

2017年8月25日

直流输电业绩释放，智能变配稳步发展

买入（维持）

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9607	11391	13110	14774
同比(%)	30.8	18.6	15.1	12.7
净利润(百万元)	869	1140	1406	1645
同比(%)	20.58	31.22	23.30	17.02
毛利率(%)	23.3	25.0	25.1	25.3
ROE(%)	12.31	14.39	15.68	16.21
每股收益(元)	0.862	1.131	1.394	1.632
P/E	21.06	15.30	12.41	10.60
P/B	2.59	2.20	1.95	1.72

投资要点

■ 2017年上半年营收32.57亿元，同比增长12.38%，归母净利润1.60亿元，同增46.45%符合预期。公司上半年实现营业收入32.57亿元，同比增长12.38%；实现归属于上市公司股东的净利润1.60亿，同比增长46.45%；实现扣非后归属于上市公司股东的净利润1.59亿，相比于2016年增长45.48%；上半年基本EPS为0.159元，同比增长46.37%；公司业绩符合市场和我们的预期。2017年第二季度，公司营收为21.24亿，同比增长8.75%，环比增长87.36%；归属母公司股东净利润1.11亿，同比增长50.32%，环比增长123.05%。二季度对应EPS为0.11元。

■ 直流输电业绩开始放量，上半年同比大增110.64%。公司上半年直流输电系统营收6.45亿，同比大增110.64%；毛利率38.19%，降低10.07个百分点。公司在2015-16年间分别中标酒泉-湖南和晋北-江苏10.35亿、锡盟-泰州和上海庙-山东11.68亿、滇西北-广东5亿、渝鄂直流10.46亿、扎鲁特-青州9.48亿，累计47亿订单(40亿营收)，特高压从招标到确认收入约为一年，下半年有望业绩继续高增长。公司2017年中标巴基斯坦默蒂亚里-拉合尔6.285亿，后续将有国网2条(张北柔直示范性项目、陕北武汉项目)、南网1条(乌东德-温州项目)线落地，整体全年订单将和16年保持同一水平，在30-40亿之间，新订单将在18年开始继续贡献业绩。预计2017年全年特高压有45%以上的增长。

■ 智能变配电站系统稳步发展，上半年营收同增20.79%。公司智能变配电站系统包括主干网和配网的二次设备，对于高电压等级来说就是保护设备和整站的监控系统，对于配网来说就是配电自动化设备，该板块上半年营收13.06亿，同增20.34%；毛利率20.79%，同比下降2.85个百分点。国网2017年前三批变电二次设备招标中，保护类设备及变电监控类设备分别同增7%、8%，在连续2年下滑后开始回升。其中，许继电气保护类设备、变电监控设备分别中标1245、149套，份额均在13%以上；配网方面电改体制改革落地，增量配网前景看好，公司上半年智能变配电站系统的增量也主要来自配网租赁模式带来的新订单。预计公司智能变配电站系统全年营收有10%的增长。

首席证券分析师 曾朵红

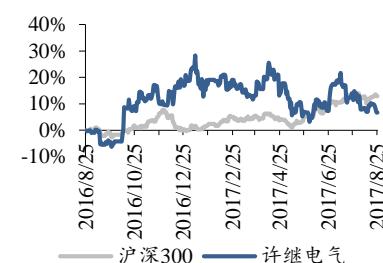
执业证书编号：

S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.82
一年最低/最高价	15.50/19.67
市净率(倍)	2.38
流通A股市值(百万元)	16957.71

基础数据

每股净资产(元)	7.06
资产负债率(%)	48.29
总股本(百万股)	1008.33
流通A股(百万股)	1008.19

相关研究

- 费用控制和现金流表现优秀，配网租赁和柔性直流是新看点 2017-03-27
- 配网毛利率探底回升，直流特高压订单丰富 2016-10-28
- 电网业务保持平稳，直流和电源业务是未来看点 2016-08-26

■ 智能电表行业短期承压下营收微增，电动汽车智能充换电系统营收大幅下滑，智能中压供用电设备毛利仍很低。公司智能电表板块上半年营收 3.72 亿，同增 10.56%；毛利率 12.46%，同比下降 2.28 个百分点。电动汽车智能充换电系统营收仅 1.56 亿，同比下降 38.94%；毛利率仅 10.42%，同比下降 5.49 个百分点。智能中压供用电设备上半年营收 6.21 亿，同增 6.52%；毛利率仅 7.55%，同比增长 1.9 个百分点。1) 其中智能电表板块，2017 年国网智能电表招标 2 批，第一批 2092 万台，预计全年招标量下滑 30-40%；但是未来电表将从窄带载波向宽带载波或者窄带+微功率的双模方向发展，新技术要求下电表企业将迎来新一轮的更换周期，并且电表更换周期约 8-10 年，因此国网招标从 2018 年起有望启动新周期；而与此同时，南网 2016 年以来智能电表招标量大幅增长。因此我们预计今年是智能电表的最低点，明年稳步复苏。2) 国网上半年充电桩两次招标分别为 19 万 kW、47.7 万 kW，其中第一次招标许继中标 1.49 万 kW，占 7.5% 份额，位列第 2，9 月份将发布电源项目第五批招标公告，下半年的两次招标量会比上半年环比大幅增长。3) 智能中压供用电设备门槛低，厂家多，价格竞争激烈，毛利率仍然很低。

图表 1：主营业务情况

单位：万元

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年 同期增减
分行业						
电气机械及器材制造业	325728	262386	19.45%	12.38%	11.28%	0.80%
分产品						
智能变配电网	130645	103482	20.79%	20.34%	24.83%	-2.85%
直流输电系统	64539	39894	38.19%	110.64%	151.67%	-10.07%
智能中压供用电设备	62080	57396	7.55%	6.52%	4.38%	1.90%
智能电表	37195	32560	12.46%	10.56%	13.51%	-2.28%
电动汽车智能充换电系统	15637	14007	10.42%	-38.94%	-34.95%	-5.49%
EMS 加工服务及其它	15632	15047	3.74%	-52.79%	-52.74%	-0.11%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：分季度经营情况

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	同比	环比
营业收入	8.16	13.65	12.48	39.19	9.46	19.53	19.09	48.00	11.34	21.24	8.75%	87.36%
毛利率	23.87%	22.84%	28.34%	30.48%	26.60%	14.80%	19.17%	27.69%	20.64%	18.81%	4.01%	-1.82%
毛利润	1.95	3.12	3.54	11.94	2.52	2.89	3.66	13.29	2.34	4.00	38.25%	70.80%
期间费用率	22.97%	17.42%	20.96%	8.36%	22.67%	9.28%	10.93%	10.51%	15.59%	10.09%	0.81%	-5.50%
销售费用	0.63	0.96	1.14	1.33	1.07	0.98	0.86	1.56	0.65	0.70	-29.23%	7.21%
管理费用	1.11	1.32	1.36	1.85	0.94	0.73	1.12	3.37	1.01	1.33	83.95%	31.52%
财务费用	0.13	0.10	0.12	0.10	0.13	0.10	0.11	0.12	0.10	0.11	8.26%	9.02%
期间费用	1.87	2.38	2.61	3.28	2.14	1.81	2.09	5.05	1.77	2.14	18.22%	21.28%
资产减值损失	0.00	-0.08	0.00	2.01	0.00	0.14	0.06	0.88	0.00	0.32	129.50%	#DIV/0!
营业利润	0.05	0.75	0.85	6.20	0.34	0.87	1.45	7.01	0.55	1.59	82.47%	189.98%
营业外收入	0.14	0.14	0.26	0.95	0.01	0.23	0.24	0.74	0.09	-0.05	-123.28%	-159.43%
利润总额	0.19	0.90	1.10	7.12	0.35	1.09	1.67	7.74	0.63	1.52	40.00%	140.27%
所得税	0.06	0.08	0.20	0.90	0.15	0.18	0.17	0.96	0.13	0.40	123.98%	215.36%
归属于母公司净利润	0.11	0.65	0.90	5.56	0.36	0.74	1.35	6.24	0.50	1.11	50.32%	123.05%
净利率	1.29%	4.75%	7.19%	14.18%	3.79%	3.77%	7.08%	13.01%	4.38%	5.22%	1.44%	0.83%
存货	20.23	20.66	22.55	18.10	20.85	22.75	26.07	19.25	24.98	28.11	23.58%	12.52%
股本	10.08	10.08	10.08	10.08	10.08	10.08	10.08	10.08	10.08	10.08		
EPS	0.01	0.06	0.09	0.55	0.04	0.07	0.13	0.62	0.05	0.11	50.32%	123.05%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

■ **毛利率 19.45% 略有增长，销售费用下降，管理费用上升。**1) 公司上半年毛利率 19.45%，相比于去年同期 18.65% 略有增长。主要原因是直流特高压业务占比提升，另一方面各个细分领域毛利均有下滑，主要系上游原材料价格短期迅速上涨导致。2) 上半年销售费用 1.35 亿，同比降低 34.61%，销售费用率 4.13%，同比降低 2.97 个百分点；其中第二季度销售费用 0.70 亿，同比降低 29.32%，销售费用率 3.28%，同比降低 1.76 个百分点，环比降低 2.45 个百分点。3) 上半年管理费用 2.35 亿，同比增长 40.66%，主要因为报告期内计入管理费用的

研发费用同比增长；管理费用率 7.21%，同比增长 1.45 个百分点；其中研发费用 1.01 亿，同比增长 132.31%；其中，第二季度管理费用 1.33 亿，同比增长 83.95%，管理费用率 6.28%，同比增长 2.57 个百分点，环比降低 2.67 个百分点。4) 上半年财务费用净支出 0.21 亿，较去年减少 6.20%。第二季度财务费用 0.11 亿，同比增长 8.26%。

- **预收款增长 6.88%，存货增长 46.06%，应收账款增长 2.48%，应收票据减少 40.24%，现金流大幅下降。** 2017 年上半年，公司预收款 3.88 亿，较期初增长 6.88%；存货 28.11 亿，较期初增长 46.06%，公司排产基本都是按照在手订单，存货的增长预示着下半年仍有大量订单将确认；应收账款 79.91 亿，较期初增长 2.48%；应收票据 1.59 亿，较期初减少 40.24%。上半年经营活动产生的现金流量净额 -6.84 亿元，较上年同期 -0.66 亿元大幅下降，主要因为目前处于大项目采购生产投入阶段。

图表 3：分季度运营情况

许继电气	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流(亿元)
2014Q3	7.16%	8.85%	0.68%	16.69%	35.84%	15.90%	166.42	231.30	(1.50)
2014Q4	5.61%	11.30%	0.21%	17.11%	38.80%	14.04%	119.80	214.23	1.77
2015Q1	7.72%	13.67%	1.58%	22.97%	23.87%	1.29%	281.16	671.14	(2.02)
2015Q2	7.01%	9.65%	0.76%	17.42%	22.84%	4.75%	210.92	501.81	0.99
2015Q3	9.12%	10.90%	0.93%	20.96%	28.34%	7.19%	216.14	466.56	2.45
2015Q4	3.39%	4.73%	0.24%	8.36%	30.48%	14.18%	124.71	338.22	3.62
2016Q1	11.35%	9.99%	1.33%	22.67%	26.60%	3.79%	252.60	707.55	(2.15)
2016Q2	5.04%	3.72%	0.53%	9.28%	14.80%	3.77%	155.91	467.29	1.50
2016Q3	4.52%	5.86%	0.55%	10.93%	19.17%	7.08%	152.86	417.18	0.81
2016Q4	3.24%	7.02%	0.25%	10.51%	27.69%	13.01%	91.20	287.40	12.32
2017Q1	5.73%	8.95%	0.91%	15.59%	20.64%	4.38%	221.24	609.76	(6.63)
2017Q2	3.28%	6.28%	0.53%	10.09%	18.81%	5.22%	0.00	0.00	(0.21)
同比	-1.76%	2.57%	0.00%	0.81%	4.01%	1.44%	(155.91)	(467.29)	(1.71)
环比	-2.45%	-2.67%	-0.38%	-5.50%	-1.82%	0.83%	(221.24)	(609.76)	6.41

资料来源：Wind，东吴证券研究所

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2017-2019 年归母净利润为 11.4/14.06/16.45 亿元，EPS 为 1.131/1.394/1.632 元，同比增长 31%/23%/17%，给予 2018 年 18 倍 PE，目标价 25 元，维持买入评级。
- **风险提示：**毛利率下降；国网招标不达预期；直流特高压推进不达预期。

许继电气三大财务预测表

损益表(人民币百万元)

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,607	11,391	13,110	14,774
增长率	30.8%	18.6%	15.1%	12.7%
营业成本	-7,371	-8,544	-9,819	-11,030
%销售收入	76.7%	75.0%	74.9%	74.7%
毛利	2,236	2,846	3,291	3,743
%销售收入	23.3%	25.0%	25.1%	25.3%
营业税金及附加	-55	-62	-68	-74
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-448	-513	-570	-620
%销售收入	4.7%	4.5%	4.4%	4.2%
管理费用	-616	-718	-813	-901
%销售收入	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%
毛利润(EBIT)	1,117	1,555	1,839	2,148
%销售收入	11.6%	13.6%	14.0%	14.5%
财务费用	-45	-31	-26	-20
%销售收入	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-107	-205	-165	-183
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	3	3	4	5
%净利润	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	967	1,321	1,652	1,950
营业外净额	10.1%	11.6%	12.6%	13.2%
营业外收支	118	120	125	130
净利润	1,085	1,441	1,777	2,080
净利润率	11.3%	12.7%	13.6%	14.1%
所得税	-145	-192	-236	-277
所得税率	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
净利润	940	1,250	1,541	1,803
少数股东权益	72	110	135	158
归属于母公司的净利润	869	1,140	1,406	1,645
毛利率	9.0%	10.0%	10.7%	11.1%

现金流量表(人民币百万元)

	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动	940	1,250	1,541	1,803
少数股东权益	0	110	135	158
现金流入	228	319	278	293
经营活动现金流出	33	-74	-84	-90
筹资活动现金流入	46	-1,691	-976	-942
经营活动现金净流	1,247	-88	894	1,223
资本开支	179	-273	-31	-65
投资	4	0	0	0
其他	0	3	4	5
投资活动现金净流	-176	276	35	70
股权投资	5	0	0	0
债权投资	120	-120	0	0
其他	-303	-58	-317	-411
筹资活动现金净流	-179	-178	-317	-411
现金净流量	892	11	612	882

资产负债表(人民币百万元)

	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,804	1,705	2,182	2,905
应收账款	8,199	9,699	10,973	12,152
存货	1,925	2,167	2,436	2,676
其他流动资产	402	456	513	575
流动资产	12,329	14,027	16,103	18,308
%总资产	86.2%	89.2%	90.5%	91.8%
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产	1,371	1,372	1,354	1,309
%总资产	9.6%	8.7%	7.6%	6.6%
无形资产	489	222	221	222
其他流动资产	1,972	1,705	1,687	1,642
%总资产	13.8%	10.8%	9.5%	8.2%
资产总计	14,301	15,732	17,790	19,950
短期借款	120	0	0	0
应付账款	5,682	5,967	6,731	7,433
其他流动负债	237	526	644	763
流动负债	6,039	6,492	7,375	8,197
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	698	698	698	698
负债	6,736	7,190	8,072	8,894
普通股股东权益	7,058	7,926	8,967	10,146
少数股东权益	492	602	737	895
负债及股东权益合计	14,287	15,718	17,776	19,935

比率分析

	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标				
每股收益(元)	0.862	1.131	1.394	1.632
每股净资产(元)	7,000	7,861	8,892	10,062
每股经营现金净流(元)	1.237	-0.196	0.753	1.056
每股股利(元)	0.100	0.270	0.363	0.462
回报率				
净资产收益率	12.31%	14.39%	15.68%	16.21%
总资产收益率	6.08%	7.25%	7.91%	8.25%
投入资本收益率	14.76%	17.95%	19.43%	21.11%
增长率				
营业收入增长率	30.77%	18.57%	15.09%	12.69%
EBIT增长率	8.85%	39.24%	18.32%	16.77%
净利润增长率	20.58%	31.22%	23.30%	17.02%
总资产增长率	14.41%	10.01%	13.08%	12.14%
资产管理能力				
应收账款周转天数	301.0	296.0	291.0	286.0
存货周转天数	92.5	92.5	90.5	88.5
应付账款周转天数	229.7	225.0	221.0	217.0
固定资产周转天数	38.5	32.3	26.6	21.9
偿债能力				
资产负债率	-13.07%	-11.82%	-15.30%	-20.00%
EBIT利息保障倍数	24.6	49.7	71.3	108.6
资产负债率	47.15%	45.74%	45.41%	44.62%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>