

70%-100%中报预增再超预期，下半年特高压线路核准开工和中压配网业务拓展提速

2014年06月19日

强烈推荐/维持

平高电气

财报点评

——平高电气（600312）预增点评

侯建峰	分析师	执业证书编号：S1480513040001
	houjf@dxzq.net.cn	010-66554043
弓永峰	分析师	执业证书编号：S1480111020051
	gongyf@dxzq.net.cn	010-66554025

事件：

平高电气（600312）18日晚间发布业绩预告，公司预计2014年1-6月归属于母公司净利润较上年同期增长70%-100%，上年同期为1.38亿元。公司表示，上半年收入结构发生变化，特别是特高压产品收入较上年同期有所增加，综合毛利率也随之提高；同时公司采取相应措施加强费用控制，并取得了一定的成效。

公司分季度财务指标

指标	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
营业收入（百万元）	919.7	1310.69	604.52	905.85	676.33	1631.7	624.85
增长率（%）	30.53%	63.80%	127.04%	15.02%	-26.46%	24.49%	3.36%
毛利率（%）	25.12%	22.87%	24.09%	23.65%	28.10%	26.50%	27.29%
期间费用率（%）	14.96%	12.32%	13.91%	14.26%	15.81%	11.47%	14.43%
营业利润率（%）	9.09%	8.72%	10.52%	10.16%	13.06%	12.89%	13.80%
净利润（百万元）	82.26	104.12	56.37	81.90	72.43	186.63	75.04
增长率（%）	103.52%	94.08%	-206.62%	3346.30%	-11.95%	79.26%	33.14%
每股盈利（季度，元）	0.10	0.13	0.07	0.10	0.09	0.23	0.07
资产负债率（%）	51.81%	55.12%	51.98%	50.00%	49.28%	47.15%	38.76%
净资产收益率（%）	2.97%	3.62%	1.92%	2.76%	2.38%	4.89%	1.41%
总资产收益率（%）	1.43%	1.63%	0.92%	1.38%	1.21%	2.59%	0.87%

观点：

➤ 特高压GIS确认增加以及管理改善深化是中报业绩大幅增长主因，我们估算公司中报增长偏100%上限。

2014年上半年特高压GIS确认60%增长促公司盈利高增长，后续随着线路的推进特高压GIS确认还将持续放量。公司2013年上半年确认5个GIS，我们估算公司2014年上半年确认8个GIS，同比去年增加60%，且公司特高压器件国产化比例提升以及费用控制加强，带来特高压业务对公司盈利高增长的推动。

事业部制管理立足技术革新、成本控制和费用控制是传统产品盈利大反转基础，综合估算2季度非特高压传统产品盈利在6000万到1亿，大幅增长。按照公司70%-100%的业绩预增，2014年上半年共计盈利在

2.35-2.76亿元，一季度盈利0.75亿，估算2季度盈利在1.6亿到2亿，按照一个特高压GIS2000万赢利估算，非特高压传统产品的盈利在6000万到1亿，2013年2季度非特高压的盈利在4000万左右，而且从公司在手订单的情况来看，2季度800kv产品的确认在减少，在这样的情况下非特高压传统产品能取得大幅增长表明公司事业部制管理的成效明显，公司全年毛利率将进一步提升，公司全年期间费用有望控制在10%左右。

➤ **特高压大规模开建趋势已经确立，12条电力外送通道明确建设进度已经确保公司2014年、2015年业绩。**

我们对特高压大规模开建基于如下两个方面的判断：（1）特高压建设脱离国家电网层面，上层到国家层面，是由高层意志决定的。继能源局表态特高压建设并提出“物霾治理12条电力外送通道后”，克强总理表态支持加快电力外送通道建设，近期习近平主席召开会议研究能源安全又进一步明确“继续大力发展远距离输电技术。我们之所以要重点强调这一点是因为以前特高压建设缓慢就是因为上层领导没有明确表态进而造成多年扯皮，悬而未决，而现在随着国家电网主管部门和国家领导的陆续表态，已经决定了特高压后续大规模开建将不存在实质意义上的阻力。当然可能一些专家基于自己的学识或者利益继续反对也会并存，但是已经对后续线路的常态化批复不产生决定性作用。（2）特高压建设是由我国能源结构调整战略（增加新能源占比以及远距离调度）、环保战略（解决物霾）、以电代煤以电代油（电力在终端能源占比大幅增加）以及以电动车为代表的用电革命等决定的，具有其发展的必然性。

12条电力外送通道明确2017年建成，按照特高压线路一般的建设周期一年半到2年来看，估计这些线路在今、明两年都要陆续开建，这些线路的开建将对主要的特高压公司的业绩形成良好支撑。这12条线路中涉及4条特高压交流，不考虑后续特高压线路的批复，我们估算平高电气有望获得50-60个GIS间隔，这些订单将在今、明、后三年陆续执行，将确保公司2014、2015年0.7元、1元以上的业绩，后续随着新的线路批复，2015年后业绩将相应提升。

我们估算淮南-上海北环将于6月底或7月初开始主设备招标，平高电气有望中标16个（含电厂接入），将对公司下半年业绩的继续高增长奠定基础。此外其它三条交流线路中锡盟-山东线路有望较早核准开工，预计在2014年7月或者8月会有较大突破，这些线路的推进都将对平高电气未来的业绩释放奠定基础。

国家电网近期提出2015年要推动第二批“5交5直”特高压线路规划的执行，如果能尽快获得国家的认可，将成为后续特高压业务持续成长关键。

➤ **中压配网订单获取在即，检修、海外开始逐步放量。**

天津中压开关产业园预计2014年7月开始部分投产，公司现有产品已经全部获得国家电网认证，估计在国家电网随后的配网招标中公司就会获得订单，公司中压业务将正式落地，成为后续业绩快速成长重要支撑。我们估算公司天津中压开关产业园2014年有望达到15-20亿的收入确认规模，2017年后达到规划70亿产值左右，未来几年保持较快业绩增速。

平高电气目前已近与主要的省网公司签订检修业务的战略合作框架协议，未来随着省网检修业务的推进，公司将具备先入优势，我们估算公司今年检修业务有望达到4亿左右的订单量，未来2-3年达到年均10亿的订单规模，由于检修业务的毛利率高达50%左右，将成为公司业绩的重要补充。

海外业务目前主要依托平高集团，平高集团去年新增海外业务估算在20亿左右，今年估计能获得25亿以上，随着集团海外业务的增加，上市公司依托于集团海外扩展的单机销售的量将大幅增加。海外产品的盈利水平明显高于国内的传统产品，将成为公司重要的利润贡献。

➤ **资产整合成为公司未来业务快速壮大重要选项，国网系公司中平高集团整体上市的条件最为成熟。**

在公司2014年董事会工作安排中提出：积极研究平高集团经营性主业整体上市工作，探索多种方式融资，寻找资本市场机遇，捕捉资产并购重组良机，优化整合产业分布，将公司不断发展壮大。公司这一任务的提出契合国家电网2014年工作会议提及的积极推动国网系平高电气、国电南瑞、许继电气等的整体上市。

我们认为，从李永河董事长进入平高电气以来一直积极依托平高集团进行相关的资产整合，以期为公司持续长久的发展提供源源不断的支持。

我们认为从资产整合的角度来看，后续几个方面值得资本市场重点关注：（1）依托于上市公司高压平台进行上游器件业务的整合。（2）依托于集团平高通用电气公司和上市公司天津中压开关产业园积极进行配网业务资产的整合。（3）依托于集团的检修业务、国际业务的整合。（4）依托于合资公司股权收购和股权转让的资产整合，特别是平高股份旗下的合资公司平高东芝，由于股权关系限制了平高股份在500KV电压等级产品订单的获取，如果能顺利解决将为公司后续500KV产品市场的开拓扫清障碍。

从国网系下属几家公司来看，平高集团最先推进整体上市的可能性最大。我们认为对于国网系下属公司推动整体上市需要考虑三个条件：（1）整个集团和上市公司的资产的权属关系是否清晰以及下属子公司管理层、员工持股是否会对交易造成影响。（2）集团是否具备充足的注入资产。（3）集团资产是否较为复杂，对整体上市的制约较大。从上述三个条件来看，平高集团和上市公司整体的权属关系清晰，下属子公司基本100%控股，同时随着公司几大平台业务资产整合的加快，可注入的资产对于上市公司未来的盈利会产生持续的影响，比如说集团的海外业务、检修业务、中压配网业务和器件业务等。

按照“平高全系列、全产业链交直流开关企业的定位”，我们认为可能最终的资产整合不会局限于平高集团现有的业务，还有可能扩展到国家电网旗下其它产业公司业务，特别是高压直流相关开关业务的整合，这块业务是目前平高电气整个全系列开关战略布局中的短板。

结论:

特高压2014年爆发性推进后续常态化推进是大概率事件, 特高压的大规模推进带来公司业绩快速成长的“显著性”, 而在满足核心器件供应体系支撑下的公司“特高压+配网+海外”的产业布局则带来公司业绩快速成长的“持续性”。同时, 公司积极推进资产整合和集团整体上市事宜, 将进一步提升公司未来的成长性。综合估算公司2014-2015年EPS分别为0.71、1.1, 对应的PE分别为17.6、11.6, 继续给予公司强烈推荐评级, 给予6个月目标价20-30元。

公司盈利预测表

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E
现金及现金等价物	241	450	500	营业收入	3818	5701	10121
应收款项	2865	3535	6073	营业成本	2836	4165	7353
存货净额	590	1524	2569	营业税金及附加	29	40	71
其他流动资产	307	285	506	销售费用	243	291	628
流动资产合计	4004	5794	9648	管理费用	251	414	824
固定资产	1276	1743	2032	财务费用	50	63	99
无形资产及其他	434	420	405	投资收益	28	30	40
投资性房地产	262	262	262	资产减值及公允价值变动	(19)	(37)	(65)
长期股权投资	384	384	384	其他收入	37	169	232
资产总计	6359	8602	12730	营业利润	454	890	1353
短期借款及交易性金融负债	661	1053	1411	营业外净收支	10	10	10
应付款项	1598	2182	3519	利润总额	464	900	1363
其他流动负债	439	940	1715	所得税费用	67	135	204
流动负债合计	2697	4175	6645	少数股东损益	(1)	(2)	(4)
长期借款及应付债券	398	398	898	归属于母公司净利润	399	767	1162
其他长期负债	33	33	33				
长期负债合计	431	431	931	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E
负债合计	3129	4607	7576	净利润	399	767	1162
少数股东权益	3	0	(3)	资产减值准备	(15)	(19)	0
股东权益	3228	3995	5158	折旧摊销	137	129	161
负债和股东权益总计	6359	8602	12730	公允价值变动损失	19	37	65
				财务费用	50	63	99
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	营运资本变动	(1361)	(514)	(1692)
每股收益	0.49	0.67	1.02	其它	13	17	(4)
每股红利	0.12	0.00	0.00	经营活动现金流	(808)	417	(308)
每股净资产	3.94	3.51	4.53	资本开支	(228)	(600)	(500)
ROIC	12%	10%	15%	其它投资现金流	0	0	0
ROE	12%	19%	23%	投资活动现金流	(240)	(600)	(500)
毛利率	26%	28%	29%	权益性融资	0	0	0
EBIT Margin	15%	17%	15%	负债净变化	(60)	0	500

EBITDA Margin	18%	19%	16%	支付股利、利息	(97)	0	0
收入增长	16%	49%	78%	其它融资现金流	548	392	358
净利润增长率	194%	93%	51%	融资活动现金流	235	392	858
资产负债率	49%	54%	59%	现金净变动	(814)	209	50
息率	1.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1055	241	450
P/E	25.2	18.2	12.0	货币资金的期末余额	241	450	500
P/B	3.1	3.5	2.7	企业自由现金流	(890)	(583)	(751)
EV/EBITDA	18.7	17.6	11.6	权益自由现金流	(402)	120	(812)

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，10年工作经验，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备、节能环保行业研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在成长性的优质股票标的。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备、节能环保行业研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

高坤 研究员

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋凯 研究员

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本

人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。