	2014.12
4	锡盟-山东	1000	交流	已投运	-	-	2016.07
5	向家坝-上海	±800	直流	已投运	-	-	2010.07
6	锦屏-苏南	±800	直流	已投运	-	-	2012.12
7	哈密南-郑州	±800	直流	已投运	-	-	2014.01
8	溪洛渡左岸-金华	±800	直流	已投运	-	-	2014.07
9	淮南-南京-上海	1000	交流	已投运	-	-	2016.11
10	蒙西-天津南	1000	交流	已开工	-	2015.03	
11	横榆-潍坊	1000	交流	已开工	-	2015.05	
12	宁东-浙江	±800	直流	已开工	-	2014.11	
13	酒泉-湖南	±800	直流	已开工	-	2015.06	
14	晋北-南京	±800	直流	已开工	-	2015.06	
15	锡盟-江苏	±800	直流	已开工	-	2015.12	
16	上海庙-山东	±800	直流	已开工	-	2015.12	
17	淮东-皖南	±1100	直流	已开工	-	2016.1	
18	扎鲁特-青州	±800	直流	已核准	2016.08		

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	12329	15282	18145	20577
现金	1804	1843	2317	2866
应收账款	7797	10529	12708	14428
其它应收款	135	206	241	273
预付账款	392	501	602	677
存货	1925	1925	1925	1925
其他	276	279	352	409
非流动资产	1972	2018	2106	2152
长期投资	9	9	9	9
固定资产	1033	1161	1209	1211
无形资产	223	300	387	471
其他	707	547	501	461
资产总计	14301	17300	20252	22729
流动负债	6039	7788	9213	9765
短期借款	120	619	622	120
应付账款	5075	6348	7680	8636
其他	844	821	910	1009
非流动负债	712	704	705	708
长期借款	0	0	0	0
其他	712	704	705	708
负债合计	6750	8492	9918	10473
少数股东权益	492	624	776	966
股本	1008	1008	1008	1008
资本公积	830	830	830	830
留存收益	5220	6346	7720	9452
归属母公司股东权益	7058	8184	9558	11290
负债和股东权益	14301	17300	20252	22729

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1247	-243	822	1388
净利润	940	1257	1596	2002
折旧摊销	120	122	142	158
财务费用	45	48	50	55
投资损失	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	46	-1885	-1173	-979
其它	99	216	207	153
投资活动现金流	-176	-168	-231	-203
资本支出	179	126	118	114
长期投资	4	0	0	0
其他	7	-42	-113	-89
筹资活动现金流	-179	450	-117	-636
短期借款	120	499	3	-502
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他	-299	-49	-120	-134
现金净增加额	892	39	474	549

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9607	12101	14510	16710
营业成本	7371	8991	10745	12207
营业税金及附加	55	81	96	108
营业费用	448	626	734	841
管理费用	616	887	1028	1179
财务费用	45	48	50	55
资产减值损失	107	144	140	136
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	1	1	1
营业利润	967	1324	1718	2185
营业外收入	121	130	127	128
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	1085	1451	1842	2310
所得税	145	194	246	308
净利润	940	1257	1596	2002
少数股东损益	72	131	152	191
归属母公司净利润	869	1126	1444	1811
EBITDA	1133	1494	1911	2398
EPS (元)	0.86	1.12	1.43	1.80

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	30.8%	26.0%	19.9%	15.2%
营业利润	23.1%	36.9%	29.8%	27.2%
归属于母公司净利润	20.6%	29.5%	28.3%	25.4%
获利能力				
毛利率	23.3%	25.7%	26.0%	27.0%
净利率	9.0%	9.3%	10.0%	10.8%
ROE	12.3%	13.8%	15.1%	16.0%
ROIC	13.5%	14.5%	16.6%	19.2%
偿债能力				
资产负债率	47.2%	49.1%	49.0%	46.1%
净负债比率	1.78%	7.29%	6.27%	1.15%
流动比率	2.04	1.96	1.97	2.11
速动比率	1.72	1.72	1.76	1.91
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.77	0.77	0.78
应收账款周转率	1	1	1	1
应付账款周转率	1.59	1.57	1.53	1.50
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.12	1.43	1.80
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	-0.24	0.82	1.38
每股净资产(最新摊薄)	7.00	8.12	9.48	11.20
估值比率				
P/E	20.08	15.50	12.08	9.63
P/B	2.47	2.13	1.83	1.55
EV/EBITDA	15	11	9	7

相关报告

报告日期	报告标题
2016-11-16	《许继电气-配网改革促业绩反转，电力设备龙头开拓创新》

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业助理分析师,北京大学金融硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编: 200082
传真: (021) 62171434