



买入

31% ↑

目标价格:人民币 21.20

原评级: 谨慎买入

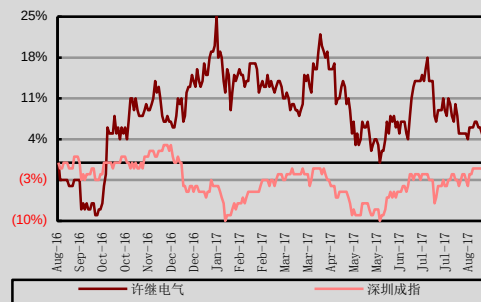
000400.CH

价格:人民币 16.22

目标价格基础:18倍 17年市盈率

板块评级: 未有评级

股价表现



(%)	今年	1	3	12
至今	至今	个月	个月	个月
绝对	(12.1)	(6.4)	0.4	3.6
相对深证成指	(15.0)	(7.8)	(7.2)	5.5

发行股数(百万)	1,008
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	16,352
3个月日均交易额(人民币 百万)	110
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
许继集团有限公司	41

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年8月24日收市价为标准

相关研究报告

《许继电气: 高增长符合预期, 未来有望多点开花》2017.4.28

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电气设备: 电气自动化设备

沈成*

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517030001

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*李可伦为本报告重要贡献者

许继电气

直流引领增长, 费控表现亮眼

公司发布 2017 年中报, 实现营业收入 32.57 亿元, 同比增长 12.38%; 归母净利润 1.60 亿元, 同比增长 46.45%, 每股收益为 0.16 元。公司中报业绩符合我们和市场的预期。我们认为公司直流业务表现良好, 费控水平优异, 将持续受益于特高压直流工程推进, 上调评级至买入, 目标价 21.20 元。

支撑评级的要点

- 公司上半年盈利增长 46.45% 符合预期: 公司上半年实现营收 32.57 亿元, 同增 12.38%; 实现归母净利润 1.60 亿元, 同增 46.45%, 对应每股收益为 0.16 元。其中第二季度单季实现营收 21.24 亿元, 同增 8.75%, 环增 87.30%; 实现归母净利润 1.11 亿元, 同增 50.32%, 环增 123.05%, 对应每股收益为 0.11 元。公司业绩符合我们和市场的预期。
- 直流业务引领增长, 费控水平保持优秀: 上半年公司直流业务实现营收 6.45 亿元, 同比增长 110.64%, 成为公司业绩增长的主要推动力之一。上半年公司销售费用率下降 2.97 个百分点至 4.13%。受其带动, 上半年公司期间费用率为 12.00%, 同比下降 1.65 个百分点, 环比下降 3.59 个百分点, 连续第 11 个报告期同比下降, 费控水平保持优秀。
- 持续受益于特高压直流工程推进: 我们预计目前公司在手的约 40 亿元特高压订单大部分将于年内进行收入确认。此外, 我们预计年内国网陕北-武汉、南网乌东德-两广(特高压多端直流示范工程)等 2-3 条特高压直流线路将开始招标, 同时张北可再生能源柔直示范工程设备招标年内也有望启动。公司作为直流互感器、换流阀、继电保护等领域的龙头企业, 将进一步受益于直流项目的稳步推进。

评级面临的主要风险

- 特高压建设不达预期; 充电桩招标量不达预期; 新模式推进不达预期。

估值

- 预计公司 2017-19 年每股收益分别为 1.15 元、1.39 元、1.63 元, 对应市盈率 14.1 倍、11.6 倍、9.9 倍; 评级由谨慎买入上调至买入, 目标价 21.20 元。

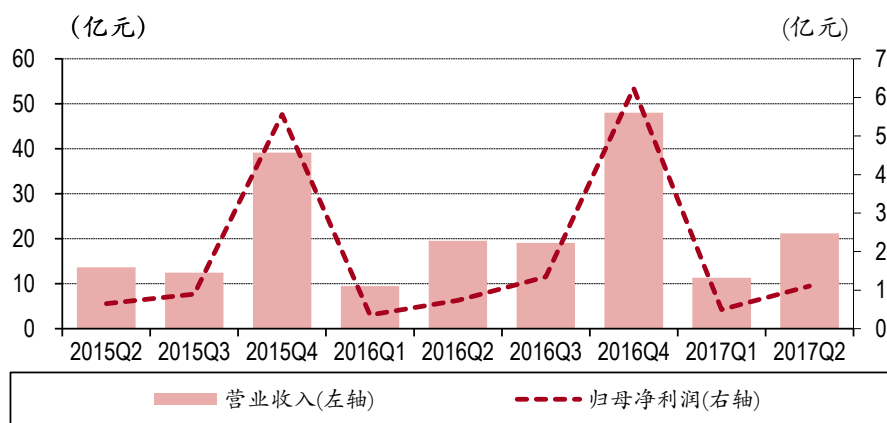
投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	7,346	9,607	11,967	13,717	15,283
变动(%)	(12)	31	25	15	11
净利润(人民币 百万)	721	869	1,162	1,406	1,650
全面摊薄每股收益(人民币)	0.715	0.862	1.153	1.394	1.636
变动(%)	(32.2)	20.6	33.8	20.9	17.4
市场预期每股收益(人民币)			1.134	1.422	1.605
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.180	1.411	1.612
调整幅度(%)			(2.3)	(1.2)	1.5
全面摊薄市盈率(倍)	22.7	18.8	14.1	11.6	9.9
价格/每股现金流量(倍)	32.5	13.1	114.9	9.7	86.6
每股现金流量(人民币)	0.50	1.24	0.14	1.67	0.19
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.3	13.0	10.0	7.6	6.6
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.140	0.169	0.198
股息率(%)	0.6	0.6	0.9	1.0	1.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

公司上半年盈利增长 46.45%符合预期：公司发布 2017 中报，上半年实现营业收入 32.57 亿元，同比增长 12.38%；实现归属上市公司股东的净利润 1.60 亿元，同比增长 46.45%，对应每股收益为 0.16 元。其中第二季度单季实现营业收入 21.24 亿元，同比增长 8.75%，环比增长 87.36%；实现归属上市公司股东的净利润 1.11 亿元，同比增长 50.32%，环比增长 123.05%，对应每股收益为 0.11 元。

图表 1. 公司单季营收与归母净利润



资料来源：万得，中银证券

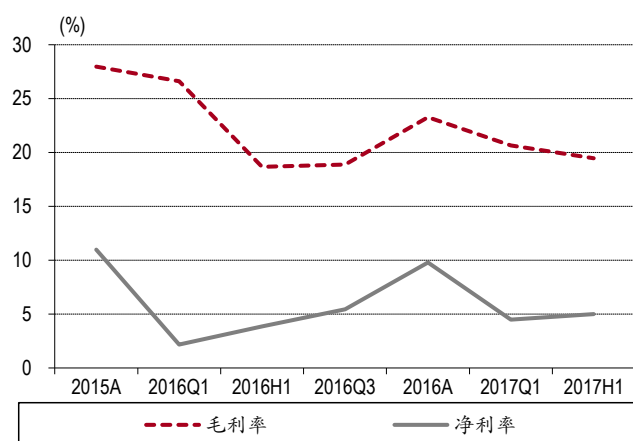
直流业务营收翻番，引领增长：上半年公司直流业务实现营收 6.45 亿元，同比增长 110.64%，成为公司业绩增长的主要推动力之一。另外，上半年公司配网业务实现营收 13.06 亿元，同比增长 20.34%；中压业务营收 6.21 亿元，同比增长 6.52%；电表业务实现营收 3.72 亿元，同比增长 10.56%；充电桩业务由于行业整体需求不强，营收同比下滑 38.94%至 1.56 亿元。

图表 2. 公司上半年分业务情况

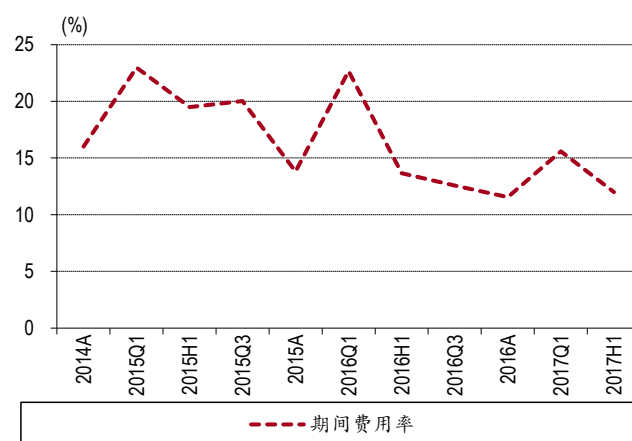
业务	营收 (亿元)	同比 (%)	毛利率 (%)
智能变配电系统	13.06	20.34	20.79
直流输电系统	6.45	110.64	38.19
智能中压供用电设备	6.21	6.52	7.55
智能电表	3.72	10.56	12.46
电动汽车智能充换电系统	1.56	(38.94)	10.42
EMS 加工服务及其他	1.56	(52.79)	3.74

资料来源：万得，中银证券

毛利率同比提升，费控水平持续表现优秀：公司上半年毛利率为 19.45%，同比提高 0.80 个百分点。受益于售后服务费用降低等因素，上半年公司销售费用率下降 2.97 个百分点至 4.13%。受其带动，上半年公司期间费用率为 12.00%，同比下降 1.65 个百分点，环比下降 3.59 个百分点，连续第 11 个报告期同比下降，费控水平保持优秀。

图表 3. 公司各报告期内盈利能力


资料来源：万得，中银证券

图表 4. 公司各报告期内期间费用率


资料来源：万得，中银证券

营运能力稳定向好，资产负债表保持健康：公司 2017 年上半年存货周转天数同比增长 6.53 天至 162.44 天，相比于 1 季度下降 58.8 天；应收账款周转天数同比减少 31.03 天至 436.26 天，相比于 1 季度下降 173.5 天。2017 年半年度末资产负债率为 48.29%，与 2016 年末的 47.2% 和 2017 年 1 季度的 45.49% 相比略有提高，依然处于正常水平。

经营现金流保持大幅净流出状态：由于大项目采购生产投入较大等因素，公司 2017 年上半年购买商品、接受劳务支付的现金为 26.76 亿元，同比增长 9.29 亿元，导致经营活动现金流净流出量大幅增加至 6.84 亿元，同比去年上半年的净流出 6,582 万元有所恶化，但相对于 1 季度净流出 6.63 亿元的情况略有好转。

图表 5. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2016 年上半年	2017 年上半年	同比(%)
营业收入	2,898.39	3,257.28	12.38
营业成本	2,357.92	2,623.86	11.28
毛利润	540.47	633.42	17.20
营业税金及附加	10.11	14.57	44.11
管理费用	167.04	234.97	40.67
销售费用	205.68	134.50	(34.61)
营业利润	157.64	249.38	58.20
资产减值	13.74	31.54	129.55
财务费用	22.89	21.47	(6.20)
投资收益		(0.22)	
营业外收入	23.50	3.58	(84.77)
营业外支出	0.81	1.17	44.44
利润总额	143.69	215.66	50.09
所得税	32.40	52.70	62.65
少数股东损益	1.72	2.49	44.77
归属于母公司的净利润	109.57	160.47	46.45
基本每股收益(元)	0.11	0.16	46.37
毛利率(%)	18.65	19.45	0.80 个百分点
净利率(%)	3.84	5.00	1.16 个百分点

资料来源：公司数据，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	7,346	9,607	11,967	13,717	15,283
销售成本	(5,351)	(7,427)	(9,148)	(10,413)	(11,579)
经营费用	(1,052)	(1,051)	(1,326)	(1,498)	(1,571)
息税折旧前利润	944	1,129	1,493	1,806	2,133
折旧及摊销	(111)	(120)	(142)	(162)	(186)
经营利润(息税前利润)	833	1,009	1,350	1,644	1,948
净利息收入/(费用)	(44)	(45)	(20)	(23)	(17)
其他收益/(损失)	141	122	116	128	122
税前利润	930	1,085	1,446	1,749	2,053
所得税	(124)	(145)	(188)	(227)	(267)
少数股东权益	85	72	96	116	136
净利润	721	869	1,162	1,406	1,650
核心净利润	740	885	1,177	1,422	1,665
每股收益(人民币)	0.715	0.862	1.153	1.394	1.636
核心每股收益(人民币)	0.734	0.877	1.167	1.410	1.652
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.140	0.169	0.198
收入增长(%)	(12)	31	25	15	11
息税前利润增长(%)	(39)	21	34	22	18
息税折旧前利润增长(%)	(36)	20	32	21	18
每股收益增长(%)	(32)	21	34	21	17
核心每股收益增长(%)	(31)	20	33	21	17

