

2017年03月27日

公司研究·证券研究报告

许继电气 (000400.SZ)

公司快报

业绩表现超预期，特高压业务有望高增长

电力设备 | 二次设备 III

投资评级

增持-A(维持)

6个月目标价

20元

股价(2017-03-24)

17.30元

交易数据

总市值(百万元) 17,444.06

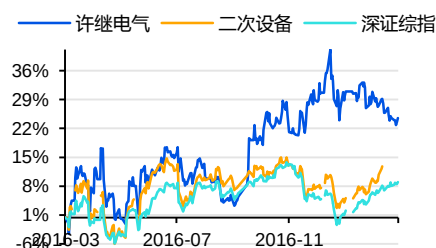
流通市值(百万元) 12,757.58

总股本(百万股) 1,008.33

流通股本(百万股) 737.43

12个月价格区间 13.35/19.78元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.96	-7.3	15.77
绝对收益	-2.64	-3.46	24.87

分析师

谭志勇

SAC 执业证书编号：S0910515050002

tanzhiyong@huajinsc.cn

021-20655640

报告联系人

陈雁冰

chenyanbing@huajinsc.cn

021-20655676

报告联系人

肖索

xiaosuo@huajinsc.cn

021-20655796

相关报告

许继电气：配电网技术领先，特高压业务高增长值得期待 2016-11-01

投资要点

- ◆ **事件：**3月24日，公司发布2016年度报告，全年实现营业收入96.07亿元，同比增长30.77%；归母净利润8.69亿元，同比增长20.58%；EPS 0.86元，同比增长20.57%，高于预期；利润分配方案为：每10股派发现金红利1.00元（含税）。
- ◆ **第四季度销售毛利率回升，16全年三大费用率同比下降，降本增效效果显著：**公司第四季度销售毛利率由第三季度的19.17%继续回升至27.69%，全年实现毛利率23.27%，同比下降4.69%，目前公司整体盈利能力由二季度触底反弹后继续保持恢复状态。16全年，公司销售费用率由去年同期的5.52%下降到4.66%，管理费用率由7.68%下降到6.41%，财务费用率由0.6%下降到0.47%。可见，公司按照国家电网公司总体要求，继续加强内部集约化管控，开展降本增效，效果显著，且未来公司将继续强化管理，提质增效，进一步释放经营活力。
- ◆ **特高压直流输电龙头，订单饱满17年业绩有望实现高增长：**16年公司直流输电系统，实现营收15.92亿元，同比增长51.72%；营业成本同比增加91.64%，增加幅度高于营业收入；全年实现毛利47.38%，同比下降10.96%。毛利率下滑的主要受原材料价格上涨的影响，公司营业成本上升明显，所有业务毛利率均出现下滑。其次，受南网柔直工程造价高、竞标报价低以及研发费用投入加大的影响，公司直流业务整体毛利率出现较大幅度下降。公司作为特高压直流输电龙头，其产品主要包括一次设备直流换流阀和二次设备直流输电控制保护系统。近2年公司陆续中标多个重大项目，包括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9.48亿，2015年和2016年的中标金额分别达到22.03亿元和24.94亿元，预计2017年交付金额将超30亿元，特高压产品将会是公司17年业绩增长的基础。同时，随着国家电网“十三五”特高压规划的实施，特高压建设仍将保持较快的速度，未来3年公司将凭借其技术和市场优势，实现该项业务的持续高增长。
- ◆ **投资建议：**公司17特高压业务高增长确定性高，公司是特高压直流换流阀和直流输电龙头，具有较好的发展前景。我们预计公司2017-2018年EPS分别为1.08、1.26、1.27元，对应PE分别为16.0、13.7、13.6倍，继续给予“增持-A”评级，6个月目标价20元。
- ◆ **风险提示：**特高压建设不及预期，宏观经济风险，市场竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	7,346.3	9,607.0	11,365.1	13,672.2	15,750.4
同比增长(%)	-12.1%	30.8%	18.3%	20.3%	15.2%
营业利润(百万元)	785.5	967.1	940.7	1,346.1	1,312.5
同比增长(%)	-40.5%	23.1%	-2.7%	43.1%	-2.5%
净利润(百万元)	720.6	868.9	1,091.2	1,268.9	1,284.0
同比增长(%)	-32.2%	20.6%	25.6%	16.3%	1.2%
每股收益(元)	0.71	0.86	1.08	1.26	1.27
PE	24.2	20.1	16.0	13.7	13.6
PB	2.8	2.5	2.2	1.9	1.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,346.3	9,607.0	11,365.1	13,672.2	15,750.4
减:营业成本	5,292.1	7,371.5	8,942.1	10,880.3	12,605.0
营业税费	58.6	55.4	77.9	54.7	87.3
销售费用	405.4	447.6	363.7	609.6	646.7
管理费用	564.4	616.0	890.0	589.1	974.0
财务费用	44.4	45.4	48.4	58.2	11.3
资产减值损失	193.0	107.5	102.4	134.3	114.7
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-2.8	3.3	-0.1	0.1	1.1
营业利润	785.5	967.1	940.7	1,346.1	1,312.5
加:营业外净收支	144.3	118.2	517.3	259.9	298.5
利润总额	929.8	1,085.3	1,458.0	1,606.1	1,611.0
减:所得税	124.0	144.8	166.6	176.7	161.1
净利润	720.6	868.9	1,091.2	1,268.9	1,284.0

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	923.7	1,803.8	909.2	1,093.8	1,900.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	7,693.2	7,932.2	10,146.0	13,274.7	12,609.2
应收票据	146.0	266.4	106.5	395.6	194.9
预付帐款	332.3	392.4	525.9	614.8	670.2
存货	1,810.3	1,924.6	3,634.7	2,970.5	4,321.3
其他流动资产	-0.0	9.5	3.2	4.2	5.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	9.2	9.2	9.2	9.2
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	991.8	1,033.0	927.6	822.1	716.7
在建工程	268.5	338.5	338.5	338.5	338.5
无形资产	104.1	223.0	205.8	188.6	171.4
其他非流动资产	217.5	368.3	215.1	266.9	283.4
资产总额	12,487.3	14,300.8	17,021.6	19,979.0	21,220.4
短期债务	-	120.0	362.8	198.2	-
应付帐款	4,256.3	5,137.9	6,181.7	8,182.8	8,037.8
应付票据	44.0	181.1	86.3	157.0	146.3
其他流动负债	613.2	599.6	910.9	749.2	1,046.4
长期借款	-	-	62.3	-	-
其他非流动负债	702.2	711.7	703.5	705.8	707.0
负债总额	5,615.7	6,750.3	8,307.4	9,993.0	9,937.5
少数股东权益	581.4	492.3	692.5	853.0	1,018.9
股本	1,008.3	1,008.3	1,008.3	1,008.3	1,008.3
留存收益	5,281.9	6,049.9	7,013.5	8,124.6	9,255.7
股东权益	6,871.6	7,550.5	8,714.3	9,986.0	11,283.0

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	805.9	940.5	1,091.2	1,268.9	1,284.0
加:折旧和摊销	111.2	120.2	122.6	122.6	122.6
资产减值准备	193.0	107.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	48.7	49.5	48.4	58.2	11.3
投资损失	2.8	-3.3	0.1	-0.1	-1.1
少数股东损益	85.2	71.6	200.2	160.5	166.0
营运资金的变动	-639.0	-182.8	-2,481.5	-984.0	-416.0
经营活动产生现金流量	503.3	1,247.0	-1,019.1	626.1	1,166.7
投资活动产生现金流量	-210.3	-175.7	-0.1	0.1	1.1
融资活动产生现金流量	-214.7	-178.8	124.5	-441.6	-361.7

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入增长率	-12.1%	30.8%	18.3%	20.3%	15.2%
营业利润增长率	-40.5%	23.1%	-2.7%	43.1%	-2.5%
净利润增长率	-32.2%	20.6%	25.6%	16.3%	1.2%
EBITDA 增长率	-36.2%	20.5%	-1.8%	37.4%	-5.3%
EBIT 增长率	-39.4%	22.0%	-2.3%	42.0%	-5.7%
NOPLAT 增长率	-43.1%	22.0%	-0.1%	42.7%	-4.7%
投资资本增长率	6.4%	-3.6%	40.6%	9.3%	2.9%
净资产增长率	10.2%	9.9%	15.4%	14.6%	13.0%

盈利能力

毛利率	28.0%	23.3%	21.3%	20.4%	20.0%
营业利润率	10.7%	10.1%	8.3%	9.8%	8.3%
净利润率	9.8%	9.0%	9.6%	9.3%	8.2%
EBITDA/营业收入	12.8%	11.8%	9.8%	11.2%	9.2%
EBIT/营业收入	11.3%	10.5%	8.7%	10.3%	8.4%

偿债能力

资产负债率	45.0%	47.2%	48.8%	50.0%	46.8%
负债权益比	81.7%	89.4%	95.3%	100.1%	88.1%
流动比率	2.22	2.04	2.03	1.98	2.13
速动比率	1.85	1.72	1.55	1.66	1.67
利息保障倍数	18.69	22.32	20.45	24.13	116.93

营运能力

固定资产周转天数	50	38	31	23	18
流动营业资本周转天数	242	181	188	203	191
流动资产周转天数	500	435	438	443	435
应收帐款周转天数	346	293	286	308	296
存货周转天数	90	70	88	87	83
总资产周转天数	570	502	496	487	471
投资资本周转天数	305	236	236	240	221

费用率

销售费用率	5.5%	4.7%	3.2%	4.5%	4.1%
管理费用率	7.7%	6.4%	7.8%	4.3%	6.2%
财务费用率	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.1%
三费/营业收入	13.8%	11.5%	11.5%	9.2%	10.4%

投资回报率

ROE	11.5%	12.3%	13.6%	13.9%	12.5%
ROA	6.5%	6.6%	7.6%	7.2%	6.8%
ROIC	11.9%	13.7%	14.1%	14.3%	12.5%

分红指标

DPS(元)	0.10	0.10	0.13	0.16	0.15
分红比率	14.0%	11.6%	11.7%	12.4%	11.9%
股息收益率	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.71	0.86	1.08	1.26	1.27
BVPS(元)	6.24	7.00	7.96	9.06	10.18
PE(X)	24.2	20.1	16.0	13.7	13.6
PB(X)	2.8	2.5	2.2	1.9	1.7
P/FCF	51.9	14.3	-15.6	74.7	21.5
P/S	2.4	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	18.7	14.6	16.3	11.7	11.7
CAGR(%)	21.1%	15.5%	0.1%	21.1%	15.5%
PEG	1.1	1.3	293.6	0.7	0.9
ROIC/WACC	1.1	1.2	1.3	1.3	1.1

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn