

2017年03月23日

平高电气 (600312.SH)

业绩持续高增长，中低压业务和国际工程添动力

■事件：平高电气公布 2016 年年报，2016 年公司全年实现营业收入 88.70 亿元，同比增长 31.40%；归属于母公司的净利润 12.20 亿元，同比增长 37.85%；实现每股 EPS 0.93 元，业绩符合预期。公司计划每 10 股派发现金股利 6.00 元（含税）。

■特高压订单密集交付，支撑业绩增长：2016 年公司高压板块营收 54.75 亿元，占比 61.73%，同比增长 3.99%。报告期内特高压建设成绩显著，南京站、北京东站、蒙西站、晋北站 4 个特高压项目、37 间隔 1100 千伏 GIS 按期投运。2016 年公司高压开关设备在超、特高压细分市场保持总体稳定，行业毛利率保持相对稳定。2016 年公司研制的百万伏套管、新型 252kV GIS、一二次集成项目取得业绩资质，培育了新的业绩增长点。根据国家电网 2016 年社会责任报告，2016 年国家电网公司完成电网投资 4977 亿元，同比增长 10.09%，特高压“三交一直”工程投产，“三交六直”工程在建，特高压电网在建在运线路长度超过 3 万公里；同时，国家电网计划 2017 年投资 4657 亿元用于电网建设。我国电网建设大规模投入，将确保未来几年公司持续发展。根据公司年报披露的经营计划，2017 年营收预计将达 95-112 亿元，利润总额预计将达 13-17 亿元。

■收购资产完善中低压设备产品线：中低压及配网板块营收 14.79%，占比 16.67%。中低压及配网板块营收大幅增长主因是公司完成 2015 年非公开发行股票工作，收购平高集团持有的上海天灵 77.50% 股权，平高威海 100% 股权，平高通用 100% 股权及国际工程 100% 股权，构成同一控制下企业合并，需对前期数据追溯调整，造成季度数据与已披露定期报告数据存在差异。其中平高通用实现营收 11.1 亿元、平高威海实现营收 3.2 亿元。此次收购标的公司承诺 2016-2018 年，利润分别是 2.13 亿元、2.71 亿元、3.47 亿元。目前招标体制逐渐转变为“均价中标”政策，此次收购的标的将成为公司 2017 年利润的重要增长点。

■“一带一路”战略积极推进，为高压/特高压业务提供持续增长动力：2016 年公司国际业务板块营收 9.33 亿元，同比增长 8.4 倍，国际业务在公司营收中的占比达到 10.52%。在一带一路沿线市场，公司业务拓展顺利：2016 年签订《中伊能源合作框架协议》中首个落地项目，公司将为伊朗 67 个变电站设备成套供货合同。印度工厂作为海外基地，根据公司年报目前印度工厂已完成百万伏 GIL 生产线建设，未来或将

公司快报

证券研究报告

一次设备

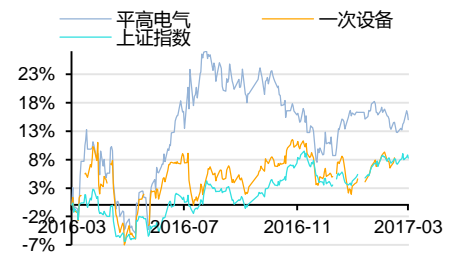
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**21.98 元**
股价 (2017-03-22) **16.52 元**

交易数据

总市值 (百万元)	22,416.34
流通市值 (百万元)	13,529.32
总股本 (百万股)	1,356.92
流通股本 (百万股)	818.97
12 个月价格区间	13.65/18.25 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.12	-1.52	9.44
绝对收益	-1.37	1.91	16.94

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

相关报告

平高电气：特高压订单助力业绩高增长，定增获批完善中低压布局	2016-08-05
平高电气：一季度业绩高增，特高压龙头再添业绩增长点	2016-04-10
平高电气：业绩增长符合预期，特高压带来高成长	2016-02-03

■ **创新板块运维服务占比提升，大股东增持 2% 彰显信心：**运维服务板块营收 8.65 亿元，占比 9.75%。创新业务模式，运维检修板块新增合同同比增长大，2016 年公司与云南、新疆等多个地区签订检修框架协议，围绕特高压、一二次设备集成、运维检修、检验试验等项目开展合作，为公司提升检修业务占比打下基础。

■ **大股东增持，彰显对未来发展信心：**2017 年 1 月 5 日，公司公告大股东平高集团，将增持不低于 1,357 万股（公司股份的 1%），不超过 2,714 万股（即公司总股本的 2%）。大股东此次增持彰显了对公司未来发展的信心，同时也有利于公司未来订单的获取。

■ **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.19/1.43/1.62 元，业绩增速分别为 32%、20%、13%。2017/18 年特高压集中交付，公司中低压业务和国际业务推进顺利，我们认为未来业绩增长确定。维持公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 21.98 元。

■ **风险提示：**特高压进展不达预期；海外业务拓展不达预期；国网国企改革进展不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	5,830.6	8,869.7	10,987.1	13,237.1	15,540.5
净利润	826.8	1,219.9	1,614.7	1,942.6	2,202.4
每股收益(元)	0.61	0.90	1.19	1.43	1.62
每股净资产(元)	4.52	6.65	7.24	8.11	9.24

