许继电气（000400）投资价值分析报告

特高压东风再起，配电网泛海攫利

2018 年 11 月 27 日

投资要点

- **电力设备细分龙头，迎来新一轮景气周期。**公司作为电网细分领域设备龙头，特高压直流站内设备（换流阀、直流保护系统）龙头地位巩固（市占率 30%-50%），智能电源市占率整体向好（6%）。2018 年前三季度，受特高压项目减少与电网投资低于预期影响，公司净利润同比下滑-48%，全年业绩或迎来触底；但我们预计特高压、配网等领域电网投资将进入新一轮景气周期，未来 2-3 年公司业绩有望持续回升。
- **特高压重启迎基建提速，配网改造获租赁模式推广。特高压：**能源局计划 2018Q4-2019 年核准“七交五直”共 12 条特高压线路，其中首个“青海-河南”项目已于 10 月底获发改委核准。在国家“稳基建”需求下特高压建设有望大幅提速，预计本轮建设带动直接投资额约 2000 亿元，核心站内设备投资占比较高，换流阀等设备有望获新一轮数百亿级招标放量。**配网：**根据《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》，预计 2019-2020 年配网投资额有望超 8000 亿元，年投资增速或达 20%；2020 年配网自动化目标达 90%以上，较国网地区 2018 年 60%的目标仍有较大提升空间，对应直接自动化设备和系统需求抬升；配网租赁业务不断推广，突破资金桎梏下新项目模式或为 EPC 提供商带来超百亿市场空间。
- **特高压带动设备再放量，直流设备龙头发力在即。**公司作为特高压直流换流站的核心设备的主要供应商，换流阀（项目投资占比 10%-15%）市占率约 35%，直流保护系统（项目投资占比 1%-2%）市占率约 50%，目前特高压核心设备毛利率基本稳定在 30%-40%，对企业利润提升作用明显。我们预计新一轮特高压建设有望加速推进，公司作为主站设备龙头供应商需求迎来显著复苏，2019-2020 年业绩增长弹性大。
- **配网设备采购基本稳定，配网租赁“背靠大树好乘凉”。**公司配网主要设备中标比例维持在行业前五水平，随着配网建设加速对设备及系统产品需求增加，公司相关业务有望重回增长通道。公司依托许继集团资金支持、选择与电价差合适的省网合作，推进配网租赁业务快速拓展，2019 年有望完成河南、安徽、重庆等定点省份业务拓展，未来每年或可为公司带来超 10 亿元收入。
- **风险因素。**特高压建设进度不及预期，配网改造行动落实不及预期，整站招标市场竞争加剧。
- **盈利预测、估值及投资评级。**伴随国家“稳基建”的指导，电网投资有望在 2019 年迎来反转复苏，公司作为特高压建设、配网改造等结构性增长点的直接受益者，有望在 2018 年业绩触底后迎来新一轮高速增长周期，我们预计公司 2018/2019/2020 年净利为 3.76/6.32/7.70 亿元，基本 EPS 为 0.37/0.63/0.76 元，对应当前股价 PE 为 24x/14x/12x。结合可比公司 2019 年 PE 水平，我们给予公司 2019 年 17x PE 估值，对应 2019 年目标价 10.71 元，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9,607.01	10,330.72	8,105.37	10,093.13	12,052.30
营业收入增长率	31%	8%	-22%	25%	19%
净利润(百万元)	868.93	613.78	376.06	631.57	769.95
净利润增长率	21%	-29%	-39%	68%	22%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.86	0.61	0.37	0.63	0.76
毛利率%	23%	21%	19%	20%	20%
净资产收益率 ROE%	12.31%	8.10%	4.74%	7.39%	8.28%
每股净资产（元）	7.00	7.51	7.87	8.48	9.22
PE	10	15	24	14	12
PB	1	1	1	1	1

资料来源：中信证券数量化投资分析系统　　注：股价为 2018 年 11 月 22 日收盘价

中信证券 CITIC SECURITIES

买入（首次）

当前价：8.92 元

目标价：10.71 元

中信证券研究部

弓永峰

电话：010-60836758

邮件：gongyongfeng@citics.com

执业证书编号：S1010517070002

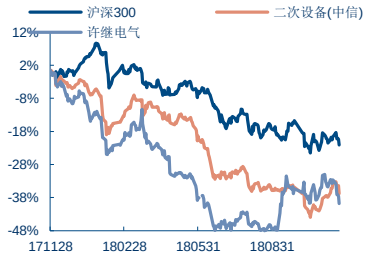
刘丹琦

电话：021-20262105

邮件：liudanqi@citics.com

执业证书编号：S1010518080004

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3143.48 点
总股本/流通股本	1008.3/1008.2 百万股
近 12 月最高/最低价	14.4 元/7.41 元
近 1 月绝对涨幅	-1.72%
近 6 月绝对涨幅	-10.69%
今年以来绝对涨幅	-34.72%
12 个月日均成交额	90.62 百万元

目录

公司估值及评级 1
公司概览：构建技术平台，打造设备龙头 2
国网系电力装备龙头，重组完善产业布局 2
电网投资需求波动，业绩有望触底反转 3
行业分析：特高压重启峰口将至，配网改造有望加速 6
电网投资边际向好，结构性增长日渐显著 6
特高压建设重启，设备投资再放量 7
配网改造持续加速，自动化空间巨大 10
公司分析：乘特高压东风再起，拓配网租赁空间巨大 13
特高压重启加速，换流阀龙头再发力 13
配网设备毛利稳定，租赁业务空间巨大 14
智能电表需求稳定，静待更新周期再放量 15
财务分析 16
风险因素 19
关键假设及盈利预测 19
关键假设 19
盈利预测 20

插图目录

图 1：公司 PE Band 1
图 2：许继集团参股控股情况 2
图 3：许继电气股权结构（截至 2018Q3） 3
图 4：公司近年营业收入情况（百万元） 4
图 5：公司近年归母净利润情况（百万元） 4
图 6：公司近年营业收入构成（%） 5
图 7：公司近年主要业务毛利水平（%） 5
图 8：公司近年研发支出（百万元） 5
图 9：公司近年期间费用（百万元） 5
图 10：电网投资完成额逐渐回暖 6
图 11：电网投资结构性增长有望加速 6
图 12：2017 年电网投资（分电压等级）结构 7
图 13：本轮特高压建设线路示意图 9
图 14：特高压交直流核准数（条） 9
图 15：特高压交直流招标数（条） 9
图 16：特高压建设将迎来新一轮景气周期 10
图 17：特高压交流工程投资占比拆分 10
图 18：特高压直流工程投资占比拆分 10
图 19：配网投资将迎来放量 11
图 20：近年全国供电系统供电可靠率变化 12
图 21：近年供电系统用户平均停电频率变化 12
图 22：近年配网主要设施故障率变化（次/百公里.年） 12
图 23：近年配网主要设施故障率变化（次/百公里.年） 12
图 24：换流阀主要供应商市占率 13
图 25：直流保护系统主要供应商市占率 13
图 26：近年配网业务收入与毛利情况（百万元） 15
图 27：2018 年整站招标市场格局 15
图 28：公司近年整站市占率与中标包数（包） 15
图 29：近年智能电表招标量（万台）与采购单价（元/台）走势 16
图 30：公司智能电表中标金额（亿元） 16
图 31：公司智能电表市占率 16
图 32：公司销售毛利率处于同业中等水平 17
图 33：公司期间费用率处于同业中较低水平 17
图 34：研发支出占比处于同业平均水平 17
图 35：可比公司扣除研发支出管理费用率 17
图 36：偿债能力较为稳定 17
图 37：资产负债率处于同业平均水平 17

表格目录

表 1：可比公司估值情况 1
表 2：公司成立以来重大事项 2
表 3：我国已核准特高压工程信息一览 7
表 4：本轮特高压信息汇总与投资额预测 8
表 5：配电网建设改造指导目标（2015-2020 年） 11
表 6：2017 年主要地市城市配电网基本情况 13
表 7：公司近年特高压招标采购中标情况汇总 13
表 8：许继电气本轮特高压建设收入弹性测算 14
表 9：许继电气本轮特高压建设毛利弹性测算 14
表 10：可比公司主要财务指标一览 18
表 11：公司经营模型（百万元） 20
表 12：公司盈利预测一览 21

公司估值及评级

相对估值：我们选取了平高电气、国电南瑞两家可比公司进行估值比较。根据中信证券研究部预测与市场一致性预期，可比公司当前股价对应 2018/2019/2020 年 PE 均值分别为 22x/17x/13x。

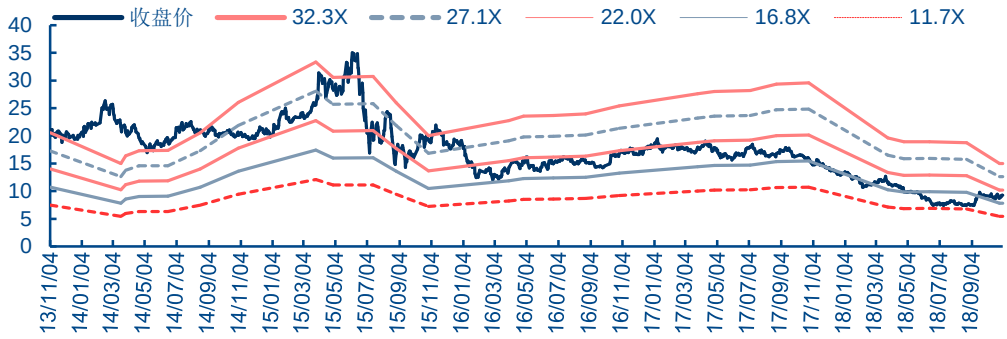
表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元/股）				PE（倍）				PB（倍）
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2018E
600312.SH	平高电气	7.74	105.03	0.46	0.31	0.49	0.73	17	25	16	11	1
600406.SH	国电南瑞	17.55	804.43	0.77	0.93	1.04	1.25	23	19	17	14	4
可比均值								**20**	**22**	**17**	**13**	**3**
000400.SZ	许继电气	8.92	89.94	0.61	0.37	0.63	0.76	15	24	14	12	1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2018 年 11 月 22 日收盘价；平高电气盈利预测使用 Wind 一致预期

公司近年来整体估值波动区间较为稳定（12x-32x），受 2018 年特高压项目订单确认影响，年初至今板块整体估值预期普遍下调，公司目前 PE TTM 估值在 20x 左右，处于历史较低位。

图 1：公司 PE Band



资料来源：Wind，中信证券研究部

特高压东风再起，配电网空间巨大。其一，随着本轮特高压建设的落地与启动，在拉动基建的主题下，我们看好本轮特高压有望加速落地。而公司作为国网系主要的特高压以及直流输电项目核心设备供应商，自身的品牌优势与技术保障有利于其在新一轮建设中抢占大量订单；且考虑到特高压业务目前营收占比较小、毛利水平较高，相关订单放量确认收入可为公司业绩提升带来较大弹性。其二，配电网空间有望进一步释放，配网自动化率提升的需求与省网现金流的压力之间的矛盾，在保障配网设备需求的同时，催生配网租赁业务的快速成长。公司既是整站设备供应商，同时拥有许继集团资金支持，攫利配网租赁百亿量级市场主客观条件咸备。

许继电气由于自身业务结构，受特高压订单确认影响带来的业绩弹性较大。考虑到本轮特高压项目大规模集中重启及快速推进核准开工超出市场预期，我们预计公司 2018 年业绩将筑底，2019-2020 年业绩有望随行业复苏实现业绩快速增长，预测许继电气 2018/2019/2020 年归母净利润分别为 3.76 亿/6.32 亿/7.70 亿元，基本 EPS 为 0.37/0.63/0.76 元，对应当前股价 PE 分别为 24x/14x/12x。我们综合考虑可比公司的完整业务结构，选取同公司业务结构相似度较高的国电南瑞和平高电气 2019 年 PE 作为公司可比估值，给予公司 2019 年 PE 17x 作为公司合理估值，对应目标股价为 10.71 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

公司概览：构建技术平台，打造设备龙头

国网系电力装备龙头，重组完善产业布局

公司成立于 1993 年，1997 年在深交所上市，是中国电力装备行业的领先代表。目前，公司产品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、电动汽车智能充换电系统、EMS 加工服务等六类，聚焦于特高压、智能电网、新能源、电动汽车充换电、轨道交通及工业智能化五大核心业务。

表 2：公司成立以来重大事项

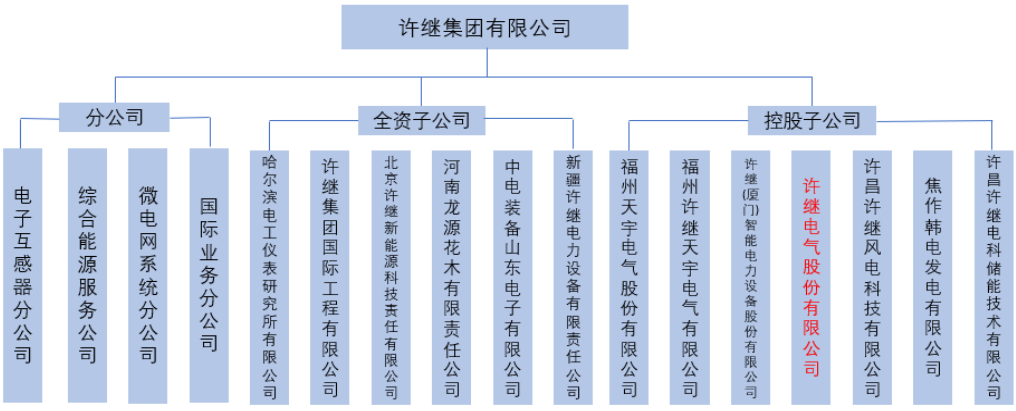
时间	重大发展事项
1993 年	进行股份制改革，许继电气股份有限公司成立
1997 年	公司在深圳证券交易所挂牌上市
2005 年	中标贵州－广东第二回±500kV 高压直流输电工程换流站设备（控制保护部分）
2006 年	收购许继集团高压直流输电可控硅（晶闸管）换流阀国产化项目
2007 年	拿下云南－广东±800kV 直流输电工程控制保护设备订单，向家坝--上海特高压直流工程换流站设备订单
2014 年	完成重大资产重组，注入许继集团柔性输电分公司业务及相关资产负债、许继电源公司 75%股权、许继软件公司 10%的股权和上海许继公司 50%的股权
2015 年	中标酒泉－湖南、山西晋北-江苏南京、锡盟-泰州、上海庙-山东等多个特高压项目
2016 年	中标滇西北至广东、扎鲁特-青州特高压、渝鄂直流背靠背联网、老挝沙老铁路机电设备等采购合同
2017 年	中标巴基斯坦默拉、土耳其凡城直流项目，实现高端直流装备海外市场突破
2018 年	±500 千伏柔性直流换流阀、光储充放一体化车棚等重点产品在张北柔性直流电网示范工程、雄安新区一期项目等国家电网公司重大示范工程实现首台套应用

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司控股股东许继集团是国家电网公司的全资子公司。2010 年国网全资子公司中国电力科学研究院取得许继集团 60%的股权，成为许继电气实际控制人，公司正式加入国网平台，发展进入快车道。2012 年国家电网公司将中国电力技术装备有限公司持有的许继集团 100%股权上划至国家电网公司直接持有，许继集团的发展直接由国网公司领导和规划，能够更有效地利用国网平台优势，产业升级和研发创新走在行业前列。

产业升级，技术优先。许继集团坚持技术创新驱动产业升级，打造了许昌 1 个研发中心，北京、上海、西安、哈尔滨 4 个研发分中心，实现了一批关键技术突破，形成了“信息化自动化控制技术、大功率电力电子技术、一次设备设计制造技术”三大核心基础技术，“嵌入式软件平台、嵌入式硬件平台、系统软件平台”三大核心基础平台，以及 130 多项核心技术产品。

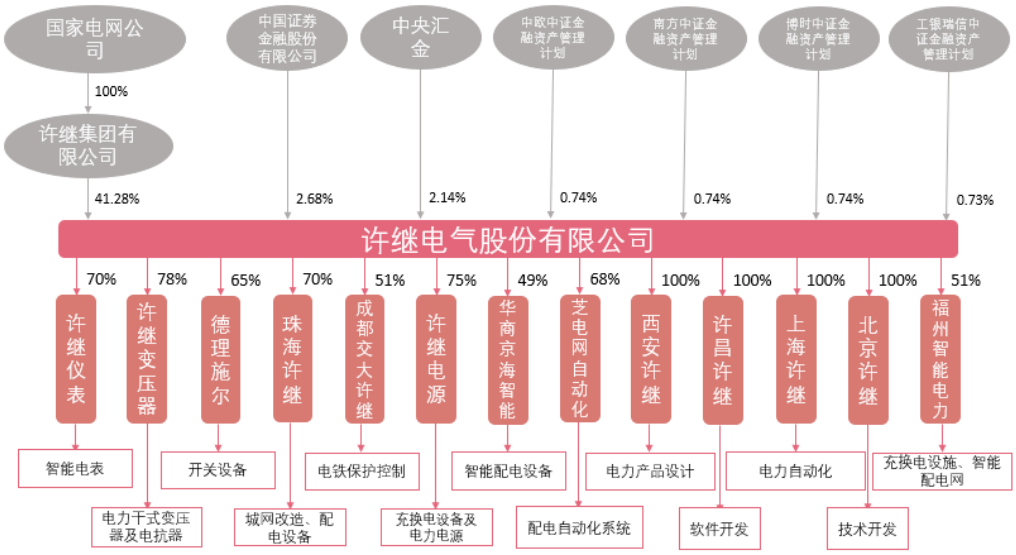
图 2：许继集团参股控股情况



资料来源：公司官网，中信证券研究部

许继集团一直致力于将旗下优质资产注入上市公司，以完善其产业链布局，加强市场竞争力，精简与许继集团之间的交易结构。2014 年公司通过向许继集团发行股份购买其下属柔性输电分公司业务及相关资产负债，包括许继电源公司 75%的股权、许继软件公司 10%的股权和上海许继公司 50%的股权，标的资产交易价格 19.32 亿元。变更后，公司直接持有许继电源 75%股权，许继软件 100%股权，上海许继 100%股权，许继软件和上海许继成为本公司的全资子公司，完善了柔性输电和电动汽车充电设备两大增量业务。通过资产重组，许继电气逐步减少了与许继集团的关联交易，消除了部分业务同业竞争的可能，公司整体产业链结构得到完善。

图 3：许继电气股权结构（截至 2018Q3）

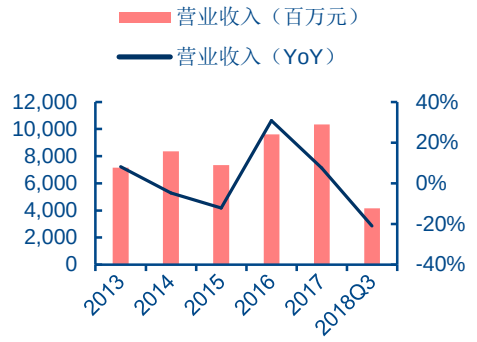


资料来源：公司三季报，公司公告，中信证券研究部

电网投资需求波动，业绩有望触底反转

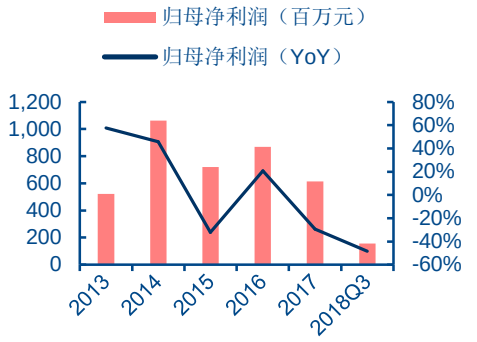
业绩随行业周期波动，2018 年下行压力较大。2013-2014 年，电网投资进入黄金时期，公司各项业务处于稳健上升通道，其中高毛利直流业务营收翻倍拉动公司净利高速增长。2015 年，公司受智能变配电系统收入波动与直流特高压项目落地不及预期影响，营收与净利较 2014 年均出现一定回落。2016 年直流项目迎来订单确认周期，公司当年确认直流特高压收入 15.92 亿元（+51.72%）；配网建设增长带动公司智能配电系统业务当年实现营收 38.01 亿元（+33.40%）。2017 年，公司直流业务迎来上一轮特高压“九交九直”建设订单确认回款高峰，当年确认收入 27.48 亿元（+72.66%），但公司当年计提资产减值准备 2.36 亿元，直接减少 2.27 亿元净利润，导致公司 2017 年度归母净利润转而向下。2018 年前三季度，受特高压项目同比减少与电网投资整体不振影响，公司实现营业收入 41.60 亿元（-21.01%），归母净利润 1.55 亿元（-48.42%）。

图 4：公司近年营业收入情况（百万元）



资料来源：公司年报，公司三季报，中信证券研究部

图 5：公司近年归母净利润情况（百万元）



资料来源：公司年报，公司三季报，中信证券研究部

智能配变系统毛利高，直流输电业务承压较大。公司各项主营业务中，智能配变电系统 2018 年上半年实现营收 12.10 亿元（-7.42%），可能受公司 2018 年整站招标份额竞争压缩影响，但因毛利率保持 23.54%的较高水平，仍贡献了约 58%的毛利额；智能中压供用电设备收入占比约 25%，但近几年受板块内产品品类与结构变化，毛利率持续走低，2018 年上半年贡献约 7%的毛利；直流输电系统板块受 2018 年特高压核准降速以及柔直采购回款确认周期变化，在公司收入中占比降低，但由于其毛利率一直维持在较高水平（47.59%），2018 年上半年对毛利贡献 20%，我们预计 2018 年直流板块承压较大，公司全年业绩或将探底。

分业务来看，公司作为国网系研发实力雄厚、产品布局广泛的电力设备龙头制造商，背靠国家电网全资子公司许继集团，国网采购竞争力较强，经营环境稳定。公司深度布局布局电网未来重点投资方向的直流输电（特高压与柔直）与配网自动化相关领域。虽受制于 2018 年行业周期性波动与政策性影响，公司全年业绩承压，但受益于近期特高压等新增项目加速推进，业绩有望实现触底企稳：

