

特高压放量在即，设备龙头再次腾飞

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年年报，全年实现营收 96.1 亿元，同比增长 30.8%，实现归母净利润 8.7 亿元，同比增长 20.6%。
- **公司业绩拐点已现。** 2015 年公司因确认收入放缓，营收和归属净利润分别同比下滑 12.1% 和 32.2%。2016 年，公司迎来业绩拐点，其中电动汽车智能充换电系统、直流输电系统、智能变配电系统营收增幅较大，分别同比增长了 62.7%、51.7%、33.4%。
- **特高压直流业务龙头，在手订单充沛。** 公司是特高压直流细分领域绝对龙头。在换流阀市场，公司与中国西电、中电普瑞 3 家公司形成竞争垄断市场；控制保护系统方面，许继和南瑞继保各占半壁江山。2015 年至 2016 年，公司与国家电网签订的直流输电线路相关合同合计约 47 亿，包含 6 条特高压直流项目以及 1 条背靠背直流输电项目。特高压从招标到确认收入约为一年，预计 25 亿左右的特高压收入将于 2017 年确认。
- **配网建设开启，提供增长空间。** 公司配电业务的主要执行主体是珠海许继有限公司。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。“十三五”规划的配网建设改造计划提出到 2020 年实现配电网自动化 90% 的覆盖率，在这一进程中，公司有望凭借技术和经验享受配网建设带来的业绩红利。
- **充电桩高速增长推动业绩提升。** 近日，国家能源局、国资委、国管局联合下发《关于加快单位内部电动汽车充电基础设施建设》的通知，三部委共同推进充电桩的加速发展。许继电源是国内较早进入充电桩领域的厂家，产品技术质量过硬。从 2016 年国家电网充电设备招标结果来看，许继集团中标率仅次于国电南瑞和华商三优，许继集团中标套数接近总招标套数的 10%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.15 元、1.21 元和 1.21 元，对应 PE 分别为 15 倍、14 倍、14 倍。我们给予公司 2017 年 18 倍估值，对应目标价 20.7 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 充电桩建设不及预期、增量配网建设不及预期、特高压建设不及预期、直流输电系统业务应收账款确认进度或不及预期等风险。

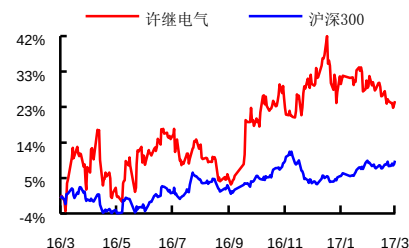
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	9607.01	10984.52	11581.43	12105.74
增长率	30.77%	14.34%	5.43%	4.53%
归属母公司净利润 (百万元)	868.93	1163.80	1219.80	1218.97
增长率	20.58%	33.94%	4.81%	-0.07%
每股收益 EPS (元)	0.86	1.15	1.21	1.21
净资产收益率 ROE	12.46%	14.74%	13.34%	11.81%
PE	20	15	14	14
PB	2.31	1.98	1.73	1.53

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
执业证号: S1250513090001
电话: 023-63786561
邮箱: lijy@swsc.com.cn
联系人: 谭菁
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn
联系人: 李志虹
电话: 021-68415929
邮箱: lzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.08
流通 A 股(亿股)	7.37
52 周内股价区间(元)	13.47-19.61
总市值(亿元)	174.44
总资产(亿元)	143.01
每股净资产(元)	7.00

相关研究

目 录

1 公司概况：国网系一、二次设备龙头	1
2 特高压建设加速，直流输电业务盈利空间巨大	2
2.1 特高压为国策，建设步伐加快	2
2.2 特高压直流龙头企业	4
2.3 柔性直流：新能源并网的明星技术	5
3 配网建设开启，提供增长空间	6
3.1 配网建设落后，自动化水平低	6
3.2 增量配网市场开启	6
3.3 配电自动化龙头+设备租赁迎来业绩拐点	7
4 充电桩有望带动公司热度	8
5 盈利预测与投资建议	9
6 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况	1
图 2：公司 2015 年、2016 年主营业务毛利率情况	1
图 3：公司 2011 年以来营业收入及增速	1
图 4：公司 2011 年以来净利润及增速	1
图 5：公司的股权结构图	2
图 6：特高压年度建设量	3
图 7：我国历年开工特高压线路计划投资额	3
图 8：配网设备租赁商业模式	7
图 9：2010-2020 国家电网充电桩累计建设量	8
图 10：国网 2016 年充电设备中标企业汇总	9

表 目 录

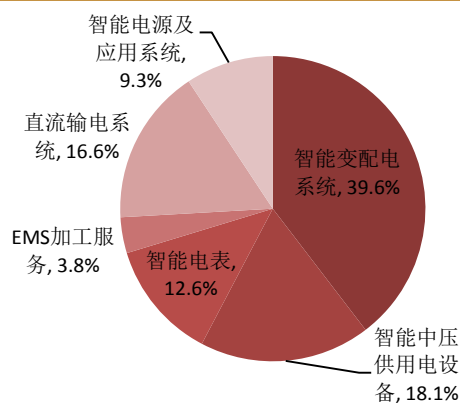
表 1：2016 年已建特高压线路汇总	2
表 2：2016-2017 年特高压线路建设情况	4
表 3：2012-2015 年核准的特高压工程换流阀和控制保护系统中标格局	4
表 4：公司中标情况整理	5
表 5：我国柔性直流发展历程	5
表 6：配电网建设改造指导目标	6
表 7：分业务收入及毛利率	10
附表：财务预测与估值	11

1 公司概况：国网系一、二次设备龙头

许继电气 1993 年成立，前身为许昌继电器厂，1997 年于深交所上市。公司是中国电力装备行业的大型骨干龙头企业，产品覆盖电力系统各个环节，横跨一二次、高中压、交直流装备领域，是国内综合配套能力最强的电力装备制造及系统解决方案提供商之一。

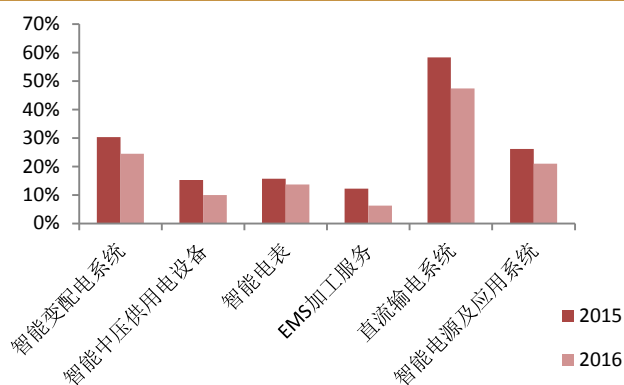
公司主营业务结构：公司的产品业务主要分为智能变配电系统、直流输电系统、智能中压供电设备、智能电表、智能电源及应用系统、EMS 加工服务等六类。从盈利能力的角度，智能变配电和直流输电两大业务的营收占比较大，毛利率相对较高，为公司的最主要的业务。2016 年公司主要收入来自智能变配电系统，占比 39.6%，同比增长 33.4%，毛利率为 24.5%，同比降低了 5.8 个百分点。

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

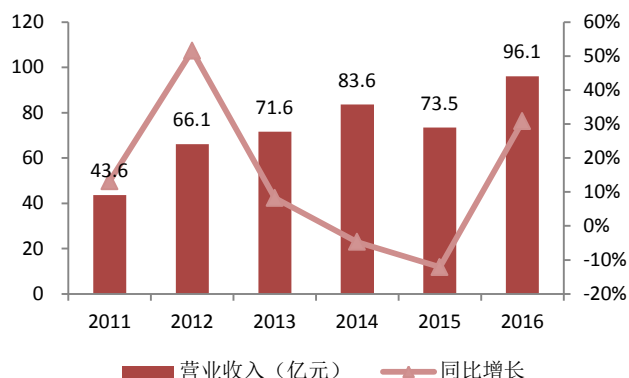
图 2：公司 2015 年、2016 年主营业务毛利率情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

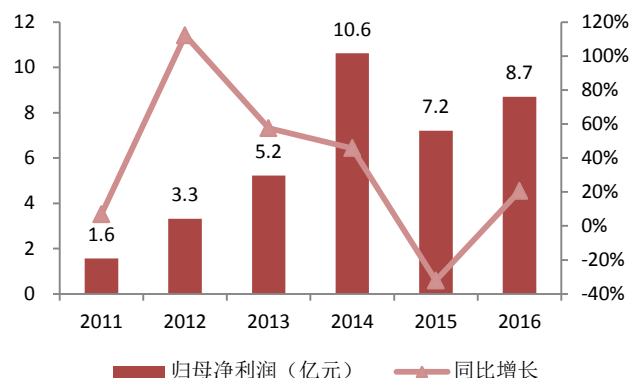
公司业绩情况：2015 年公司确认收入放缓，营收和归属净利润分别同比下滑 12.1%和 32.2%。2016 年，公司业绩明显转好，实现营收 96.1 亿元，同比增长 30.8%，实现归母净利润 8.7 亿元，同比增长 20.6%。

图 3：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 4：公司 2011 年以来净利润及增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

公司股权结构：2010 年 5 月，中国电科院通过增资收购持有许继集团 60%股份；2010 年 12 月通过股权转让与置换，许继集团成为中电装备全资子公司；2012 年，中电装备将许继集团 100%股权划至国家电网直接持有。划转完成后，国家电网成为许继集团唯一股东，公司实际控制人为国资委。

注入集团优质资产完善产业链布局：2012 年公司发布非公开发行预案，拟向控股股东许继集团定向增发募集 4.5 亿元配套资金，购买许继集团旗下柔性输电分公司及相关资产负债、许继电源 75%股权、许继软件 10%股权及上海许继 50%股权。2014 年，定向增发完成，发行股份总数量为 180,464,606 股，控股股东许继集团持有公司股份比例由 19.38%提升至 41.02%。

图 5：公司的股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券

2 特高压建设加速，直流输电业务盈利空间巨大

2.1 特高压为国策，建设步伐加快

全球能源互联网建设提速，中国特高压市场空间巨大。我国投运特高压线路逐年增加，2014 年以来线路投运密集，特高压成为解决我国能源供需问题的重要通道。从 2015 年到“十三五”末，特高压建设线路长度和变电（换流）容量将分别达到 8.9 万公里、7.8 亿千伏安（千瓦）。高强度、大规模电网建设将贯穿整个“十三五”（2016 年~2020 年）。

表 1：2016 年已建特高压线路汇总

特高压工程类型	时间	工程进度	特高压工程名称
交流特高压	2009 年 1 月 6 日	投运	晋东南—南阳—荆门 1000 千伏特高压交流试验示范工程
	2013 年 9 月 25 日		淮南—浙北—上海“皖电东送”1000 千伏特高压示范工程
	2014 年 12 月 26 日		浙北—福州 1000 千伏特高压交流工程
	2016 年 7 月 31 日		锡盟—山东 1000 千伏特高压交流工程
	2014 年 11 月 4 日	开工	淮南—南京—上海特高压 1000 千伏特高压交流工程

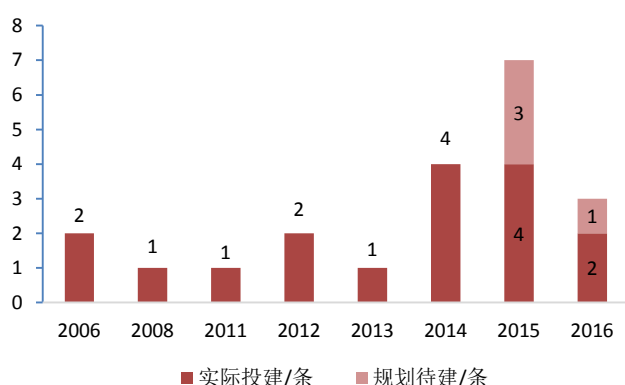
特高压工程类型	时间	工程进度	特高压工程名称
直流特高压	2015 年 3 月 27 日		蒙西—天津南 1000 千伏特高压交流工程
	2015 年 5 月 12 日		榆横—潍坊 1000 千伏特高压交流输电工程
	2010 年 7 月 8 日	投运	向家坝—上海±800 千伏特高压直流输电示范工程
	2012 年 12 月 12 日		锦屏—苏南±800 千伏特高压直流工程
	2014 年 1 月 27 日		哈密南—郑州±800 千伏特高压工程
	2014 年 7 月 3 日		溪洛渡左岸—浙江金华±800 千伏特高压工程
	2014 年 11 月 4 日	开工	宁东—浙江±800 千伏特高压直流输电工程
	2015 年 6 月 3 日		酒泉—湖南±800 千伏特高压直流工程
	2015 年 6 月 29 日		山西晋北—江苏南京±800 千伏特高压直流输电工程
	2015 年 12 月 15 日		锡盟—江苏±800 千伏特高压直流工程
	2015 年 12 月 15 日		上海庙—山东±800 千伏特高压直流工程
	2016 年 1 月 11 日		±1100 千伏准东—皖南特高压直流工程开工
	2016 年 8 月 16 日	核准	扎鲁特—山东青州±800 千伏特高压直流工程

数据来源：国家电网，西南证券整理

截止目前，国家电网公司已建成“四交四直”特高压工程，“三交六直”工程正在建设，“一直”工程获得核准，在运、在建和核准特高压线路长度达到 3 万公里、变电（换流）容量超过 3.1 亿千伏安（千瓦）。

