

2015年1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

特高压弹性居行业首位，受益一带一路及国企改革

革

——平高电气（600312）调研简报

事件：

我们于2015年1月7日调研了上市公司，与公司董秘进行了详细交流。

主要观点：

- 1、国网规划2015年力争开工“五交八直”特高压工程，我们认为今年至少核准7条特高压** 2014年以来，特高压首次获得国家主席、国务院、能源局、地方政府、电网公司共同推动。根据国网总体规划，2015年力争开工“五交八直”特高压工程，分别为雅安-武汉、蒙西-长沙、张北-南昌、陇彬-豫北、榆衡-潍坊五条交流特高压线路，以及酒泉-湖南、呼盟-山东、蒙西-湖北、陕北-江西、准东-四川、上海庙-山东、山西-江苏和锡盟-江苏等八条直流特高压工程。同时，能源局十二条治霾项目中有9条特高压，我们认为即使国网规划的五交八直不能全部在2015年获批。但是电网公司和能源局规划中同时覆盖的9条将有较大概率在今年获批、开工。目前9条特高压项目中，尚有6条未核准。同时，加上已获环保部认可的酒泉-湖南工程，我们预计2015年至少核准7条特高压。此外，“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，预计特高压投资在2015-2020年将保持高速增长。
- 2、预计近期10个特高压工程有望给公司带来约87亿元中标金额，并于2015-2016年完成，为2013年总收入的229%，为2013年特高压收入的830%，弹性居行业首位** 在国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；假定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。2014年核准3条特高压，2015年保守核准7条特高压。预计今明两年正在和将要建设的10条特高压将为平高电气带来约87亿中标金额，并于2015-2016年完成，为2013年公司总收入的229%，为2013年特高压收入的830%，弹性居行业首位。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、直流特高压订单创历史新高，将持续受益直流特高压的推进** 在过去的特高压工程中，平高电气是当之无愧的交流特高压龙头。而在最近完成的“灵州-绍兴±800kV特高压直流输电工程换流站设备招标”活动中，公司中标GIS、隔离开关项目共56,412.61万元；公司控股子公司河南平芝高压开关有限公司（公司持有75%的股权）中标隔离开关，共12,560.10万元。累计68,972.71万元，创历史新高。主要原因是公司现在可以使用母公司和子公司两个主体参与招标，预计未来每条直流特高压中标额将维持高位。

- 4、 **我国的特高压交、直流技术已达到了世界领先水平，公司受益“一带一路”和国网海外规划** 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，已基本由国内厂家供货。2014年7月2日，国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。目前， **我国的特高压交、直流技术已达到了世界领先水平**。当前国家大力鼓励基建项目向海外发展。APEC会上，国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。同时，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。此前主要是由平高集团参与海外工程业务，集团已中标波兰等地区多个总包项目，带动上市公司的设备出口。随着国网走出去的战略，平高电气正在计划加大在南非、巴西、俄罗斯、印度的投入，海外业务有望逐步增长。
- 5、 **天津中压开关厂建成投产，公司后续成长力逐步形成** 天津中压开关厂目前已部分投产，预计2015年年中有望全面投产。目前我国中压开关市场处于较为分散，集中度不高，龙头企业优势不明显状态。公司进入中压领域，有望体现技术和品牌优势，逐步获取市场。我们预计2015年中压开关厂带来6-10亿元左右的收入，0.5-1亿元的利润。预计2017年将带来20-25亿元左右的收入，1.6-2亿元左右的利润。
- 6、 **响应国企改革战略，集团整体上市存在预期** 国务院有关国企改革的顶层设计有望于2015年落地，国网作为核心单位，有望积极响应，以旗下南瑞、许继、平高等上市公司为端口，试点国企改革和混合所有制经营。混改的最佳途径是整体上市，近年来不断有媒体报道国网公司计划推进平高电气整体上市。2014年初，国网在年度工作会议上明确积极推进旗下南瑞集团、许继集团、平高集团等整体上市。我们认为在当前国企改革、混合所有制的大背景下，公司整体上市有望加快推进。
- 7、 **盈利预测与评级** 公司2014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浙福、淮上特高压部分GIS的收入，大幅提高了公司净利率。我们预计2015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，预计2015年特高压收入比2014年多15亿元，共确认约32亿元；预计增加的15亿特高压收入将带来4亿元的净利润。预计公司2014-2016年EPS 分别为0.61元、0.94元、1.36元，对应估值分别为27倍、17倍、12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，受益一带一路战略及国企改革，估值将有所提升，维持“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	4358	6462	8204
增长率(%)	16%	14%	48%	27%
归母净利润（百万元）	399	695	1064	1552
增长率(%)	196%	74%	53%	46%
摊薄每股收益（元）	0.49	0.61	0.94	1.36
ROE(%)	12.00%	11.00%	15.00%	19.00%

2014-2016 年盈利预测

证券代码: 600312.sh 股票价格: 16.21 投资评级: 买入 日期: 2015/1/12

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%	11%	15%	19%	EPS	0.49	0.61	0.94	1.36
毛利率	26%	34%	35%	36%	BVPS	3.94	5.33	6.04	7.08
期间费率	14%	16%	15%	13%	估值				
销售净利率	10%	16%	16%	19%	P/E	33.08	26.57	17.24	11.92
成长能力					P/B	4.11	3.04	2.68	2.29
收入增长率	16%	14%	48%	27%	P/S	3.48	4.23	2.85	2.25
利润增长率	196%	74%	53%	46%					
营运能力					利润表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
总资产周转率	0.60	0.49	0.56	0.58	营业收入	3818	4358	6462	8204
应收账款周转率	1.33	1.46	1.83	1.83	营业成本	2836	2875	4213	5283
存货周转率	4.80	4.87	5.21	5.62	营业税金及附加	29	9	13	16
偿债能力					销售费用	243	205	291	328
资产负债率	49%	31%	40%	43%	管理费用	214	436	582	574
流动比	1.48	2.70	2.78	3.15	财务费用	50	51	108	166
速动比	1.27	2.45	2.52	2.89	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	782	1255	1837
现金及现金等价物	241	2348	4013	5426	营业外净收支	10	30	0	0
应收款项	2865	2985	3541	4495	利润总额	464	812	1255	1837
存货净额	590	593	810	944	所得税费用	67	117	181	265
其他流动资产	308	353	523	665	净利润	397	695	1074	1572
流动资产合计	4004	6279	8887	11530	少数股东损益	(1)	0	10	20
固定资产	1054	1180	1212	1227	归属于母公司净利润	399	695	1064	1552
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)	241	1138	965
长期股权投资	384	584	654	724	净利润	397	695	1074	1572
资产总计	6359	8823	11511	14166	少数股东权益	(1)	0	10	20
短期借款	603	633	653	673	折旧摊销	137	118	141	157
应付款项	1598	1185	1968	2323	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	254	263	336	427	营运资金变动	(733)	(572)	(87)	(784)
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	2323	3199	3665	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	2769	2173	761	643
负债合计	3129	2754	4630	6096	债务融资	388	30	1020	1020
股本	819	1138	1137	1137	权益融资	0	2312	0	0
股东权益	3231	6069	6881	8070	其它	2381	(169)	(259)	(377)
负债和股东权益总计	6360	8823	11511	14166	现金净增加额	2107	2260	1797	1573

【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，2014年第五名。

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。本报告清晰准确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，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%。

国海证券机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn