

注入集团中压及海外工程总包资产 全电压等级开关龙头诞生

平高电气 (600312.SH)

推荐 维持

投资要点:

1. 事件

公司发布 2015 年第三季度报告: 2015 年前三季度公司实现营业收入 31.29 亿元, 较上年同期上升 25.75%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.09 亿元, 较上年同期增长 19.74%; 扣非后净利润 4.93 亿元, 较上年同期增长 24.40%。同时, 公司公告了非公开发行预案, 以每股 22.33 元的价格, 向机构投资者募集资金 49 亿元, 用于收购集团旗下的上海天灵等 5 家公司股权, 对部分标的公司增资并在印度投资建厂。

2. 我们的分析与判断

(一)、业绩增速继续稳步提升

公司前三季度归属净利增速为 19.7%, 相比于半年报时的 14.2% 有较大幅度增长。我们对公司第四季度的业绩表现继续保持乐观。原因是公司前三季度共交付特高压 GIS 间隔 10 个, 与去年同期持平。而据现有的交付节奏预测, 第四季度将交付 10 个间隔, 达到前三季度的总量, 而去年第四季度仅交付 7 个间隔, 因此公司全年的业绩增速仍将继续稳步提升。

(二)、毛利率大幅上升、各项费用保持稳定

公司前三季度毛利率为 32.7%, 相比去年同期增加 4.4 个百分点。主要原因第一是今年新并入平高东芝, 平高东芝的 550kV 组合电器产品售价较高, 毛利率高于公司整体水平, 拉高了整体毛利率; 第二是完全自主知识产权的特高压组合电器占比增加, 自主知识产权的特高压组合电器零部件自制率高, 且结构和材料上对日本东芝的产品均作了优化设计, 成本显著降低。

公司前三季度期间费用率为 11.9%, 同比略增 0.38 个百分点。其中销售费用控制的较好, 在营业收入同比大幅增加的情况下, 销售费用仅略有增加, 销售费用率同比下降 0.5 个百分点。而管理费用率则上升 0.2 个百分点, 原因是无形资产摊销 (研发支出转入和平高东芝的并入使无形资产增加较多) 和员工工资支出增加。财务费用率上升较多, 达 0.7 个百分点, 主要原因是公司的短期借款和应付债券均增加较多, 利息支出上升。

(三)、预收账款和存货高、未来增长动力足

公司三季度报告中主要财务指标基本保持了稳定, 其中预收账款及存货大幅增加, 预示着公司未来一段时间的业绩增长动力较为强劲。其中, 预收账款从 2014 年期末的 3.64 亿元大幅增加至现在的 8.64 亿元。存货从 2014 年期末的 13.1 亿元大幅增加至现在的 21.3 亿元。

分析师

张玲

☎: (8610) 6656 8643

✉: zhangling_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020003

特此鸣谢

于化鹏: (8610) 83571395

(yuhuapeng@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

相关研究

- 1、行业简评_特高压: 特高压建设规划明显加快 2015.01.19
- 2、行业深度_特高压: 穿透雾霾 特高压建设明显加快 全球互联 打造电力版一带一路 2015.03.03
- 3、公司点评_平高电气: 特高压交直流和天津中压基地共铸就高增长 2015.04.27
- 4、公司点评_平高电气: 特高压交流组合电器龙头地位稳固 订单将逐步进入交货期 2015.08.12

(四)、注入集团中压和海外工程总包资产、完善产业布局

公司拟以每股 22.33 元的价格，向机构投资者募集资金 49 亿元，用于收购集团旗下的上海天灵等 5 家公司股权，对部分标的公司增资并在印度投资建厂。

表 1、公司本次 49 亿元资金投向列表

项目	股权比重	投资对价 (亿元)	增资 (亿元)	2015 年净利润 (亿元)	对应 2015 年 PE
上海天灵	90%	8.95	0.99	0.47	21
平高通用	100%	9.75	2	0.50	19.5
国际工程	100%	7.82	4.5	0.29	27
平高威海	100%	2.27	0.5	0.18	13
廊坊东芝	50%	1.39	0	0.20	14
天津平高			3.78		
印度建厂			6.76		
补充流动资金			0.3		

资料来源：中国银河证券研究部整理

表 2、相关公司的主营业务

公司名称	主营业务	竞争地位
上海天灵	气体绝缘环网柜、开关柜、C-GIS	环保型气体绝缘开关柜（采用氮气而不用有温室效应的 SF6）达到国际领先水平，在国际和国内市场上能与国际知名跨国公司全面竞争
平高通用	开关柜、环网柜、充气柜	拥有钣金柔性加工生产线、环氧树脂绝缘件浇注生产线，具备核心零部件的加工制造能力
国际工程	海外工程 EPC 总承包	正在执行的 EPC 总包项目包括欧盟范围内的 22 千伏-800 千伏的变电站、线路项目及电源项目，业绩基本可覆盖国际电力项目招投标的所有要求，并积累了丰富的海外总包工程执行经验，2014 年新增合同达 26 亿元
平高威海	高压 GIS，以出口为主	作为平高集团出口基地，产品行销东亚、东南亚、西亚、中东、南美等地区；同时作为平高集团产品检修运维基地之一，业务覆盖山东省等地区
廊坊东芝	避雷器	国内唯一一家提供串补、直流阀、潮流控制所需避雷器的厂商

资料来源：中国银河证券研究部整理

表 3、标的股权所做业绩承诺

(亿元)	2016 年	2017 年	2018 年
业绩承诺	2.126	2.706	3.468
增长率	32%	27%	28%

资料来源：中国银河证券研究部整理

公司本次进行集团资产的整体上市，并对部分项目进行增资主要目的是为了完善公司的产业布局。第一，公司之前主要生产 110kV 以上电压等级的高压开关，在中压开关领域是空白。天津中压基地投产后一定程度上弥补了这一短板，但天津中压基地的定位更多的是真空灭弧室这一核心零部件，其重心不在于提供中压开关成套产品。公司此次将平高通用和上海天灵两块优质的中压开关资产注入上市公司，弥补了公司在中压开关领域的短板，增加了公司的产品品

种，提升了核心零部件供应能力，有利于将公司打造成为整体解决方案提供商。第二、从单一设备供货商向上游发展，即进军 EPC 总包环节已成为输配电设备企业的共识。EPC 总包商为业主提供综合项目解决方案，并拥有设备采购权，能够带动自身设备的销售。公司此次注入国际工程公司和海外建厂也是为了通过海外 EPC 总包和海外建厂带动公司的高端电力设备“走出去”。

3. 投资建议

公司的特高压组合电器龙头地位稳固，订单已进入集中交货期，保证了公司今明两年业绩的高增长。除特高压外，天津中压基地明年也有望贡献 10 亿元左右的收入。此外，本次注入集团中压及海外工程总包资产完善了公司的产业布局，使公司具备了全电压等级开关及核心零部件的供货能力，有助于公司由单一设备供应商向整体解决方案服务商的转型。预计 2015-2016 年公司分别实现每股收益 0.78 元、1.00 元，维持“推荐”评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

张玲，电力设备及新能源行业证券分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359liusiyao@chinastock.com.cn