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	930	1,085	1,446	1,749	2,053
折旧与摊销	111	120	142	162	186
净利息费用	44	45	20	23	17
运营资本变动	(676)	161	(607)	(94)	(1,139)
税金	(39)	(73)	(188)	(227)	(267)
其他经营现金流	132	(91)	(671)	74	(661)
经营活动产生的现金流	503	1,247	142	1,687	189
购买固定资产净值	156	256	242	286	298
投资减少/增加	(3)	(6)	3	3	3
其他投资现金流	(363)	(426)	(485)	(571)	(597)
投资活动产生的现金流	(210)	(176)	(239)	(282)	(295)
净增权益	(101)	(101)	(141)	(170)	(200)
净增债务	0	120	850	(620)	393
支付股息	101	101	141	170	200
其他融资现金流	(215)	(299)	(163)	(193)	(216)
融资活动产生的现金流	(215)	(179)	686	(813)	177
现金变动	78	892	590	592	71
期初现金	827	924	1,804	2,393	2,985
公司自由现金流	293	1,071	(97)	1,405	(106)
权益自由现金流	337	1,237	773	808	304

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	924	1,804	2,393	2,985	3,057
应收帐款	7,839	8,199	10,144	10,935	12,563
库存	1,810	1,925	2,613	2,552	3,191
其他流动资产	332	392	540	543	628
流动资产总计	10,905	12,329	15,694	17,020	19,444
固定资产	1,260	1,371	1,344	1,309	1,260
无形资产	233	489	617	776	938
其他长期资产	89	111	93	100	101
长期资产总计	1,582	1,972	2,053	2,185	2,299
总资产	12,487	14,301	17,747	19,206	21,743
应付帐款	4,245	5,256	6,320	7,350	7,496
短期债务	0	120	627	200	505
其他流动负债	669	663	1,085	779	1,190
流动负债总计	4,914	6,039	8,031	8,329	9,191
长期借款	695	697	1,040	847	935
其他长期负债	7	15	8	10	11
股本	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008
储备	5,282	6,050	7,072	8,307	9,757
股东权益	6,290	7,058	8,080	9,316	10,766
少数股东权益	581	492	588	704	840
总负债及权益	12,487	14,301	17,747	19,206	21,743
每股帐面价值(人民币)	6.24	7.00	8.01	9.24	10.68
每股有形资产(人民币)	6.01	6.51	7.40	8.47	9.75
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.92)	(1.67)	(1.41)	(2.61)	(2.29)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.8	11.8	12.5	13.2	14.0
息税前利润率(%)	11.3	10.5	11.3	12.0	12.7
税前利润率(%)	12.7	11.3	12.1	12.8	13.4
净利率(%)	9.8	9.0	9.7	10.2	10.8
流动性					
流动比率(倍)	2.2	2.0	2.0	2.0	2.1
利息覆盖率(倍)	18.8	22.2	68.5	70.5	117.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.9	1.7	1.6	1.7	1.8
估值					
市盈率(倍)	22.7	18.8	14.1	11.6	9.9
核心业务市盈率(倍)	22.1	18.5	13.9	11.5	9.8
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	28.9	24.2	18.2	15.0	12.8
市净率(倍)	2.6	2.3	2.0	1.8	1.5
价格/现金流(倍)	32.5	13.1	114.9	9.7	86.6
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	16.3	13.0	10.0	7.6	6.6
周转率					
存货周转天数	125.1	91.8	90.5	90.5	90.5
应收帐款周转天数	357.0	304.7	279.7	280.5	280.6
应付帐款周转天数	186.1	180.5	176.5	181.9	177.3
回报率					
股息支付率(%)	14.0	11.6	12.1	12.1	12.1
净资产收益率(%)	12.1	13.0	15.4	16.2	16.4
资产收益率(%)	6.2	6.5	7.3	7.7	8.3
已运用资本收益率(%)	2.5	2.7	3.1	3.3	3.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371