- ✓ **智能变配电系统：**2018H1 实现营业收入 12.10 亿元（同比-7.35%），毛利率 23.54%（同比+2.75 pcts）。《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》规划 2 万亿元配网改造投资。截至 2017 年底，配网投资进度略不及预期，未来两年配网自动化率尚存超 30%提升空间，带动自动化相关设备与系统招标量有所提升。公司 2018 年整站招标市场份额与中标包数有所下滑。我们看好公司作为该领域传统龙头供应商，在配网招标绝对量放大的环境下重新争取市占率稳中有升，同时考虑目前一次、二次设备整体毛利基本稳定，预计未来两年该业务“量升价稳”。

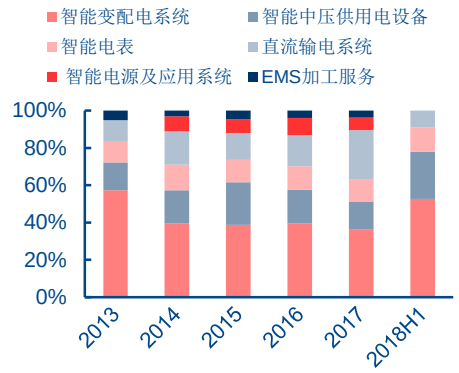
- ✓ **智能中压供用电设备：**2018H1 实现营业收入 5.81 亿元（同比-6.44%），毛利率 5.96%（同比-1.59pcts），公司该项业务主要：（1）为轨道交通提供牵引供电和电力供电系统集成解决方案；（2）工业智能供用电领域，为石油、石化、港口、机场、钢铁、煤炭、冶金等行业的厂家，提供智能供用电系统、电气一次设备、智慧工厂等系列化的核心设备、工程服务和整体解决方案。2018 年轨交审批条件经历了“由紧到松”的变化历程，基建的加速有望拉动轨交投建与配套牵引系统及供电系统的招标采购，拉动该业务未来两年持续向好，同时考虑公司目前同时涉足工程服务等环节，整体毛利提升空间较小。

- ✓ **智能电表：**2018H1 实现营业收入 3.00 亿元（同比-19.35%），毛利率 14.70%（同比+2.24 pcts），2017-2018 年智能电表招标量较 2016 年回落较大但两年内需求基本稳定（约 3500 万台）。预计随着智能电表新技术标准的上线，智能电表将开启新一轮加速替换周期，届时可期待电表需求回升带动公司智能电表业务收入进入增长通道。同时，公司智能电表领域市占率总体呈向上趋势，预计 2019-2020 年有望维持 4.5%-5.0%市占率，结合智能电表总体毛利水平基本稳定，该项业务未

来两年营收趋势有望逐渐向好。

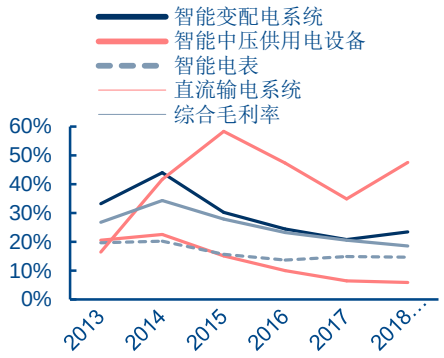
- ✓ **直流输电系统：**2018H1 实现营业收入 2.09 亿元（同比-67.60%），毛利率 47.59%（同比+9.40 pcts）。2018 年 9 月，新一轮输变电工程规划发布，其中含“五直七交”共十二条特高压工程与两条直流输电通道，预计拉动直流换流阀采购约百亿元。公司作为目前国内换流阀两大供应商之一，历史市占率基本维持在 35%左右。且在“拉基建稳增长”的要求下，新一轮输变电工程核准及建设进度有望加速，同时考虑公司目前柔直在手订单充足，我们预计公司将在 2019-2020 年迎来新一轮直流输电业务收入确认高峰。

图 6：公司近年营业收入构成（%）



资料来源：公司年报，公司中报，中信证券研究部

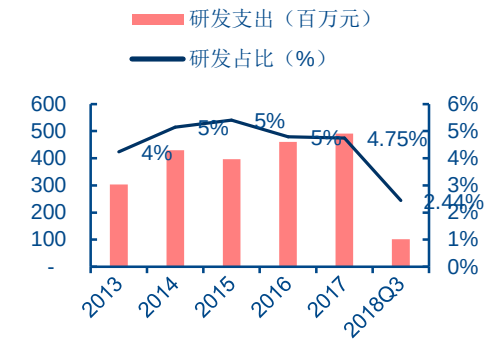
图 7：公司近年主要业务毛利水平（%）



资料来源：公司年报，公司中报，中信证券研究部

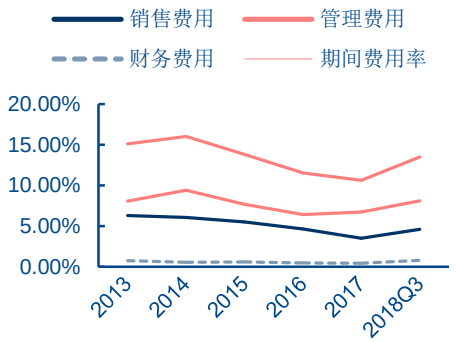
业绩承压费用出现波动，研发支出占比回落明显。2014 年公司完成重大资产重组后，期间费用率连年走低，近年来维持在不超过 15%的水平。2018 年前三季度受营业收入下滑影响，销售/管理/财务费用率有所上升，分别为 4.59%/8.10%/0.79%（+0.26/+2.10/+0.17 pcts）；公司研发支出占比同比有所回落，截至 2018 年 Q3 为 2.44%（+0.58 pct）。预计公司全年净利回落程度将高于营业收入，看好随着 2019 年公司营业收入恢复增长带动公司营业情况向好，改善费率情况。

图 8：公司近年研发支出（百万元）



资料来源：公司年报，公司中报，中信证券研究部

图 9：公司近年期间费用（百万元）



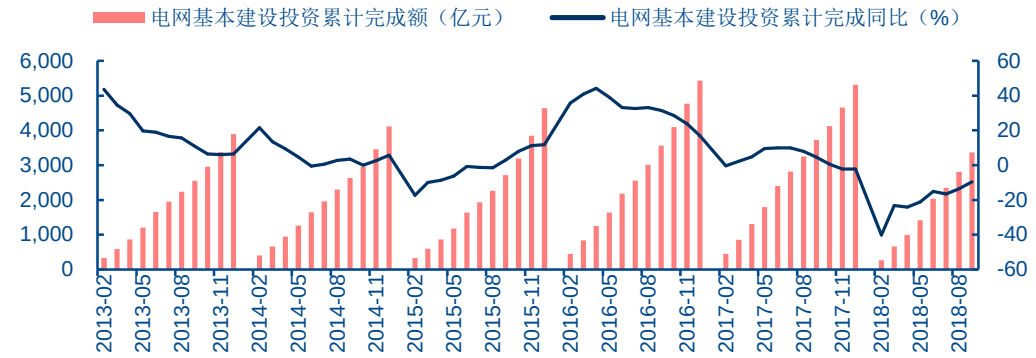
资料来源：公司年报，公司三季报，中信证券研究部

行业分析：特高压重启峰口将至，配网改造有望加速

电网投资边际向好，结构性增长日渐显著

电网投资逐渐回暖，热点拉动未来增量。2017 年 7 月起，我国电网投资增速开始放缓，同年 11 月电网投资累计同比由正转负，电网投资开始进入下行周期。直至 2018 年 6 月起，电网投资完成情况开始逐步改善，9 月电网投资累计完成额 3373 亿元、累计同比-9.60%，较年初最低值-40.10%恢复明显。预计 2018 年四季度有望维持电网整体投资逐渐向好的趋势，同时未来 1-2 年电网投资中特高压、配网等环节有望迎来新一轮景气周期。

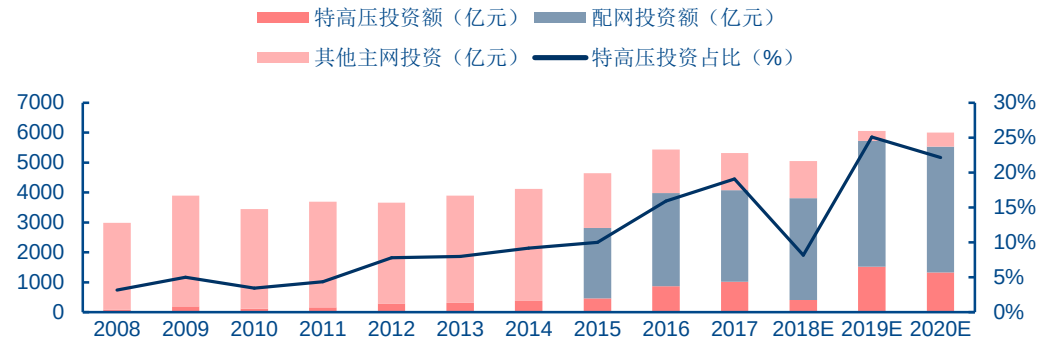
图 10：电网投资完成额逐渐回暖



资料来源：国家能源局，中信证券研究部

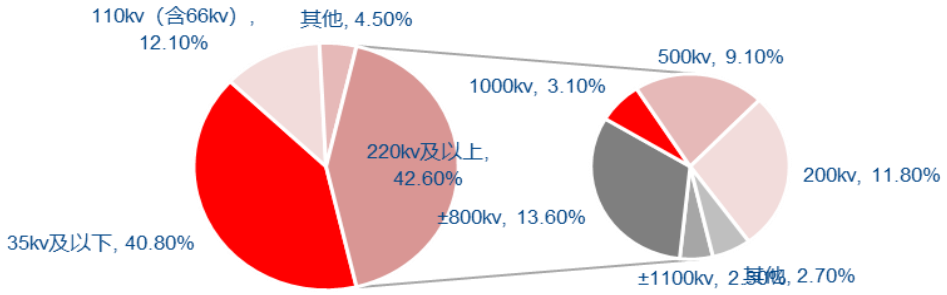
未来两年电网投资的核心驱动点在于特高压建设与配网改造。我们预计，特高压建设与配网改造的招标采购需求，可在未来两年对电力设备行业分别带来约 2000 亿/8000 亿元的采购需求。

图 11：电网投资结构性增长有望加速



资料来源：中电联，中信证券研究部预测

图 12：2017 年电网投资（分电压等级）结构



资料来源：中电联，中信证券研究部

特高压建设重启，设备投资再放量

特高压存量项目对设备集中需求 2000 亿元。我国首条特高压系 2006 年核准建设的“晋东南-南阳-荆门 1000KV 特高压交流输电工程”，截至目前我国特高压建设技术已达世界领先水平且应用项目多样、实践经验丰富，合计已建成“八交十三直”共 21 条特高压线路，在建“四交两直”6 条线路，总计投资额约 5000 亿元，结合各环节成本占比情况预计直接投放站内设备招标金额近 2000 亿元。

表 3：我国已核准特高压工程信息一览

	序号	工程名称	电压等级 千伏	变电（换流）容量 万千伏安（千瓦）	输送功率 万千瓦	送电距离 公里	核准时间	设备招标时间	投运时间	投资额（亿元）	工程商
建成（8交13直）	1	晋东南-南阳-荆门	1000	2400	500	640	2006.8	2006	2009.1	57	国家电网
	2	淮南-浙北-上海	1000	2100	1000	649	2011.9.27	2012	2013.9	185	国家电网
	3	浙北-福州	1000	1800	1000	603	2013.3.18	2013	2014.12	200	国家电网
	4	锡盟-山东	1000	1500	1000	730	2014.7.12	2014	2016.7	178	国家电网
	5	淮南-南京-上海	1000	1200	1000	780	2014.4.21	2014	2016.9	268	国家电网
	6	蒙西-天津南	1000	2400	1000	616	2015.1.15	2015	2016.12	175	国家电网
	7	榆横-潍坊	1000	1500	1000	1049	2015.5.6	2015	2017.8	242	国家电网
	8	锡盟-胜利	1000	600	1000	240	2016.1	2016	2017.7	50	国家电网
	9	向家坝-上海	±800	1280	640	1907	2007.4.26	2008.9	2010.7	233	国家电网
	10	锦屏-苏南	±800	1440	720	2059	2008.11	2009.6	2012.12	220	国家电网
	11	哈密南-郑州	±800	1600	800	2210	2012.5	2012.9	2014.1	234	国家电网
	12	溪洛渡-浙西	±800	1600	800	1669	2012.7.6	2012.12	2014.7	239	国家电网
	13	宁东-浙南	±800	1600	800	1720	2014.8.5	2014.12	2016.8	237	国家电网
	14	酒泉-湖南	±800	1600	800	2413	2015.5.20	2015.6	2017.6	262	国家电网
	15	晋北-江苏	±800	1600	800	1119	2015.6.10	2015.7	2017.6	162	国家电网
	16	锡盟-泰州	±800	2000	1000	1620	2015.10.30	2015.12	2017.9	254	国家电网
	17	上海庙-山东	±800	2000	1000	1238	2015.12.1	2015.12	2017.12	221	国家电网
	18	扎鲁特-青州	±800	2000	1000	1234	2016.8.16	2016.6	2017.12	221	国家电网
	19	云南-广东	±800	1000	500	1438	2006.12	2006	2010.6	154	南方电网
	20	糯扎渡-广东	±800	1000	500	1541	2011.7.25	2012.1	2015.6	153	南方电网
	21	滇西北-广东	±800	1000	500	1959	2015.12.28	2016.1	2017.12	189	南方电网
在建（4交2直）	1	北京西-石家庄	1000		1000	228	2017.7.21	2017		35	国家电网
	2	苏通 GIL	1000			5.9	2014.4.21	2017		48	国家电网
	3	山东-河北环网	1000	1500	1000	819.5	2017.11.13	2017		140	国家电网
	4	蒙西-晋中	1000		800	313	2018.3.16	2018		50	国家电网
	5	淮东-皖南	±1100	2400	1200	3324	2015.12.18	2016		407	国家电网
	6	乌东德-广东、广西	±800	1600	800	1489	2018.4.3	2018		243	南方电网

资料来源：国家发改委，北极星电力网，中信证券研究部

2018 年 9 月 7 日，国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》（国能发电力〔2018〕70 号），宣布加大基础设施领域补短板力度，为发挥重点电网工程在优化投资结构、清洁能源消纳、电力精准扶贫等方面的重要作用，将加快推进白鹤滩至江苏、白鹤滩至浙江特高压直流等 9 项重点输变电工程建设。上述项目共包括“五直七交”12 条特高压工程，合计输电能力 57GW，

截至 10 月底，除青海-河南±800kV 特高压直流工程已获核准外，另外三项计划于 2018 年四季度核准的特高压工程也陆续进入设计招标和土建开工阶段。我们预计 2018 年底仍有望保持较快项目核准进度，并在核准后 3 个月内启动设备招标，8-18 个月内完成施工交付，并在 2019 年下半年至 2020 年初迎来首批核心设备交付和回款高峰期。

表 4：本轮特高压信息汇总与投资额预测

特高压项目	线路名称	项目类型	线路长度（km）	输电能力（万千瓦）	预计投资额（亿元）	外送电站或电力资源	（规划）装机量（万千瓦）	预计核准开始时间	项目阶段
直流项目	青海-河南（驻马店）	±800 千伏特高压直流工程	1597	1000	226	青海清洁能源示范省	953	2018 年第四季度	已核准
	陕北-湖北（武汉）	±800 千伏特高压直流工程	1135	800	236	陕北煤电基地	4200	2018 年第四季度	可研招标
	雅中-江西（南昌）	±800 千伏直流工程	1700	800	317	雅砻江水电基地	3000	2018 年第四季度	
	白鹤滩-江苏（无锡）	±800 千伏直流工程	2172	800	320	白鹤滩水电站	1600	2019 年	
	白鹤滩-浙江	±800 千伏直流工程	2188	800	320	白鹤滩水电站	1600	2019 年	
	云贵互联通道工程	±500 千伏直流工程	386	300	50			2019 年	可研完成
	闽粤联网工程	直流背靠背工程	721	200	40			2019 年	
交流项目	驻马店-南阳	1000 千伏特高压交流线路	199	1000	48			2018 年第四季度	可研招标
	驻马店-武汉	1000 千伏特高压交流线路	303	1000	60			2018 年第四季度	可研招标
	荆门-武汉	1000 千伏特高压交流线路	256	800	50			2018 年第四季度	可研招标
	张北-雄安	1000 千伏双回特高压交流线路	320	600	64	河北风电基地	500	2018 年第四季度	可研招标
	南昌-武汉	1000 千伏特高压交流线路	355	800	80			2018 年第四季度	
	南昌-长沙	1000 千伏特高压交流线路	343	800	80			2018 年第四季度	
	南阳-荆门-长沙	1000 千伏双回特高压交流线路	678	600	160			2019 年	可研招标
合计					2051				

资料来源：国家能源局，北极星电力网，中信证券研究部预测

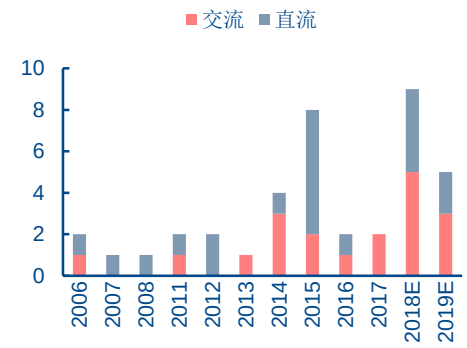
本轮建设将在华北、华东环网建设的基础上，进一步完善华中地区环网的建设，“三华环网”格局将基本建设完成，为下一阶段能源互联网建设打好坚实的基础。

图 13：本轮特高压建设线路示意图

资料来源：中信证券研究部

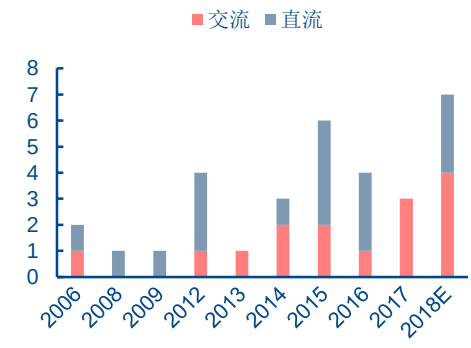
特高压收入确认看项目周期，本轮落地节奏可能超预期。特高压工程一般在核准后 1-3 个月内即会开启工程招标工作。待开标公示等流程完成后，站内设备中标的主要供应商一般在 8-18 个月内完成订单交付。目前国内宏观经济环境“稳增长拉基建”的诉求下，我们保守估计 2018Q4 特高压工程核准可能维持“保二争三望四”的节奏，同时不排除在政府政策进一步刺激下，本轮建设核准进程进一步提速的情况。

图 14：特高压交直流核准数（条）



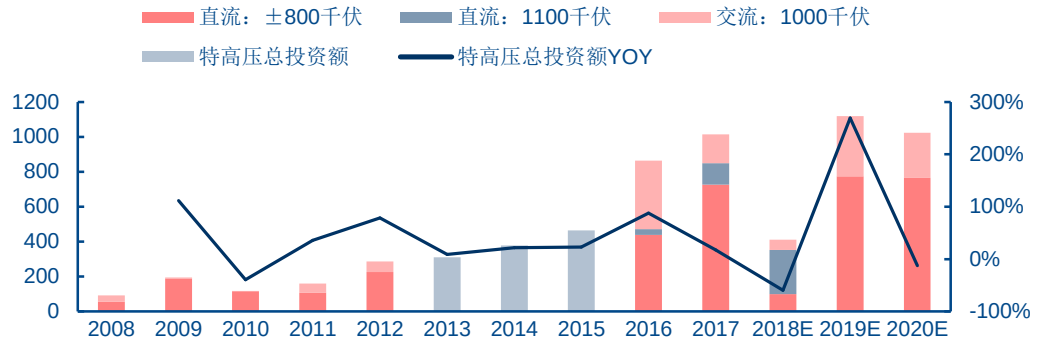
资料来源：国家发改委，中信证券研究部预测

图 15：特高压交直流招标数（条）



资料来源：国家电网，南方电网，中信证券研究部预测

图 16：特高压建设将迎来新一轮景气周期

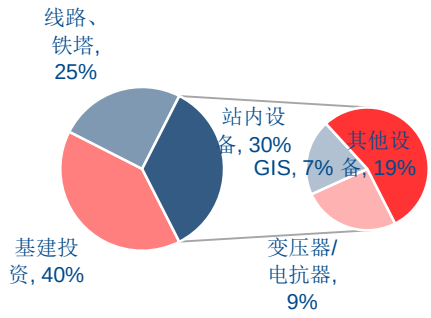


资料来源：中电联，中信证券研究部预测

新一轮投资集中落地刺激大，站内设备需求将放量。据测算，2019-2020 年，新一轮“五直七交”特高压建设以及前述未完成项目，可在未来两年带来年均约 1300-1500 亿元的直接投资，当年电网投资比重预计将达到约 17%，带动特高压相关设备企业进入新一轮的景气周期。

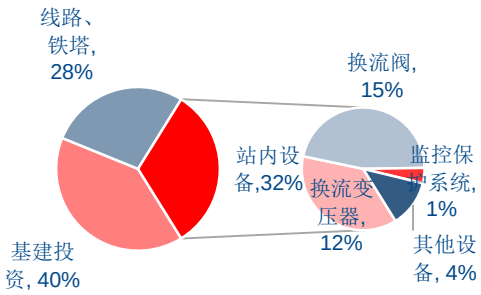
特高压建设中，核心站内设备成本占比较高、单笔采购量较大，细分子行业中切入的竞争公司相对较少，各主要公司单次特高压采购所获订单数均相对较大。直流项目中，换流站站内设备中投资占比最高的为换流阀，目前单套采购价格约 7-8 亿元，毛利率 30%-35%，国内主要参标企业较少，基本维持国电南瑞（45%）与许继电气（35%）的双寡头竞争格局。

图 17：特高压交流工程投资占比拆分



资料来源：国家电网，南方电网，中信证券研究部

图 18：特高压直流工程投资占比拆分



资料来源：国家电网，南方电网，中信证券研究部

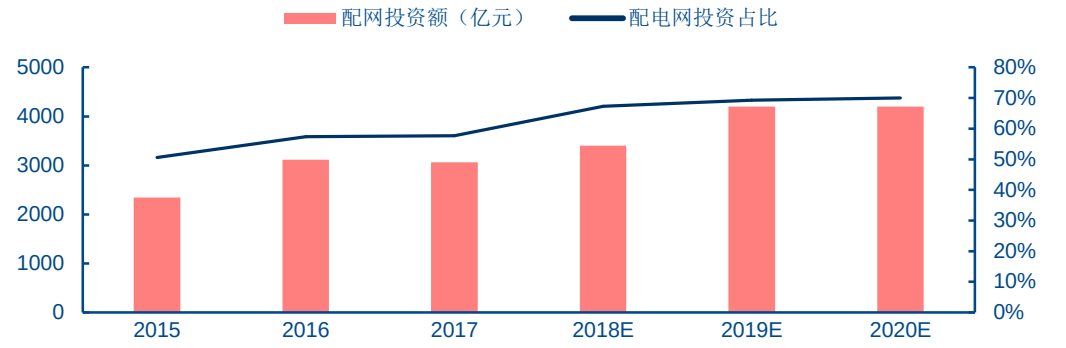
本轮特高压建设相较以往项目，可能进一步突出存在落地进度超预期的特点，2000 亿元投资有望在短期内集中投放拉动特高压设备企业业绩快速攀升。考虑到受 2018 年电网投资波动影响，目前电力设备企业普遍面临业绩承压的风险，特高压投资采购有望为主要设备竞争企业带来大额订单，利好未来 2-3 年业绩。

配网改造持续加速，自动化空间巨大

配网改造未来 2-3 年投资空间巨大。自《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》出台以来，我国配网建设便一直处于较快的上升通道中。行动计划中要求，2015-2020 年我国配网建设投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间不低于 1.7 万亿元。据中电联统计，2015 年配网投资额为 2347 亿元，2016-2017 年配网投资总额为 6182 亿元，“十三五”配网投资计划尚有约 1.1 万亿余额，投资进度慢于预期。随着基建有望提速，我们认为配网改造行动计划 2 万亿投资全部落地的可能性有所增强，预计未来

两年配网投资有望超 8000 亿元，考虑特高压重启投资回暖以及其他电网投资额逐年收窄，配网投资占电网整体投资的比重有望进一步从 50%-55%上升至约 65%-70%。

图 19：配网投资将迎来放量



资料来源：中电联，中信证券研究部预测

配网改造主要关注两项指标的改善程度：其一，以供电可靠率等为代表的效用指标；其二，配网自动化率为代表的建设指标。

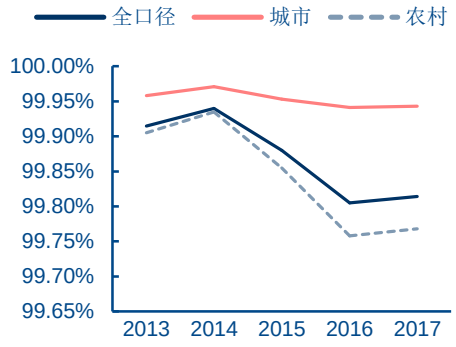
表 5：配电网建设改造指导目标（2015-2020 年）

指标	单位	2014 年	2017 年	2020 年	2017 年实现
1.供电可靠率	%	99.35	99.69	99.82	99.814
其中：中心城市（区）	%	99.95	99.97	99.99	99.943
城镇	%	99.8	99.85	99.88	99.94
乡村	%	99.16	99.45	99.72	99.768
2. 用户年均停电时间	小时	57	27	15.7	16.27
其中：中心城市（区）	小时	4.4	2.6	1	5.02
城镇	小时	17.5	13.2	10	5.28
乡村	小时	73.6	48	24	20.35
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	
乡村	%	90.77	94.69	97	
4.110 千伏及以下线损率	%	6.2	6.1	6	
5.高压配电网容载比		2.01		1.8-2.2	
6.乡村户均配变容量	千伏安	1.55	1.8	2	
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	

资料来源：国家能源局，中信证券研究部

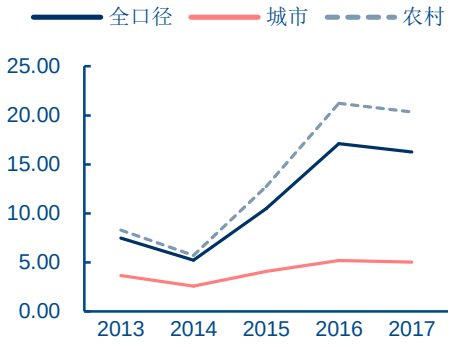
大规模建设带来可靠性波动。2015-2016 年，随着配网改造行动的大规模实施，大规模建设同样带来了工程质量管控与统计范围扩大等影响，一定程度上导致我国供电系统的可靠率与停电频率等指标于此期间出现较大幅度的波动。根据国家能源局与中电联联合发布的《2017 年全国电力可靠性年度报告》，2017 年底配网各项主要效用指标已反转向好，但距离体量提升前 2014 年水平仍有一定差距，行动计划余下时间内农村地区供电可靠率与户均停电频率（农村，2014：99.935%；5.72）仍存在一定改善空间。

图 20：近年全国供电系统供电可靠率变化



资料来源：国家能源局，中电联，中信证券研究部

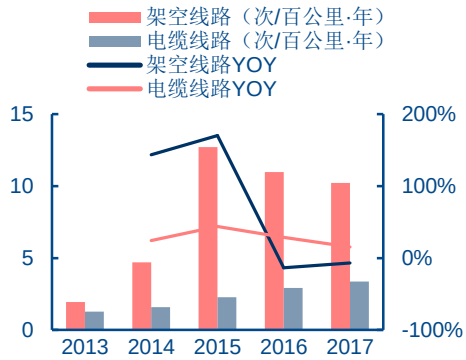
图 21：近年供电系统用户平均停电频率变化



资料来源：国家能源局，中电联，中信证券研究部

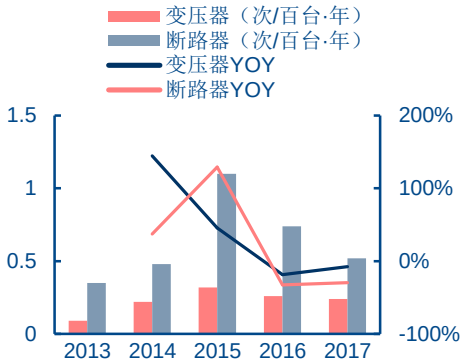
伴随着自 2016-2017 年起配网改造中各项基础设施的不断增加，我国整体配网自动化率亦逐步提升，架空线路、变压器、断路器等的故障率均保持着稳定向好的发展态势。

图 22：近年配网主要设施故障率变化（次/百公里.年）



资料来源：国家能源局，中电联，中信证券研究部

图 23：近年配网主要设施故障率变化（次/百公里.年）



资料来源：国家能源局，中电联，中信证券研究部

配网自动化提升空间巨大，自动化设备与系统需求将放量。截至 2016 年底，全国配网自动化率为 38.26%，随着近年来我国配网改造进程的不断深入，配网自动化率逐步提升。国网作为我国覆盖区域最广的电网企业，于 2018 年初制定了年底覆盖区域配网自动化率 60%的建设目标。但是，我们仍要认识到，国网 2018 年 60%自动化率目标，较之《行动计划》2020 年全国配网自动化率达 90%以上的建设目标仍存在超 30%以上的提升空间。2019-2020 年，随着约 8000 亿元配网投资有望落地，配网自动化设备与系统供应商有望迎来高速增长。

增量配电网试点不及预期，未来推广带动设备需求。中国能源研究会等发布《增量配电发展研究白皮书（2018）》，显示 2016 年 11 月第一批试点名单公布以来，国家发改委、能源局共批复 320 个试点，已完成配电网规划编制的前三批试点数为 60 个/18 个/5 个，推进进度不及预期，带来电力市场化交易程度较低等问题。近来，国家发改委、国家能源局多次吹风地方增量配电网试点推进缓慢，预计未来增量配电试点有望加速落地，一方面有利于我国电力交易市场化改革，另一方面更多项目落地也将带动配网设备与系统的采购需求。

配网更新改造建设分布较广，国网、南网与各省网均参与建设，其中一次设备毛利水平与行业技术壁垒较低，而二次设备相对来说竞争格局清晰、毛利较高，因此相应二次设备主要企业业绩受配网改造带动较为明显。

表 6：2017 年主要地市城市配电网基本情况

指标	佛山	深圳	广州	南京	东莞	威海	枣庄	武汉	中山	上海
配电自动化覆盖率（%）	84.04	77.1	86.6	100	55.22	97.85	100	94.4	100	53.68
电缆化率（%）	56.21	91.6	1.8	57.6	72.7	26.27	9.75	44.83	63.1	70.67
架空绝缘化率（%）	13.8	93.15	27.28	70.2	64.9	79.73	73	80.28	4.4	80.3
平均供电半径(千米)	6.32	4.47	6.92	2.56	4.83	4.22	5.45	4.8	3.2	2.34
带业作业率	67.1	39.1	61.79	50.18	60	91	92.92	85	67	81.02
双电源比率	1.14	1.03	1.12	20.72	0.5	0.45	1.61	1.53	0.32	36.2

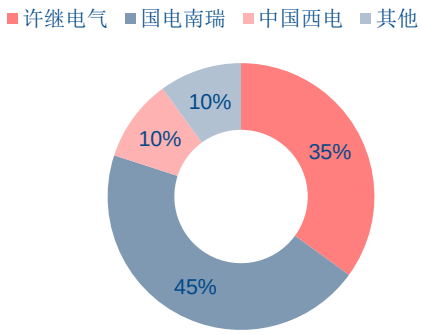
资料来源：国家能源局，中电联，中信证券研究部

公司分析：乘特高压东风再起，拓配网租赁空间巨大

特高压重启加速，换流阀龙头再发力

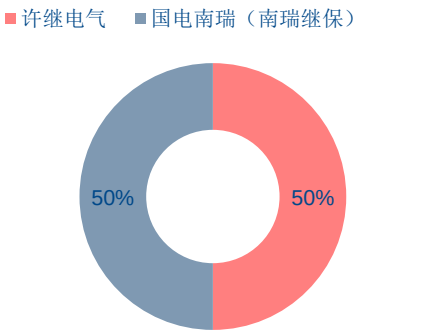
特高压细分设备龙头，市占率基本稳定。公司主要涉及特高压直流站内设备业务，主要订单包括换流阀、直流控制保护装置（系统）、其他电力电子等，这其中根据历史直流项目整体投资情况，换流阀订单约占总投资的 10%-15%，保护系统约占 1%-2%左右。公司作为较早参与特高压直流招投标的主要设备供应商，在上述细分设备领域始终保持着较为稳定的市占率：换流阀约 30%-35%，直流保护系统与南瑞继保在近年直流工程招标中基本维持各自占据半壁江山的态势。

图 24：换流阀主要供应商市占率



资料来源：国家电网，南方电网，中信证券研究部

图 25：直流保护系统主要供应商市占率



资料来源：国家电网，南方电网，中信证券研究部

在手订单充裕，未来收入筑底。公司 2017 年确认特高压业务收入达 27 亿元，据公司披露，2018 年上半年渝鄂直流输电项目产品完工入库尚未对外发货而确认直流输电系统收入为 2.09 亿元，相较去年同期减少 67.61%。公司目前仍在手乌东德、张北直流以及海外项目直流订单，结合公司中标信息与 2018 年确认直流收入情况，预计在手订单量超 20 亿元。同时，随着 10 月底新一轮特高压建设进入核准阶段，我们预计虽然公司 2018 年直流输电业务恐出现一定回落，但目前在手订单充足，本轮特高压建设受“稳增长拉基建”驱动亦可能投放提速，因此我们认为公司该业务收入在 2019-2020 年有望迎来较大反转与修复。

表 7：公司近年特高压招标采购中标情况汇总

包号	中标数量	物资名称	本次招标总数量	项目	中标时间	金额（亿元）
1	4	换流阀	8	国家电网公司 2016 年扎鲁特-青州±800kV 特高压直流工程第一次设备招标采购	Jul-16	9.48
1	70	直流控制保护系统	221	国家电网公司 2016 年扎鲁特-青州±800kV 特高压直流工程第一次设备招标采购	Jul-16	
5	6	直流电压分压器	15	国家电网公司 2016 年扎鲁特-青州±800kV 特高压直流工程第一次设备招标采购	Jul-16	

5&6	6	换流阀	9	国家电网公司 2016 年渝鄂直流背靠背联网工程第一批设备公开招标	May-16	9.8
2	2	直流控制保护系统	5	国家电网公司 2016 年渝鄂直流背靠背联网工程第一批设备公开招标	May-16	0.66
1	4	换流阀及阀冷却系统	8	南方电网滇西北至广东±800kV 直流输电工程直流主设备	Mar-16	5
2	4	换流阀	8	国家电网公司锡盟-泰州±800kV 特高压直流输电工程第一批设备招标	Dec-15	8.44
1	3	直流控制保护系统	3	国家电网公司锡盟-泰州±800kV 特高压直流输电工程第一批设备招标	Dec-15	2.05
1&2	302	互感器	806	国家电网公司锡盟-泰州±800kV 特高压直流输电工程第一批设备招标	Dec-15	1.19
3	4	换流阀	16	国家电网公司酒泉一湖南±800kV 特高压直流输电工程和山西晋北-江苏南京±800kV 特高压直流输电工程第一批设备招标	Aug-15	7.6
2	2	直流控制保护系统	4	国家电网公司酒泉一湖南±800kV 特高压直流输电工程和山西晋北-江苏南京±800kV 特高压直流输电工程第一批设备招标	Aug-15	1.77
3&4	210	互感器	1405	国家电网公司酒泉一湖南±800kV 特高压直流输电工程和山西晋北-江苏南京±800kV 特高压直流输电工程第一批设备招标	Aug-15	0.81
2	1	静态无功补偿装置	4	国家电网公司酒泉一湖南±800kV 特高压直流输电工程和山西晋北-江苏南京±800kV 特高压直流输电工程第一批设备招标	Aug-15	0.17
2	8	换流阀	16	国家电网公司灵州-绍兴±800kV 特高压直流输电工程换流站设备招标	Dec-14	
1	1	常规直流换流阀及阀冷却系统	1 常规+2 柔直	南方电网云南电网与南网主网鲁西背靠背直流异步联网工程换流站主设备	Aug-14	1.85

资料来源：国家电网，南方电网，中信证券研究部

新一轮特高压招标对公司营收、盈利拉动弹性较大。我们根据公司在特高压直流站内设备采购中占比较高的换流阀和直流保护系统的市占率、投资占比与毛利情况，将新一轮特高压项目开建对公司未来三年的业绩弹性（营收、毛利）进行了测算，测算结果如下：

表 8：许继电气本轮特高压建设收入弹性测算

细分产品	份额假设	特高压订单测算（亿元）			2017 收入（亿元）	特高压订单相对 2017 收入弹性贡献		
		2019E	2020E	2021E		2019E	2020E	2021E
换流阀	35%	16.6	16.2	3.6	103.3	16%	16%	4%
直流保护系统	50%	4.6	4.3	1.0	103.3	4%	4%	1%

资料来源：中信证券研究部测算

表 9：许继电气本轮特高压建设毛利弹性测算

细分产品	毛利率假设	特高压订单毛利测算（亿元）			2017 年主营毛利（亿元）	特高压订单相对 2017 毛利弹性贡献		
		2019E	2020E	2021E		2019E	2020E	2021E
换流阀	30%	5.0	4.9	1.1	21.3	23%	23%	5%
直流保护系统	40%	1.8	1.7	0.4	21.3	9%	8%	2%

资料来源：中信证券研究部测算

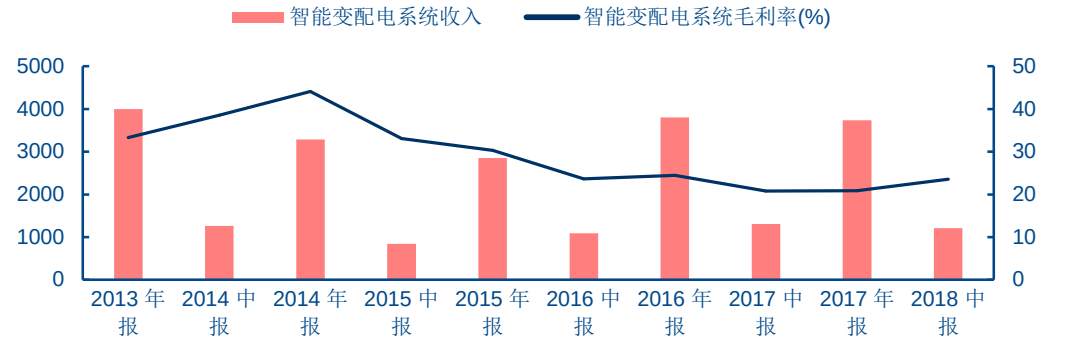
经测算，以公司 2017 年营业收入与销售毛利为基数，结合目前产品毛利情况并假设公司主要直流产品市占率不发生变化，本轮特高压建设对于公司未来三年营业收入的拉动弹性为 45%；由于公司直流产品毛利水平高于其他主营业务，因此特高压建设对公司盈利能力拉动能力更大，达 70%。

若本轮特高压项目如期在 2018 年 Q4-2019 年密集落地，2019 年下半年至 2020 年迎来收入确认高峰。我们预计未来三年公司直流输电业务营收与毛利将出现较大幅度回升，且由于公司除直流输电业务外其他主营业务的毛利水平普遍相对较低，因此公司盈利能力受特高压建设拉动的弹性要高于营业收入。

配网设备毛利稳定，租赁业务空间巨大

公司近年来配网业务规模稳中有升，毛利率触底企稳。自 2016 年整站招标逐渐放量，公司智能配电系统营收基本维持放量向好的发展趋势，整体维持较高的市占率。同时，随着配网大规模招标环节市场竞争格局开始逐年趋稳，主要产品毛利率也逐渐企稳。

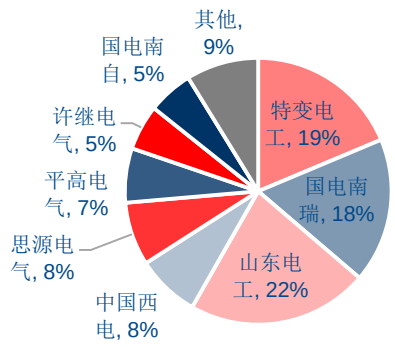
图 26：近年配网业务收入与毛利情况（百万元）



资料来源：公司年报，公司中报，中信证券研究部

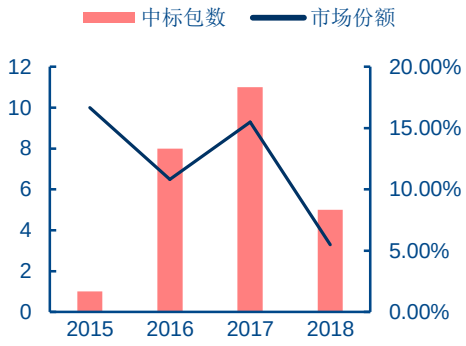
配网招标市占率较高。2018 年截至目前国家电网整站招标共完成 91 个包，公司中标 5 个包，市占率 5.49%。受山工电工和特变电工等企业竞争的影响，公司近年市占率整体趋势向下。2017 年起国网参标企业数已开始收窄，2018 年目前为止参标企业共 14 家（常州东芝系山东电工参股 50%合资企业），较 2017 年进一步减少 3 家，我们预计随着行业内竞争者逐步减少，细分市场将持续面临较大的竞争强度，直至竞争格局（市占率）逐渐稳定。

图 27：2018 年整站招标市场格局



资料来源：国家电网，中信证券研究部

图 28：公司近年整站市占率与中标包数（包）



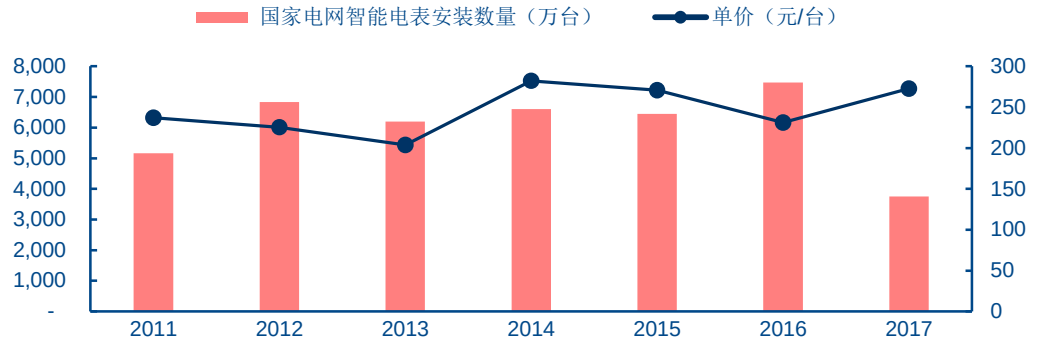
资料来源：国家电网，中信证券研究部

配网改造新模式出现，配网经营性租赁助推相关业务加速增长。配网租赁模式下，公司可背靠许继集团较为强大的资金能力，在获得 EPC 订单后依托集团垫资、由公司供应设备的模式推进租赁业务。公司现有项目地点以浙江、福建为主，未来正进一步向河南、安徽、重庆等地区拓展。结合配电网投资体量，我们预计未来配网租赁业务市场空间较大，部分项目可配备储能等进一步延展应用模式，资金需求提高了主要参与者的进入门槛，有望达百亿元量级整体业务规模将由较少的竞争者瓜分。但在目前实际应用中主要适合资金情况良好、额定电价差合适的部分省份。

