

# 毛利率环比提升，持续推进三型两网建设

## ——许继电气一季报点评

季报点评

**开文明 (分析师)**

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

**孟可 (联系人)**

mengke@xsdzq.cn

证书编号: S0280118090006

### ● 2019年一季度公司业绩平稳向好，归母净利润为1.88亿元

公司发布2019年一季报：2019一季度实现营业收入10.33亿元( YOY+15.39%)，归母净利润0.25亿元(YOY-9.06%)，扣非后归母净利润0.21亿元(YOY-18.36%)，经营活动现金流量净额-2.26亿元(YOY+26.13%)，毛利率22.12%，环比提升5.08pct。销售费用同比增长26.26%，是因为售后服务费增长影响，而管理费用同比增长24.29%，是由于人工成本及无形资产摊销增长影响。我们认为公司作为国网旗下的核心优质资产，在特高压核心设备和配网自动化环节技术实力雄厚，市占率领先，将受益于本轮特高压。我们预计公司2019-2021年归母净利润为4.81/7.14/8.31亿元，对应EPS为0.48/0.71/0.82元，维持“推荐”评级。

### ● 2019年特高压项目核准陆续推进，公司作为主站设备龙头将受益

2018年9月，七交五直新一轮特高压建设周期开启。截至目前，青海至河南、陕北至湖北、张北-雄安和驻马店至南阳四条特高压线已进行了设备招标。根据特高压项目历次周期的特点，本次特高压周期会集中在2019-2020年完成工程招标建设，2021年底前可以投产，2021年前大部分中标设备企业确认收入。我们假设按照20%、45%和35%计算收入分配，2019-2021年特高压站内核心设备带来的收入增加分别为7、15.75和12.25亿元，公司直流输电业务板块的收入有望提升至2016-2017年水平，且整体毛利率有望回升。

### ● 发改委推进增量配电业务，公司配网自动化实力领先：

2019年以来，发改委陆续出台了《关于进一步推进增量配电业务改革的通知》和《增量配电业务改革试点项目进展情况通报(第二期)》，进一步明确相关政策，有效解决试点推进过程中的关键问题，督促地方加大推进力度。根据国家电网目标，2018年内配网自动化覆盖率达到60%，对照90%的目标还有30%的差距。公司与国电南瑞并为国网系二次设备龙头，在配网主站市占率方面保持领先。此外，公司控股股东许继集团资金实力雄厚，未来通过集团配网租赁模式有望加快配网业务拓展。

### ● 风险提示：原材料价格波动风险；配网改造和特高压推进不及预期。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,331	8,217	9,329	10,973	12,516
增长率(%)	7.5	-20.5	13.5	17.6	14.1
净利润(百万元)	614	200	481	714	831
增长率(%)	-29.4	-67.5	140.7	48.6	16.4
毛利率(%)	20.6	17.4	18.5	20.4	20.4
净利率(%)	5.9	2.4	5.2	6.5	6.6
ROE(%)	8.4	3.3	6.0	8.2	8.8
EPS(摊薄/元)	0.61	0.20	0.48	0.71	0.82
P/E(倍)	16.6	51.0	21.2	14.2	12.2
P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1

**推荐 (维持评级)**

市场数据	时间 2019.04.25
收盘价(元):	10.09
一年最低/最高(元):	7.32/12.94
总股本(亿股):	10.08
总市值(亿元):	101.74
流通股本(亿股):	10.08
流通市值(亿元):	101.73
近3月换手率:	122.56%

#### 股价一年走势



#### 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.77	-27.3	-4.62
绝对	-6.65	0.29	0.23

#### 相关报告

《特高压进入密集核准期，业绩增速有望复苏》2019-03-28

《特高压加速修复业绩，变配电业务重拾增长》2019-02-24

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	13136	12245	14271	16061	18400	<b>营业收入</b>	<b>10331</b>	<b>8217</b>	<b>9329</b>	<b>10973</b>	<b>12516</b>
现金	1342	975	562	549	626	营业成本	8200	6786	7601	8735	9960
应收账款	9124	8428	10231	11714	13317	营业税金及附加	87	51	51	77	88
其他应收款	115	0	131	23	152	营业费用	360	346	410	439	501
预付账款	466	565	606	771	800	管理费用	693	409	606	713	814
存货	<b>1749</b>	<b>1723</b>	<b>2166</b>	<b>2304</b>	<b>2793</b>	财务费用	44	41	48	95	91
其他流动资产	340	554	575	700	712	资产减值损失	236	14	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2173	2332	2494	2736	2932	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	9	10	10	10	10	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	1198	1225	1289	1403	1480	<b>营业利润</b>	789	308	613	913	1063
无形资产	638	778	887	1012	1132	营业外收入	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>25</b>
其他非流动资产	327	319	308	311	310	营业外支出	7	1	3	3	4
<b>资产总计</b>	<b>15309</b>	<b>14577</b>	<b>16764</b>	<b>18797</b>	<b>21331</b>	<b>利润总额</b>	793	325	627	931	1084
<b>流动负债</b>	7161	6197	7901	9194	10862	所得税	<b>111</b>	<b>51</b>	<b>99</b>	<b>147</b>	<b>171</b>
短期借款	0	96	96	1058	860	<b>净利润</b>	682	274	528	785	913
应付账款	5723	5473	7067	7345	9089	少数股东损益	<b>68</b>	<b>74</b>	<b>48</b>	<b>71</b>	<b>82</b>
其他流动负债	<b>1438</b>	<b>628</b>	<b>738</b>	<b>791</b>	<b>914</b>	归属母公司净利润	614	200	481	714	831
<b>非流动负债</b>	23	26	30	33	35	EBITDA	<b>894</b>	<b>478</b>	<b>765</b>	<b>1131</b>	<b>1333</b>
长期借款	0	0	4	7	9	EPS (元)	0.61	0.20	0.48	0.71	0.82
其他非流动负债	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>						
<b>负债合计</b>	<b>7184</b>	<b>6224</b>	<b>7932</b>	<b>9228</b>	<b>10897</b>	<b>主要财务比率</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	549	598	645	716	798	<b>成长能力</b>					
股本	1008	1008	1008	1008	1008	营业收入(%)	7.5	-20.5	13.5	17.6	14.1
资本公积	834	834	834	834	834	营业利润(%)	-18.4	-60.9	98.6	49.1	16.4
留存收益	5733	5913	6313	6907	7599	归属于母公司净利润(%)	-29.4	-67.5	140.7	48.6	16.4
归属母公司股东权益	7576	7755	8187	8853	9636	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>15309</b>	<b>14577</b>	<b>16764</b>	<b>18797</b>	<b>21331</b>	毛利率(%)	20.6	17.4	18.5	20.4	20.4
						净利率(%)	5.9	2.4	5.2	6.5	6.6
						ROE(%)	8.4	3.3	6.0	8.2	8.8
						ROIC(%)	7.8	3.2	6.2	8.0	9.0
						<b>偿债能力</b>					
经营活动现金流	-35	463	-5	-413	817	资产负债率(%)	46.9	42.7	47.3	49.1	51.1
净利润	682	274	528	785	913	净负债比率(%)	-7.9	-10.5	-5.2	5.4	2.4
折旧摊销	141	177	155	181	209	流动比率	1.8	2.0	1.8	1.7	1.7
财务费用	44	41	48	95	91	速动比率	1.6	1.7	1.5	1.5	1.4
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-1101	-44	-736	-1474	-396	总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
其他经营现金流	200	16	0	0	0	应收账款周转率	1.2	0.9	1.0	1.0	1.0
<b>投资活动现金流</b>	-152	-101	-317	-423	-405	应付账款周转率	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2
资本支出	<b>152</b>	<b>101</b>	<b>162</b>	<b>242</b>	<b>196</b>	每股指标(元)					
长期投资	0	0	-0	-0	-0	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.20	0.48	0.71	0.82
其他投资现金流	0	0	-155	-181	-209	每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.65	-0.00	-0.41	0.81
<b>筹资活动现金流</b>	-285	-673	-92	-140	-136	每股净资产(最新摊薄)	7.51	7.69	8.12	8.78	9.56
短期借款	<b>-120</b>	<b>96</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>估值比率</b>					
长期借款	-697	0	4	3	2	P/E	16.6	51.0	21.2	14.2	12.2
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
资本公积增加	5	-0	0	0	0	EV/EBITDA	11.3	20.7	13.6	10.1	8.4
其他筹资现金流	<b>527</b>	<b>-769</b>	<b>-96</b>	<b>-143</b>	<b>-138</b>						
<b>现金净增加额</b>	<b>-472</b>	<b>-311</b>	<b>-413</b>	<b>-975</b>	<b>276</b>						

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**开文明**，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京 郝颖 销售总监

固话: 010-69004649  
邮箱: haoying1@xsdzq.cn

上海 吕莜琪 销售总监

固话: 021-68865595 转 258  
邮箱: lvyouqi@xsdzq.cn

广深 吴林蔓 销售总监

固话: 0755-82291898  
邮箱: wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京: 北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编: 100086

上海: 上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编: 200120

广深: 深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编: 518046

公司网址: <http://www.xsdzq.cn/>