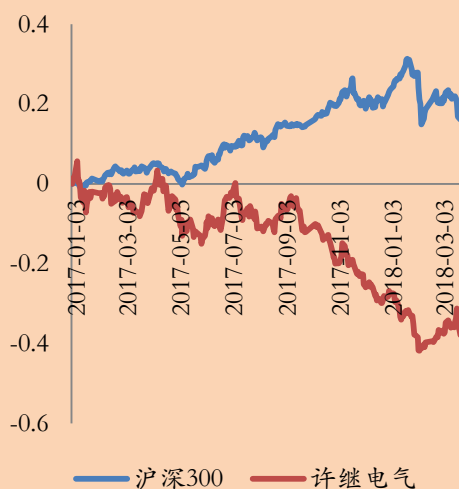




许继电气 (000400)

投资评级：增持

报告日期：2018-3-26



吴海滨

0551-65161836

wllvswbh@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161836

xucc1990@126.com

业绩不及预期 成长还看配网自动化

公司实现营业收入 1,033,072.11 万元，同比增长 7.53%；实现归属于母公司股东的净利润 61,377.73 万元，同比降低 29.36%；每股收益 0.6087 元，同比下降 29.36%。

□ 业绩远不及预期

受益于特高压工程陆续进入业绩确认期，公司直流输电系统去年实现收益 274797.22 万元，同比增长 72.66%，但由于产品结构变化，毛利率下降 12.4 个 pct。智能变配电系统在国网配电一次设备招标下滑、二次设备招标量大幅提升的正反作用下营收小幅波动，毛利率下降 3.64 个 pct。中压供用电设备营收和毛利率双双下滑。整体毛利率受产品价格及原材料等因素影响，下降 2.5 个 pct，同时期间费用率下降 0.9 个 pct，稍抵消部分毛利率下滑影响，资产减值损失主要系应收账款坏账准备增长，其中又以 3 年以上账龄坏账准备和几个金额重大应收账款坏账增长明显。经营活动现金流净额由正转负，同比下降 102.80%。整体来看业绩大幅低于预期。

□ 配网自动化铸就新动力

去年国家电网配网二次设备招标呈爆发式增长，其中终端设备超 1 倍增长，主站同比增长 80%，但从总体量来看在配网占比较低，所以公司业绩未有明显体现。今年，国家电网在配网上的招标批次达到 4 次，是以往的 2 倍，预计配网结构性调整加速，二次设备投资量进一步加大。公司配网领域覆盖一二次设备，保护自动化稳居行业前三，同时研制了新一代配电自动化主站系统、就地化/小型化变电站保护装置，将进一步强化公司在配网自动化领域的竞争优势。

□ 助力搭建全球能源互联网 推动输配电“一带一路”

公司去年研制成功了国际领先的 ± 800 千伏/5000 兆瓦、 ± 535 千伏/3000 兆瓦柔性直流换流阀，有望在新开建的张北柔性直流示范工程等项目上占得一席之地。今年预计国内有 4 条直流项目建设招标，加上在建的项目为公司直流业务提供一定支撑；国际业务上，去年公司中标巴基斯坦默拉、土耳其凡城直流项目，实现高端直流装备海外市场突破，未来有望进一步开拓海外市场获得收益。公司加快服务业发展，设备租赁模式推广至山东、安徽等多省区，整站检修、二次设备隐患治理、配网区域代维等业务较快增长，新业务模式有望带来新的机遇。

□ 投资建议

我们预计 2018/19/20 归母净利润为 6.32/6.41/6.86 亿元，EPS 为 0.63/0.64/0.68 元，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元



主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10331	10853	11808	12797
收入同比(%)	8%	5%	9%	8%
归属母公司净利润	614	632	641	686
净利润同比(%)	-29%	3%	1%	7%
毛利率(%)	20.6%	20.0%	19.3%	19.2%
ROE(%)	8.4%	8.0%	7.7%	7.6%
每股收益(元)	0.61	0.63	0.64	0.68
P/E	19.85	19.27	19.00	17.75
P/B	1.61	1.52	1.43	1.34
EV/EBITDA	15	13	13	12

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	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	13,136	14,365	15,472	16,789	营业收入	10,331	10,853	11,808	12,797
现金	1,342	1,103	1,682	1,608	营业成本	8,200	8,682	9,530	10,342
应收账款	9,239	10,011	10,400	11,507	营业税金及附加	87	77	92	95
其他应收款	115	166	159	170	销售费用	360	442	446	503
预付账款	466	551	636	732	管理费用	693	712	784	845
存货	1,749	2,363	2,372	2,532	财务费用	44	42	29	25
其他流动资产	225	172	222	241	资产减值损失	236	110	120	130
非流动资产	2,173	2,038	1,967	1,894	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	0	0	0	0
固定资产	1,198	1,122	1,046	970	营业利润	789	787	807	858
无形资产	393	367	342	319	营业外收入	11	11	12	13
其他非流动资产	572	549	579	604	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	15,309	16,403	17,440	18,683	利润总额	793	799	819	872
流动负债	7,161	7,317	7,818	8,520	所得税	111	112	115	122
短期借款	0	0	0	0	净利润	682	687	704	750
应付账款	5,723	6,310	6,713	7,339	少数股东损益	68	55	63	64
其他流动负债	1,438	1,007	1,105	1,181	归属母公司净利润	614	632	641	686
非流动负债	23	489	418	322	EBITDA	895	931	936	982
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.61	0.63	0.64	0.68
其他非流动负	23	489	418	322					
负债合计	7,184	7,806	8,236	8,842					
少数股东权益	549	604	667	731					
股本	1,008	1,008	1,008	1,008					
资本公积	834	834	834	834					
留存收益	5,733	6,150	6,694	7,268					
归属母公司股东权	7,576	7,993	8,537	9,110					
负债和股东权益	15,309	16,403	17,440	18,683					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金流	(35)	132	847	212	成长能力				
净利润	682	632	641	686	营业收入	7.53%	5.05%	8.80%	8.38%
折旧摊销	141	102	100	99	营业利润	-18.45%	-0.16%	2.46%	6.40%
财务费用	52	42	29	25	归属于母公司净利润	-29.36%	2.97%	1.45%	7.01%
投资损失	(0)	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	(1,152)	(809)	(107)	(792)	毛利率(%)	20.62%	20.00%	19.29%	19.19%
其他经营现金	243	165	183	194	净利率(%)	5.94%	5.82%	5.43%	5.36%
投资活动现金流	(152)	9	0	0	ROE(%)	8.39%	7.99%	7.65%	7.62%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	11.06%	9.66%	8.91%	9.39%
长期投资	(0)	9	0	0	偿债能力				
其他投资现金	(152)	0	0	0	资产负债率(%)	46.93%	47.59%	47.23%	47.33%
筹资活动现金流	(285)	(258)	(126)	(138)	净负债比率(%)	56.52%	62.61%	58.97%	60.27%
短期借款	(120)	0	0	0	流动比率	1.83	1.96	1.98	1.97
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.59	1.64	1.68	1.67
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	5	0	0	0	总资产周转率	0.70	0.68	0.70	0.71
其他筹资现金	(169)	(258)	(126)	(138)	应收账款周转率	1.22	1.14	1.18	1.19
现金净增加额	(472)	(117)	721	74	应付账款周转率	1.91	1.80	1.81	1.82

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.63	0.64	0.68	P/E	19.8	19.3	19.0	17.8
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.03)	0.13	0.84	0.21	P/B	1.6	1.5	1.4	1.3
每股净资产(最新摊薄)	7.51	7.93	8.47	9.03	EV/EBITDA	14.76	13.29	12.67	12.22

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。