

平高电气 (600312)

业绩增长确定性强，低估值凸显价值

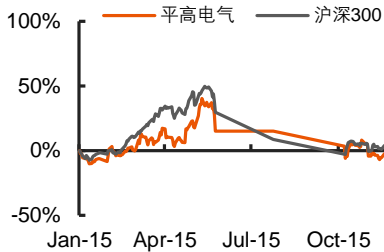
强烈推荐 (维持)

现价: 13.07 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.pinggao.com
大股东/持股	平高集团有限公司/45.94%
实际控制人/持股	国资委/45.94%
总股本(百万股)	1,137
流通 A 股(百万股)	819
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	149
流通 A 股市值(亿元)	107
每股净资产(元)	5.11
资产负债率(%)	47.70

行情走势图



证券分析师

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

皮秀 一般从业资格编号
S1060115060018
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

朱栋 一般从业资格编号
S1060114070038
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **特高压空间广阔，十三五期间或年均核准 6-7 条：**国网 2016 年度工作会议提出力争 2016 年核准“五交七直”。截至 2015 年底，国家电网在运在建和获得核准的特高压线路变电（换流）容量达 2.94 亿千伏安（千瓦），且提出到 2020 年特高压变电（换流）容量达 8.9 亿千伏安（千瓦）。按照单条特高压线路变电（换流）容量 2000 万千瓦安（千瓦）计算，十三五期间国网将再建约 30 条特高压线路，年均 6 条。若考虑南网，全国范围内十三五期间每年有望核准 6-7 条特高压，我国特高压还有广阔的发展空间。
- **特高压 GIS 市占率领先，售价维持稳定：**公司在特高压交流 GIS 方面的市占率超过 40%，在特高压直流中 GIS 市占率更高。随着国网推行特高压直流分层接入特高压交流，公司显著受益，单条特高压直流的订单比肩传统的直流受益者许继电气。难能可贵的是，在特高压主设备普遍竞争激烈的情况下，GIS 竞争格局基本稳定，售价维持在 0.9-1 亿元/间隔的水平。
- **在手特高压订单充足，天津中压基地即将放量。**公司 2015 年特高压订单达 46.9 亿元，与去年相比增长 40%，预计全都将在 2016-2017 年确认收入。我们估计 2015 年公司确认 20 个特高压 GIS 间隔收入，2016 年将确认在手 38 个特高压 GIS 间隔中的 29 个，9 个间隔将带来净利润增量约 1.8 亿元。经历长时间的建设和大规模的投入，天津基地于 2015 年下半年逐步投产，基于核心器件真空灭弧室自主化且定位高端路线，保守估计 2016、2017 年形成 3-5 亿、8-12 亿的营收规模，贡献业绩增量。
- **筹划非公开发行，打造新的业绩增长点。**公司 2015 年 10 月发布公告，拟非公开发行股票收购控股股东优质资产，完善中压和国际业务布局。适逢国家推行“一带一路”战略以及能源局推出 2 万亿配网投资计划，非公开发行完成后公司将摆脱对于特高压的过度依赖，发展后劲得到显著增强。根据平高集团业绩承诺，标的资产 2016-2018 年业绩复合增速达 27.7%。
- **投资建议。**不考虑非公开发行，预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 56.1、68.1、81.3 亿元，归母净利润分别为 8.8、10.8、13.1 亿元，EPS 0.77、0.95、1.15 元，对应 PE 为 16.9、13.7、11.3 倍。考虑公司低估值、高成长，非公开发行打开远期成长空间，维持公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**特高压的推进进度不及预期；天津基地投产运营进度不及预期；非公开发行进度不及预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3818	4,606	5,615	6,814	8,128
YoY(%)	16.3	20.6	21.9	21.4	19.3
净利润(百万元)	399	693	877	1,085	1,311
YoY(%)	194.4	73.9	26.6	23.6	20.9
毛利率(%)	25.7	28.9	30.2	30.8	30.9
净利率(%)	10.4	15.1	15.6	15.9	16.1
ROE(%)	12.3	11.6	13.9	15.0	15.7
EPS(摊薄/元)	0.35	0.61	0.77	0.95	1.15
P/E(倍)	37.3	21.4	16.9	13.7	11.3
P/B(倍)	4.6	2.5	2.4	2.1	1.8

