

许继电气 (000400)

直流大有可为，配网景气向上

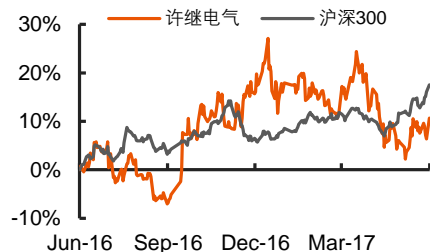
强烈推荐 (上调)

现价: 17.07 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.xjgc.com
大股东/持股	许继集团/41.28%
实际控制人/持股	国资委/%
总股本(百万股)	1,008
流通 A 股(百万股)	1,008
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	172.12
流通 A 股市值(亿元)	172.09
每股净资产(元)	7.05
资产负债率(%)	45.50

行情走势图



证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

研究助理

皮秀 一般从业资格编号
S1060115060018
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

张冀 一般从业资格编号
S1060116090035
ZHANGYAN641@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **主业突出，受益国网资产证券化率提升。**公司作为国网旗下大型电工装备平台，业务较多，但主业突出，2016年直流输电业务业绩贡献超过50%，直流业务对公司业绩拉动作用明显。在国企改革背景下，国网持续提升装备资产证券化率是大趋势，国网系都将受益于这一进程。
- **国内直流输电大有可为。**特高压方面，我国西部大型能源基地开发和西电东送大格局不会改变，特高压直流实质是刚需，下半年陕北-武汉、雅中-江西等特高压直流工程有望落地；柔性直流由于性能优越，近年每年都有电压等级更高、容量更大的柔直工程投运，未来具大规模推广潜力；许继在特高压换流阀方面的市占额超过30%，特高压控制保护市占额接近50%，参与了舟山和渝鄂背靠背柔直工程设备供应，综合实力雄厚。截至2016年底在手直流订单超35亿，2017年新增直流订单有望超2016年。
- **一带一路引领，海外市场、跨国直流前景广阔。**在一带一路大背景下，国网加快“走出去”，近年承包的海外直流项目逐渐增加，公司近期中标巴基斯坦、土耳其等项目，直流设备借船实现出海；此外，许继集团自身也在大力拓展海外，2017年上半年海外订单接近去年全年，拉动公司设备出口。同时，全球能源互联有望成为发展趋势，中国与周边国家联网多项工程正在有序推进，将进一步拉动公司直流设备需求。
- **配网业务有望复苏。**截至2016年底国网城市配网自动化覆盖率仅38.26%，与国家能源局要求的2020年全国配网自动化覆盖率90%差距较大，2017年国网配网自动化招标呈现放量之势，全年招标量有望翻倍增长，珠海许继有望迎来拐点；此外，增量配网及配网租赁等新模式呈现，有望提升公司配网业务的附加值和市占率。
- **投资建议。**预计2017-2018年归母净利润11.3、14.07亿元（根据工程建设进度以及海外项目进展情况调整盈利预测，原值为12.6、11.8亿元），EPS1.12、1.4元，对应PE15.2、12.2倍。考虑两大主业直流和配网均景气向上，尤其是柔性直流、海外直流等均呈现加快发展态势，且估值优势明显，上调评级由“推荐”至“强烈推荐”。
- **风险提示。**直流业务推进进度不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7346	9,607	10,826	12,018	13,458
YoY(%)	-12.1	30.8	12.7	11.0	12.0
净利润(百万元)	720.6	869	1,130	1,407	1,685
YoY(%)	-32.2	20.6	30.1	24.5	19.8
毛利率(%)	28.0	23.3	25.0	26.6	27.4
净利率(%)	9.8	9.0	10.4	11.7	12.5
ROE(%)	11.7	12.5	14.1	15.1	15.4
EPS(摊薄/元)	0.71	0.86	1.12	1.40	1.67
P/E(倍)	23.9	19.8	15.2	12.2	10.2
P/B(倍)	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6

正文目录

一、主业突出，国网资产证券化率提升	4
1.1 直流、中压及配网两大主业突出	4
1.2 国网持续推进旗下装备资产证券化	5
二、国内直流输电大有可为	6
2.1 西电东送大格局不改，特高压直流持续推进	6
2.2 柔性直流性能优越，直流新星冉冉升起	8
2.3 许继：直流输电领军企业，在手订单饱满	9
三、一带一路引领，海外市场、跨国直流前景广阔	10
3.1 国网加快“走出去”，许继借船出海	10
3.2 “全球能源互联网”打开跨国直流发展空间	12
四、配网有望复苏，充电桩景气向上	13
4.1 配网投资平稳增长，配网自动化有望加快发展	13
4.2 增量配网总包等新模式有望兴起	15
4.3 充电桩市占份额领先，受益新能源汽车发展	16
五、投资建议	17

图表目录

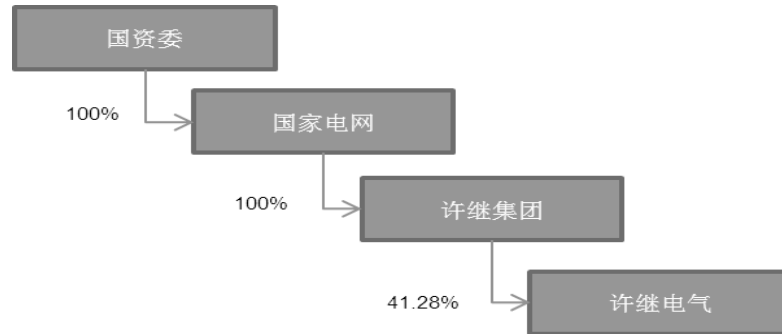
图表 1	许继电气股权结构	4
图表 2	公司 2016 年各业务板块营收及毛利率	4
图表 3	近年国网旗下装备集团资产注入上市平台情况	5
图表 4	许继集团旗下主要资产	5
图表 5	16 个大型煤电基地主要集中在北方	6
图表 6	13 个大型水电基地中西南地区开发潜力大	6
图表 7	9 个大型风电基地主要集中在北方	6
图表 8	光照资源丰富地区集中在西部	6
图表 9	已投运、在建的特高压直流工程与大型能源基地一一对应	6
图表 10	近年特高压工程核准数量（条）	7
图表 11	国内主要的柔直工程及用途	8
图表 12	近年核准的特高压直流工程换流阀中标情况（套）	9
图表 13	许继特高压换流阀市占份额 30.6%，位居第一	9
图表 14	近年核准的特高压直流工程控制保护中标情况（套）	9
图表 15	近年国内柔直工程阀和控制保护中标情况	9
图表 16	近年中标的主要直流工程项目	10
图表 17	国网海外业务体系	11
图表 18	2016 年国网公司海外业务拓展情况	11
图表 19	截至 2016 年底国家电网海外运营资产版图	11
图表 20	近年国家电网公司总包的部分海外直流工程项目	12
图表 21	全球能源互联网示意图	13
图表 22	全球能源互联网=特高压电网+泛在智能电网+清洁能源	13
图表 23	2016 年国网农网投资增长 36.6%	14
图表 24	2016 年南网农网投资增长 87.3%	14
图表 25	2016 年国网城市配电网自动化覆盖率 38.26%	14
图表 26	2017 年第一批配网自动化招标量超 2016 全年，现投资提速信号	14
图表 27	珠海许继配网自动化业务有望迎来反转	15
图表 28	主要配网企业净利率近年呈现下滑趋势（%）	15
图表 29	预计 2017 年国内公共类充电桩保有量将达到 30 万个	17
图表 30	国网累计建成的电动车充换电站	17
图表 31	国网累计建成的电动车充电桩数量	17
图表 32	许继相对可比公司具备一定估值优势	18