智能电表需求稳定，静待更新周期再放量

需求端：2009 年，国家电网发布智能电网规划以来，智能电表需求量与覆盖率不断提升。据前瞻产业研究述统计，截至目前我国已累计招标约 4.77 亿台，其中 2017 年招标量 3749 万台。2018 年，智能电表招标基本维持 2017 年水平，预计总体需求约 3500 万台左右。2019 年，智能电表招标有望进入新的景气周期：国家电网规定存量电表 8 年将迎来替换周期，2019 年将迎来 2011 年招标的约 5000 万台智能电表替换，存量市场空间巨大；符合 698 协议和 IR46 标准的新一代智能电表，有望在 2019 年迎来批量招标，新增量市场开启。

图 29：近年智能电表招标量（万台）与采购单价（元/台）走势

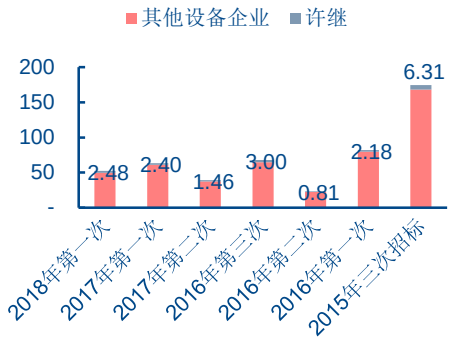


资料来源：国家电网，中信证券研究部

价格端：智能电表近年来价格整体呈缓慢上升趋势，目前基本维持在 270-280 元/只的价格区间，且结合许继电气相关业务毛利基本稳定在 15%左右的情况，我们预计随着智能电表采购可能迎来新一轮更新需求，产品有望维持在目前较高价位。

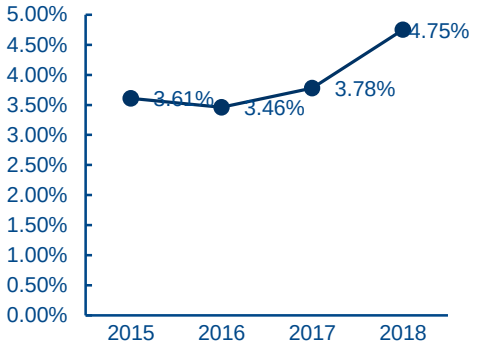
市占率稳定向好，静待新标准落地。目前，我国智能电表市场格局较为分散，许继电气在国网招标中基本保持自身市占率稳中有升的态势，而 2019 年细分市场有望迎来需求上行周期，我们看好公司智能电表业务恢复向好。

图 30：公司智能电表中标金额（亿元）



资料来源：国家电网，公司公告，中信证券研究部

图 31：公司智能电表市占率

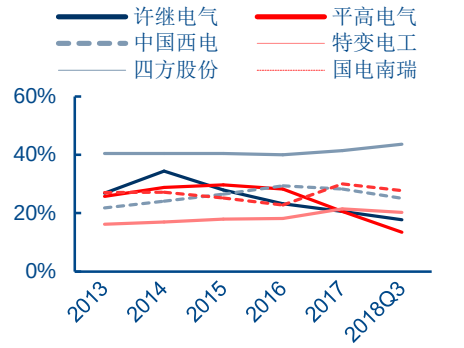


资料来源：国家电网，中信证券研究部

财务分析

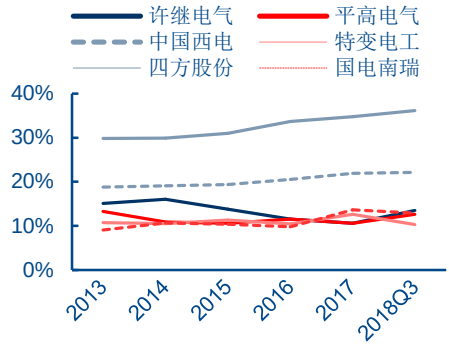
盈利能力稳定，期间费用控制有方。近年来公司销售毛利率处于同业中等水平，盈利能力稳定但略有下滑，直流输电系统毛利率虽然有市场预期下降趋势，但仍是各业务板块中盈利能力最强的。2018 年由于行业周期性影响，各业务板块业绩预期较为悲观，前三季度产品毛利率为 17.78%，同比下降 2 个百分点。

图 32：公司销售毛利率处于同业中等水平



资料来源：公司年报，公司三季报，中信证券研究部

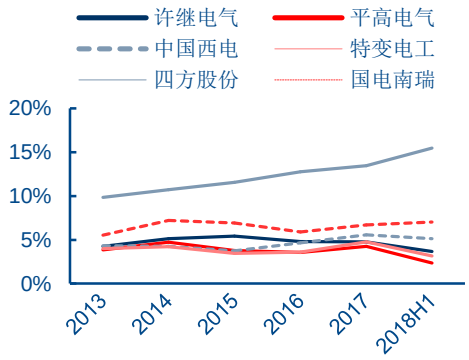
图 33：公司期间费用率处于同业中较低水平



资料来源：公司年报，公司三季报，中信证券研究部

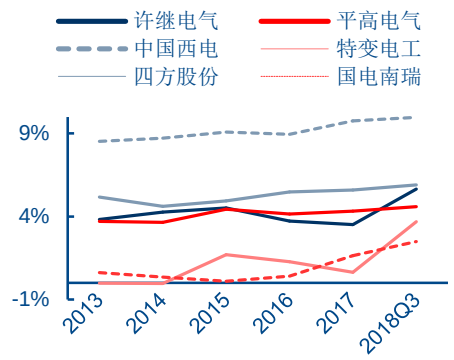
公司研发支出占比处于同行业中平均水平，稳定在 4%-5%左右。销售期间费用率处于同业中较低水平，且在重大资产重组完成后逐年下降，扣除研发支出的管理费用率在同业中也处于低位，这都体现了公司良好的管理水平和高效的协作能力。

图 34：研发支出占比处于同业平均水平



资料来源：公司年报，公司中报，中信证券研究部

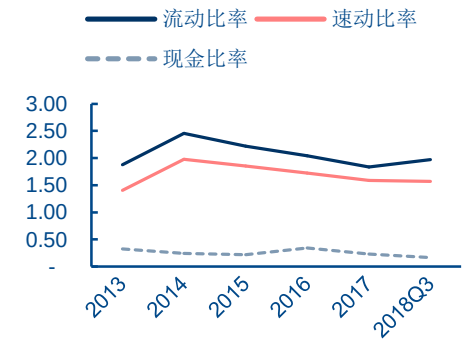
图 35：可比公司扣除研发支出管理费用率



资料来源：公司年报，公司三季报，中信证券研究部

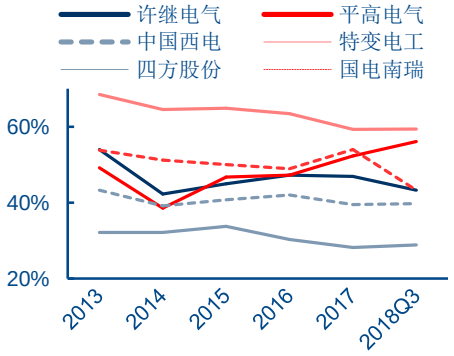
偿债能力高于行业平均水平，资产负债率稳定。公司流动比率和速动比率均高于行业平均水平，现金比率稳定在 0.2 以上，短期偿债能力较强；资产负债率稳定在 40%-50%左右，权益乘数也相对稳定，均处于行业中等水平，负债处于较为合理的水平，经营风险相对较小。

图 36：偿债能力较为稳定



资料来源：公司年报，公司三季报，中信证券研究部

图 37：资产负债率处于同业平均水平



资料来源：公司年报，公司三季报，中信证券研究部

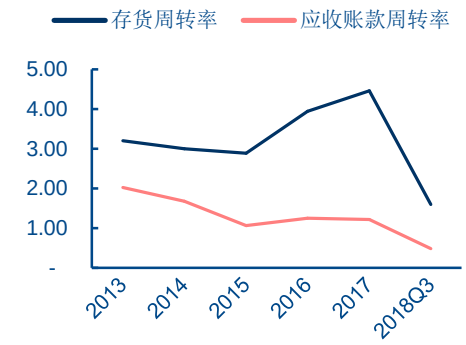
表 10：可比公司主要财务指标一览

可比公司	流动比率				速动比率				权益乘数			
	2015	2016	2017	2018Q3	2015	2016	2017	2018 Q3	2015	2016	2017	2018 Q3
许继电气	2.22	2.04	1.83	1.97	1.85	1.72	1.59	1.57	1.82	1.89	1.88	1.76
平高电气	1.65	1.62	1.40	1.36	1.38	1.21	1.09	1.03	1.88	1.90	2.10	2.28
中国西电	2.06	1.99	2.15	2.12	1.74	1.73	1.79	1.70	1.69	1.72	1.65	1.66
特变电工	1.23	1.19	1.32	1.36	0.94	0.87	1.01	1.03	2.85	2.74	2.46	2.46
四方股份	2.34	2.53	2.71	2.72	1.92	2.09	2.23	2.18	1.51	1.43	1.39	1.41
国电南瑞	1.83	1.86	1.45	1.88	1.57	1.62	1.22	1.52	2.00	1.96	2.17	1.76

资料来源：公司三季报，中信证券研究部

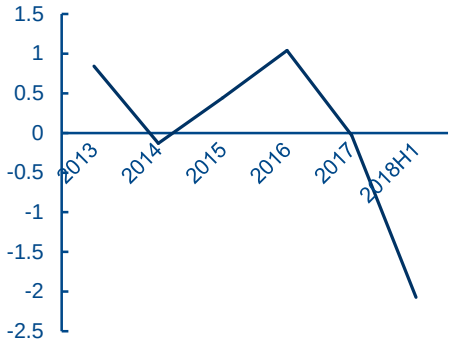
回款预期下降，现金回收波动较大，资金周转顺畅。公司近年来存货率稳中有升，2017 年存货周转率为 4.46，2018 年前三季度为 1.60，受 2018 年直流项目收入确认减少影响，公司存货周转率受到较大影响，预计 2018 年第四季度随着库存特高压产品发货会有所回升，但相当有限；应收账款周转率近几年有所下降，2017 年为 1.22，2018 年前三季度受营业收入下降影响，仅为 0.48。公司现金营运指数近年来波动较为剧烈且基本上都在小于 1，2017 年为-0.03，2018 年上半年为-2.07，收益质量有待提高。公司主营业务收现比率基本上稳定维持在 100%左右，资金周转良好。

图 48：公司营运能力



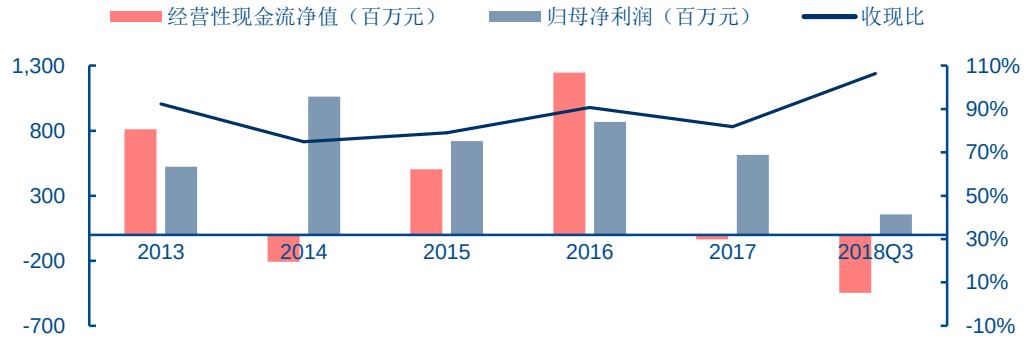
资料来源：公司年报，公司三季报，中信证券研究部

图 49：公司现金营运指数



资料来源：公司年报，公司中报，中信证券研究部

图 50：公司近年来经营性现金流净值、归母净利润以及主营业务收现比率情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

风险因素

（1）特高压建设进度不及预期

我们预计公司业绩（主营收入与盈利情况）将在未来两年迎来较大修复，主要判断依据在于特高压相关业务对于公司的收入弹性和毛利弹性均较大，若本轮特高压建设的核准与招标工作以符合预期的进度推进，公司业绩修复将较快实现。若本轮十二条特高压线路，特别是五条直流项目的进展出现波动，将对公司 2019-2020 年的业绩形成较大影响，同时也推荐关注目前公司在手订单的交付情况，以上要点的变化均可能延后公司业绩的恢复。

（2）配网改造行动落实不及预期

配网改造理论上 2019-2020 年仍包含超 8000 亿元的投资空间，且中心城市的供电可靠性和全国大部分地区的配网自动化率仍亟待提升，各省网在自身流转资金偏紧的情况下亦在积极寻求新模式推进配网项目的落地。配网相关业务的增长能否提速亦是保障公司回复增长的核心要素之一。

（3）整站招标市场竞争加剧

随着山东电工 2017 年在整站招标中获得较大提升以及国电南瑞仍维持市场龙头地位，目前整站领域即使参与者逐年减少，但公司 2018 年市占率仍出现较大波动。我们预计该细分领域竞争可能持续加强，公司市占率存在进一步承压风险。

（4）汇兑收益变动

公司目前对海外沙特、埃及、墨西哥等市场追踪紧密，未来有望进一步拓张海外市场，随着公司海外订单的增加，且考虑电力设备订单采购的额度较大，若汇率出现较大波动恐对公司业绩产生一定影响。

关键假设及盈利预测

关键假设

1. **本轮特高压建设进度符合预期。**在“稳基建”的要求下，本轮“五直七交”十二条特高压线路建设落地进度符合预期，预计公司在直流输电业务毛利维持 35%-40%水平，公司参投订单仍保持既往在直流项目换流站设备换流阀（35%）和直流保护系统（50%）的市占率水平。充分考虑订单回款在项目期内按照国家电网采购惯例的“3-3-3-1”比例完成，结合本轮招标进展预期，预计 2019 年下半年公司 1 将迎来相关订单交付期，2020 年达到业绩确认高峰；考虑公司目前在手直流订单情况，预计 2019-2020 年直流确认收入相近。

2. **配网建设剩余投资额度充分落地，公司配网租赁业务拓展顺利。**考虑配网改造目前的建设目标差距，假定未来两年超 8000 亿元的配网改造投资充分完成。公司主要配网设备维持当前毛利水平，配网租赁业务继续向符合适用条件的省份拓展，改善公司回款和现金情况。2019 年，随着基建加速以及电网投资结构性回暖预期加强，预计配网相关业务公司在基本维持目前集中招标市占率的前提下，获得 15%-20%收入增长。

3. **智能电表新一轮替换周期有望到来，公司市占率维持上升趋势。**假设 2019 年新标准顺利大规模应用，智能电表采购有望迎来新一轮更换周期，预计随着国家电网与南方电网采购数量恢复增长，且公司维持近年来智能电表市占率整体上升的趋势，公司智能电表业务有望在维持毛利基本稳定的情况下获 10%左右增长。

4. **公司海外业务拓展顺利。**公司目前紧密定点部分海外市场，预计公司将持续在海外（东南亚）配网项目、土耳其/巴基斯坦直流项目的基础上，继续开拓沙特、墨西哥、埃及等国家的直流或柔直项目，考虑目前国际经贸环境下海外业务系统性风险仍未充分释放，保守预计公司海外维持稳定增速。

表 11：公司经营模型（百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
智能变配电系统						
收入	3801	3739	3739	4487	5384	6461
增速（%）	33.40%	-1.63%	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	2870	2960	2879	3500	4253	5169
增速（%）	44.53%	3.12%	-2.72%	21.56%	21.54%	21.52%
毛利	931	779	860	987	1131	1292
毛利率(%)	24.49%	20.85%	23.00%	22.00%	21.00%	20.00%
智能中压供用电设备						
收入	1735	1559	1434	1649	1979	2375
增速（%）	3.39%	-10.14%	-8%	15%	20%	20%
成本	1561	1457	1355	1558	1880	2256
增速（%）	9.67%	-6.67%	-6.98%	15.00%	20.63%	20.00%
毛利	174	102	79	91	99	119
毛利率(%)	10.01%	6.53%	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%
智能电表						
收入	1214	1215	1032	1136	1192	1252
增速（%）	36.71%	0.03%	-15.00%	10.00%	5.00%	5.00%
成本	1048	1034	893	982	1037	1089
增速（%）	40.05%	-1.40%	-13.60%	10.00%	5.61%	5.00%
毛利	166	181	139	153	155	163
毛利率(%)	13.67%	14.90%	13.50%	13.50%	13.00%	13.00%
直流输电系统						
收入	1592	2748	1000	2760	3380	1800
增速（%）	51.72%	72.66%	-63.61%	176.00%	22.46%	-46.75%
成本	838	1787	650	1794	2197	1170
增速（%）	91.63%	113.36%	-63.62%	176.00%	22.46%	-46.75%
毛利	754	961	350	966	1183	630
毛利率(%)	47.38%	34.98%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务						
收入			700	770	847	932
增速（%）			10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
成本			644	708	779	857
毛利			56	62	68	75
毛利率(%)			8.00%	8.00%	8.00%	8.00%

资料来源：公司年报，公司中报，中信证券研究部预测

盈利预测

基于以上假设，经模型测算得出公司 2018/2019/2020 年净利润分别为 3.76 亿/6.32 亿/7.70 亿元，对应基本 EPS 为 0.37/0.63/0.76 元，CAGR 43%。

表 12：公司盈利预测一览

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9,607.01	10,330.72	8,105.37	10,093.13	12,052.30
营业收入增长率	31%	8%	-22%	25%	19%
净利润(百万元)	868.93	613.78	376.06	631.57	769.95
净利润增长率	21%	-29%	-39%	68%	22%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.86	0.61	0.37	0.63	0.76
毛利率%	23%	21%	19%	20%	20%
净资产收益率 ROE%	12.31%	8.10%	4.74%	7.39%	8.28%
每股净资产（元）	7.00	7.51	7.87	8.48	9.22
PE	10	15	24	14	12
PB	1	1	1	1	1

资料来源：中信证券研究部预测

利润表 （百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,607	10,331	8,105	10,093	12,052
营业成本	7,371	8,200	6,534	8,088	9,621
毛利率	23.27%	20.62%	19.39%	19.87%	20.17%
营业税金及附加	55	87	68	85	102
销售费用	448	360	324	363	422
营业费用率	4.66%	3.49%	4.00%	3.60%	3.50%
管理费用	616	693	648	707	759
管理费用率	6.41%	6.71%	8.00%	7.00%	6.30%
财务费用	45	44	30	25	(30)
财务费用率	0.47%	0.43%	0.37%	0.25%	-0.25%
投资收益	3	0	0	1	1
营业利润	967	789	480	803	986
营业利润率	10.07%	7.63%	5.92%	7.96%	8.18%
营业外收入	121	11	0	0	0
营业外支出	3	7	0	0	0
利润总额	1,085	793	480	803	986
所得税	145	111	65	110	135
所得税率	13.34%	14.00%	13.56%	13.63%	13.73%
少数股东损益	72	68	39	62	80
归属于母公司股东的净利润	869	614	376	632	770
净利率	9.04%	5.94%	4.64%	6.26%	6.39%

资产负债表 （百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,804	1,342	1,198	1,803	1,739
存货	1,925	1,749	5,704	2,353	2,800
应收账款	7,797	9,124	7,106	8,918	10,649
其他流动资产	804	921	742	909	1,092
流动资产	12,329	13,136	14,750	13,983	16,279
固定资产	1,033	1,198	1,201	1,214	1,237
长期股权投资	9	9	9	9	9
无形资产	223	393	380	366	350
其他长期资产	707	572	673	758	815
非流动资产	1,972	2,173	2,264	2,348	2,412
资产总计	14,301	15,309	17,013	16,331	18,691
短期借款	120	0	2,514	0	373
应付账款	5,075	5,723	4,560	5,644	6,714
其他流动负债	844	1,438	1,396	1,462	1,550
流动负债	6,039	7,161	8,470	7,106	8,637
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	712	23	23	23	23
非流动性负债	712	23	23	23	23
负债合计	6,750	7,184	8,494	7,129	8,660
股本	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008
资本公积	830	834	834	834	834
归属于母公司所有者权益合计	7,058	7,576	7,932	8,551	9,300
少数股东权益	492	549	588	650	731
股东权益合计	7,551	8,125	8,520	9,201	10,031
负债股东权益总计	14,301	15,309	17,013	16,331	18,691

现金流量表 （百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,085	793	480	803	986
所得税支出	-145	-111	-65	-110	-135
折旧和摊销	120	141	70	71	73
营运资金的变化	161	-1,275	-2,983	2,499	-1,396
其他经营现金流	26	418	21	18	128
经营现金流合计	1,247	-35	-2,477	3,282	-345
资本支出	-179	-152	-50	-60	-60
投资收益	3	0	0	1	1
其他投资现金流	0	0	-82	-66	-42
投资现金流合计	-176	-152	-131	-125	-102
发行股票	5	0	0	0	0
负债变化	120	120	2,514	-2,514	373
股息支出	-101	-20	-20	-12	-21
其他融资现金流	-203	-385	-30	-25	30
融资现金流合计	-179	-285	2,464	-2,552	382
现金及现金等价物净增加额	892	-472	-144	605	-64

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	30.77%	7.53%	-21.54%	24.52%	19.41%
营业利润增长率	23.11%	-18.45%	-39.12%	67.36%	22.67%
净利润增长率	20.58%	-29.36%	-38.73%	67.94%	21.91%
毛利率	23.27%	20.62%	19.39%	19.87%	20.17%
EBITDA Margin	12.98%	9.44%	6.68%	8.30%	7.87%
净利率	9.04%	5.94%	4.64%	6.26%	6.39%
净资产收益率	12.31%	8.10%	4.74%	7.39%	8.28%
总资产收益率	6.08%	4.01%	2.21%	3.87%	4.12%
资产负债率	47.20%	46.93%	49.92%	43.66%	46.33%
所得税率	13.34%	14.00%	13.56%	13.63%	13.73%
股利支付率	11.60%	3.29%	3.29%	3.29%	3.29%

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。