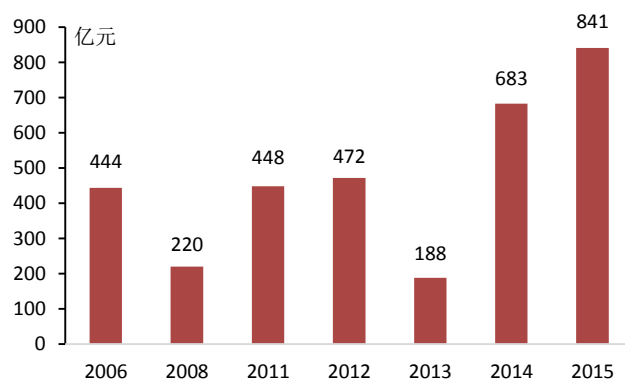
特高压直流输电工程总需求量远超 25 条。根据前期报道，到 2020 年，风电和光伏装机将分别达到 2.5 亿千瓦和 1.5 亿千瓦，共 4 亿千瓦的新能源装机即使一半在远离负荷中心的区域，则新能源需要送出的容量也达到 2 亿千瓦。按照特高压直流输送工程每条线路输送 800 万千瓦计算，则需要 25 条特高压直流输送工程与其配套。考虑到送出工程需要提前完成，则这些规模的特高压直流线路至少要在 2020 年前完成。特高压的建设与完工将为相关企业的业绩带来强力支撑。

图 6：特高压年度建设量



数据来源：国家电网，南方电网，西南证券整理

图 7：我国历年开工特高压线路计划投资额



数据来源：国家电网，南方电网，西南证券整理

国家电网 2016 年工作会议公布了 2016 年特高压、配网的投资计划及投资额。国网表示 2016 年电网投资进一步向特高压倾斜。2015 年国家电网公司电网投资达 4521 亿元，同比增长 17.1%，创历史新高。列入国家大气污染防治行动计划的“四交四直”和酒泉-湖南

特高压直流工程全面开工。其中，“四交四直” 共计新建线路长度 1.2 万公里，途经 13 个省（区、市），总投资 1737 亿元。2 月 20 日，国家电网发布《国家电网公司 2016 社会责任报告》，2016 年国家电网公司对电网投资额已达 4977 亿元。

表 2：2016-2017 年特高压线路建设情况

序号	区域通道	工程名称	开工时间	工程类型
1	京津冀输电通道	辽宁绥中电厂改接华北电网	2015	500kv 交流
2		内蒙古锡盟-北京-天津-山东	2017	特高压交流
3		内蒙古西至天津南	2017	特高压交流
4		山西孟县电厂接入河北工程	2017	500kv 交流
5		陕北神木到河北电网	2016	500kv 交流
6		内蒙古到山东（鄂前旗上海庙至山东）	2016	特高压直流
7		陕北榆林至山东	2017	特高压直流
8	长三角输电通道	安徽淮南经江苏至上海	2016	特高压直流
9		山西晋北至江苏	2017	特高压直流
10		宁夏宁东至浙江	2016	特高压直流
11		内蒙古锡盟至江苏泰州	2017	特高压直流
12	珠三角输电通道	滇西北至广东	2017	特高压直流

数据来源：国家电网，南方电网，西南证券整理

2.2 特高压直流龙头企业

公司是特高压直流细分领域的绝对龙头，主要产品包括换流阀设备、直流输电控制保护系统、直流场设备及特高压交流控制保护及监控系统，是特高压直流工程最核心供应商。

公司在换流阀领域市场占有率高，技术先进。公司自主研发了世界上第一个±800kV/3125A 光控换流阀组件、世界上第一个±800kV/4000A 电控换流阀组件以及世界上第一个输送容量最大、电压等级最高的背靠背直流工程换流阀。公司与中国西电、中电普瑞 3 家公司形成竞争垄断市场，2015 年在晋北-江苏特高压直流项目中，ABB 首次中标，2016 年在渝鄂直流背靠背联网工程中，梦网荣信首次中标，加入竞争格局。

控制保护系统方面，许继和南瑞继保各占半壁江山。许继和南瑞继保在直流控保系统各占 50% 的市场份额，由于控保系统进入门槛较高，预计未来仍将延续这一寡头垄断格局。

表 3：2012-2015 年核准的特高压工程换流阀和控制保护系统中标格局

工程名称	换流阀（含阀冷系统）中标情况	直流控保系统中标情况	核准时间
哈密南-郑州	许继集团 4 套，中国西电 2 套，中电普瑞 2 套	南瑞继保	2012
溪洛渡-浙江	许继集团 2 套，中国西电 4 套，中电普瑞 2 套	许继集团	2012
灵州-绍兴	许继集团 4 套，中电普瑞 4 套	南瑞继保	2014
晋北-江苏	许继集团 4 套，ABB 四方 4 套	许继集团	2015
酒泉-湖南	中国西电 4 套，中电普瑞 4 套	南瑞继保	2015

数据来源：国家电网电子商务平台，西南证券整理

中标多个重大工程，在手订单充沛。2015 年至 2016 年，公司与国家电网签订的直流输电线路相关合同合计约 47 亿，包含 6 条特高压直流项目以及 1 条背靠背直流输电项目。特高压从招标到确认收入约为一年，预计 约 25 亿左右的特高压设备收入将于 2017 年确认。

表 4：公司中标情况整理

项目名称	招标设备	数量	中标日期	交付日期	合计中标金额（亿元）
南京±800 千伏换流站工程	换流阀	2	2015/8/5	2016/12/30	10.35
	直流控制保护系统	1	2015/8/5	2016/12/30	
晋北换流站工程	换流阀	2	2015/8/5	2017/5/1	11.68
泰州±800 千伏换流站新建工程	换流阀	2	2015/12/18	2016/10/10	
	直流控制保护系统	1	2015/12/18	2016/10/10	
锡盟±800kV 换流站工程	直流控制保护系统	1	2015/12/18	2017/12/30	5
滇西北至广东±800kV 直流输电工程	换流阀及阀冷却系统（新松站）	4	2016/3/31	未披露	
渝鄂直流背靠背联网工程	换流阀	4	2016/5/4	2017/5/15	10.46
	直流控制保护系统	1	2016/5/4	2017/5/15	
扎鲁特-青州扎鲁特换流站	换流阀	4	2016/7/8	2017/5/27	9.48
	直流控制保护系统	1	2016/7/8	2017/5/27	

数据来源：国家电网电子商务平台，西南证券整理

2.3 柔性直流：新能源并网的明星技术

柔性直流优点显著。与传统直流输电相比，柔性直流的灵活性高，对相连的交流电网的要求低并且占地面积更小，有更多的技术优势和应用领域。柔性直流输电是国际上公认的风电场接入并网的最优技术方案，特别是在甘肃、内蒙等特大型风电场并网等方面具有显著的应用价值，具有较大的发展空间。

柔性直流市场发展预期较好。如今，VSC 技术预计在预测期内以最高增长率增长。2015 年，VSC 细分市场价值超过 30 亿美元，到 2026 年，预计 VSC 细分市场价值将接近 90 亿美元，预测期内的年复合增长率达 10.2%。2016-2016 年，预计 VSC 细分市场将创造接近 55 亿美元的增值机会。

我们认为构建柔性直流电网对于大规模新能源并网、提高电网大规模远距离输电能力、提高配电网供电的灵活性及可靠性意义重大，将给新能源的高效利用及电网发展带来革命性的变化。

表 5：我国柔性直流发展历程

时间	事件
2007	国网智研院推动成立我国主导的首个国际大电网组织(CIGRE)工作组——CIGREB4.48
2009.04	国网智研院确定基于模块化多电平电压源换流器拓扑的柔性直流输电技术路线
2011.07	亚洲首项柔性直流输电示范工程——上海南汇风电场柔性直流输电工程投入正式运行
2013.01	国网智研院在世界上率先研制成功±320 千伏/100 万千瓦柔性直流换流阀及阀控设备
2015.12	世界上电压等级最高、输送容量最大的双极柔性直流输电工程——厦门±320 千伏/100 万千瓦柔性直流输电科技示范工程正式投运
2016.11	许继集团自主研制的舟山柔性直流输电 200 千伏高压直流断路器，各项技术指标均达到国际先进水平

数据来源：北极星输配电网，西南证券整理

定向增发，购买集团优质资产。2014 年，公司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。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，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。

技术处于国际先进水平。2016 年 11 月 6 日，许继集团自主研发的舟山柔性直流输电 200 千伏高压直流断路器，在全球能源互联网研究院电力电子实验室通过全部型式试验，试验项目和试验参数完全符合国标和 IEC 标准要求，各项技术指标均达到国际先进水平。

3 配网建设开启，提供增长空间

3.1 配网建设落后，自动化水平低

配电网发展严重滞后，发展不平衡。近年来配电网投资力度不断加大，但由于历史欠账较多，配电网尤其是中压配电网发展仍然滞后，城市与农村、东部与中西部电网发展不平衡问题依然突出，供电可靠性与国际先进水平仍有较大差距。

电网结构薄弱，自动化水平低。10 千伏线路仍有近一半未实现互联，农网互联比例仅为城网 1/3。配电自动化处于起步阶段，配电自动化水平较低。截止 2012 年，国家电网配电自动化覆盖率仅为 10%，而法国、日本的配电自动化覆盖率分别达到 90%和 100%。2016 年国家电网公布的城市配电网的自动化覆盖率也仅为 38%。

3.2 增量配网市场开启

2015 年，国家能源局印发《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》，通过实施配电网建设改造行动计划，有效加大配电网资金投入。2015-2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。配网建设市场空间巨大，“十三五”将迎来快速建设期。

表 6：配电网建设改造指导目标

指标	单位	2014 年	2017 年	2020 年
1.供电可靠率	%	99.35	99.69	99.82
其中：中心城市（区）	%	99.95	99.97	99.99
城镇	%	99.80	99.85	99.88
乡村	%	99.16	99.45	99.72
2.用户年均停电时间	小时	57.0	27.0	15.7
其中：中心城市（区）	小时	4.4	2.6	1.0
城镇	小时	17.5	13.2	10.0
乡村	小时	73.6	48.0	24.0
3.综合电压合格率	%	95.88	97.53	98.65
其中：中心城市（区）	%	99.94	99.96	99.97
城镇	%	96.92	97.95	98.79

