

2014年11月12日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：谭倩

S0350512090002

010-88576939-808

tanq@ghzq.com.cn

联系人：李恩国

010-88576878-812

lieg@ghzq.com.cn

特高压收入弹性居行业首位，受益电网建设走出

国门

——平高电气（600312）点评报告

事件：

11月10日，APEC会议上，国家电网公司总经理明确正在落实一带一路经济带输电走廊建设，与中亚五国实现输电联网。

11月4日，国家电网公司召开“两交一直”特高压工程开工动员大会，工程总投资683亿元，计划2016年全部竣工投产。

10月15日，锡盟-山东交流特高压工程主设备招标，预计本月定标。

9月22日，宁东-绍兴直流特高压工程主设备招标，预计本月定标。

主要观点：

- 1、今年两年保守将开工四交六直共十个特高压工程，国网公司还将于2018年底前建成另外的“五交五直”十个特高压**

今年以来，特高压首次获得国务院总理、国家主席、能源局、地方政府、电网公司共同推动。今年开工的十个特高压中，锡盟-山东、宁东-绍兴、淮南-南京-上海3个特高压工程已核准并开始设备采购；榆横-潍坊、蒙西-天津南、锡盟-江苏、上海庙-山东、山西-江苏5个特高压工程完成勘察设计采购；另外，酒泉-湖南特高压工程已获环保部认可，预计明年初核准；丽江-深圳特高压工程为南方电网的工程，最迟也将于明年核准。在此十个工程之外，国网公司还将于2018年底前建成准东-四川、蒙西-长沙等“五交五直”十个特高压工程。“十三五”能源规划提出，2020年我国将基本形成“五基两带”能源开发布局，重点建设山西、鄂尔多斯盆地、蒙东、西南、新疆五个重点能源基地和东部核电带、近海油气开发带，其中，五大能源基地的电力，均需要特高压进行运输。
- 2、按照过去的中标金额，预计四交六直中标金额为87.19亿元，为2013年公司总收入的229%，为2013年公司特高压收入的830%，居行业首位**

在国家电网公司最近完成的两交两直四条特高压工程中，平高电气在每个工程均取得大额订单。我们假定上市公司在每个交流特高压工程中标金额，等于淮上交流工程和浙福交流工程的平均值；我们假定上市公司在每个直流特高压工程中标金额，等于哈郑特高压工程和溪浙特高压工程平均值。则平高电气四交六直预计中标金额87.19亿元，为2013年公司总收入的229%，为2013年特高压收入的830%，居行业首位。而且，特高压产品技术含量高，技术及业绩壁垒高，毛利率高，特高压产品将大幅提升公司的利润。
- 3、特高压收入大幅提升今年及明年业绩**

公司今年前三季度收入24.88亿元，同比增长13.79%，利润4.25亿元，同比增长102.09%，利润大增是由于今年确认了溪浙特高压、浙福特高压、淮上特高压部分GIS的收入，大幅提高了公司净利率。明年将确认淮南-南京-上海部分收入、锡盟-山东全部收入、蒙西-天津部分收入、宁东-绍兴全部收入、酒泉-湖南部分收入，预计明年特高压收入比今年多15亿元，增加的15亿收入将带来3-4亿元净利润。
- 4、天津中压开关厂建成投产，提高明年业绩**

预计明年带来6-8亿元左右的收入，0.5-1亿元的利润。

- 5、**我国的特高压交、直流技术已达到了世界领先水平** 哈密南—郑州、溪洛渡左岸—浙江金华等特高压直流输电工程的核心设备，基本由国内厂家供货。2014年7月2日，国家电网公司在电气与电子工程师学会标准协会（IEEE-SA）发起并主导制定的三项特高压交流国际标准获批发布，填补了特高压交流国际标准的空白。
- 6、**特高压走出国门，中标巴西特高压工程；与周边国家联网日趋紧密，打造“一带一路”经济带输电走廊；公司海外将业务进一步拓展** 国家电网公司在国外的电网建设中不断取得突破，成功中标巴西特高压直流工程，将带动我国电力设备出口。公司于2012年开始大力拓展海外业务，已中标波兰等地区多个总包项目。当前国家大力鼓励基建项目向海外发展。APEC工商领导人峰会上，国家电网公司总经理舒印彪明确国家电网公司将依托远距离、大容量、低损耗的特高压技术来打造“一带一路”经济带输电走廊，实现与中亚5国的电网相联，共享哈萨克斯坦大型能源基地和中亚丰富的风能和太阳能资源，远期或将实现和蒙古、俄罗斯等国联网。在此背景下，明年海外业务收入有望持续增长。
- 7、**盈利预测与评级** 预计公司2014-2016年EPS 分别为0.64元、1.02元、1.36元，对应估值分别为23倍、14倍、11倍。公司正步入特高压收入持续增长、中压开关收入启动、海外业务不断突破的阶段，估值将有所提升，给予“买入”评级。
- 8、**风险提示** 特高压线路核准及建设进度不达预期，电网反腐进一步加深，中压开关中标低于预期

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	3818	5007	7773	9433
增长率(%)	16%	31%	55%	21%
归母净利润（百万元）	399	723	1160	1542
增长率(%)	196%	81%	60%	33%
摊薄每股收益（元）	0.49	0.64	1.02	1.36
ROE(%)	12.00%	19.00%	25.00%	26.00%

2014-2016 年盈利预测

证券代码: 600312.sh 股票价格: 14.68 投资评级: 买入 日期: 2014/11/11

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					每股指标				
ROE	12%	19%	25%	26%	EPS	0.49	0.64	1.02	1.36
毛利率	26%	33%	33%	32%	BVPS	3.94	3.32	4.09	5.12
期间费率	14%	16%	15%	13%	估值				
销售净利率	10%	14%	15%	16%	P/E	29.96	22.94	14.39	10.79
成长能力					P/B	3.73	4.42	3.59	2.87
收入增长率	16%	31%	55%	21%	P/S	3.15	3.34	2.15	1.77
利润增长率	196%	81%	60%	33%					
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
总资产周转率	0.60	0.74	0.79	0.76	营业收入	3818	5007	7773	9433
应收账款周转率	1.33	1.46	1.83	1.83	营业成本	2836	3371	5220	6386
存货周转率	4.80	4.87	5.21	5.62	营业税金及附加	29	10	16	19
偿债能力					销售费用	243	235	350	377
资产负债率	49%	44%	53%	53%	管理费用	214	501	700	660
流动比	1.48	1.65	1.93	2.33	财务费用	50	75	132	190
速动比	1.27	1.38	1.66	2.06	其他费用/(-收入)	9	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业利润	454	815	1355	1801
现金及现金等价物	241	(299)	1309	2758	营业外净收支	10	30	0	0
应收款项	2865	3429	4259	5169	利润总额	464	845	1355	1801
存货净额	590	695	1004	1141	所得税费用	67	122	195	259
其他流动资产	308	406	630	764	净利润	397	723	1160	1542
流动资产合计	4004	4231	7202	9832	少数股东损益	(1)	0	0	0
固定资产	1054	1180	1212	1227	归属于母公司净利润	399	723	1160	1542
在建工程	222	50	50	0	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
无形资产及其他	434	469	447	424	经营活动现金流	(200)	(87)	1091	973
长期股权投资	384	584	654	724	净利润	397	723	1160	1542
资产总计	6359	6775	9826	12468	少数股东权益	(1)	0	0	0
短期借款	603	633	653	673	折旧摊销	137	118	141	157
应付款项	1598	1389	2439	2808	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	254	302	405	491	营运资金变动	(733)	(928)	(210)	(726)
其他流动负债	242	242	242	242	投资活动现金流	(462)	(154)	(102)	(35)
流动负债合计	2697	2566	3739	4214	资本支出	(162)	46	(32)	35
长期借款及应付债券	398	398	1398	2398	长期投资	(13)	(200)	(70)	(70)
其他长期负债	33	33	33	33	其他	(287)	0	0	0
长期负债合计	431	431	1431	2431	筹资活动现金流	122	(146)	738	645
负债合计	3129	2997	5170	6645	债务融资	388	30	1020	1020
股本	819	1138	1137	1137	权益融资	0	0	0	0
股东权益	3231	3778	4656	5823	其它	(266)	(176)	(282)	(375)
负债和股东权益总计	6360	6775	9826	12468	现金净增加额	(540)	(387)	1727	1583

【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

【分析师承诺】

谭倩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。