



许继电气 (000400)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-3-8

股价走势:



吴海滨

0551-65161836

wllvswb@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161836

xucc1990@126.com

输配充电三剑合璧促增长

主要观点:

特高压: 未来业绩爆发点

公司 2016 年相继中标多个输电直流工程项目, 加上 2015 年订单超过 40 亿元。业绩贡献主要体现在 2017 年。预期未来四年国内特高压投资规模在千亿, 加上“走出去”的战略机遇, 公司作为国内唯一一家提供换流阀、直流控制保护系统、直流场成套设备等高压/特高压直流输电系统核心装备全面解决方案的供应商, 因而在行业内尤其是特高压领域拥有较大的市场份额, 特高压直流业务将有望成为业绩爆发点。

充电桩: 高增长初现 未来业绩可期

2016 年充电设备市场发展结构性失衡, 专用桩建设远不及预期, 决定未来四年专用桩成为建设主力, 年复合增长率在 170% 以上。凭借强势的市场占有率和技术水平, 2016 年公司不仅巩固国网市场, 同时开拓南网客户, 布局电网系统外的市场, 在新能源汽车制造厂商、城市投资主体、运营公司、物流等领域全面布局, 业绩成效显著。

依托国网背景 享电改红利 创新运营模式

公司是国家电网旗下的配电供应商企业, 具备提供行业先进的智能配电网一体化综合解决方案及全套智能配电产品, 在配电侧放开中有望受益。公司同时打破原有的设备销售模式, 探索创新经营模式, 积极开拓设备租赁、运维检修等新的业务模式, 进一步为公司业绩增长提供支撑。从设备生产到制造+服务, 公司通过创新业务模式培养新的利润增长点。

投资建议

公司是电力装备龙头企业, 借助大规模电网建设, 公司将迎来快速增长。我们预计 2016/17/18 归母净利润为 8.43/11.58/12.77 亿元, EPS 为 0.84/1.15/1.27 元, 给予“买入”评级。

风险提示

新能源汽车行业政策趋严致使行业增长速度放缓; 市场竞争加剧。

盈利预测:

单位: 百万元

| 主要财务指标 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 7346 | 8608 | 11905 | 13691 |
| 收入同比(%) | -12% | 17% | 38% | 15% |
| 归属母公司净利润 | 721 | 843 | 1158 | 1277 |
| 净利润同比(%) | -32% | 17% | 37% | 10% |
| 毛利率(%) | 28.0% | 23.0% | 24.3% | 23.7% |
| ROE(%) | 11.7% | 12.1% | 14.2% | 13.6% |
| 每股收益(元) | 0.71 | 0.84 | 1.15 | 1.27 |
| P/E | 23.65 | 20.22 | 14.72 | 13.34 |
| P/B | 2.71 | 2.42 | 2.10 | 1.84 |
| EV/EBITDA | 21 | 15 | 12 | 11 |

资料来源: wind、华安证券研究所

目 录

| | | |
|-------|------------------------|----|
| 1 | 易主造就电力装备龙头 | 4 |
| 1.1 | 历史沿革 | 5 |
| 1.1.1 | 易主：民营变国网系 | 5 |
| 1.1.2 | 集团优质资产注入 增强输变电装备系统集成能力 | 6 |
| 1.2 | 财务数据 | 7 |
| 2 | 输电+配电+充电设备 三剑合璧 | 9 |
| 2.1 | 特高压：未来业绩爆发点 | 9 |
| 2.2 | 充电桩：高增长初现 未来业绩可期 | 14 |
| 2.3 | 依托国网背景 享电改红利 创新运营模式 | 15 |
| 3 | 投资建议 | 18 |
| 4 | 风险提示 | 18 |
| | 附录：财务报表预测 | 19 |

图表目录

| | | |
|-------|---------------------------|----|
| 图表 1 | 电力系统示意图 | 4 |
| 图表 2 | 公司产品业务分类 | 5 |
| 图表 3 | 公司 2016H1 各项业务营收占比 | 5 |
| 图表 4 | 许继电气控股股东及主要子公司 | 7 |
| 图表 5 | 公司近年每股收益、净资产收益率情况 | 8 |
| 图表 6 | 公司 2015 年各项业务毛利率 | 8 |
| 图表 7 | 公司近年来资产负债率 | 8 |
| 图表 8 | 公司近年营运能力指标 | 8 |
| 图表 9 | 公司近年来成长性指标情况 | 9 |
| 图表 10 | 2016 前三季度各项业务营收增长情况 | 9 |
| 图表 11 | “西电东送”输电容量规模（亿千瓦） | 10 |
| 图表 12 | 国网海外输电工程 | 11 |
| 图表 13 | 特高压直流换电站投资结构 | 12 |
| 图表 14 | 特高压直流换流阀市场份额 | 12 |
| 图表 15 | 特高压直流控制保护系统市场份额 | 12 |
| 图表 16 | 公司及控股股东许继集团中标的直流输电工程 | 13 |
| 图表 17 | 车桩比现状和 2020 年目标 | 14 |
| 图表 18 | 专用充电桩保有量未来四年增长 | 14 |
| 图表 19 | 国网 2016 年充电设备项目招标许继集团中标情况 | 15 |
| 图表 20 | 近年来电源投资完成情况 | 15 |
| 图表 21 | 近年来电网投资完成情况 | 15 |
| 图表 22 | “十二五”、“十三五”配网投资规划 | 16 |

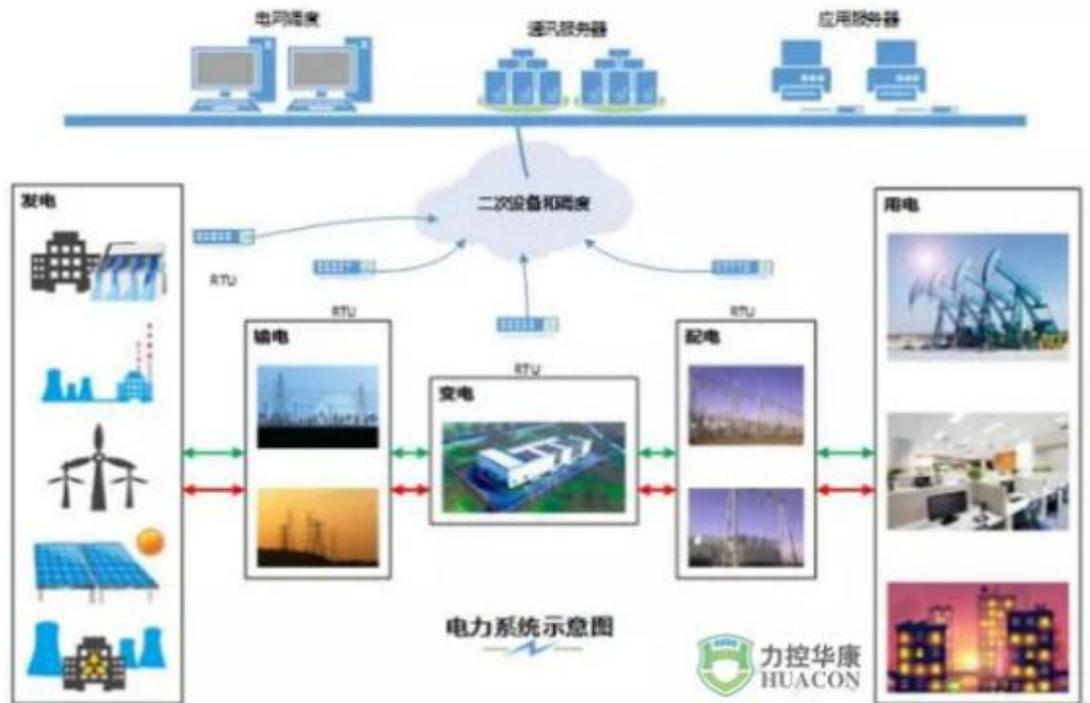


| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 23 电力发展“十三五”规划电网建设部分..... | 16 |
| 图表 24 我国配电自动化覆盖率..... | 17 |
| 图表 25 近年来公司毛利率水平及毛利率、营收增长情况..... | 18 |

