

2015年4月18日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：谭倩
010-88576939-808
联系人：李恩国S0350512090002
tang@ghzq.com.cn010-88576878-812 lieg@ghzq.com.cn

利润将持续高增长，受益一带一路及国企改革

——平高电气（600312）点评报告

事件：

公司发布2014年年报，2014年净利润6.93亿元，同增73.91%；营业收入46.1亿元，同增20.62%。

公司发布2015年一季报，2015年一季度净利润0.21亿元，同比下降72.07%；营业收入6.54亿元，同增4.6%。

主要观点：

1、2014年利润增长符合预期；2015年一季度利润下滑源于特高压产品收入确认较少。

2014年，公司净利润6.93亿元，同增73.91%；营业收入46.1亿元，同增20.62%，符合我们一直以来的预期。2014年，公司完成浙北-福州、淮南站扩建、平圩电厂送出工程等特高压工程批量供货任务，完成西安变、酒泉变、青海当洛、太原第二热电厂等重大项目交货，印度、波兰、埃塞俄比亚等海外工程按合同要求稳步推进，确保了收入、利润的快速增长。

2015年一季度，公司净利润0.21亿元，同比下降72.07%；营业收入6.54亿元，同增4.6%。我们认为，利润下滑是由于一季度高利润率的特高压产品收入确认较少。

按照工程进度，我们预计2015年将确认淮南-南京-上海、锡盟-山东、蒙西-天津、宁东-绍兴等特高压工程收入，预计2015年特高压收入比2014年多10-15亿元。大幅提升2015年利润。

2、预计今年还将核准多条特高压；跨国联网有序推进，公司大幅受益“一带一路”战略。

东部煤炭燃烧量大，是雾霾的重要原因，未来东部地区新增电力主要靠特高压运输。2015年两会明确支持发展水电、新能源，西部水电、大型光伏和风电站都需要依赖特高压输送。

自2014年起，特高压首次获得主席、国务院、发改委、地方政府、电网公司联合推动，发展加速。2014年以来，已核准4条特高压，鉴于9条治霾特高压项目均需在2016年底或2017年底之前建成，我们预计今年还将至少核准5条特高压。

2015年3月28日，国家发展改革委、外交部、商务部28日联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，明确推进跨境电力与输电通道建设。当前，电网公司正在规划与巴基斯坦、蒙古、中亚等国家联网，实现能源互联。

3、交流特高压行业第一；直流特高压订单创历史新高，将持续受益交、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。同时，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。

4、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。

预计随着电改的推进，配网建设将加速。我们预计2015年中压开关厂带来3-5亿元的收入，预计3-5千万的利润。预计2017年将带来15-25亿元的收入，2亿元左右的利润。

5、响应国企改革战略，集团整体上市存在预期

随着国企改革的推进，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。2015年1月，国网在年度工作会议上也明确积极推进旗下产业公司的整体上市。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。

6、盈利预测与评级 公司2014年利润大增，主要是由于确认了浙福、淮上特高压部分GIS的收入。预计2015年将确认多个特高压工程收入，预计2015年特高压收入比2014年多10-15亿元。预计公司2015-2017年EPS分别为0.9元、1.37元、1.47元，对应估值分别为23倍、15倍、14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。

7、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	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	4606	6153	8342	8364
增长率(%)	21%	34%	36%	0%
归母净利润（百万元）	693	1020	1554	1672
增长率(%)	74%	47%	52%	8%
摊薄每股收益（元）	0.61	0.90	1.37	1.47
ROE(%)	11.00%	15.00%	19.00%	17.00%

2015-2017 年盈利预测

证券代码:	600312.sh	股票价格:	20.89	投资评级:	买入	日期:	2015/4/18		
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	11%	15%	19%	17%	EPS	0.61	0.90	1.37	1.47
毛利率	29%	30%	32%	34%	BVPS	5.16	5.93	7.09	8.35
期间费率	12%	12%	11%	11%	估值				
销售净利率	15%	17%	19%	20%	P/E	34.25	23.21	15.25	14.21
成长能力					P/B	4.05	3.52	2.95	2.50
收入增长率	21%	34%	36%	0%	P/S	5.16	3.86	2.85	2.84
利润增长率	74%	47%	52%	8%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.46	0.54	0.64	0.58	营业收入	4606	6153	8342	8364
应收账款周转率	1.07	1.46	1.83	1.83	营业成本	3276	4282	5654	5563
存货周转率	2.50	2.81	3.32	3.65	营业税金及附加	36	49	67	67
偿债能力					销售费用	190	277	350	343
资产负债率	39%	39%	36%	33%	管理费用	293	369	484	477
流动比	1.70	1.73	1.96	2.26	财务费用	18	17	11	(1)
速动比	1.36	1.38	1.59	1.93	其他费用/(-收入)	0	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	793	1159	1776	1915
现金及现金等价物	558	1411	2313	3872	营业外净收支	16	30	30	30
应收款项	4307	4214	4571	4583	利润总额	809	1189	1806	1945
存货净额	1309	1543	1724	1542	所得税费用	106	156	237	255
其他流动资产	326	437	592	594	净利润	703	1033	1569	1690
流动资产合计	6500	7605	9200	10591	少数股东损益	10	13	15	18
固定资产	1669	2258	2332	2399	归属于母公司净利润	693	1020	1554	1672
在建工程	456	200	200	200	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	680	715	681	645	经营活动现金流	276	1558	1420	2094
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	703	1033	1569	1690
资产总计	9912	11385	13020	14442	少数股东权益	10	13	15	18
短期借款	400	430	460	490	折旧摊销	182	201	262	267
应付款项	2444	2966	3135	3085	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	364	405	503	504	营运资金变动	(619)	311	(426)	119
其他流动负债	605	605	605	605	投资活动现金流	(694)	(333)	(74)	(67)
流动负债合计	3813	4406	4703	4684	资本支出	(849)	(333)	(74)	(67)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	384	0	0	0
其他长期负债	10	10	10	10	其他	(229)	0	0	0
长期负债合计	10	10	10	10	筹资活动现金流	1271	(119)	(197)	(214)
负债合计	3823	4416	4713	4694	债务融资	(601)	30	30	30
股本	1137	1137	1137	1137	权益融资	1335	0	0	0
股东权益	6089	6969	8307	9748	其它	537	(149)	(227)	(244)
负债和股东权益总计	9912	11385	13020	14442	现金净增加额	853	1106	1149	1813

【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，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%。