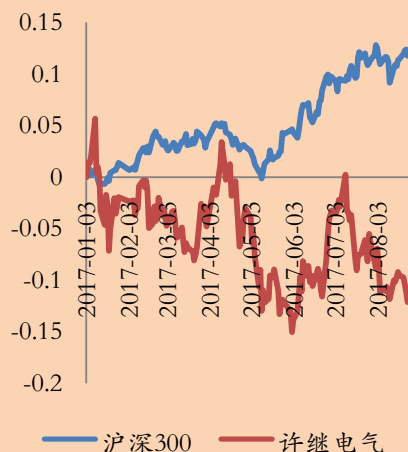




许继电气 (000400)

投资评级：买入

报告日期：2017-8-25



吴海滨

0551-65161837

wllvswbh@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161830

xucc1990@126.com

直流输电、智能变配电业绩释放 海外市场将助力

2017 年上半年，公司实现营业收入 3,257,280,026.78 元，同比增长 12.38%；实现归属于母公司股东的净利润 160,468,565.49 元，同比增长 46.45%；每股收益 0.1591 元/股，同比增加 46.37%。

□ 直流输电业绩释放引领利润增长

上半年，受益于智能变配电系统和直流输电系统两项业务，公司总体营收实现 12.38% 的平稳增长。其中前期特高压中标项目进入确认收货期，直流输电系统营收增长迅猛达到 110.64%；智能变配电系统同比增长 20.34%。除智能中压供用电设备毛利率有所提升外，其他业务的毛利率都有不同程度的下降，但是基于高毛利的直流输电系统营收贡献提高了 9 个 pct，公司整体毛利率上升了 0.8 个 pct。报告期内公司加强费用管理和研发投入，销售费用占比下降明显，管理费用有所增加，整体期间费用占比下降了 1.65 个 pct。

□ 直流输电：积极研发巩固实力 连下两城助推海外拓展

公司可以提供高压/特高压直流输电系统核心装备全面解决方案，在国内特高压和柔性直流工程中拥有较大的市场份额，报告期内成功研制了国际领先的高压大容量柔性直流换流阀，进一步掌握关键技术巩固相关领域的领先地位。凭借直流输电实力，公司报告期内积极响应“一带一路”建设，相继中标巴基斯坦默拉直流、土耳其凡城背靠背换流站项目，实现直流高端装备在海外的突破，同时乘胜追击完成沙特-埃及直流工程技术投标和产品资质认证，为海外市场进一步拓展打下基础。

□ 配电自动化、充电设备建设持续推进助业绩稳定

配电网建设改造计划 2020 年实现配电网自动化 90% 的覆盖率，未来四年增长空间大。截至目前国网配电自动化招标较去年有所增加，尤其是配电主站系统招标量有大幅提升，公司提供配网自动化成套设备和系统，在国内市场占有率较高，有望从中获益。2016 年充电桩建设速度不及预期，能源工作指导意见中提出今年力争新增充电桩 90 万个，国网第二批充电设备招标规模环比大幅增加，为公司充电设备营收稳定提供支撑。

□ 投资建议

我们预计 2017/2018/2019 归母净利润为 11.62/12.28/13.06 亿元，EPS 为 1.15/1.22/1.29 元，给予“买入”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
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	1162	1228	1306
净利润同比(%)	21%	34%	6%	6%
毛利率(%)	23.3%	25.7%	24.5%	24.2%
ROE(%)	12.5%	14.9%	13.8%	13.0%
每股收益(元)	0.86	1.15	1.22	1.29
P/E	18.82	14.07	13.32	12.53
P/B	2.32	2.09	1.86	1.66
EV/EBITDA	16	11	10	10

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	14,490	16,171	17,872	营业收入	9,607	11,230	12,314	13,511
现金	1,804	2,156	2,271	2,816	营业成本	7,371	8,339	9,297	10,246
应收账款	7,932	9,125	10,105	11,074	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	2,376	2,753	2,876	财务费用	45	36	22	16
其他流动资产	140	176	287	259	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	1,307	1,380	1,454
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	16,344	17,976	19,619	利润总额	1,085	1,442	1,508	1,586
流动负债	6,039	7,228	7,797	8,348	所得税	145	192	201	212
短期借款	120	110	98	83	净利润	940	1,250	1,306	1,374
应付账款	5,075	6,397	6,971	7,532	少数股东损益	72	87	78	69
其他流动负债	844	721	728	733	归属母公司净利润	869	1,162	1,228	1,306
非流动负债	712	711	712	714	EBITDA	1,133	1,424	1,481	1,549
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.86	1.15	1.22	1.29
其他非流动负	712	711	712	714					
负债合计	6,750	7,939	8,509	9,062	主要财务比率				
少数股东权益	492	580	658	727	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	1,008	1,008	1,008	1,008	成长能力				
资本公积	830	830	830	830	营业收入	30.77%	16.89%	9.66%	9.72%
留存收益	5,220	5,987	6,972	7,992	营业利润	23.11%	35.20%	5.52%	5.42%
归属母公司股东权	7,058	7,825	8,810	9,830	归属于母公司净利润	20.58%	33.78%	5.65%	6.31%
负债和股东权益	14,301	16,344	17,976	19,619	获利能力				
					毛利率(%)	23.27%	25.74%	24.50%	24.17%
					净利率(%)	9.04%	10.35%	9.97%	9.66%
					ROE(%)	12.46%	14.87%	13.80%	13.02%
					ROIC(%)	14.84%	19.52%	18.79%	17.38%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	47.20%	48.57%	47.33%	46.19%
					净负债比率(%)	41.28%	44.95%	51.36%	46.40%
					流动比率	2.04	2.00	2.07	2.14
					速动比率	1.72	1.68	1.72	1.80
					营运能力				
					总资产周转率	0.72	0.73	0.72	0.72
					应收账款周转率	1.25	1.34	1.31	1.30
					应付账款周转率	2.07	1.96	1.84	1.86
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.86	1.15	1.22	1.29
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	0.88	0.52	0.97
					每股净资产(最新摊薄)	7.00	7.76	8.74	9.75
					估值比率				
					P/E	18.8	14.1	13.3	12.5
					P/B	2.3	2.1	1.9	1.7
					EV/EBITDA	15.72	10.95	10.49	9.71

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。