一、 主业突出， 国网资产证券化率提升

1.1 直流、 中压及配网两大主业突出

公司作为国网旗下重要的上市平台， 作为老牌电工装备企业， 产品覆盖发电、 输电、 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， 具有较强的综合实力和竞争力。

图表1 许继电气股权结构



资料来源:WIND， 平安证券研究所

从业务角度， 类似于其他大型电工装备企业， 公司涉及的业务较多， 但相对来说主业较为突出， 直流输电业务技术附加值高， 毛利率远高于其他业务， 业绩贡献超过 50%； 中压及配网业务则在收入端占比超过三分之一。

- ✓ 直流业务盈利能力极强， 对公司整体业绩贡献最大。 2016 年， 公司直流业务毛利率达到 47.38%， 柔性输电分公司、 许继电源 75% 股权、 许继软件 10% 股权， 上海许继 50% 股权对应的净利润 5.05 亿元， 依此测算以换流阀为主要业务的柔性输电分公司净利润超 4 亿元； 考虑直流控制保护及直流场设备的业绩贡献， 保守估计直流业务的业绩贡献约占 2016 年公司整体业绩的一半。
- ✓ 智能变配电是收入占比最大的业务， 主要包含变电站自动化、 智能配电两部分， 变电站自动化行业较为平稳， 智能配电则具有较大发展潜力。 估计 2016 年中压及配网业务（ 智能中压供电设备+智能配电） 收入超过公司营收的三分之一， 但受行业竞争格局影响盈利能力偏低， 未来如若在收入规模增长的同时盈利能力提升， 对公司业绩的影响将不容小觑。

整体来看， 直流、 中压及配网是对公司业绩影响较大的两项主要业务。 此外， 充电桩等业务也在快速发展， 公司在国网集招的充电桩市场份额领先， 2016 年新设立许昌许继电动汽车充电服务有限公司， 未来具备发展潜力。

图表2 公司 2016 年各业务板块营收及毛利率

业务类型	营业收入(亿元)	毛利率	毛利润(亿元)	营收占比
智能变配电系统	38.01	24.49%	9.31	39.56%
直流输电系统	15.92	47.38%	7.54	16.57%
智能中压供电设备	17.35	10.01%	1.74	18.06%
智能电表	12.14	13.67%	1.66	12.64%
智能电源及应用系统	8.97	20.95%	1.88	9.34%
EMS 加工服务	3.68	6.21%	0.23	3.83%

资料来源： 公司公告， 平安证券研究所

1.2 国网持续推进旗下装备资产证券化

2012年，国网旗下装备集团许继、平高和南瑞均实施一轮资产注入，其中许继集团将旗下直流换流阀、电动汽车充换电等资产注入上市公司，使得许继电气盈利能力大幅提升，注入的资产在2014-2016年贡献的净利润分别为2.75、3.73、5.05亿元。

2014年以来，国网旗下装备上市企业开启新一轮资本运作，置信电气、平高电气已相继获得控股股东资产注入；2017年5月，国电南瑞发布非公开发行预案，南瑞集团拟将旗下南瑞继保、信通公司等优质资产注入国电南瑞。

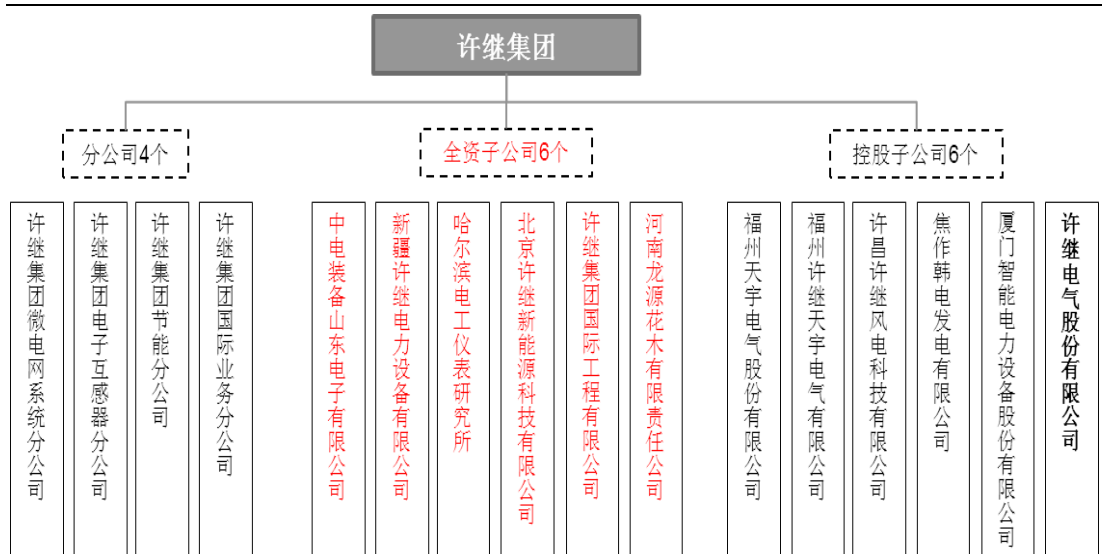
总的来看，在国企改革背景下，国家电网推进旗下电工装备资产证券率提升的发展趋势将会延续。

图表3 近年国网旗下装备集团资产注入上市平台情况

预案发布时间	上市公司	控股股东拟注入上市公司的资产
2011.11	置信电气	上海联能 66%股权、福建和盛 60%股权、山东爱普 49%股权、山西晋能 49%股权、河南豫缘 30%股权、河南龙源 30%股权、帕威尔电气 90%股权、重庆亚东 78.995%股权、宏源电气 77.5%股权
2012.11	平高电气	高压、超高压、特高压开关配套零部件相关经营性资产等
2012.11	国电南瑞	北京科东 100%股权、电研华源 100%股权、国电富通 100%股权、南瑞太阳能 75%股权和稳定分公司
2012.12	许继电气	柔性输电分公司、许继电源 75%股权、许继软件 10%股权，上海许继 50%股权
2014.12	置信电气	武汉南瑞 100%股权
2015.10	平高电气	上海天灵 90%股权、平高威海 100%股权、平高通用 100%股权、国际工程 100%股权
2017.5	国电南瑞	继保电气 87%股权、信通公司 100%股权、普瑞工程 100%股权、普瑞科技 100%股权等

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 许继集团旗下主要资产



资料来源：集团官网，平安证券研究所

二、国内直流输电大有可为

2.1 西电东送大格局不改，特高压直流持续推进

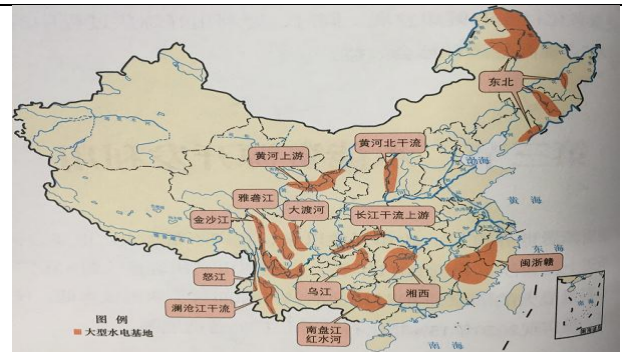
我国西电东送大格局不改。我国能源资源和负荷存在逆向分布的特点，主要的大型发电基地位于“三北”和西南地区，远离东、中部负荷中心，例如煤炭资源主要分布在西部和北部地区，水能资源主要集中在西南地区，风电资源主要集中在三北地区，太阳能资源丰富的地区也主要集中在西部。综合考虑全国能源资源优化配置、西部开发的政策扶持、中东部地区大气污染等因素，我国西部大型能源基地开发和西电东送大格局不会改变。

图表5 16个大型煤电基地主要集中在北方



资料来源:国家电网, 平安证券研究所

图表6 13个大型水电基地中西南地区开发潜力大



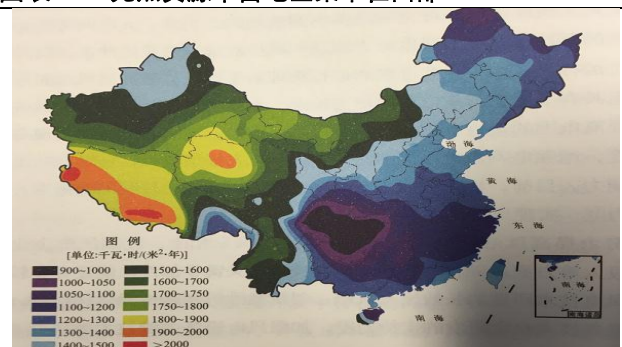
资料来源:国家电网, 平安证券研究所

图表7 9个大型风电基地主要集中在北方



资料来源:国家电网, 平安证券研究所

图表8 光照资源丰富地区集中在西部



资料来源:国家电网, 平安证券研究所

网源协同决定特高压直流属刚需。特高压直流作为最优的大容量、远距离输电方式已成为共识，随着西部和北部地区大型能源基地的开发，由于当地消纳能力有限，势必需要配套的特高压直流工程用于电力外送。以水电为例，根据能源十三五规划，未来我国将加快建设龙头水电站，控制中小水电开发，2020年常规水电规模达到3.4亿千瓦，“十三五”新开工规模6000万千瓦以上。这些新建大型水电站主要集中在四川、云南等地区，生产的电力较大程度依赖外送。

换言之，西部、北部地区的大型能源基地与特高压直流工程存在较强的对应关系，即网源协同关系，要继续实施大型能源基地的开发，就需要配套相应的特高压直流工程。

图表9 已投运、在建的特高压直流工程与大型能源基地一一对应

序号	工程名称	输送容量 (万千瓦)	电压等级	投运时间	对应送端能源基地
1	云南~广州直流工程	500	±800kV	2010.6	金安桥、小湾水电站

2	向家坝~上海直流工程	640	±800kV	2010.7	金沙江下游水电基地
3	锦屏~苏南直流工程	720	±800kV	2012.12	官地、锦屏水电站
4	普洱~江门直流工程	500	±800kV	2013.9	糯扎渡水电站
5	哈密南~郑州直流工程	800	±800kV	2014.1	哈密煤电和风电基地
6	溪洛渡~浙江直流工程	800	±800kV	2014.7	金沙江下游水电基地
7	宁东~浙江直流工程	800	±800kV	2016	宁东煤电基地
8	酒泉~湖南直流工程	800	±800kV	2017	酒泉风电基地
9	晋北~江苏直流工程	800	±800kV	2017	晋北煤电基地
10	锡盟~江苏直流工程	1000	±800kV	2017	内蒙锡盟煤电基地
11	上海庙~山东直流工程	1000	±800kV	2017	蒙西煤电基地
12	准东~皖南直流工程	1200	±1100kV	2018	准东新能源基地
13	大理~广东直流工程	500	±800kV	2017	澜沧江上游水电站
14	扎鲁特~青州直流工程	1000	±800kV	2017	东北能源基地

资料来源：国家能源局、国家电网、南方电网，平安证券研究所

推动力量增强，特高压直流将持续推进。过去几年，两大电网公司在推动特高压直流发展方面起到核心作用，随着近年全国电力需求增速放缓以及全国性电力供应过剩，特高压直流在受端省份遇到一定的阻力，能源局在推进特高压直流方面发挥了重要作用。

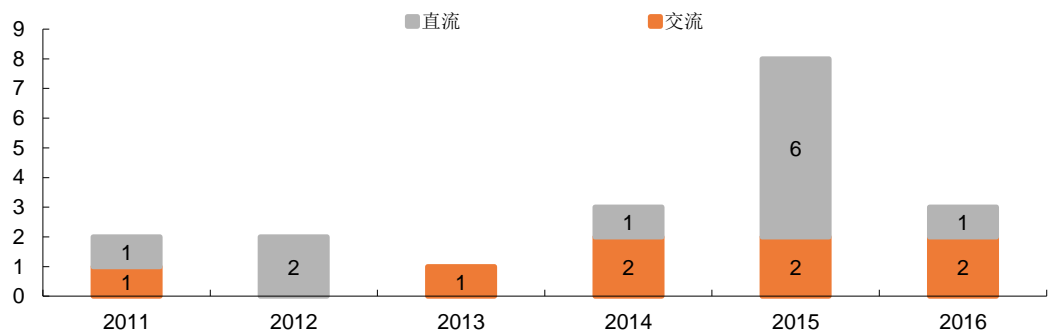
据陕西官方报道，2016年8月26日，国家能源局电力司组织国网公司、陕西省、湖北省有关部门，召开了陕北-武汉±800千伏特高压直流输电工程协调推进会，明确要求有关方面积极配合办理核准支持性文件，按照2019年建成送电的目标，加快工程建设。

根据国家电网公司特高压发展规划，“十三五”特高压工程分三批建设：第一批“五交八直”工程，主要为满足西部北部能源基地和西南水电基地电力外送需要；第二批“四交两直”工程；第三批“三交一直”工程。目前，第一批“八直”工程中准东-皖南和扎鲁特-青州特高压直流工程已经获得核准开工。

据国家电网官方报道，2017年4月国家能源局局长努尔·白克力调研国家电网公司时，国家电网建议上半年核准陕北-湖北（陕北-武汉特高压）和四川外送第4回特高压直流（雅中-江西特高压），并尽早明确白鹤滩水电、金沙江上游、青海清洁能源外送方案。

预计年内陕北-武汉、雅中-江西特高压直流工程有望率先获得核准，后续其他特高压直流工程也将陆续推进。

图表10 近年特高压工程核准数量（条）



资料来源：国家能源局，平安证券研究所

2.2 柔性直流性能优越，直流新星冉冉升起

柔性直流优点显著。柔性直流输电是新型的直流输电技术，与普通直流输电相比主要的区别包括以全控型的 IGBT 器件（开通和关断均可控）替代半控型的晶闸管（开通可控，关断不可控）。

相比于常规直流输电，柔性直流具有显著的优点：

- **有功、无功独立控制，灵活方便。**柔性直流可以独立控制有功功率和无功功率（常规直流无法做到这一点），可在不需要交流侧提供无功功率情况下稳定交流母线电压，尤其适合于风力发电的传输。风力发电容易产生电压闪变，而柔性直流用一定电压控制策略可以将电压稳定在常数数值。此外，柔性直流在系统故障时既可向故障系统提供有功功率的紧急支援、又可提供无功功率紧急支援，也适合应用于区域电网连接。
- **可为孤岛送电。**柔性直流可以工作在无源逆变方式，不需外加的换相电压，受端系统可以是无源网络，克服了传统直流输电受端必须是有源网络的缺陷，使远距离为孤立负荷送电成为可能。
- **便于构建多端直流系统。**潮流反转时，柔性直流电流方向反转而电压极性不变，与传统直流输电相反，这个特点有利于构成既能方便地控制潮流又有较高可靠性的并联多端直流系统。
- **占地面积小。**柔性直流采用 PWM 技术，开关频率相对较高，经过高通滤波后就得到所需交流电压，使所需滤波装置的容量也大大减小，同时交流侧无功补偿设备也减少，简化了换流站的结构，换流站的占地面积可仅为同容量普通直流的 20%。而且柔性直流一般采用电缆输电，适用于城市中心供电。

综上，柔性直流相对常规直流在一些场合具有优势，比如风电并网输送、孤岛供电、区域电网连接、城市中心供电等，目前国内针对这些应用场景都有相应的示范项目。受功率器件的限制（IGBT 相对晶闸管容量小、价格贵），柔性直流目前输送容量有限、造价偏高，随着技术的成熟和成本的下降，未来具有很大的发展潜力。

国内柔直工程项目快速推进。近年，国内柔性直流的示范工程在快速推进，2012 年上海南汇柔直工程投运以来，每年都有新的电压等级更高、容量更大的柔直工程投运。2016 年，渝鄂背靠背获得核准并招标（项目动态投资 65 亿元，换流站容量 250 万千瓦）。目前，张北柔直（电压等级±500 千伏，输送容量 300 万千瓦）及乌东德直流工程（电压等级±800 千伏，输送容量 800 万千瓦）正在开展前期工作，有望获得核准。随着示范项目的加快推进，未来有望迎来柔性直流的大规模推广。

柔直技术开始走向海外。2017 年 6 月，国家电网公司旗下全球能源互联网研究院自主研发的柔性直流输电技术成功中标英国设得兰（Shetland）柔性直流输电工程，该工程用于解决位于苏格兰北部设得兰岛的可靠供电问题，直流电压±88 千伏，输电容量 67 兆瓦，输电距离 250 千米，计划 2020 年年底投运。该工程由我国企业作为技术提供方和换流站供货商，标志着我国柔性直流输电技术走出国门。

图表11 国内主要的柔直工程及用途

项目名称	投资方	电压	投运时间	主要用途
上海南汇柔直工程	国家电网	±30 千伏	2012	风电并网
南澳柔直工程	南方电网	±160 千伏	2013	风电并网
舟山柔直工程	国家电网	±200 千伏	2014	海岛供电
厦门柔直工程	国家电网	±320 千伏	2015	城市供电
鲁西背靠背	南方电网	±350 千伏	2016	异步联网
渝鄂背靠背	国家电网	±420 千伏	在建	异步联网
张北柔直工程	国家电网	±500 千伏	待核准	新能源并网

乌东德直流 南方电网 ±800 千伏 待核准 水电外送

资料来源：国家电网、南方电网、平安证券研究所

2.3 许继：直流输电领军企业，在手订单饱满

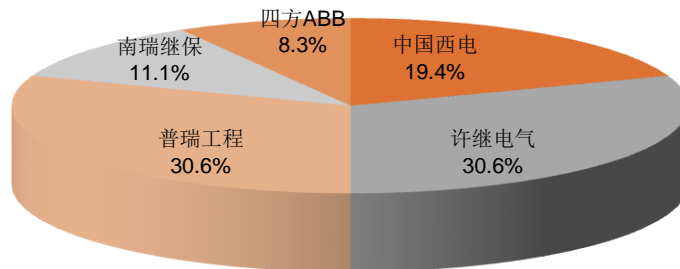
公司是直流输电领军企业，在特高压直流和柔性直流换流阀、控制保护方面的市占份额领先。公司几乎参与了所有的特高压直流工程，在特高压换流阀方面，市占份额超过 30%，位居国内第一；在特高压控制保护方面，公司市占份额接近 50%，与南瑞继保一起垄断了国内特高压控制保护市场。柔性直流方面，在舟山多端柔直工程中，公司参与换流阀的供应；在目前国内电压等级最高的渝鄂背靠背柔直工程中，公司中标换流阀和控制保护系统，充分体现公司在柔直领域的技术实力。

图表12 近年核准的特高压直流工程换流阀中标情况（套）

	溪洛渡-浙江	宁东-浙江	酒泉-湖南、晋北-南京	锡盟-泰州、上海庙-山东	滇西北-广东	准东-皖南	扎鲁特-青州	合计
许继电气	2	4	4	4	4		4	22
普瑞工程	2	4	4	4	4		4	22
中国西电	4		4	4		2		14
南瑞继保				4		4		8
四方 ABB			4			2		6

资料来源：国家电网、南方电网、平安证券研究所

图表13 许继特高压换流阀市占份额 30.6%，位居第一



资料来源：国家电网、南方电网，平安证券研究所

图表14 近年核准的特高压直流工程控制保护中标情况（套）

	溪洛渡-浙江	宁东-浙江	酒泉-湖南、晋北-南京	锡盟-泰州、上海庙-山东	准东-皖南	扎鲁特-青州	合计
许继电气	2		2	2		2	8
南瑞继保		2	2	2	2		8

资料来源：国家电网、南方电网、平安证券研究所

图表15 近年国内柔直工程阀和控制保护中标情况

项目名称	设备	中标单位
舟山柔直	IGBT 阀 控制保护	南瑞继保 (3/5)、许继 (2/5) 南瑞继保

厦门柔直	IGBT 阀 控制保护	普瑞工程 南瑞继保
鲁西背靠背 ^注	IGBT 阀 控制保护	荣信股份 (1/2)、中国西电 (1/2) 四方股份
渝鄂背靠背	IGBT 阀 控制保护	许继 (1/2)、荣信股份 (1/4)、普瑞工程 (1/4) 许继 (1/2)、四方股份 (1/2)

资料来源：国家电网、南方电网、平安证券研究所

注：许继在鲁西背靠背直流中中标了常规晶闸管换流阀

在手订单饱满，后续订单有保障。自 2014 年年底获取宁东-浙江特高压工程换流阀订单以来，公司公告的直流订单达 62.22 亿元，考虑到大型直流工程从中标到交货周期较长，估计截至 2016 年底公司在手的直流订单超过 35 亿元。根据计划的工程投运时点，估计大部分在手订单将于 2017 年确认收入，对公司业绩增长形成有力支撑。

2016 年，公司获得直流新增订单 26 亿元；2017 年已获得巴基斯坦默蒂亚里-拉合尔±660kV 直流工程换流阀和控制保护订单 6.63 亿元，考虑到后续的特高压直流工程和柔直工程，预计 2017 年新增直流订单有望超过 2016 年。根据正在开展前期工程的特高压直流、柔性直流、跨国及海外直流工程情况，预计 2017、2018 年的直流新增订单都有保障，对 2017-2019 年业绩形成支撑。

直流检修业务有望成为新的赢利点。此外，随着国内投运的特高压直流工程数量逐渐增加，换流站运维检修市场有望打开。2017 年 4 月，国网山东电力公司与许继集团签订特高压精益运检战略合作协议，拟在特高压设备状态评价、精益运检、故障抢修、科技研发等方面开展紧密合作。公司具备较强的特高压交流变电站、直流换流站核心设备整站检修能力和服务经验，未来在直流控制保护的深度隐患排查及换流阀、阀冷等设备的检修方面具有较大施展空间。

图表 16 近年中标的主要直流工程项目

工程名称	中标时间	中标金额 (亿元)	项目投运时间 (预计)
宁东-浙江	2014.12	7.9	2016
酒泉-湖南、晋北-南京	2015.8	10.35	2017
锡盟-泰州、上海庙-山东	2015.12	11.68	2017
滇西北至广东	2016.3	5	2017
准东-皖南	2016.4	1.06	2018
渝鄂直流背靠背联网 (柔直)	2016.5	10.46	2018
扎鲁特-青州	2016.7	9.48	2017
巴基斯坦默蒂亚里-拉合尔±660kV 直流	2017.5	6.29	2019
合计		62.22	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

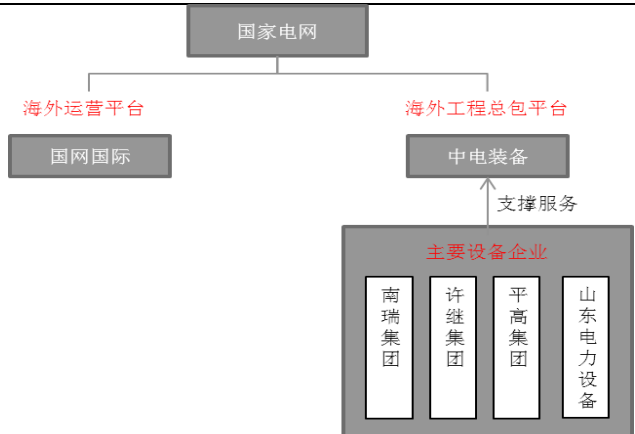
三、 一带一路引领，海外市场、跨国直流前景广阔

3.1 国网加快“走出去”，许继借船出海

在国家“一带一路”战略大背景下，国家电网公司大力实施“走出去”战略。目前，国家电网拥有三个海外运作平台，其中包括 2008 年成立的国网国际、2010 年成立的中电装备以及海外投资公司，三个平台分别负责境外投资运营、工程总承包、国际融资。

截至 2016 年底，国网公司境外投资总额突破 100 亿美元，境外资产突破 400 亿美元，国家电网在海外的运营项目已经全部实现盈利，年均投资回报率已经超过 10%，‘走出去’战略成效显著。

图表17 国网海外业务体系



资料来源:国家电网, 平安证券研究所

图表18 2016 年国网公司海外业务拓展情况



资料来源:国家电网, 平安证券研究所

在海外电网资产收购和运营方面，依托国网国际，国家电网 2008 年以来陆续参股了菲律宾国家电网公司(40%)、葡萄牙国家能源网公司(25%)、澳大利亚南澳输电网公司(46.56%)、澳网公司(19.9%)、港灯电力投资有限公司 (21%) 和意大利存贷款能源网公司 (35%)，控股了国网澳洲资产公司，全资拥有国家电网巴西控股公司。2017 年 6 月，国家电网公司海外收购再下一城，获得希腊国家电网公司 24% 股权。

图表19 截至 2016 年底国家电网海外运营资产版图



资料来源:国家电网, 平安证券研究所

在海外工程总包方面，依托中电装备，国家电网大力拓展海外总包业务。2015 年，中电装备国际业务新签合同额达 210 亿元人民币，列中国对外工程承包业务百强企业第 9 位，承担的重大项目包括埃塞俄比亚 GDHA 500 千伏输变电项目、埃塞俄比亚首都轻轨配套输变电项目、埃及 EETC500 千伏国家主干网升级项目、巴西美丽山二期±800 千伏直流送出项目、埃塞俄比亚-肯尼亚±500 千伏直流输电项目、巴基斯坦默蒂亚里-拉合尔直流输电项目等。

在中电装备承担的海外工程项目中，直流项目占据较大的比重，巴西美丽山二期工程使特高压直流输电技术走出国门，巴基斯坦、埃塞俄比亚、土耳其等国家的直流项目均已落地。

图表20 近年国家电网公司总包的部分海外直流工程项目

项目名称	电压等级	签约时间
埃塞俄比亚-肯尼亚±500千伏直流输电工程	±500千伏	2015年6月
巴西美丽山二期	±800千伏	2015年12月
土耳其凡城600兆瓦换流站工程	/	2016年1月
巴基斯坦±660千伏直流输电工程	±660千伏	2016年12月

资料来源：中电装备，平安证券研究所

随着国家电网“走出去”，许继成为主要的受益者之一，尤其在中电装备承担的直流输电工程项目中，许继成为重要的设备供应商。2017年5月，许继集团中标巴基斯坦默蒂亚里-拉合尔±660kV直流工程，主要提供换流阀、直流测量装置、控制系统、直流保护等关键设备，中标金额6.3亿元，公司特高压直流关键设备首次走出国门；2017年6月，许继集团中标中电装备土耳其凡城600兆瓦背靠背换流站工程，负责提供换流阀和阀厅金具设备。

除了借国网总包项目出海以外，许继集团自身也依托国家电网公司海外资源优势加大海外业务拓展力度。近年大力推进重点产品开展KEMA、CESI、TUV等国际认证及印尼、越南、俄罗斯、尼日利亚等国的入网认证，实现产品与国际技术标准的接轨；同时加快海外营销网络建设，在东南亚、中东、非洲等地设立了10个代表处，作为国际业务销售、本地化生产、售后服务的前沿阵地；综合自动化保护、监控装置、直流电源、电能表、高低压开关柜、变压器等产品已出口到缅甸、柬埔寨、伊朗、土耳其、老挝等15个“一带一路”国家。

2016年，许继集团海外市场实现新增合同16.58亿元，签订了柬埔寨金边环网、越南永新燃煤电厂、老挝纳邦南俄输变电、巴基斯坦拉合尔橙线铁路等项目的设备供货合同；2017年前4个月已实现出口签约额近7亿元，预计上半年集团海外订单接近去年全年。

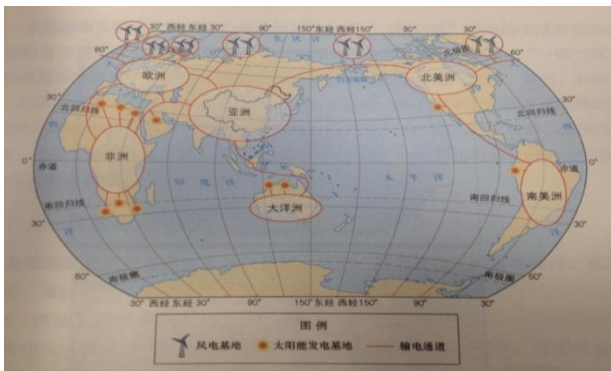
总的来看，在国家“一带一路”大战略和国家电网“走出去”战略的推动下，许继集团海外业务拓展有望延续良好的趋势，带动许继电气直流输电等设备的出海。

3.2 “全球能源互联网”打开跨国直流发展空间

全球能源互联网是由国家电网公司提出的能源战略构想，主要指依托先进的特高压输电和智能电网技术，形成连接北极地区风电、赤道地区太阳能发电和各洲大型可再生能源基地与主要负荷中心的总体布局。

2015年9月，习近平主席在联合国发展峰会上倡议探讨构建全球能源互联网；2017年5月，习近平主席在“一带一路”峰会上强调：“要抓住新一轮能源结构调整和能源技术变革趋势，建设全球能源互联网，实现绿色低碳发展”，使全球能源互联网战略增获国家意志色彩。

图表21 全球能源互联网示意图



资料来源:国家电网, 平安证券研究所

图表22 全球能源互联网=特高压电网+泛在智能电网+清洁能源



资料来源:国家电网, 平安证券研究所

根据国家电网规划, 2017~2020 年是全球能源互联网实施的第一阶段, 将规划建设一批重点电网互联工程, 形成典型示范。到 2020 年, 推动世界各大洲国家实现国内电网互联; 到 2030 年, 推动实现洲内电网跨国互联; 到 2050 年, 重点发展北极、赤道能源基地电力外送, 基本建成全球能源互联网。由于涉及超远距离 (2000 公里以上)、大容量的输电, 考虑经济性以及直流输电隔离属性, 全球能源互联网势必倚重超特高压直流工程。

据报道, 2017 年 5 月, 蒙古国总理额尔登巴特一行在北京与中国国家电网公司董事长舒印彪、总经理寇伟会见, 谈及中蒙锡伯敖包煤电输一体化项目。该项目包括年产能 3400 万吨的露天煤矿, 装机容量 14×660 兆瓦的坑口电站和输送容量 8000 兆瓦的±800 千伏直流输电工程, 蒙古国表示将加快锡伯敖包项目相关审批工作, 推动项目尽快落地。

中国—巴基斯坦电网互联方面, 经过双方研究和沟通, 已形成中国新疆库车 (或伊犁) —巴基斯坦拉合尔±800 千伏/800 万千瓦特高压直流联网工程和中国新疆喀什—巴基斯坦洪扎±400 千伏/60 万千瓦柔性直流联网工程等工程方案。该项目不但可显著降低巴基斯坦居高不下的供电成本, 还可将新疆的风电、煤电资源优势转化为经济优势。

中国云南—缅甸曼德勒—孟加拉吉大港±660 千伏/500 万千瓦直流联网工程和中国云南—缅甸勃固—泰国曼谷±800 千伏/800 万千瓦特高压直流联网工程正在规划之中。东南亚地区人均用电量仅为世界人均用电量的一半, 缅甸、柬埔寨等国无电人口比例高达 68%、66%, 推进中国与东南亚国家的电网互联互通, 可以帮助有关国家有效消除无电人口, 提升民生保障和发展质量, 同时也能缓解我国西南部地区的弃水问题。

从政治和经济等因素考量, 我们判断未来跨国直流项目的落地实施是大概率事件, 有望增添直流输电的市场需求, 许继作为国内直流输电龙头企业, 大概率将参与中国与周边国家联网工程建设。

四、配网有望复苏, 充电桩景气向上

4.1 配网投资平稳增长, 配网自动化有望加快发展

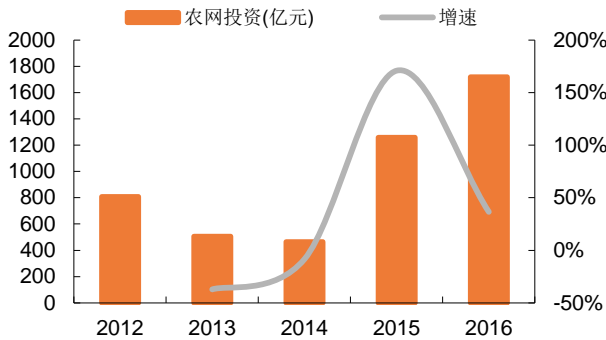
配网投资有望平稳增长。2015 年下半年, 国家出台《配电网建设改造行动计划 (2015-2020) 》, 2015-2020 年规划配网投资不低于 2 万亿, 年均投资不低于 3300 亿。

2016 年, 南方电网配网 (110kV 及以下电压等级) 投资规模 500 亿元, 同比增长 46%, 占到南网总投资的 64.5%; 国网方面, 2016 年电网总投资 4977 亿元, 保守按照十二五期间配网投资平均占

比 52% 估算，2016 年国网配网投资不低于 2588 亿元；因此，两网 2016 年的配网投资合计规模大概率超过 3100 亿元。其中，农网投资增速较快，2016 年，国网农网投资规模 1718 亿元，同比增长 36.6%；南网 2016 年农网投资 324 亿元，同比增长 87.3%。

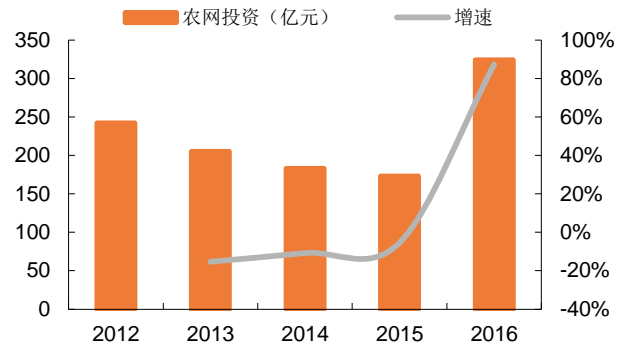
考虑两网较高的配网投资基数，预计未来配网投资有望平稳增长。

图表23 2016年国网农网投资增长36.6%



资料来源:国家电网, 平安证券研究所

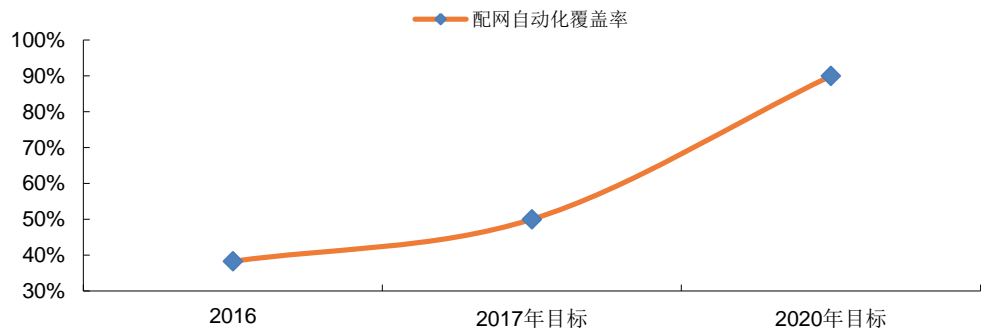
图表24 2016年南网农网投资增长87.3%



资料来源:南方电网, 平安证券研究所

配网自动化提升空间大，有望成为增长较快的细分领域。根据《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》，到 2017 年，我国配网自动化覆盖率要达到 50%，到 2020 年要达到 90%。根据国网公司公布的数据，截至 2016 年底，国网范围内的城市配网自动化覆盖率仅为 38.26%，未来仍有很大发展空间。从需求角度，近年充电桩、分布式能源、微电网发展迅猛，配网运行的稳定性面临考验，对配网自动化提出了切实的需求。

图表25 2016年国网城市配电网自动化覆盖率38.26%



资料来源:国家电网, 平安证券研究所

2017 年，配网自动化首次纳入国网各省配网设备协议库存招标，从招标结果来看，2017 年第一批次的配网自动化招标量远超 2016 全年的招标量，释放出配网自动化投资提速的积极信号。根据以往经验，国网每年进行 2-4 批次的配网设备协议库存招标，预计很有可能后续批次的配网设备协议库存招标中继续包含配网自动化终端和故障指示器，国网全年配网自动化招标量有望翻倍以上增长。

图表26 2017年第一批配网自动化招标量超2016全年，现投资提速信号

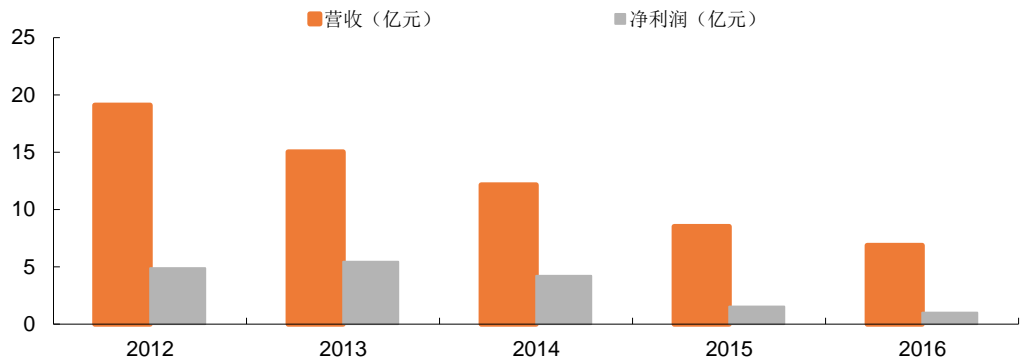
产品类型	2015年	2016年	2017年第一批
主站(套)	3	16	29
DTU(套)	14841	13576	17331
FTU(套)	15059	20412	33516

产品类型	2015年	2016年	2017年第一批
故障指示器(台)	/	/	128684

资料来源: 国网电子商务平台, 平安证券研究所。注: 2015、2016年故障指示器未纳入国网集招范畴

许继作为国内配网自动化龙头企业, 旗下珠海许继在配网自动化方面实力雄厚, 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, 曾参与北京市配网自动化工程、山东省配网自动化工程的建设, 随着国内配网自动化市场的启动, 公司有望成为主要受益者之一, 珠海许继配网自动化业务有望迎来反转。

图表27 珠海许继配网自动化业务有望迎来反转



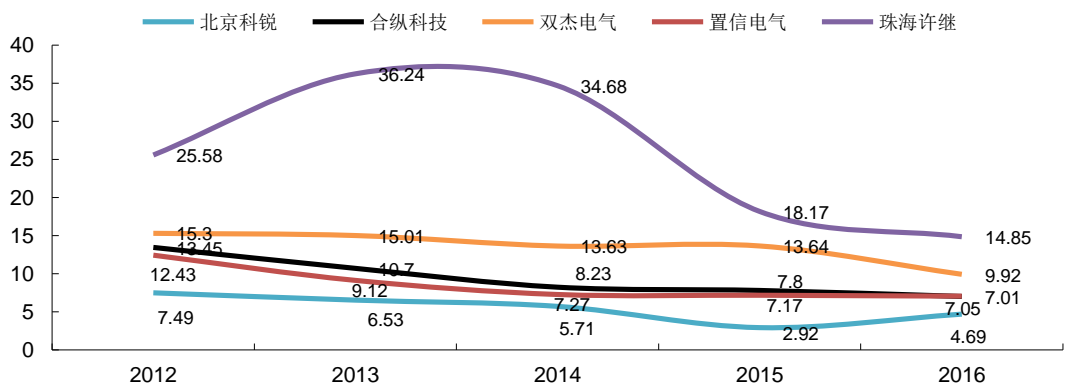
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

4.2 增量配网总包等新模式有望兴起

配网作为一个年投资规模约三千亿元的大行业, 多年来却始终没能培育出类似输变电领域特变电工、国电南瑞的大型企业, 其主要原因在于行业集中度低, 行业壁垒较低、参与者众多、国网在集招过程中规定每家企业中标的标包数量限制等因素导致行业集中度难以提升。

受产品价格下滑的影响, 近几年, 主要配网设备企业净利率逐年下滑, 预计在现行配网设备协议库存招标模式下, 企业盈利水平难以大幅回升, 对设备企业来说, 主要的机会可能来自行业模式的改变, 通过模式改变提升配网业务附加值和市占率。

图表28 主要配网企业净利率近年呈现下滑趋势 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

增量配网放开存契机。2015年3月出台的中发9号文明确了“三放开、一独立、三加强”的总体思路, 其中“三放开”包括放开新增配售电市场、放开输配以外的经营性电价、放开公益性调节性以外的发电

计划。随后，相关配套政策文件陆续出台，主要内容包括有序放开配电网业务、开展增量配电网业务改革试点等。

2016年12月，国家能源局公布105个增量配网业务改革试点名单，其中涉及国家电网经营区82个。随后国网公司表态，将以省级电力公司作为投资主体，积极参与竞争，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。

许继在配网工程总包方面具备较强的实力。以2016年实施的G20峰会专项保电项目为例，该项目旨在提升电网供电可靠性，配网改造范围涵盖整个杭州市区共涉及264条道路，工作内容包括电缆沟建设、铺设电缆、更换或安装开关柜、箱变和自动化系统及相关政策性问题处理等，公司最终圆满完成保电任务并获得业主单位高度认可。

我们认为，国网公司由于在配网投资运营方面具有先天的优势，有望成为增量配网投资运营的重要主体，而许继依托自身在配网一二次设备的集成能力以及施工运维能力，有望参与增量配网建设工程中。

配网租赁模式有望提升公司市占份额。近年，电力设备融资租赁模式呈现兴起之势，对于电网运营方来说，设备租赁改变了以往“轻使用、重占有”的保守做法，为企业节省了大量的设备购置和管理资金。一般来说，设备制造厂商是设备产权的归属方，负责租赁设备的安装施工、电气试验和故障抢修等工作，承担非使用原因导致损坏的元器件的修复责任；电网运营方拥有设备的使用权，负责设备日常运行和维护保养工作，定期向设备投资方支付租赁费用。

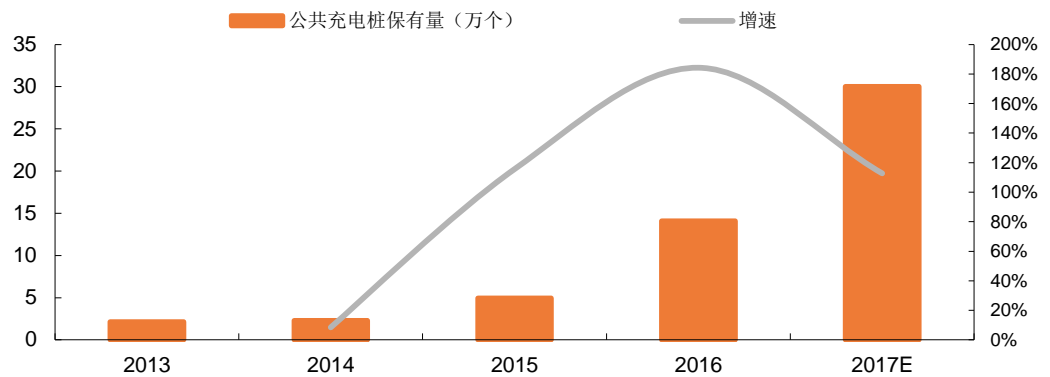
2012年6月，国家电网公司基建部会同相关部门，成立江苏、天津、湖北三家重大施工设备租赁公司，正式启动了电力设备租赁业务。许继集团具备较强的资金实力和配网设备集成、施工等能力，在电力设备租赁方面具有明显优势，截至目前已开展实施江苏配电自动化设备租赁、浙江设备经营性租赁等重大项目，随着未来租赁模式的进一步推广，许继集团设备租赁业务规模有望快速增长。许继电气作为设备供应商，有望在租赁模式下实现配网设备市占份额的提升。

4.3 充电桩市占份额领先，受益新能源汽车发展

近年，新能源汽车的快速发展对充电基础设施提出较高的需求。2015年10月，国家发改委、能源局、工信部、住建部四部门联合发布《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020)》，提出到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500万辆电动汽车的充电需求。

根据《中国电动汽车充电基础设施发展年度报告2016-2017》，截至2016年底，我国公共类充电基础设施建设、运营数量接近15万个，比2015年末4.9万个净增2倍以上。预计2017年充电设施仍将保持快速发展势头，到2017年底国内公共类充电桩保有量将达到30万个。

图表29 预计 2017 年国内公共类充电桩保有量将达到 30 万个

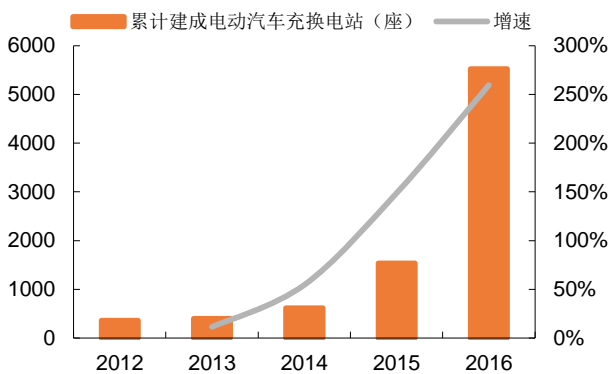


资料来源:《中国电动汽车充电基础设施发展年度报告 2016-2017》,平安证券研究所

据统计,国家电网、上海普天、万帮新能源、特来电是国内四大主要充电设施运营中,四家合计市场份额达到 85%左右。2016 年,国家电网公司完成充电设施建设投资 63.3 亿元,占上述四大主要运营商总投资规模的 61%,估计约占全社会公共充电设施总投资规模的一半。

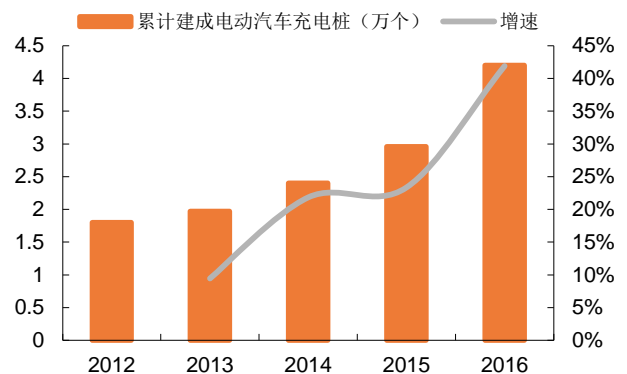
根据国家电网公布的社会责任报告,截至 2016 年底,国家电网累计建成充换电站 5528 座、充电桩 4.2 万个,建成京哈、京港澳、京沪、沪蓉、沪渝、环首都、环杭州湾等“六纵六横两环”高速公路快充网络,覆盖城市 95 座、高速公路 1.4 万千米。2017 年,国网计划建成“九纵九横两环”高速公路快充网络,到 2020 年,计划建成充电站 10000 座、充电桩 12 万个。

图表30 国网累计建成的电动车充换电站



资料来源:国家电网,平安证券研究所

图表31 国网累计建成的电动车充电桩数量



资料来源:国家电网,平安证券研究所

许继电气作为传统的充换电设备龙头企业,技术实力雄厚,在电动汽车充换电标准制定、技术研发、设备研制及示范项目建设等方面走在行业前列。2016 年,在国家电网三个批次的充电设备集招过程中,公司中标的直流桩约 88.5MW,功率份额约 9.3%,处于领先地位。随着国内充电桩的加快发展,未来公司充电业务有望再上台阶。

此外,2016 年公司新设立许昌许继电动汽车充电服务有限公司,未来在充电运营方面具备发展潜力。

五、投资建议

总的来看,直流输电、中压及配网是公司最主要的看点。

直流输电作为毛利率最高、业绩贡献最大的业务，未来有望加快发展：西电东送大格局决定国内特高压直流将持续推进，下半年有望迎来具体项目招标；柔性直流作为新兴的输电方式正在崛起，示范项目电压等级、输电容量节节攀升，依托性能优势未来极具发展潜力；全球能源互联网大背景下的中国与周边国家跨国直流联网工程未来有望取得实质进展；一带一路浪潮下国家电网越来越多地参与海外直流工程总包，公司借船出海。

中压及配网，作为收入占比三分之一以上的业务，有望迎来复苏：国网配网自动化招标呈现放量之势，2017年有望翻倍增长，珠海许继有望迎来拐点；增量配网及配网租赁等新模式有望提升公司配网业务的附加值和市占率。

预计2017-2018年营收108.3、120.2亿元，归母净利润11.3、14.07亿元（根据工程建设进度以及海外项目进展情况，调整盈利预测，原值为12.6、11.8亿元），EPS1.12、1.4元，对应PE15.2、12.2倍。考虑两大主业直流和配网均景气向上，尤其是柔性直流已经发展到特高压电压等级，前景逐渐明朗，巴基斯坦等海外直流工程落地速度加快，海外直流市场空间打开，且公司估值优势明显，上调公司评级至“强烈推荐”。

图表32 许继相对可比公司具备一定估值优势

公司名称	2017.6.26 收盘价	EPS			PE		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
国电南瑞	17.39	0.74	0.90	1.09	23.5	19.3	16.0
长园集团	13.78	0.49	0.69	0.87	28.4	19.9	15.8
思源电气	16.06	0.46	0.58	0.67	34.9	27.7	23.9
特变电工	10.17	0.59	0.68	0.80	17.3	14.9	12.7
中国西电	5.53	0.22	0.26	0.30	25.1	21.5	18.4
许继电气	17.07	0.86	1.12	1.40	19.8	15.2	12.2

资料来源：WIND，平安证券研究所

注：许继以外其他公司EPS取自WIND一致预期，国电南瑞选取考虑资产注入后的盈利预测

风险提示：直流业务推进进度不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	12329	13340	14916	16998
现金	1804	2018	2275	3517
应收账款	7797	8483	9321	9905
其他应收款	135	188	213	251
预付账款	392	424	482	533
存货	1925	1943	2259	2392
其他流动资产	276	284	367	400
非流动资产	1972	2167	2349	2570
长期投资	9	18	27	36
固定资产	1033	1157	1244	1342
无形资产	489	572	676	799
其他非流动资产	440	420	402	392
资产总计	14301	15507	17266	19568
流动负债	6039	6184	6609	7282
短期借款	120	120	120	120
应付账款	5075	5078	5427	6063
其他流动负债	844	986	1062	1099
非流动负债	712	650	562	467
长期借款	697	635	546	452
其他非流动负债	15	15	15	15
负债合计	6750	6834	7170	7750
少数股东权益	492	585	701	840
股本	1008	1008	1008	1008
资本公积	830	830	830	830
留存收益	5220	6077	7143	8420
归属母公司股东权益	7058	8088	9394	10978
负债和股东权益	14301	15507	17266	19568

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1247	576	800	1847
净利润	940	1224	1523	1824
折旧摊销	120	133	159	188
财务费用	45	31	30	21
投资损失	-3	0	0	-0
营运资金变动	46	-811	-912	-186
其他经营现金流	99	0	0	0
投资活动现金流	-176	-327	-342	-408
资本支出	179	186	174	211
长期投资	4	-9	-9	-9
其他投资现金流	7	-151	-177	-206
筹资活动现金流	-179	-35	-201	-196
短期借款	120	0	0	0
长期借款	2	-62	-88	(94)
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-300	27	-113	-102
现金净增加额	892	214	257	1243

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9607	10826	12018	13458
营业成本	7371	8122	8824	9767
营业税金及附加	55	62	69	78
营业费用	448	504	560	627
管理费用	616	693	757	834
财务费用	45	31	30	21
资产减值损失	107	121	134	151
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	-0	-0	0
营业利润	967	1293	1644	1981
营业外收入	121	123	117	128
营业外支出	3	3	3	4
利润总额	1085	1412	1758	2105
所得税	145	188	234	281
净利润	940	1224	1523	1824
少数股东损益	72	93	116	139
归属母公司净利润	869	1130	1407	1685
EBITDA	1217	1537	1904	2266
EPS(元)	0.86	1.12	1.40	1.67

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	30.8	12.7	11.0	12.0
营业利润(%)	23.1	33.7	27.1	20.5
归属于母公司净利润(%)	20.6	30.1	24.5	19.8
获利能力				
毛利率(%)	23.3	25.0	26.6	27.4
净利率(%)	9.0	10.4	11.7	12.5
ROE(%)	12.5	14.1	15.1	15.4
ROIC(%)	12.0	13.5	14.7	15.3
偿债能力				
资产负债率(%)	47.2	44.1	41.5	39.6
净负债比率(%)	-13.1	-12.7	-14.2	-23.3
流动比率	2.0	2.2	2.3	2.3
速动比率	1.7	1.8	1.9	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	1.3	1.3	1.4	1.4
应付账款周转率	1.6	1.6	1.7	1.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.12	1.40	1.67
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	0.57	0.79	1.83
每股净资产(最新摊薄)	7.00	8.02	9.32	10.89
估值比率				
P/E	19.81	15.23	12.23	10.21
P/B	2.44	2.13	1.83	1.57
EV/EBITDA	13.8	10.9	8.7	6.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033