1 易主造就电力装备龙头

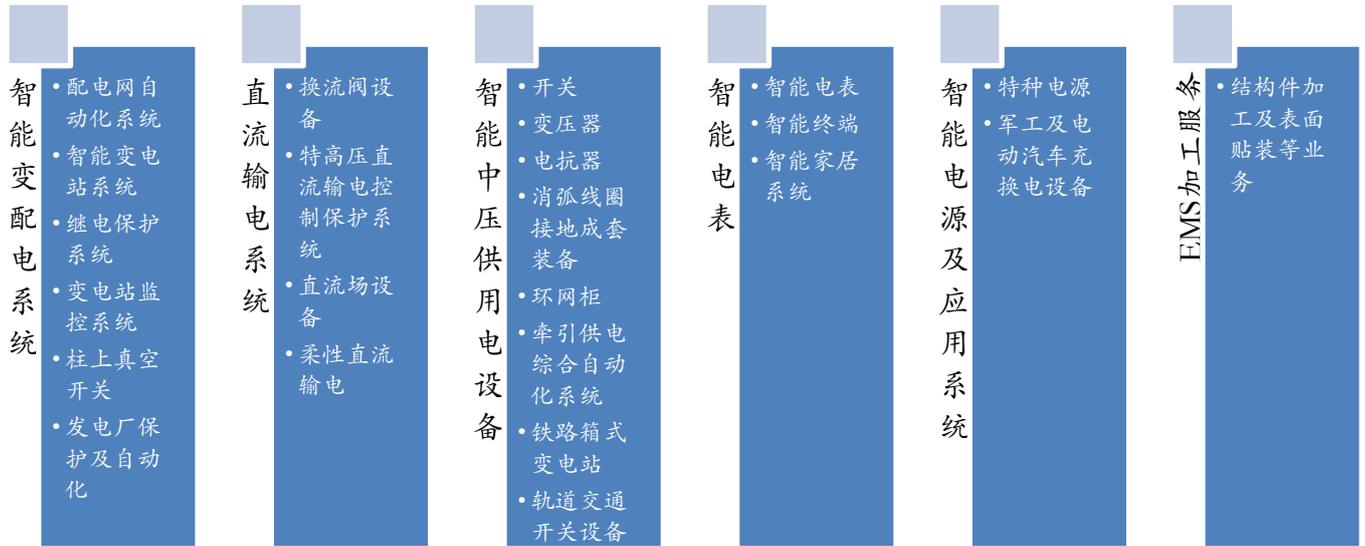
许继电气是中国电力装备行业的龙头企业，产品覆盖发电、输电、变电、配电、用电等电力系统各个环节，横跨一二次、高中压、交直流装备领域，能够为客户提供系统解决方案。公司产品业务主要分为智能变配电系统、直流输电系统、智能中压供用电设备、智能电表、智能电源及应用系统、EMS 加工服务等六类，其中智能变配电系统、直流输电系统和智能中压供用电设备三个业务占比最高。公司控股股东许继集团有限公司是国家电网公司直属产业单位，是专注于电力、自动化和智能制造的高科技现代产业集团。

图表 1 电力系统示意图



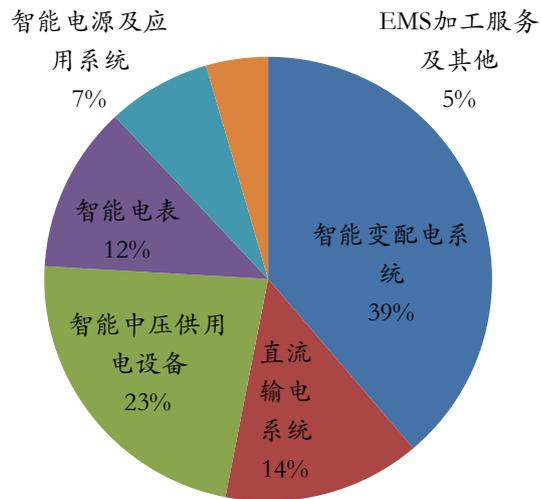
资料来源：力控华康官网

图表 2 公司产品业务分类



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 公司 2016H1 各项业务营收占比



资料来源：wind，华安证券研究所

1.1 历史沿革

1.1.1 易主：民营变国网系

公司成立于1993年，由许昌继电器厂作为独家发起人以定向募集方式改组设立，1997年在深圳证券交易所上市。2010年中国电力科学研究院通过增资，持有

许继集团 60%的股权，成为许继集团的控股股东，公司的实际控制人也由平安信托变更为国家电网公司。之后经过多次股权划转，最终由国家电网直接持有许继集团 100%股权。

1.1.2 集团优质资产注入 增强输变电装备系统集成能力

为有效增强公司输变电装备系统集成能力，提升公司的盈利水平和竞争能力，同时增强公司独立性，减少关联交易，梳理和界定产业链上下游业务模式，以充分发挥软硬件产品的互动协同效应，公司 2014 年完成了向许继集团的定向增发，购买了集团旗下柔性输电分公司业务及相关资产负债、许继电源有限公司 75%股份、许昌许继软件技术有限公司 10%股权、上海许继电气有限公司 50%股权。

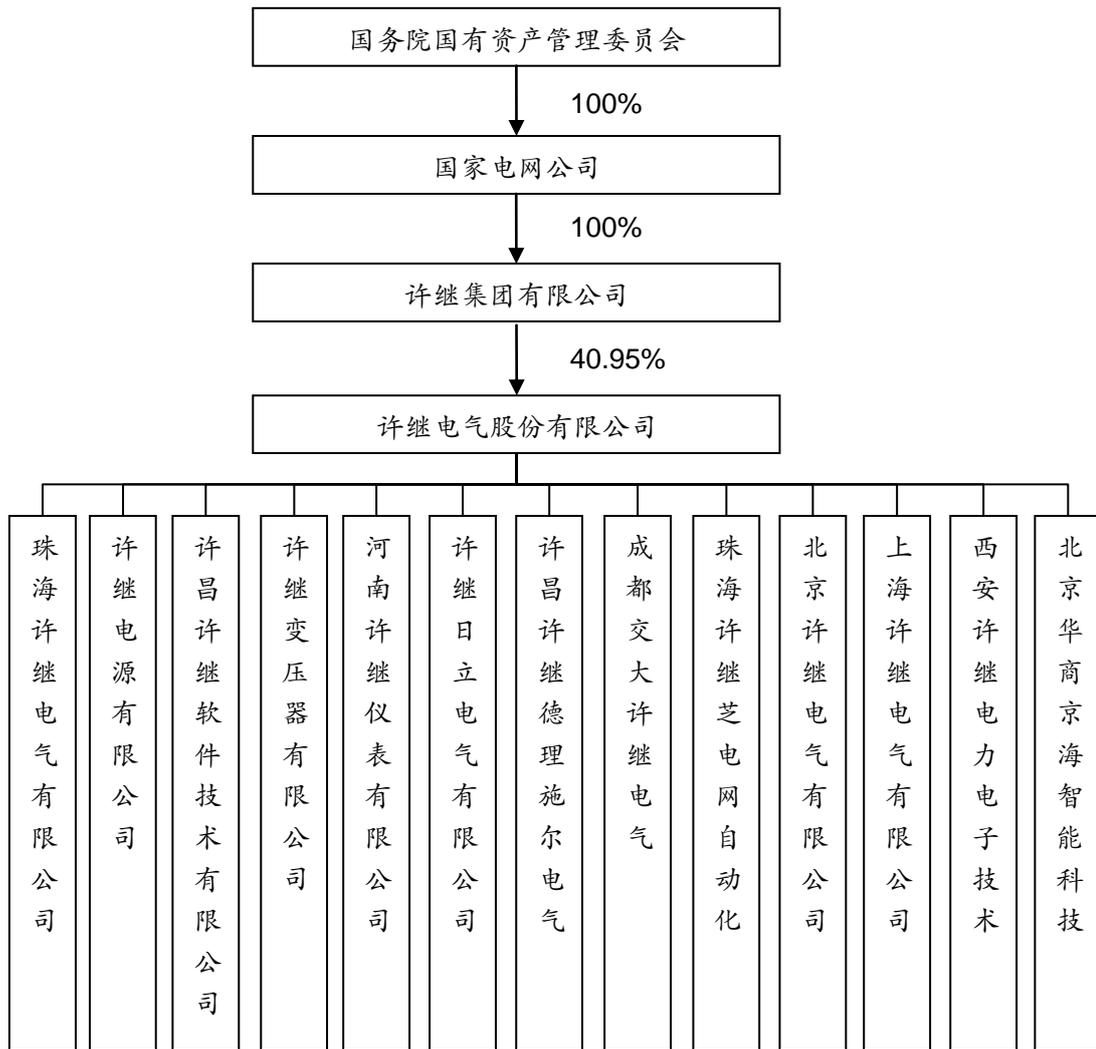
- 直流输电生产资源整合

柔性输电分公司主要从事高压/特高压直流输电换流阀、新能源发电并网设备等产品的研发和生产，其资产注入使得许继电气在原有直流输电控制保护系统、直流场设备业务基础上，整合许继集团直流输电设备生产资源，从而使公司成为国内提供换流阀、控制保护系统、直流场成套设备等在内的高压/特高压直流输电系统核心装备全面解决方案的供应商。

- 降低关联交易 增加盈利渠道

许继电源主要产品包括电动汽车充换电配套设备、电力电源及特种电源、电能质量产品，尤其电动汽车充换电配套市占率高，且可以为客户提供电动汽车充换电站的整体解决方案。合并前，许继电气为许继电源提供部分产品的配套和加工制造，同时在充换电站监控系统等方面具有较强的实力，合并整合后，减少了关联交易，提高公司的独立性，同时使许继电气具备提供电动汽车充换电整体解决方案的实力，提升盈利能力。

图表 4 许继电气控股股东及主要子公司



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 财务数据

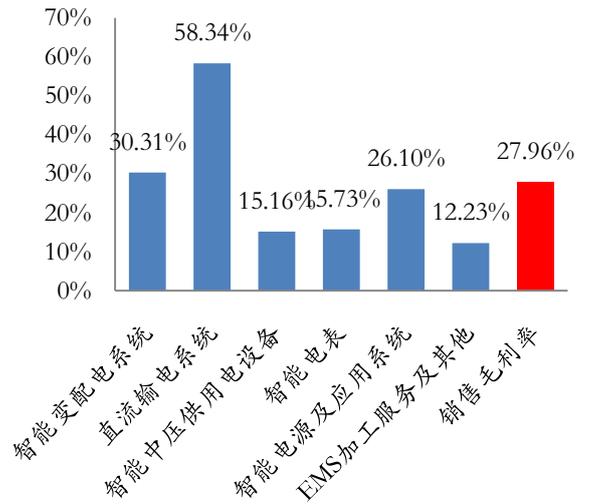
● 盈利能力强 未来毛利率有望维持高位

公司近年来的净资产收益率保持在 10% 以上，每股收益在 0.6 元/股以上，整体毛利率在 26% 以上，高于变配电行业平均水平，因而具有较强的盈利能力。自 2011 年起国家电网、南方电网等电网企业开始施行统一招标，同时招标产品分类细化，单一中标金额呈下降趋势。随着集中招标次数的增加和招标量的增加，参与招投标的厂家也越来越多，竞争日趋激烈，中标价格呈现下滑趋势，使得行业内主要中标企业毛利率普遍出现大幅下滑。公司为此收购了集团旗下的柔性输电分公司资产，拓展在直流输电领域的产品系，尤其是特高压设备，具有较高的技术壁垒，毛利率高，而且并入后公司的市场占有率进一步提高，随着特高压和柔性输电工程建设速度加快，有助于维持较高的毛利率水平。