正文目录

一、特高压一马当前，天津中压基地开始投产	4
1.1 特高压发展空间广阔，十三五期间或年均核准 6-7 条	4
1.2 特高压 GIS 市占率领先，竞争格局相对稳定	4
1.3 对比换流阀和变压器等特高压主设备，GIS 竞争格局最为稳定	6
1.4 在手订单充足，足以支撑 2016 年业绩高增长	7
1.5 天津基地逐步放量，贡献业绩增量	8
二、筹划非公开发行，打造新的业绩增长点	8
2.1 筹划非公开发行，完善中压和国际业务布局	8
2.2 获平高集团业绩承诺，标的资产 2016-2018 年业绩复合增速达 27.7%	9
三、盈利预测和投资建议	9

图表目录

图表 1	近 3 年特高压交流工程 GIS 中标情况	4
图表 2	交流特高压 GIS 呈现寡头竞争格局，平高电气市占率领先	5
图表 3	近 5 条直流特高压工程 GIS 中标情况	5
图表 4	平高电气在直流特高压中 GIS 市占率超过交流特高压工程	5
图表 5	平高电气晋升成为特高压直流最主要的受益者之一	6
图表 6	各类特高压主设备中 GIS 竞争相对缓和	6
图表 7	近两年特高压 GIS 价格较为稳定	6
图表 8	封闭组合电器毛利率不断提升	7
图表 9	预计截至 2015 年底公司仍握 38 个特高压 GIS 间隔订单	7
图表 10	2015 年特高压工程订单比 2014 年多 13.4 亿元	7
图表 11	非公开发行预案	8
图表 12	收购标的主要业务及竞争优势	9

一、特高压一马当前，天津中压基地开始投产

1.1 特高压发展空间广阔，十三五期间或年均核准 6-7 条

总体而言，雾霾治理+清洁能源外送+国家电网实施全球能源互联网战略是特高压发展的主要驱动因素；2015 年全国雾霾和弃风、弃光等问题仍然十分突出，国家电网对于推动特高压发展也始终不遗余力，无论是坚强智能电网还是全球能源互联网概念，特高压都是最核心的要素。2015 年，全国“两交六直”特高压工程得到核准，其中“两交四直”实现主设备招标，是名符其实的特高压大年。

根据国网 2016 年度工作会议提出的目标，国家电网将力争 2016 年上半年核准“三交三直”、下半年核准“两交四直”，2016 全年力争核准“五交七直”。

截至 2015 年底，国家电网累计建成“三交四直”特高压工程，在建“四交五直”工程，在运在建和获得核准线路变电（换流）容量达 2.94 亿千伏安（千瓦）。同时，国家电网提出到 2020 年建成东部、西部同步电网，变电（换流）容量达 8.9 亿千伏安（千瓦）。按照单条特高压直流输送容量 1000 万千瓦（换流容量 2000 万千瓦）、单条特高压交流变电容量约 2000 万千瓦安计算（按平均每条线路 3 个变电站、每个变电站两台 300 万的主变计算），十三五期间国网将再建约 30 条特高压线路（不含目前已核准和在建线路）。假设十三五期间南网每年核准 1 条特高压线路，全国范围内十三五期间每年将核准 6-7 条特高压，我国特高压发展空间依然广阔。

1.2 特高压 GIS 市占率领先，竞争格局相对稳定

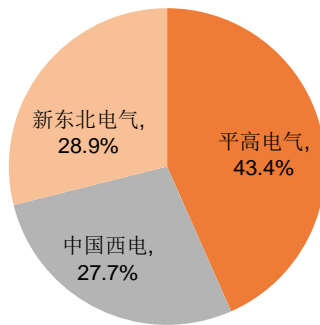
在交流特高压方面，封闭组合电器（GIS）市场竞争格局比较稳定，“三大开”垄断市场。从 2013 年以来的交流特高压工程 GIS 中标情况来看，平高电气一直保持市场领先地位，市占份额达 43.4%，领先中国西电和新东北电气。过去 5 条特高压交流线路共中标 72 个间隔，单条线路特高压交流 GIS 订单约 13.4 亿元。