指标	单位	2014 年	2017 年	2020 年
乡村	%	90.77	94.69	97.00
4.110 千伏及以下线损率	%	6.2	6.1	6.0
5.高压配电网容载比	1	2.01	1.8-2.2	
6.乡村户均配变容量	千伏安	1.55	1.8	2.0
7.配电自动化覆盖率	%	20	50	90
8.配电通信网覆盖率	%	40	60	95
9.智能电表覆盖率	%	60	80	90

数据来源：国家能源局，西南证券整理

3.3 配电自动化龙头+设备租赁迎来业绩拐点

配电自动化龙头享业绩红利。公司配电业务的主要执行主体是珠海许继有限公司。在配网自动化领域，珠海许继电气是国内将软件开发、控制系统、智能开关设备三个领域完全覆盖，最具智能成套能力的企业。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。“十三五”规划的配电网建设改造计划提出到 2020 年实现配电网自动化 90%的覆盖率，在这一进程中，公司有望凭借技术和经验享受配网建设带来的业绩红利。

创新经营模式提供新的市场空间。2012 年为了适应特高压工程大规模建设的需要，国网成立了江苏、天津、湖北三家设备租赁公司。采用租赁的方式，节省了大量的设备购置和管理资金，而且设备可以按需灵活增减，也能根据需求，及时调整供电方案。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，未来将进入快速增长期。

图 8：配网设备租赁商业模式



数据来源：西南证券

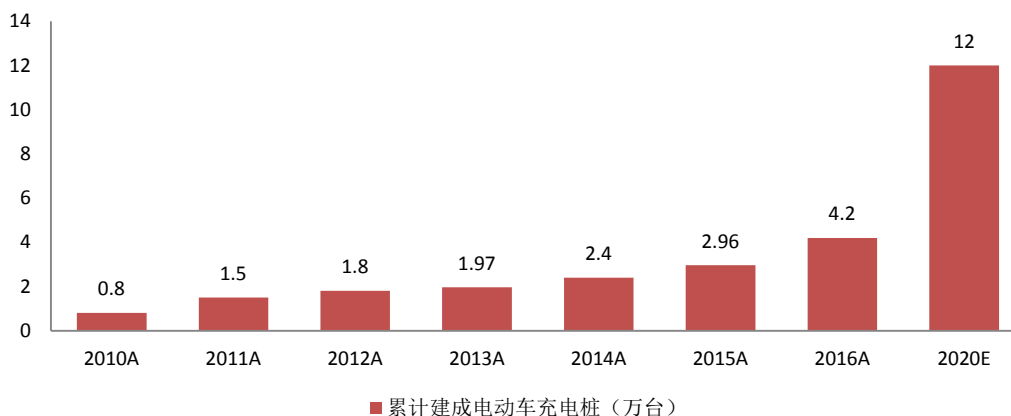
4 充电桩有望带动公司热度

充电桩建设滞后，多部委推动充电桩加速发展。2016 年底，我国新能源汽车保有量约 100 万辆，公共充电桩约 15 万个、专用充电桩约 8 万个，车桩比接近 4:1，充电桩建设量还远不能满足新能源汽车的出行需求。国家能源局副局长郑栅洁表示，为配合电动汽车的推广，力争 2017 年新增充电桩 80 万个，其中专用桩 70 万个、公共桩 10 万个，行业空间巨大。

近日，国家能源局、国资委、国管局联合下发《关于加快单位内部电动汽车充电基础设施建设》的通知。通知明确，到 2020 年，公共机构新建和既有停车场要规划建设配备充电设施(或预留建设安装条件)比例不低于 10%；中央国家机关及所属在京公共机构比例不低于 30%；在京中央企业比例力争不低于 30%。三部委共同推进充电桩的加速发展。