图表 5 公司近年每股收益、净资产收益率情况



图表 6 公司 2015 年各项业务毛利率

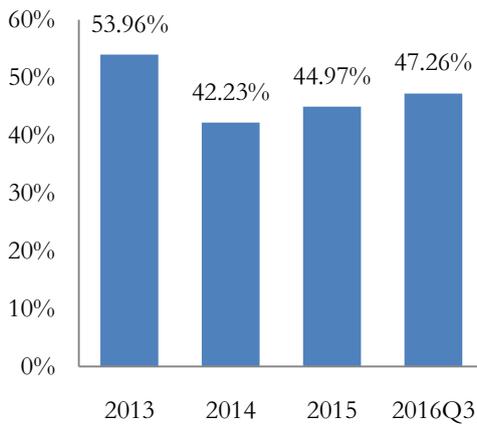


资料来源: wind, 华安证券研究所

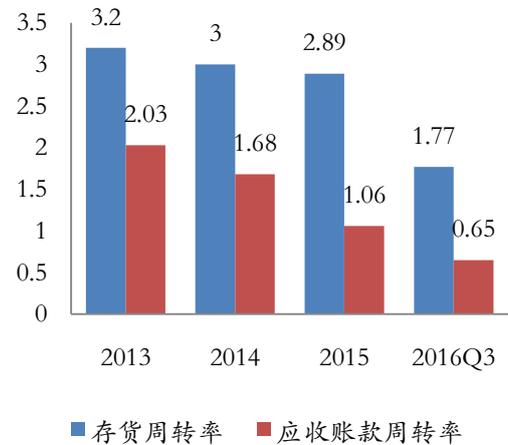
● 营运能力持续改善

公司偿债能力和营运能力基本维持在行业平均水平。

图表 7 公司近年来资产负债率



图表 8 公司近年营运能力指标

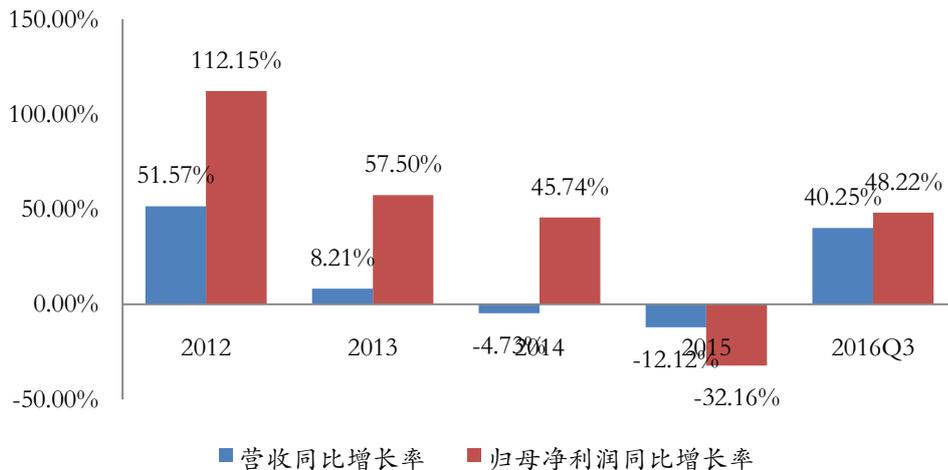


资料来源: wind, 华安证券研究所

● 直流输电+智能电源带领公司走出低谷

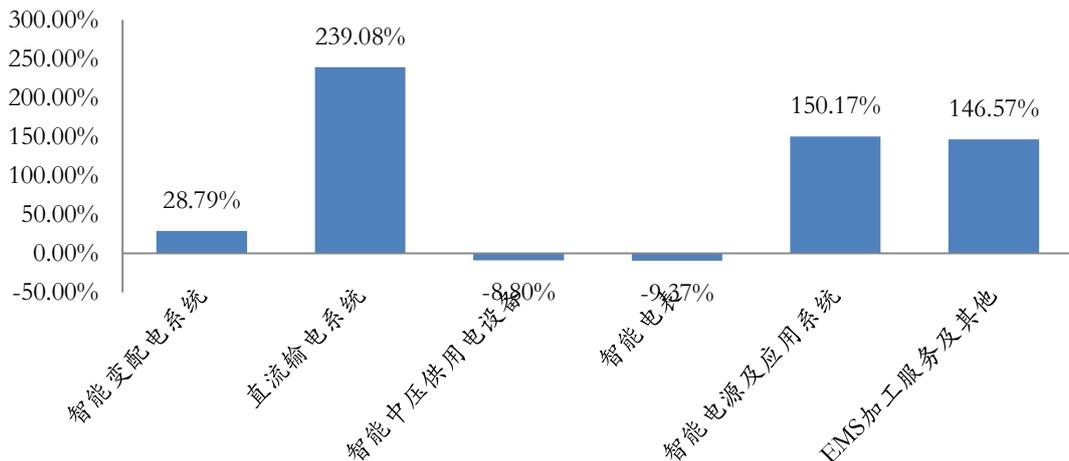
从公司成长能力来看也印证了电网企业统一招标给输配电企业造成的影响。2012 年到 2015 年公司的营业收入和归母净利润一直走下坡路,到了 2015 年甚至是“双负增长”业绩,但 2015 年也成为公司业绩转折点。2016 年前三季度,直流输电业务和智能电源及应用系统业务的爆发式增长带领公司走出之前营收和净利润增长率双降的阴霾,同比增长 40%以上,未来几年特高压和充电桩业务增长效应有望继续叠加增强公司的成长性。

图表 9 公司近年来成长性指标情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 2016 前三季度各项业务营收增长情况



资料来源：wind，华安证券研究所

2 输电+配电+充电设备 三剑合璧

公司在巩固已有市场的同时加快推进关键技术攻关和核心产品开发，实现电力核心装备研发和制造领域的重大突破，提高国产化率，甚至屡次攻克世界级技术难题，使得公司始终保持技术领先地位。

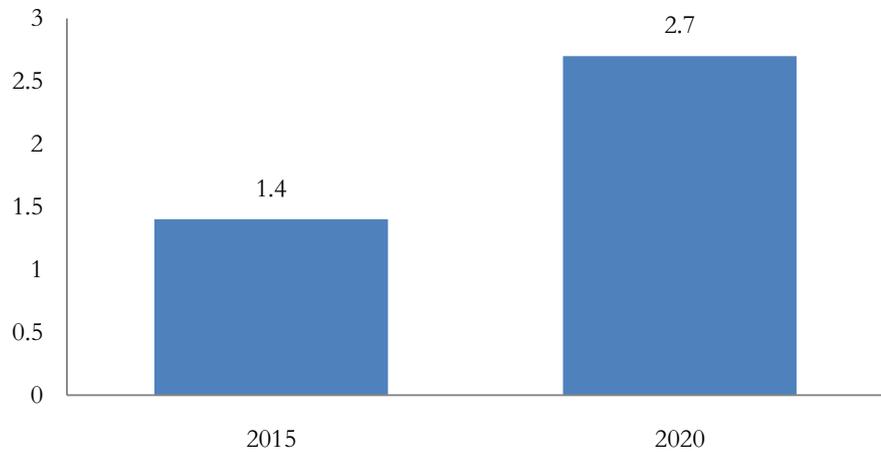
2.1 特高压：未来业绩爆发点

公司 2014 年购买了控股股东许继集团旗下柔性输电分公司，从而强化了公司在高压/特高压领域行业龙头地位，能够同时提供包括换流阀、控制保护系统、直流场成套设备等在内的高压/特高压直流输电系统核心装备全面解决方案，具备较强的特高压直流输电设备成套能力。

2.1.1 千亿级别市场空间

《电力发展“十三五”规划》将电网发展作为“十三五”期间的重要目标之一，提出合理布局能源富集地区外送，建设特高压输电和常规输电技术的“西电东送”输电通道，新增规模 1.3 亿千瓦，达到 2.7 亿千瓦左右；电网主网架进一步优化，省间联络线进一步加强，形成规模合理的同步电网。严格控制电网建设成本。全国新增 500 千伏及以上交流线路 9.2 万公里，变电容量 9.2 亿千伏安。在实施水电配套外送输电通道的基础上，重点实施大气污染防治行动 12 条输电通道及酒泉至湖南、准东至安徽、金中至广西输电通道。建成东北（扎鲁特）送电华北（山东）特高压直流输电通道，解决东北电力冗余问题。适时推进陕北（神府、延安）电力外送通道建设。结合受端市场情况，积极推进新疆、呼盟、蒙西（包头、阿拉善、乌兰察布）、陇（东）彬（长）、青海等地区电力外送通道论证。

图表 11 “西电东送”输电容量规模（亿千瓦）



资料来源：电力发展“十三五”规划，华安证券研究所

从规划的输电容量规模来看，“十三五”期间输电容量增长近 93%，年复合增长率将近 15%。

- 国家电网“十三五”规划

国家电网“十三五”规划，在“四交五直”工程基础上，后续特高压工程分三批建设，首先是加快建设“五交八直”特高压工程，其次在 2018 年以前开工建设“十交两直”特高压工程，加快统一同步电网建设。

- 南方电网“十三五”规划

南方电网主要采用直流输电技术实现跨区域送电，已形成“八回交流、八回直流”。“十三五”期间规划建设滇西北至广东±800 千伏特高压直流输电工程、±500 千伏云南金沙江中游电站送电广西直流工程、±500 千伏云南观音岩电站三条电力大通道，从而形成 500 千伏常规直流、同塔双回直流、800 千伏特高压直流、背靠背直流和柔性换流的交直流混联的区域大电网。

- “走出去”、“一带一路”

除了国内电网建设，国家电网为推进“走出去”和“一带一路”战略，不仅实现首个海外特高压直流输电项目，而且提出了与 4 个国家 9 项电网联网工程，打造“一带一路”经济带输电走廊，加速构建全球能源互联网。据国家电网新疆

电力公司的消息，“十三五”期间计划投资 2019 亿元用于疆电外送通道于新疆区内电网骨架建设。若“电力丝绸之路”打通，将更加有效解决新疆新能源消纳困扰。商务部数据显示近 3 年来我国与“一带一路”沿线国家贸易额达 3.1 万亿美元，占对外贸易总额的 26%，“一带一路”已成为我国经济发展的一大增长点，而特高压有望成为继核电、高铁后，我国“走出去”战略的又一张名片。

图表 12 国网海外输电工程

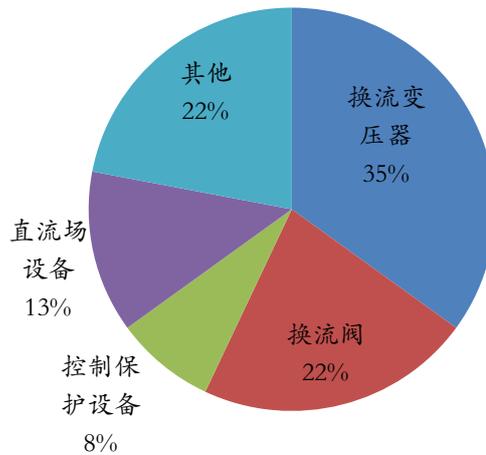
| | 项目 | 简介 |
|--------|-------------------------------|---|
| “一带一路” | 与巴基斯坦水电部签署巴基斯坦默拉直流输电项目相关协议 | 标志着项目进入全面实施阶段。该项目列入中巴经济走廊实施项目清单，是巴基斯坦首条直流工程，采用±660 千伏直流输电技术，线路长度约 878 公里 |
| | 哈萨克斯坦埃基巴斯图兹-南阳±1100 千伏特高压直流工程 | 与中亚的互联电力通道 |
| | 新疆伊犁-巴基斯坦伊斯兰堡±660 千伏直流 | |
| | 俄罗斯叶尔科齐-河北霸州±800 千伏特高压直流工程 | 与俄罗斯、蒙古国的输电通道 |
| | 蒙古锡伯敖包-天津±660 千伏直流 | |
| 其他项目 | 埃塞俄比亚-肯尼亚 500 千伏直流输电项目 | 计划将埃塞俄比亚清洁、丰富的水电资源输送至肯尼亚，用以缓解肯国内日益迫切的电力需求。该项目是国家电网公司承建的首个海外跨国联网输电项目 |
| | 巴西美丽山水电特高压直流送出一期项目 | 全长 2084 公里，是国网在海外首个特高压直流输电项目 |
| | 巴西美丽山二期项目 | 新建 2518 公里的±800 千伏特高压直流输电线路、两端换流站及相关配套工程，国网首个在海外独立开展工程总承包的特高压输电项目 |
| | 巴西特里斯皮尔斯水电送出二期项目 | 工程范围包括新建 500 千伏输电线路 1005 公里，230 千伏输电线路 275 公里，新建 230 千伏变电站 1 座，扩建 500 千伏变电站 4 座，新增无功补偿容量 2190 兆乏。工程建设总投资 23 亿雷亚尔（折合 6.6 亿美元）。 |

资料来源：国家电网、澎湃新闻、华安证券研究所

2.1.2 市场格局：技术优势助少数企业分享特高压蛋糕

每条特高压线路投资在 200-250 亿元，特高压直流单条线路中换流站成本约占总投资额的 50%-60%，换流阀、换流变压器、控制保护构成了设备采购的主要部分。国网“十三五”规划的“五交八直”和“十交两直”总投资额将超过 6000 亿元，而在变电（换流）站上的投入将达到 3000 亿元。

图表 13 特高压直流换电站投资结构

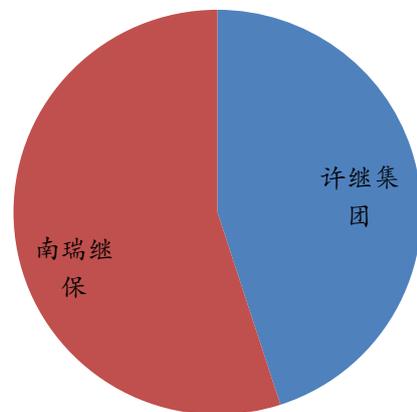
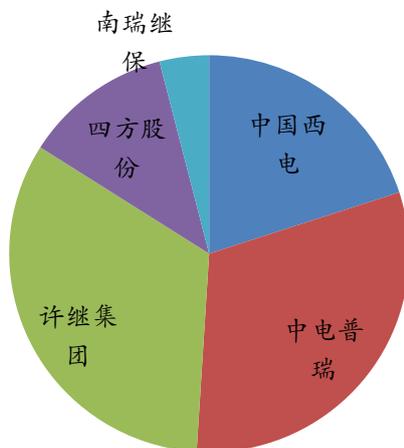


资料来源: wind

随着特高压建设规划的确定, 16、17 年将是特高压招标的高峰期, 而 17、18 年将是建设高峰期。从技术先进性来说, 我国特高压装备技术处在世界领先水平, 并且实现了海外拓展。从市场格局上看目前特高压设备研发和生产主要集中在少数公司, 随着特高压线路核准加速, 行业蛋糕越来越大, 这些企业无疑将分得最大的那块。

图表 14 特高压直流换流阀市场份额

图表 15 特高压直流控制保护系统市场份额



资料来源: 公司公告, 国家电网电子商务平台, 北极星电力网, 华安证券研究所

而在盈利能力方面, 由于技术壁垒高, 整体毛利率相对较高。换电站的换流阀是直流输电工程的核心设备, 毛利率在 35%左右, 控制保护设备属于二次设备, 毛利率会更高。因而, 特高压线路的核准和建设将成为新一波企业利润增长助推器。

2.1.3 掌握核心技术欲征服四海

公司控股股东许继集团作为国内电力装备制造业的领先企业中标国家电网和

南方电网绝大部分的直流输电工程建设（在运在建的 14 条特高压直流线路中，参与供应 12 条线路的换流阀或直流控制保护系统），公司在收购柔性输电分公司前以直流控制保护设备制造商身份参与中标项目，收购完成后以提供换流阀、直流控制保护系统、直流场成套设备等高压/特高压直流输电系统核心装备全面解决方案成为中标合同的重要受益方，因而在行业内尤其是特高压领域拥有较大的市场份额。在换流阀领域，掌握 1100kV 及以下电压等级的直流输电换流阀生产技术，除了满足特高压输电需求，还可以运用于背靠背输电方式、常规长距离高压直流输电方式，与中电普瑞、中国西电、ABB 共同分享行业红利，其中公司市场占比最大；在直流控制保护系统领域，与南瑞继保平分秋色；在国家电网大力倡导“一带一路”和“走出去”战略背景下，公司有望以其高端装备制造能力从中获得订单。

图表 16 公司及控股股东许继集团中标的直流输电工程

| 项目 | 提供内容 | 金额 |
|---|------------------------------------|----------|
| 灵宝背靠背直流输电工程项目 | 全套控制保护设备 | 3533 万元 |
| 贵州至广东第二回±500kV 高压直流输电工程项目 | 换流站控制保护部分 | 2.36 亿元 |
| 东北-华北联网高岭背靠背换流站工程 | 直流控制保护系统设备、换流阀设备 | 2.57 亿元 |
| 云南-广东±800kV 直流输电工程 | 全套继电保护、控制设备 | 2.81 亿元 |
| 向家坝-上海±800kV 特高压直流输电工程 | 直流控制保护设备、换流阀设备 | 1.36 亿元 |
| 糯扎渡-广东±800kV 特高压直流输电工程 | 成套控制保护系统、换流阀、阀冷系统、直流场设备 | |
| 溪洛渡-浙江金华±800kV 特高压直流输电工程 | 直流控制保护、换流阀 | |
| 舟山多端柔性直流输电工程 | 换流阀及阀外水冷系统 | |
| 鲁西背靠背直流异步联网工程 | 换流阀及阀冷却系统 | 1.85 亿元 |
| 灵州-绍兴±800kV 特高压直流输电工程 | 换流阀 | 7.9 亿元 |
| 酒泉-湖南±800kV 特高压直流输电工程、山西晋北-江苏南京±800kV 特高压直流输电工程 | 换流阀、直流控制保护系统、互感器、静态无功补偿装置 | 10.35 亿元 |
| 浙江舟山柔直系统 | 换流阀、极线断路器 | |
| 锡盟-泰州、上海庙-山东±800kV 特高压直流输电工程 | 换流阀、直流控制保护系统、互感器 | 11.68 亿元 |
| 滇西北至广东±800kV 直流输电工程 | 换流阀及阀冷却系统 | 5 亿元 |
| 渝鄂直流背靠背联网工程 | 换流阀、直流控制保护系统 | 10.46 亿元 |
| 扎鲁特-青州±800kV 特高压直流输电工程 | 换流阀、直流控制保护系统、直流穿墙套管、直流断路器、直流电压测量装置 | 9.48 亿元 |

资料来源：公司公告、国家电网电子商务平台、华安证券研究所

公司在 2016 年三季度末未确认收入的特高压工程订单超过 40 亿元。该部分收入主要贡献在 2017 年的业绩，总额是 2015 年直流输电业务营收的 4 倍，而且直流输电设备的毛利率显著高于变配电业务，有望成为公司未来几年重要的利润增长点。国网规划在 2020 年前开工建设“五交八直”和“十交两直”特高压工程，投资规模在千亿。除此之外，电力“十三五”规划中提出完善区域电网主网架，探索大电网之间的柔性互联，在加强各区域内电网建设同时，形成多条背靠背直流联网和柔性直流工程，加强区域内省间电网互济能力，提高电网运行效率，同

时公司可以依托国家电网海外业务进军国际市场。

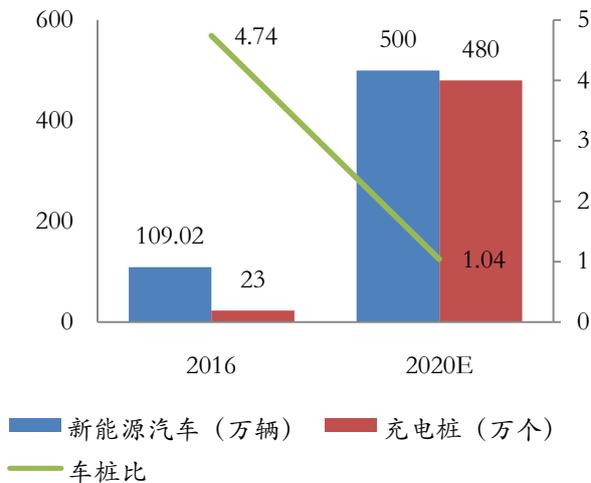
2.2 充电桩：高增长初现 未来业绩可期

2.2.1 专用桩市场未来高倍增长

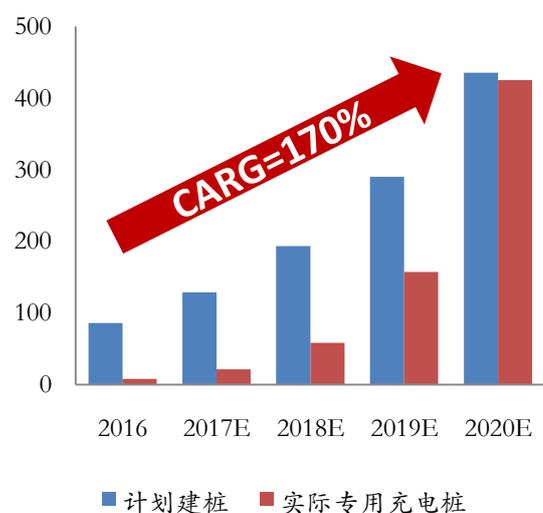
新能源汽车作为三大国民经济先导产业，在政策鼓励下近几年呈现高速增长态势，随之而来的配套设施建设，尤其是充电设施建设滞后问题成为制约新能源汽车普及的一个突破点。早在2015年《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020)》就提出2020年，新增集中式充换电站超过1.2万座，分散式充电桩超过480万个，以满足全国500万辆电动汽车充电需求。

截至2016年底，公共充电桩保有量15万个，私人充电桩8万个。根据2016年规划，计划建设分散公共充电桩10万个，私人专用充电桩86万个。从公布的数据来看，2016年公共充电桩建设增速达到200%，但相比之下专用桩建设速度明显不达预期。国家能源局副局长郑栅洁在电动汽车百人会论坛上提出要加快充电基础设施建设，居民小区与单位停车场充电桩为重点发展方向，优化公共充电桩布局，2017年力争新增充电桩达到80万个，其中专用桩70万个，公共桩10万个。按此规划，2017年专用桩将有近9倍的增长速度。

图表 17 车桩比现状和 2020 年目标



图表 18 专用充电桩保有量未来四年增长



资料来源：wind，网络，华安证券研究所

从招标规模看，国家电网原计划16年充电桩投资规模50亿元，而三次招标总金额在13亿元左右，也远低于投资规划。以用户居住地停车位、单位内部停车场、公交及出租等专用场站配建的专用充电桩为主，公共充电桩为辅的充电设施结构决定未来四年专用桩成为建设主力，年均建设100万个，年复合增长率在170%以上。

2.2.2 称霸电网系统内外享增长

许继集团是最早布局电动汽车充换电设备领域的公司之一，尤其是许继电源

可以提供电动汽车充换电站的整体解决方案，具备EPC总包承建服务的能力，曾承担了世界功能最全、规模最大、服务能力最强的青岛薛家岛电动汽车智能充换储放一体化示范电站的建设，在电力电源市场占有率、技术水平方面都位居前列。2014年许继电源注入许继电气，为公司带来新业务。从2016年国家电网充电设备招标结果来看，许继集团和南瑞集团中标率相对较高，许继集团中标金额超过总招标量的13%。此外公司中标南方电网2016年充电设备招标项目，同时积极开拓电网系统外的市场，在新能源汽车制造厂商、城市投资主体、运营公司、物流等领域全面布局，业绩成效显著，2016年半年报显示公司智能电源业务营收增长率达到150%。

图表 19 国网 2016 年充电设备项目招标许继集团中标情况

| | | 许继集团中标 | 国网招标量 |
|-------|-----------|--------|-------|
| 第一次招标 | 功率 (万 kw) | 4.98 | 56 |
| | 金额 (万元) | 7477 | 80000 |
| 第二次招标 | 功率 (万 kw) | 6.56 | 32 |
| | 金额 (万元) | 9900 | 45000 |
| 第三次招标 | 功率 (万 kw) | 0 | 3.9 |
| | 金额 (万元) | 0 | 4000 |

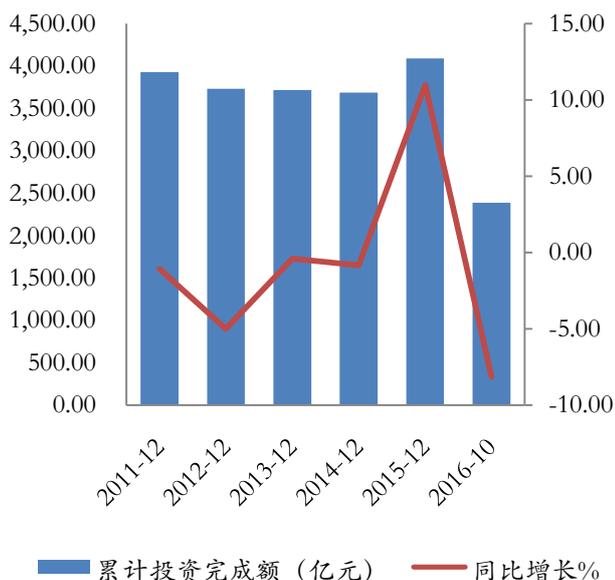
资料来源：国网公告，公司公告，华安证券研究所

2.3 依托国网背景 享电改红利 创新运营模式

2.3.1 “十三五”期间配网市场需求稳定

配电网是电力网中起分配电能作用的网络。如果把输配电网比作人体的血管，配电网就是遍布全身的毛细血管，负责电力传输的“最后 10 公里”。配电网按供电区的功能可以分为城市配电网、农村配电网和工厂配电网，按电压等级可以划分为高压配电网 (35-110kV)、中压配电网 (6-20kV)、低压配电网 (220/380V)。

图表 20 近年来电源投资完成情况



图表 21 近年来电网投资完成情况



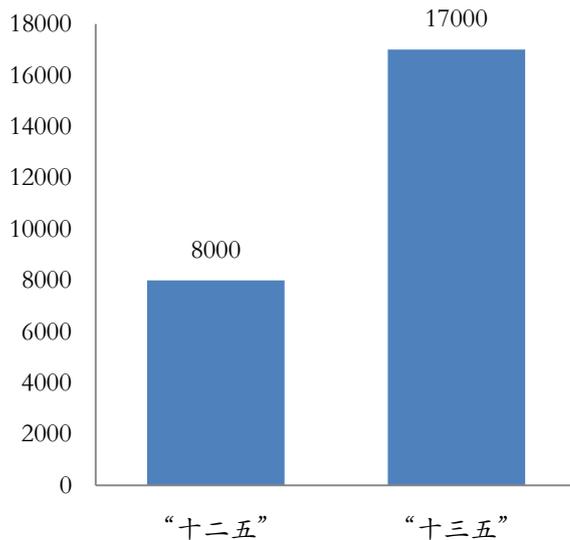
资料来源：wind，华安证券研究所

受全社会用电量增速放缓影响，近年来我国电源投资减速明显，而与之投资规模不匹配的电网建设缓慢问题日益凸显，可再生能源消纳能力、供电能力、供电质量和装备水平等方面亟待提升。随着特高压骨干网架和多项直流输电工程的建设投运，华北、华中、华东、东北、西北、南方六个区域各级电网网架逐步完善，电网建设投资重心也将逐步转向配电网侧。

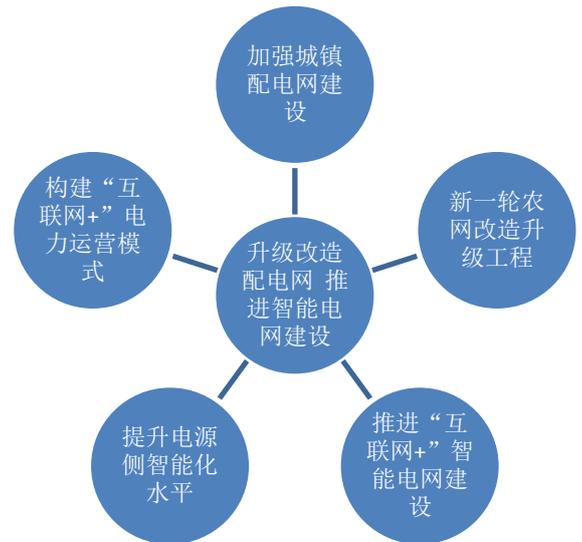
● “十三五”期间市场需求稳定 内容丰富

2015年的《配电网建设改造行动计划(2015-2020)》提出加快建设现代配电网，以安全可靠的电力供应和优质高效的供电服务保障经济社会发展，设定了“十三五”期间配电网建设改造投资不低于1.7万亿元的目标，而2015年配电网投资不低于3000亿元。“十二五”配网投资规划是8000万元。从投资总量看，“十三五”是“十二五”的2倍。从内容上看，2016年《电力发展“十三五”规划》提出升级改造配电网，推进智能电网建设，分别从加强城镇配电网建设、实施新一轮农网改造升级工程、推进“互联网+”智能电网建设、提升电源侧智能化水平促进多种能源优化互补、构建“互联网+”电力运营模式等方面提出要求，进一步满足用电需求，提高供电质量，促进智能互联。

图表 22 “十二五”、“十三五”配网投资规划



图表 23 电力发展“十三五”规划电网建设部分



资料来源：《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》、《电力发展“十三五”规划》，华安证券研究所

● 电改进一步推动配电网发展

电力改革是电力板块的重头戏。2015年发布电改9号文，提出了“三放开一独立三强化”的措施，配电市场放开成为“三放开”中的一个重要内容。随着首批105个增量配电业务改革试点项目的确定，增量配电市场放开加速。此次配电侧放开，就是为了打破原有市场两网垄断的局面。电改鼓励以混合所有制方式发展配电业务，调动社会资本参与配电网投资的积极性，也倒逼电网企业改革增效，促进配电网发展，同时国家能源局引入PPP模式，消除社会资本的后顾之忧，并且将供电/城市配电网建设改造作为PPP推广的首要领域。

在多项政策的鼓励下，社会资本将积极探索新增配网和存量配网扩容市场，

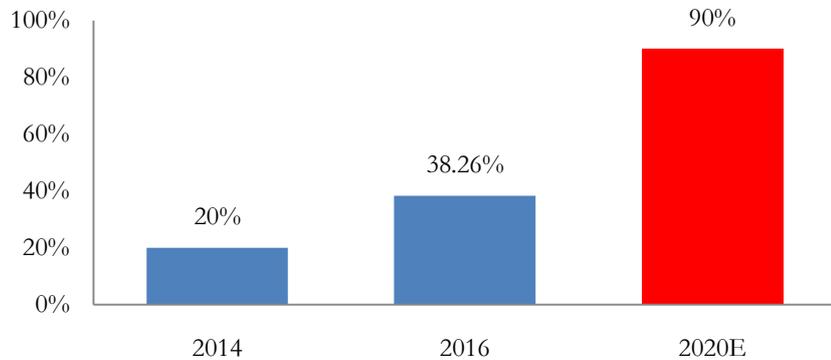
这将有利于配电设备生产企业。

2.3.2 国网背景+创新发展 掘金配电市场

● 配电自动化龙头

公司是国内最早专注于智能配电网技术及相关产品研发和制造的企业，现在可提供智能配电网一体化综合解决方案及全套智能配电产品，在智能配电领域一直处于行业领先地位。“十三五”规划对配电网改造升级提出进一步提高供电质量、可再生能源消纳能力等方面要求，配电网建设改造计划到 2020 年实现配电网自动化 90%的覆盖率，2016 年国家电网覆盖范围内城市配电自动化覆盖率仅 38.26%，而早在 2013 年发达国家的配电自动化水平就达到 50%以上。我国自动化进程明显落后于发达国家。公司承担过北京市配网自动化工程、山东省配网自动化工程等项目，提供了数万套配网自动化成套设备及百余套系统，国内市场占有率 30%以上。在全面建设配电自动化进程中，公司有望凭借技术和经验确保在智能配电网业务方面市场份额。

图表 24 我国配电自动化覆盖率



资料来源：《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》、《国家电网 2016 年社会责任报告》、华安证券研究所

● 国网系有望享电改红利

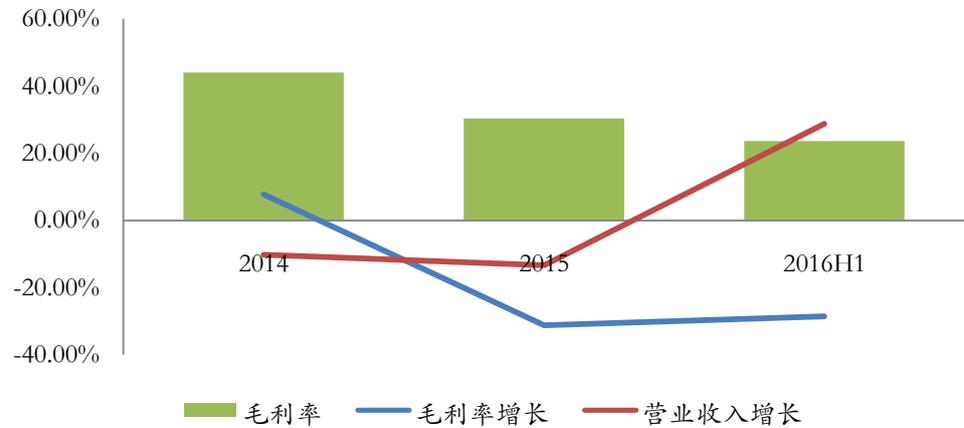
在发改委针对配电网放开发布 105 个增量配电改革试点项目后不久，国家电网就积极响应，宣布以混合所有制方式展开增量配电网投资业务，以省级电力公司为投资主体，与符合条件的社会资本合作成立混合所有制供电公司，通过参加招标等市场化方式争取成为试点项目业主。参与主体的放开，有望集合社会资本更敏锐的市场洞察力和国网更专业的经验，加快新增配网投入和存量配网改造扩容项目的落地速度。公司是国家电网旗下的配电供应商企业，具备提供行业先进的智能配电网一体化综合解决方案及全套智能配电产品，在配电侧放开中有望受益。

● 创新模式实现业绩突破

公司在继续加大研发投入进行技术创新、储备巩固配电产品领先地位的同时，积极探索配网设备租赁、运维检修等新的业务模式，以应对行业激烈竞争下日益下降的价格和毛利润。2015 年江苏配电自动化设备租赁、浙江设备经营性租赁，重庆检修业务等项目实现订货，2016 年上半年，受益于租赁项目的顺利实施，对智能变配电系统营收增长提供有力支撑。从设备生产到制造+服务，公司通过创新

业务模式培养新的利润增长点。

图表 25 近年来公司毛利率水平及毛利率、营收增长情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 投资建议

公司是电力装备龙头企业，借助大规模电网建设，公司将迎来快速增长。我们预计 2016/17/18 归母净利润为 8.43/11.58/12.77 亿元，EPS 为 0.84/1.15/1.27 元，给予“买入”评级。

4 风险提示

- (1) 特高压项目审核进度不达预期
- (2) 充电桩建设进度不达预期

附录：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 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 流动资产 | 10,905 | 13,932 | 16,838 | 19,370 | 营业收入 | 7,346 | 8,608 | 11,905 | 13,691 |
| 现金 | 924 | 3,121 | 1,326 | 2,044 | 营业成本 | 5,292 | 6,630 | 9,008 | 10,452 |
| 应收账款 | 7,693 | 7,485 | 11,407 | 12,514 | 营业税金及附加 | 59 | 64 | 92 | 103 |
| 其他应收款 | 151 | 173 | 239 | 277 | 销售费用 | 405 | 388 | 597 | 686 |
| 预付账款 | 332 | 408 | 484 | 595 | 管理费用 | 564 | 501 | 804 | 924 |
| 存货 | 1,810 | 2,776 | 3,427 | 3,976 | 财务费用 | 44 | 42 | 39 | 37 |
| 其他流动资产 | (5) | (32) | (45) | (37) | 资产减值损失 | 193 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 1,582 | 1,411 | 1,348 | 1,275 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 18 | 18 | 18 | 投资净收益 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 992 | 929 | 866 | 803 | 营业利润 | 786 | 983 | 1,366 | 1,488 |
| 无形资产 | 104 | 97 | 91 | 85 | 营业外收入 | 149 | 119 | 115 | 127 |
| 其他非流动资产 | 486 | 367 | 373 | 369 | 营业外支出 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 12,487 | 15,343 | 18,187 | 20,645 | 利润总额 | 930 | 1,102 | 1,481 | 1,616 |
| 流动负债 | 4,914 | 6,215 | 7,914 | 9,139 | 所得税 | 124 | 165 | 222 | 242 |
| 短期借款 | 0 | 26 | 19 | 7 | 净利润 | 806 | 937 | 1,259 | 1,373 |
| 应付账款 | 4,201 | 5,632 | 7,401 | 8,733 | 少数股东损益 | 85 | 94 | 101 | 96 |
| 其他流动负债 | 713 | 557 | 495 | 399 | 归属母公司净利润 | 721 | 843 | 1,158 | 1,277 |
| 非流动负债 | 702 | 1,397 | 1,397 | 1,397 | EBITDA | 940 | 1,095 | 1,475 | 1,594 |
| 长期借款 | 0 | 695 | 695 | 695 | EPS (元) | 0.71 | 0.84 | 1.15 | 1.27 |
| 其他非流动负 | 702 | 702 | 702 | 702 | | | | | |
| 负债合计 | 5,616 | 7,612 | 9,311 | 10,536 | | | | | |
| 少数股东权益 | 581 | 675 | 776 | 872 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 1,008 | 1,008 | 1,008 | 1,008 | 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 资本公积 | 830 | 830 | 830 | 830 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 4,452 | 5,218 | 6,262 | 7,398 | 营业收入 | -12.12% | 17.17% | 38.31% | 15.00% |
| 归属母公司股东权 | 6,290 | 7,056 | 8,100 | 9,236 | 营业利润 | -40.55% | 25.13% | 38.98% | 8.94% |
| 负债和股东权益 | 12,487 | 15,343 | 18,187 | 20,645 | 归属于母公司净利润 | -32.16% | 16.97% | 37.37% | 10.30% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 27.96% | 22.98% | 24.34% | 23.66% |
| | | | | | 净利率(%) | 9.81% | 9.79% | 9.73% | 9.33% |
| | | | | | ROE(%) | 11.73% | 12.12% | 14.18% | 13.59% |
| | | | | | ROIC(%) | 13.94% | 14.64% | 21.46% | 15.69% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 44.97% | 49.61% | 51.20% | 51.04% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 42.80% | 23.28% | 54.87% | 57.96% |
| | | | | | 流动比率 | 2.22 | 2.24 | 2.13 | 2.12 |
| | | | | | 速动比率 | 1.85 | 1.79 | 1.69 | 1.68 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.63 | 0.62 | 0.71 | 0.71 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 1.06 | 1.16 | 1.29 | 1.17 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 1.99 | 1.75 | 1.83 | 1.70 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.71 | 0.84 | 1.15 | 1.27 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.50 | 1.49 | (1.62) | 0.90 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 6.24 | 7.00 | 8.03 | 9.16 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 23.6 | 20.2 | 14.7 | 13.3 |
| | | | | | P/B | 2.7 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |
| | | | | | EV/EBITDA | 21.22 | 14.62 | 12.13 | 10.83 |

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。