图表1 近 3 年特高压交流工程 GIS 中标情况

项目名称	招标时间	中标情况（间隔数）		
		平高电气	中国西电	新东北电气
榆横-潍坊	2015 年	12	10	16
蒙西-天津	2015 年	17	12	12
锡盟-山东	2014 年	11	5	8
淮南-南京-上海	2014 年	16	9	9
浙北-福州	2013 年	16	10	3
合计		72	46	48

资料来源：国网电子商务平台，平安证券研究所

图表2 交流特高压 GIS 呈现寡头竞争格局，平高电气市占率领先



资料来源: 国网电子商务平台, 平安证券研究所

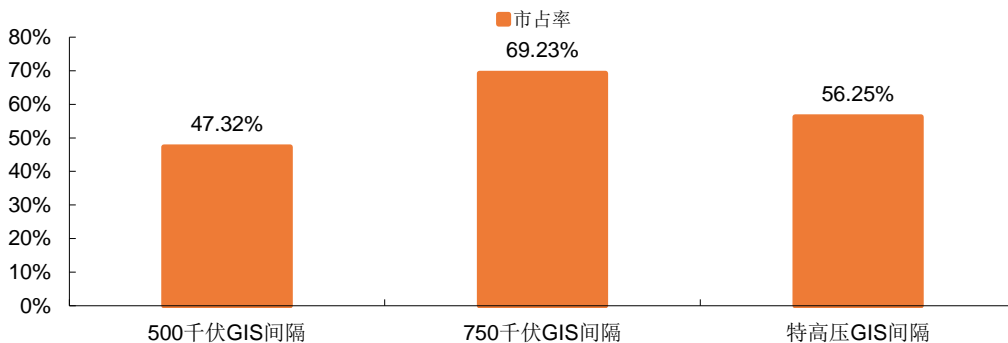
在直流特高压方面，从 2014 年的宁东-浙江工程起，公司开始中标直流特高压工程相关的 GIS，到目前具备特高压直流工程中各个电压等级的 GIS 供货能力，并迅速占据领先的市占份额。从最近的 5 条特高压直流线路招标情况来看，公司在直流特高压工程特高压 GIS 间隔、750 千伏间隔、500 千伏间隔的市占率分别为 56.3%、69.2%、47.3%，均高于交流工程市占率，可谓独占鳌头。

图表3 近 5 条直流特高压工程 GIS 中标情况

工程名称	平高电气	中国西电	新东北电气	山东电工电气	泰开
锡盟-泰州、上海庙-山东 (2015)	9 个特高压间隔, 47 个 500 千伏开关间隔	9 个 750 千伏间隔, 32 个 500 千伏间隔	7 个特高压间隔	18 个 500 千伏间隔	
酒泉-湖南、晋北-南京 (2015)	19 个 750 千伏间隔, 27 个 500 千伏间隔		33 个 500 千伏间隔		25 个 500 千伏间隔
宁东-浙江 (2014)	16 个 750 千伏间隔, 23 个 500 千伏间隔	7 个 750 千伏间隔			

资料来源: 国网电子商务平台, 平安证券研究所

图表4 平高电气在直流特高压中 GIS 市占率超过交流特高压工程



资料来源: 平安证券研究所

从特高压直流工程中标金额来看，随着国网公司推进特高压直流分层接入特高压交流工程，公司在单条特高压直流工程的中标金额已可比肩主设备换流阀和控制保护龙头企业许继电气。预计在国网范围内特高压直流工程受端分层接入特高压交流是趋势，公司已成为特高压直流的最主要受益者之一，单条特高压直流中标金额达到甚至超过 6.5 亿元。

图表5 平高电气晋升成为特高压直流最主要的受益者之一

工程名称	平高电气	许继电气	备注
锡盟-泰州、上海庙-山东 (2015)	12.9	11.68	上海庙换流站分层接入 750 千伏、500 千伏交流电网，泰州站和临沂站分层接入特高压和 500 千伏交流电网。
酒泉-湖南、晋北-南京 (2015)	6.17	10.35	酒泉换流站接入 750 千伏交流电网，其他换流站接入 500 千伏交流电网。
宁东-浙江 (2014)	6.9	7.9	绍兴换流站接入 750 千伏交流电网，其他换流站接入 500 千伏交流电网。

资料来源：国网电子商务平台，平安证券研究所

1.3 对比换流阀和变压器等特高压主设备，GIS 竞争格局最为稳定

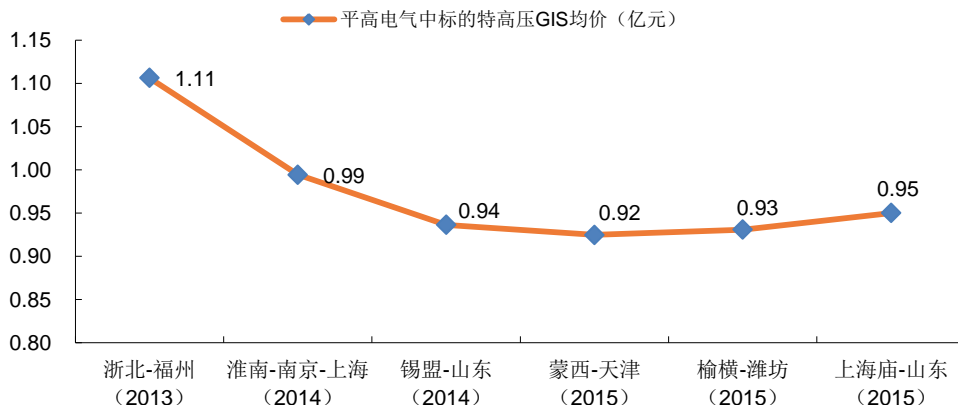
在电网领域，特高压产品的技术壁垒相对较高的，竞争参与者相对较少，但近年来也呈现竞争渐趋激烈的趋势。变压器领域，在国网的重点栽培下，旗下山东电工电气加入竞争并逐步取得领先的市占份额；换流阀领域，四方 ABB 和南瑞继保相继成为供应商，稀释原有三家供应商的市占份额。相对而言，GIS 的竞争格局最为稳定，暂未出现新的竞争参与者，平高电气、西开、新东北电气三家心照不宣，保持较为稳定的市占格局，特高压 GIS 在近两年的中标均价也较为稳定，维持在 0.9-1 亿/间隔的水平，在原材料价格下滑的情况下意味着毛利率水平的提升。未来山东电工电气可能成为潜在的竞争者，但由于无挂网运行经验，估计不会对整个竞争格局产生大的影响。

图表6 各类特高压主设备中 GIS 竞争相对缓和

主设备名称	主要竞争参与者	竞争情况
特高压换流阀	许继电气、中国西电、普瑞工程、四方 ABB、南瑞继保	四方 ABB、南瑞继保 2015 年加入竞争行列，许继、西电、普瑞工程三家合计市占份额由 100% 下降至 75%。
特高压换流变	特变、西变、保变、山东电工电气、重庆 ABB、广州西门子	国网旗下山东电工电气为后加入者，市占份额不断提升，锡盟-泰州、上海庙-山东工程市占份额达 25%，与特变、西变、保变并驾齐驱。
特高压交流变	特变、西变、保变、山东电工电气	国网旗下山东电工电气为后加入者，市占份额不断提升，2015 年市占份额达 30%，与特变并居首位。
特高压 GIS	平高电气、西开、新东北电气	三家竞争的格局长期稳定。