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	27.1	18.4	13.9	11.5	10.2
市净率(倍)	3.7	2.5	2.3	2.0	1.8
净利润率	14.2%	13.8%	14.7%	14.7%	14.2%
净资产收益率	13.5%	13.5%	16.4%	17.7%	17.6%
股息收益率	2.5%	0.0%	3.6%	3.4%	2.9%
ROIC	15.1%	19.4%	18.8%	21.5%	20.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,830.6	8,869.7	10,987.1	13,237.1	15,540.5	成长性					
减:营业成本	4,096.5	6,364.1	7,853.7	9,511.5	11,318.9	营业收入增长率	26.6%	52.1%	23.9%	20.5%	17.4%
营业税费	48.2	78.3	94.5	112.1	132.6	营业利润增长率	25.5%	50.0%	30.2%	21.0%	13.5%
销售费用	202.3	381.5	435.4	517.7	602.7	净利润增长率	19.3%	47.6%	32.4%	20.3%	13.4%
管理费用	342.3	529.0	633.6	736.9	818.4	EBITDA 增长率	30.0%	50.6%	18.8%	16.3%	11.6%
财务费用	73.3	111.6	33.9	2.3	-4.1	EBIT 增长率	31.7%	50.2%	23.3%	19.0%	13.2%
资产减值损失	73.0	-85.2	10.0	12.0	12.0	NOPLAT 增长率	27.8%	50.1%	23.8%	19.2%	13.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.5%	28.2%	4.1%	17.9%	-4.3%
投资和汇兑收益	-	2.1	17.4	6.5	8.7	净资产增长率	4.5%	46.9%	9.1%	12.1%	14.1%
营业利润	995.0	1,492.5	1,943.5	2,351.1	2,668.8	利润率					
加:营业外净收支	19.2	7.8	17.5	14.9	13.4	毛利率	29.7%	28.2%	28.5%	28.1%	27.2%
利润总额	1,014.2	1,500.4	1,961.1	2,366.0	2,682.2	营业利润率	17.1%	16.8%	17.7%	17.8%	17.2%
减:所得税	158.7	235.3	300.0	358.2	407.0	净利润率	14.2%	13.8%	14.7%	14.7%	14.2%
净利润	826.8	1,219.9	1,614.7	1,942.6	2,202.4	EBITDA/营业收入	22.1%	21.9%	21.0%	20.3%	19.3%
						EBIT/营业收入	18.3%	18.1%	18.0%	17.8%	17.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	114	95	83	64	50
						流动资产周转天数	198	151	142	154	153
						流动营业资本周转天数	456	424	408	396	412
						应收账款周转天数	298	250	245	249	248
						存货周转天数	83	92	83	87	89
						总资产周转天数	675	602	572	524	512
						投资资本周转天数	399	322	298	275	248
						投资回报率					
						ROE	13.5%	13.5%	16.4%	17.7%	17.6%
						ROA	7.2%	7.1%	9.7%	9.4%	9.9%
						ROIC	15.1%	19.4%	18.8%	21.5%	20.6%
						费用率					
						销售费用率	3.5%	4.3%	4.0%	3.9%	3.9%
						管理费用率	5.9%	6.0%	5.8%	5.6%	5.3%
						财务费用率	1.3%	1.3%	0.3%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	10.6%	11.5%	10.0%	9.5%	9.1%
						偿债能力					
						资产负债率	46.7%	47.2%	40.6%	46.4%	43.0%
						负债权益比	87.7%	89.5%	68.4%	86.6%	75.4%
						流动比率	1.65	1.62	1.87	1.79	2.00
						速动比率	1.38	1.21	1.57	1.32	1.66
						利息保障倍数	14.57	14.38	58.37	1,045.78	-643.11
						分红指标					
						DPS(元)	0.42	-	0.60	0.57	0.49
						分红比率	68.8%	0.0%	50.3%	39.7%	30.0%
						股息收益率	2.5%	0.0%	3.6%	3.4%	2.9%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	855.6	1,265.1	1,614.7	1,942.6	2,202.4	EPS(元)	0.61	0.90	1.19	1.43	1.62
加:折旧和摊销	223.3	339.6	331.0	331.0	331.0	BVPS(元)	4.52	6.65	7.24	8.11	9.24
资产减值准备	73.0	-85.2	-	-	-	PE(X)	27.1	18.4	13.9	11.5	10.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	2.5	2.3	2.0	1.8
财务费用	76.4	93.4	33.9	2.3	-4.1	P/FCF	33.9	-26.8	101.6	41.4	9.2
投资损失	-	-2.1	-17.4	-6.5	-8.7	P/S	3.8	2.5	2.0	1.7	1.4
少数股东损益	28.8	45.2	46.4	65.1	72.9	EV/EBITDA	17.8	10.9	9.5	8.3	6.8
营运资金的变动	-736.8	-52.7	-779.7	-1,950.0	142.5	CAGR(%)	32.9%	21.6%	33.2%	32.9%	21.6%
经营活动产生现金流量	317.8	1,517.7	1,228.8	384.5	2,736.0	PEG	0.8	0.9	0.4	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-271.7	-3,196.3	17.4	6.5	8.7	ROIC/WACC	1.4	1.9	1.8	2.1	2.0
融资活动产生现金流量	178.1	2,432.5	-1,870.2	-513.5	-891.6	REP	2.3	1.3	1.3	1.0	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034