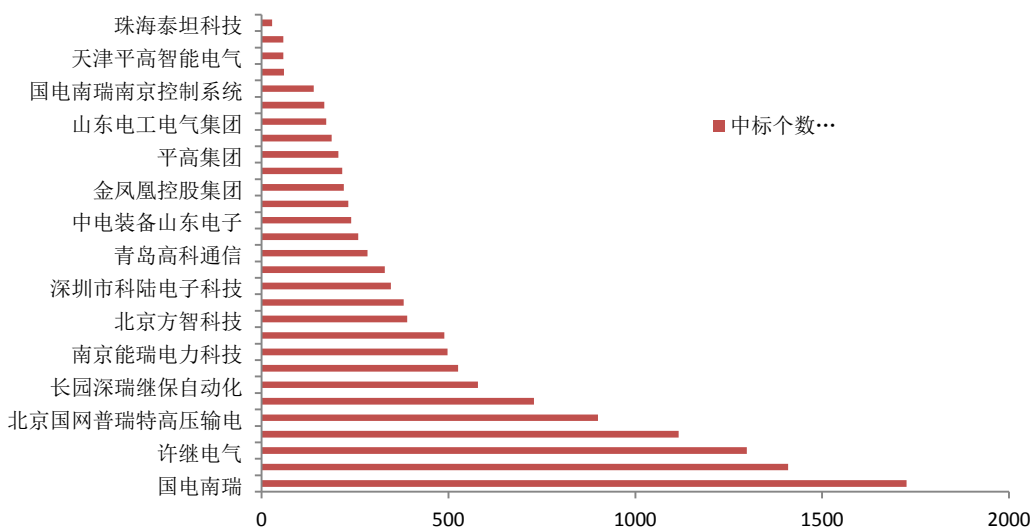
国网充电桩建设加速。根据规划，国家电网公司将大力建设高速公路快充网络，到十三五末基本建成“七纵四横两网格”高速公路快充网络，覆盖京津冀鲁、长三角地区所有城市和其他地区主要城市的高速公路快充网络，布点城市 202 个，延伸高速公路 3.6 万公里。2016 年，国家电网建成充电桩 2.2 万个，累计建成充电桩 4.2 万个，规划 2017 年将建设 2.9 万个；到 2020 年，建成 12 万个充电桩。

图 9：2010-2020 国家电网充电桩累计建设量



数据来源：国家电网社会责任报告，西南证券

公司中标情况良好。许继电源是国内较早进入充电桩领域的厂家，产品技术质量过硬，且有其他企业难以比拟的国网背景。从 2016 年国家电网充电设备招标结果来看，许继集团中标率仅次于国电南瑞和华商三优，许继集团中标套数接近总招标套数的 10%。

图 10：国网 2016 年充电设备中标企业汇总


数据来源：国网电子商务平台，西南证券整理

5 盈利预测与投资建议

假设 1：配网投资建设中公司的智能变配电系统市占率高，能显著提升可靠性，此业务的发展趋势将紧紧跟随国网投资趋势。2016 年是我国配网投资建设十三五规划起点，且电网设备行业 2015 年处于低谷，所以 2016 年销售出现大幅上涨。预计 2017 年起，公司此业务将趋于稳定，2017 年智能变配电系统收入有望接近 4 亿元，随后稳步小幅提升，毛利率稳定在 25%；

假设 2：直流输电系统业务的应收账款将会在 2017 年得到大批量确认，预计营收有望超过 25 亿元，随后两年趋于稳定，毛利率维持在 48%左右；

假设 3：预计智能中压用电业务发展平稳，毛利率也维持在 10%；

假设 4：我国智能电表更换率已很高，未来空间急剧缩减，海外市场主要是印度和南美区域，但是公司此业务海外拓展有待考证，预计公司 2017-2019 年此业务维持平稳，毛利率接近 2016 年表现，维持在 13.5%；

假设 5：公司的股东背景使其在国网充电设施招标中占据优势，此业务发展也将紧跟国网充换电设施投资发展趋势，毛利率稳定在 20%。

根据以上假设，我们得到公司 2017-2019 年分业务收入预测表如下：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
智能变配电系统	收入	3801.11	3991.16	4190.72	4400.25
	增速	33.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	24.49%	25.00%	25.00%	25.00%
直流输电系统	收入	1591.54	2546.46	2673.78	2673.78
	增速	51.7%	60.00%	5.00%	0.00%
	毛利率	47.38%	48.00%	48.00%	48.00%
智能中压供用电	收入	1734.68	1769.38	1804.76	1840.86
	增速	3.4%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	10.01%	10.00%	10.00%	10.00%
智能电表	收入	1214.17	1214.17	1214.17	1214.17
	增速	36.7%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	13.67%	13.50%	13.50%	13.50%
电动汽车智能充换电系统	收入	897.10	1076.51	1291.82	1550.18
	增速	62.7%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	20.95%	20.00%	20.00%	20.00%
EMS 加工服务及其他	收入	368.41	386.83	406.18	426.49
	增速	11.6%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	6.21%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	9607.01	10984.52	11581.43	12105.74
	增速	30.77%	14.34%	5.43%	4.53%
	毛利率	23.27%	25.63%	25.68%	25.48%

数据来源：西南证券

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.15 元、1.21 元和 1.21 元，对应 PE 分别为 15 倍、14 倍、14 倍。参考目前国内电气设备及特高压龙头企业平高电气 18 倍 PE，我们认为公司同为国网背景，特高压业务将是未来重点，同样给予许继电气 18 倍估值，对应股价 20.7 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

6 风险提示

充电桩建设不及预期、增量配网建设不及预期、特高压建设不及预期、直流输电系统业务应收账款确认进度或不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9607.01	10984.52	11581.43	12105.74	净利润	940.49	1296.92	1346.81	1345.52
营业成本	7371.49	8169.59	8606.97	9021.57	折旧与摊销	120.25	127.55	148.85	160.57
营业税金及附加	55.39	73.37	76.34	78.48	财务费用	45.36	59.58	56.15	52.41
销售费用	447.59	494.30	555.91	605.29	资产减值损失	107.45	115.00	100.00	95.00
管理费用	616.01	719.49	764.37	835.30	经营营运资本变动	461.61	-1365.64	-281.92	-189.50
财务费用	45.36	59.58	56.15	52.41	其他	-428.14	-115.00	-100.00	-95.00
资产减值损失	107.45	115.00	100.00	95.00	经营活动现金流净额	1247.02	118.40	1269.90	1369.00
投资收益	3.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	-284.17	-90.00	-90.00	-90.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	108.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-175.75	-90.00	-90.00	-90.00
营业利润	967.05	1353.19	1421.70	1417.69	短期借款	120.00	-120.00	0.00	0.00
其他非经营损益	118.24	127.02	123.90	125.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1085.29	1480.22	1545.59	1542.71	股权融资	-0.09	0.00	0.00	0.00
所得税	144.80	183.30	198.78	197.19	支付股利	0.00	-46.11	-49.29	-47.41
净利润	940.49	1296.92	1346.81	1345.52	其他	-298.73	-59.58	-56.15	-52.41
少数股东损益	71.56	133.12	127.02	126.55	筹资活动现金流净额	-178.82	-225.69	-105.44	-99.82
归属母公司股东净利润	868.93	1163.80	1219.80	1218.97	现金流量净额	892.45	-197.29	1074.46	1179.18
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1803.77	1606.48	2680.94	3860.12	成长能力				
应收和预付款项	8591.03	10542.01	11160.34	11511.58	销售收入增长率	30.77%	14.34%	5.43%	4.53%
存货	1924.63	2133.01	2247.20	2355.45	营业利润增长率	23.11%	39.93%	5.06%	-0.28%
其他流动资产	9.52	10.88	11.48	12.00	净利润增长率	16.71%	37.90%	3.85%	-0.10%
长期股权投资	9.19	9.19	9.19	9.19	EBITDA 增长率	20.35%	35.99%	5.61%	0.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1371.46	1319.93	1249.01	1168.26	毛利率	23.27%	25.63%	25.68%	25.48%
无形资产和开发支出	489.35	503.33	515.41	525.59	三费率	11.54%	11.59%	11.88%	12.33%
其他非流动资产	101.88	101.87	101.87	101.87	净利率	9.79%	11.81%	11.63%	11.11%
资产总计	14300.84	16226.72	17975.44	19544.06	ROE	12.46%	14.74%	13.34%	11.81%
短期借款	120.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.58%	7.99%	7.49%	6.88%
应付和预收款项	5842.84	6629.71	7076.42	7342.67	ROIC	11.93%	15.20%	14.28%	13.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.79%	14.02%	14.05%	13.47%
其他负债	787.46	795.66	800.16	804.42	营运能力				
负债合计	6750.30	7425.37	7876.58	8147.08	总资产周转率	0.72	0.72	0.68	0.65
股本	1008.33	1008.33	1008.33	1008.33	固定资产周转率	9.49	9.82	9.64	10.36
资本公积	829.68	829.68	829.68	829.68	应收账款周转率	1.25	1.26	1.17	1.17
留存收益	5220.21	6337.90	7508.40	8679.97	存货周转率	3.95	4.03	3.93	3.92
归属母公司股东权益	7058.21	8175.90	9346.41	10517.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.68%	—	—	—
少数股东权益	492.33	625.44	752.46	879.01	资本结构				
股东权益合计	7550.54	8801.34	10098.87	11396.98	资产负债率	47.20%	45.76%	43.82%	41.69%
负债和股东权益合计	14300.84	16226.72	17975.44	19544.06	带息债务/总负债	12.10%	9.38%	8.84%	8.55%
					流动比率	2.04	2.13	2.25	2.39
					速动比率	1.72	1.81	1.93	2.07
					股利支付率	0.00%	3.96%	4.04%	3.89%
					每股指标				
					每股收益	0.86	1.15	1.21	1.21
					每股净资产	7.49	8.73	10.02	11.30
					每股经营现金	1.24	0.12	1.26	1.36
					每股股利	0.00	0.05	0.05	0.05
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1132.65	1540.32	1626.70	1630.66					
PE	20.08	14.99	14.30	14.31					
PB	2.31	1.98	1.73	1.53					
PS	1.82	1.59	1.51	1.44					
EV/EBITDA	14.44	10.67	9.44	8.70					
股息率	0.00%	0.26%	0.28%	0.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn