

许继电气(000400):

特高压贡献主要业绩增量, 计提减值影响当期业绩

审慎推荐(首次)

电力设备新能源

当前股价: 11.33 元

报告日期: 2018 年 3 月 30 日

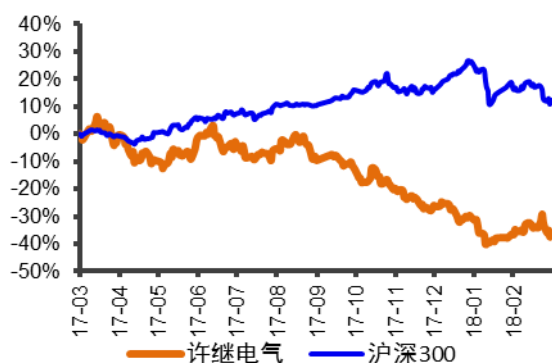
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10330.72	11232.58	12213.16	13279.35
(+/-)	7.53%	8.73%	8.73%	8.73%
归属母公司净利润	613.78	655.65	732.79	816.26
(+/-)	-29.36%	17.70%	11.77%	11.39%
EPS (元)	0.61	0.65	0.73	0.81
市盈率	20.51	17.42	15.59	14.00
市净率	1.51	1.40	1.30	1.21
ROE	8.10%	8.39%	8.67%	8.91%

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	10.08/10.08
流通市值 (亿元)	114
每股净资产 (元)	7.51
资产负债率 (%)	46.93

股价表现 (最近一年)



资料来源: WIND, 华鑫证券研发部

分析师: 潘永乐

执业证书编号: S1050517100001

联系电话: 021-54967705

邮箱: panyl@cfsc.com.cn

相关事件:

2018 年 3 月 24 日公司发布 2017 年年度报告, 2017 年公司实现营业收入 103.30 亿元, 同比增长 7.53%; 实现归母净利润 6.13 亿元, 同比下滑 29.36%。

投资要点:

◆**直流特高压输电系统订单持续结转, 贡献当年主要业绩增量。**2017 年公司直流输电系统实现营业收入 27.48 亿元, 同比增长 72.66%; 实现毛利 9.61 亿元, 同比增长 27.46%; 毛利率 34.98%, 同比下滑 12.4pct.。由于 2017 年公司直流特高压订单集中交付, 公司直流输电系统营收占比上升至 26.6%, 毛利占比 45.11%, 上升至第一位, 为 2017 年公司业绩提供了主要增量。2018 年预计国内还将有包括张北柔性输电项目在内的 4 条支流特高压线路招标, 另外还有海外公司在 17 年已经中标的巴基斯坦和土耳其直流特高压订单预计可以完成收入确认。我们预计直流输电系统业务在 18 年依旧将是公司业绩主要贡献。在国内市场, 随着近期“淮东-皖南±1100KV”直流特高压的全线贯通, 国内特高压线路目前已建成 8 条交流和 11 条直流, 尚有 4 条交流和 3 条直流线路在建或未开工; 在海外市场, 随着“一带一路”战略的推进以及公司在直流和柔性输电上的技术优势, 未来在巴基斯坦、沙特-埃及、墨西哥等项目公司都有可能获得新的特高压订单。

◆**智能变配电业务稳定发展, 毛利率有所下滑。**智能变配电业务是公司的传统主业, 2017 年实现营业收入 37.39 亿元, 同比下滑 1.63%; 实现毛利 7.79 亿元, 同比下滑 16.28%; 毛利率 20.85%, 同比下降 3.64pct.。公司智能变电站业务历来较为稳定, 主要变量是配网业务的弹性上, 随着近年来国网招标变化, 公司配网业务还是受到了一定的影响。我们认为, 2018 年随着配网建设需求的上升, 公司智能变配电业务有望受益于总体配网招标规模的上升而恢复正增长。

◆**智能电表业务维持稳定, 充电桩业务有所下滑。**2017 年公司智能电表业务实现营业收入 12.15 亿元, 同比略增 0.03%; 实现毛利 1.81 亿元, 同比增长 9.05%; 毛利率 14.90%, 较 16 年上升 1.23pct.。我们认为, 公司在国网招标下滑的情况下, 把握了南网招标和海外(东南亚、非洲等)市场的机会, 维持了



智能电表业务营收的稳定。充电桩业务实现营收 6.95 亿元，同比下滑 22.51%；实现毛利 0.87 亿元，同比下滑 53.88%；毛利率 12.47%，较 2016 年下降 8.48pct.。我们认为，公司 2017 年充电桩业务下滑的主要原因是招标价格的下降，导致营收及毛利率双双下滑。

◆**应收账款上升较快，计提资产减值准备影响当期业绩。**2017 年公司应收账款 91.24 亿元，较 2016 年的 77.97 亿元上升了 13.27 亿元；其中主要是针对许继集团的应收账款由 28.48 亿元上升至 38.24 亿元，同向上升了 9.76 亿元。公司 2017 年计提了 23471.86 万元的应收账款坏账减值准备，合计的坏账减值准备影响了当年归母净利润 22761.85 万元。我们认为，公司当年应收账款大幅上升的主要变动来源于大股东许继集团应收账款的上升（占比 73.55%），实际财务风险可控。

◆**盈利预测：**基于 2018 年公司直流输电业务维持稳定、配网业务有所增长的前提假设，我们预测公司 2018、2019、2020 年 EPS 分别为 0.65、0.73、0.81 元，首次给予其“审慎推荐”的投资评级。

◆**风险提示：**直流特高压招标情况不及预期；配网业务招标情况不及预期；智能电表业务出现下滑等。



预测财务报表（单位：百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1341.70	1047.04	2448.88	2352.34	营业收入	10330.72	11232.58	12213.16	13279.35
应收和预付款项	10030.58	10750.77	11844.75	12723.32	减：营业成本	8200.30	8986.06	9770.53	10623.48
存货	1749.31	2246.60	1299.41	2508.74	营业税金及附加	87.07	94.67	102.94	111.92
其他流动资产	14.36	14.36	14.36	14.36	营业费用	360.27	391.72	425.91	463.09
长期股权投资	9.49	9.49	9.49	9.49	管理费用	693.47	754.01	819.84	891.41
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	43.91	-25.32	-39.33	-54.01
固定资产和在建工程	1376.90	956.69	536.48	116.27	资产减值损失	236.14	178.88	178.88	178.88
无形资产和开发支出	637.97	564.79	491.61	418.43	加：投资收益	0.30	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	148.41	147.85	148.00	149.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	15308.72	15737.60	16792.98	18291.95	其他经营损益	78.80	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	788.65	852.56	954.40	1064.58
应付和预收款项	6462.29	6903.36	7332.69	8134.29	加：其他非经营损益	4.09	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	792.74	852.56	954.40	1064.58
其他负债	721.69	698.33	698.33	698.33	减：所得税	110.95	116.86	132.13	148.66
负债合计	7183.97	7601.68	8031.01	8832.61	净利润	681.79	735.70	822.26	915.92
股本	1008.33	1008.33	1008.33	1008.33	减：少数股东损益	68.01	80.05	89.47	99.66
资本公积	834.29	834.29	834.29	834.29	归属母公司股东净利润	613.78	655.65	732.79	816.26
留存收益	5733.15	6293.30	6919.35	7616.72					
归属母公司股东权益	7575.77	8135.92	8761.97	9459.33	财务分析	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	548.98	629.03	718.50	818.16	收益率				
股东权益合计	8124.75	8764.95	9480.47	10277.50	毛利率	20.62%	20.00%	20.00%	20.00%
负债和股东权益合计	15308.72	15737.60	16792.98	18291.95	三费/销售收入	10.63%	9.97%	9.88%	9.79%
					EBIT/销售收入	8.08%	7.36%	7.49%	7.61%
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	EBITDA/销售收入	9.44%	10.17%	10.07%	9.98%
经营性现金净流量	-34.94	-294.66	1401.83	-96.54	销售净利率	6.60%	6.55%	6.73%	6.90%
投资性现金净流量	-152.26	11.03	11.03	11.03	资产获利率				
筹资性现金净流量	-284.88	-70.18	-67.41	-64.88	ROE	8.10%	8.39%	8.67%	8.91%
现金流量净额	-472.08	-156.89	1401.83	-96.54	ROA	4.61%	4.67%	4.90%	5.01%
					ROIC	7.48%	10.17%	10.07%	12.16%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	增长率				
EBIT	753.46	827.24	915.07	1010.57	销售收入增长率	7.53%	8.73%	8.73%	8.73%
EBITDA	894.50	1142.31	1230.14	1325.08	净利润增长率	-29.36%	17.70%	11.77%	11.39%
NOPLAT	657.16	714.18	788.83	870.01	总资产增长率	7.05%	2.80%	6.71%	8.93%
净利润	613.78	655.65	732.79	816.26	资本结构				
EPS	0.61	0.65	0.73	0.81	资产负债率	46.93%	48.30%	47.82%	48.29%
BPS	7.51	8.07	8.69	9.38	投资资本/总资产	46.75%	47.84%	40.85%	42.17%
PE	20.51	17.42	15.59	14.00	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	1.51	1.40	1.30	1.21	流动比率	1.88	1.95	2.05	2.10
PS	1.11	1.02	0.94	0.86	速动比率	1.59	1.55	1.78	1.71

资料来源：WIND，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，九年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>