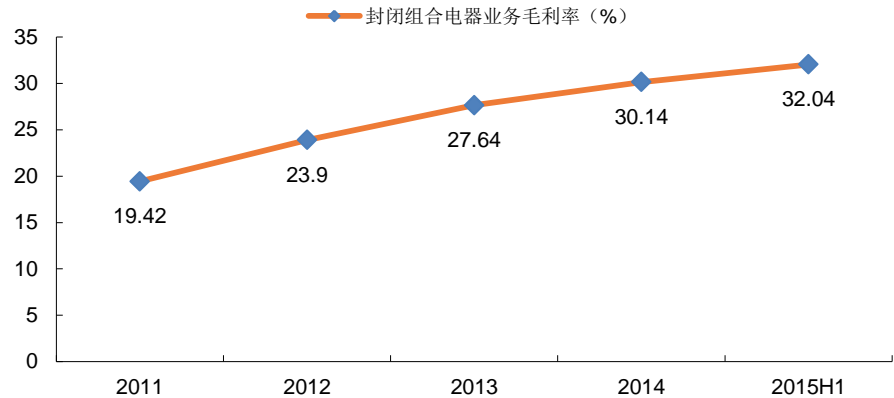
资料来源：国网电子商务平台，平安证券研究所

图表7 近两年特高压 GIS 价格较为稳定



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 封闭组合电器毛利率不断提升



资料来源:公司年报, 平安证券研究所

1.4 在手订单充足, 足以支撑 2016 年业绩高增长

公司 2012-2015 年获得特高压 GIS 订单分别为 14、16、27、38 个间隔, 2015 年较 2014 年特高压 GIS 订单增量达 9.41 亿元。截至 2015 年年底公司在手特高压 GIS 订单还有 38 个间隔。估计公司 2015 年确认 20 个间隔的收入, 2016 年确认约 29 个特高压 GIS 间隔收入, 按毛利率 40%、净利率 25% 计算, 2016 年较 2015 年在特高压 GIS 方面的业绩增量约 1.8 亿元。

图表9 预计截至 2015 年底公司仍握 38 个特高压 GIS 间隔订单

年份	特高压 GIS 订单情况 (亿元)			特高压 GIS 收入确认情况 (亿元)		
	间隔数量	对应金额	对应工程	间隔数量	对应金额	对应工程
2012	14	16.05	皖电东送	9	约 8.8 亿	皖电东送
2013	16	17.7	浙北-福州	11	10.46	皖电东送 (5)、浙北-福州 (6)
2014	27	26.02	淮南-南京-上海 (16)、锡盟-山东 (11)	17	15.45	浙北-福州 (10)、淮南-南京-上海 (7)
2015	38	35.43	蒙西-天津 (16)、榆横-潍坊 (12)、上海庙-山东 (9)	20 (预计)	约 16.5 亿	淮南-南京-上海 (9)、锡盟-山东 (11)

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

除了特高压 GIS 以外, 公司在特高压工程中其他电压等级的 GIS 以及隔离开关、接地开关等方面也收获较多的订单, 按总的特高压工程订单来看, 公司 2015 订单达 46.91 亿元, 比 2014 年的 33.51 亿元多 13.4 亿元。

图表10 2015 年特高压工程订单比 2014 年多 13.4 亿元

年份	特高压工程	中标金额
2015 年	锡盟-泰州、上海庙-山东	12.9
	酒泉-湖南、晋北-南京	6.17
	蒙西-天津	16.37
	榆横-潍坊	11.47
	合计	46.91
2014 年	宁东-浙江	6.9
	锡盟-山东	10.7

年份	特高压工程	中标金额
	淮南-南京-上海	15.91
	合计	33.51

资料来源：平安证券研究所

产能方面，根据公司公告，投资建设的“平高电气特高压、超高压开关重大装备产业基地项目”在2015年上半年已达到特高压 GIS 32 间隔/年的产能，我们估计现在产能达约 36 间隔/年，预计后续产能还有提升空间，可满足未来特高压电网建设对开关设备的需求。

1.5 天津基地逐步放量，贡献业绩增量

天津基地自 2012 年以来估计累计获投资超 12 亿元，2015 年下半年以来一期工程逐步投产，相关产能规模 30-40 亿元，远期产能 70 亿元。目前天津基地主要生产两类产品，一类是开关零部件，主要是真空灭弧室；另一类是 10-35 千伏电压等级的开关终端产品，包括充气柜、柱上开关等，估计产品相关资质获取工作已基本完成。适逢国家能源局推出 2 万亿配网投资计划，天津中压开关基地立足于核心器件真空灭弧室自主化且定位高端的发展路线，在十三五期间将迎来广阔的发展空间。

估计天津基地 2015 年收入千万级，2016 年起开始放量，预计 2016、2017 年收入有望达到 3-5 亿、8-12 亿，为公司 2016-2017 年及以后贡献较为明显的业绩增量。

二、 筹划非公开发行，打造新的业绩增长点

2.1 筹划非公开发行，完善中压和国际业务布局

2015 年 10 月，公司发布非公开发行预案，发行股票数量不超过 219,435,736 股（发行底价 22.33 元/股），募集资金不超过 49 亿元，主要用于收购控股股东平高集团持有的配网和国际业务相关资产、对收购标的以及其他子公司进行增资、印度建厂以及补充流动资金等，限售期 1 年，目前非公开发行申请已获得中国证监会受理。

图表11 非公开发行预案

用途	具体投资项目	投资金额（万元）
收购标的资产	收购上海天灵 90.00%股权	89,473.84
	收购平高威海 100.00%股权	22,674.97
	收购平高通用 100.00%股权	97,489.14
	收购国际工程 100.00%股权	78,217.56
	收购廊坊东芝 50.00%股权	13,867.21
	小计	301,722.72
增资	增资国际工程	45,000.00
	增资平高通用	20,000.00
	增资上海天灵	9,900.00
	增资平高威海	5,000.00
	增资天津平高	37,766.00
	小计	117,666.00
海外建厂	印度工厂建设项目	67,561.00
其他	补充流动资金等	3,050.28
	合计	490,000.00

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12 收购标的主要业务及竞争优势

收购标的	主要产品和业务	主要优势
上海天灵	主要产品包括开关柜、环网柜、充气柜等，分为四个板块：空气绝缘中压产品、气体绝缘中压产品(含环保气体绝缘)、低压开关柜、其他户外成套产品。	国内为数极少的能与 ABB 等知名跨国公司在中压开关领域同台竞技的优秀企业，气体绝缘中压产品（含环保气体绝缘）处于国内和国际的领先地位。
平高威海	主要生产 24 千伏-170 千伏的 GIS 和 72.5 千伏-252 千伏的断路器。	主打针对海外市场的 24-170 千伏共箱式 GIS，是平高集团出口基地，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。
平高通用	主导产品主要有开关柜、中压断路器、互感器、成套电器产品。	拥有国际一流的 10 千伏开关柜装配生产线、充气柜及环网柜装配生产线、ZFN13 产品装配生产线、35 千伏开关柜装配生产线。
国际工程	提供国际电力工程项目一揽子解决方案、电力工程总承包、单机自营出口、输变电设备配套供货出口及相关项目售后服务。	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，国际市场营销网络遍及亚非欧及南美各大洲。
廊坊东芝	从事金属氧化物电阻片的研发与制造、1,000 千伏及以下电压等级避雷器的研发、制造、销售及售后服务。	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：公司公告、平安证券研究所

本次非公开发行完成后，公司将形成包括中压、高压、超高压、特高压完整的开关配套零部件供应链，形成核心产品、核心配套零部件、基础零部件专业门类齐全、分工合理、相互促进、协调发展的开关研发制造产业格局，对于优化公司资源配置、增强产品质量把控能力以及降低运营成本等各方面均有积极的意义，有利于实现各业务板块的协同效应，提高公司盈利水平和竞争能力。

我们认为，上海天灵、平高通用和天津平高三者的协同和合力将有利于公司抢占国内配网大发展的机遇，国际工程公司+印度工厂+平高电气强劲的技术和产品支撑将有利于公司更好地把握“一带一路”战略契机，加快开拓国际市场。基于增发完成后较为完善的配网和国际业务布局，以及与国家相关政策的高度契合，未来公司除了特高压以外，配网和国际业务有望成为新的显著的业绩增长点。

2.2 获平高集团业绩承诺，标的资产 2016-2018 年业绩复合增速达 27.7%

根据平高电气与主要资产出让方平高集团签订的盈利预测补偿协议，平高集团承诺：以“标的股权当年度预测净利润数=平高威海当年度预测净利润数*100%+国际工程当年度预测净利润数*100%+平高通用当年度预测净利润数*100%+上海天灵当年度预测净利润数*77.50%+廊坊东芝当年度预测净利润数*50.00%”计算，标的股权在 2016 年应享有的预测净利润数不低于人民币 21,264.66 万元，在 2017 年应享有的预测净利润数不低于人民币 27,061.33 万元，在 2018 年应享有的预测净利润数不低于人民币 34,684.46 万元。即标的股权对应的业绩在 2016-2018 年间的复合增速达 27.7%。

考虑到公司本次收购上海天灵 90%的股权（其中 77.5%为平高集团持有，12.5%为自然人持有），估计收购的资产 2016-2018 年实际业绩应比平高集团承诺业绩略高。

三、盈利预测和投资建议

不考虑非公开发行，预计公司 2015-2017 年确认收入的特高压 GIS 间隔数分别为 20、29、36 个，营业收入分别为 56.1、68.1、81.3 亿元，归母净利润分别为 8.8、10.8、13.1 亿元，EPS 0.77、0.95、1.15 元，对应 PE 为 16.9、13.7、11.3 倍。

若考虑非公开发行，按非公开发行股票数量 2.2 亿股、注入资产 2016-2017 年业绩为平高集团承诺的 2.13 亿元和 2.71 亿元计算，公司 2016-2017 年归母净利润约 12.9、15.8 亿元，对应 EPS 为 0.95、1.16 元。尽管短期来看注入的资产对业绩的增厚作用不明显，但未来发展潜力较大：一方面根据业绩承诺，注入资产 2018 年仍将有约 30% 的增长，另一方面印度工厂 3 年后将投产且年产值达 13.5 亿元；此外，注入资产业绩大概率将超过平高集团承诺的业绩水平。我们认为非公开发行完成后公司将摆脱对于特高压的过度依赖，发展空间将得到显著提升；尽管目前增发底价与公司股价倒挂明显，我们依然看好本次非公开发行事项的推进和实施。

考虑公司低估值、高成长，价值凸显，且非公开发行打开远期成长空间，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：特高压的推进进度不及预期；天津基地投产运营进度不及预期；非公开发行进度不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	6500	8243	8664	9562
现金	558	449	706	1012
应收账款	4230	4974	5121	5717
其他应收款	35	45	59	57
预付账款	326	376	381	358
存货	1309	2253	2239	2251
其他流动资产	42	145	158	167
非流动资产	3412	3597	3649	3759
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1669	1789	1871	1929
无形资产	934	1007	1094	1179
其他非流动资产	809	800	684	651
资产总计	9912	11840	12313	13321
流动负债	3813	5380	4924	4810
短期借款	400	1097	375	429
应付账款	1828	1904	2198	2120
其他流动负债	1585	2379	2351	2261
非流动负债	10	50	49	54
长期借款	0	24	24	30
其他非流动负债	10	26	25	23
负债合计	3823	5430	4973	4863
少数股东权益	220	233	249	268
股本	1137	1137	1137	1137
资本公积	3024	3024	3024	3024
留存收益	1708	2153	2703	3368
归属母公司股东权益	5869	6178	7092	8190
负债和股东权益	9912	11840	12313	13321

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	276	541	1481	886
净利润	703	890	1101	1330
折旧摊销	184	208	238	267
财务费用	18	37	51	62
投资损失	-50	-7	-8	-11
营运资金变动	-641	-589	101	-764
其他经营现金流	61	1	-0	0
投资活动现金流	-694	-395	-281	-366
资本支出	692	409	33	87
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1	14	-248	-279
筹资活动现金流	689	-1012	-187	-214
短期借款	-203	-60	35	55
长期借款	-398	24	-0	6
普通股增加	319	0	0	0
资本公积增加	1686	0	0	0
其他筹资现金流	-715	-975	-222	-274
现金净增加额	266	-866	1014	306

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4606	5615	6814	8128
营业成本	3276	3918	4717	5613
营业税金及附加	36	44	53	63
营业费用	190	213	259	309
管理费用	293	336	421	494
财务费用	18	37	51	62
资产减值损失	50	56	61	71
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	50	7	8	11
营业利润	793	1018	1260	1526
营业外收入	34	21	18	21
营业外支出	18	18	7	8
利润总额	809	1032	1271	1539
所得税	106	142	170	209
净利润	703	890	1101	1330
少数股东损益	10	13	16	19
归属母公司净利润	693	877	1085	1311
EBITDA	1002	1265	1532	1811
EPS(元)	0.61	0.77	0.95	1.15

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入(%)	20.6	21.9	21.4	19.3
营业利润(%)	74.5	28.4	23.8	21.1
归属于母公司净利润(%)	73.9	26.6	23.6	20.9
获利能力				
毛利率(%)	28.9	30.2	30.8	30.9
净利率(%)	15.1	15.6	15.9	16.1
ROE(%)	11.6	13.9	15.0	15.7
ROIC(%)	10.7	12.5	15.0	15.4
偿债能力				
资产负债率(%)	38.6	45.9	40.4	36.5
净负债比率(%)	4.0	10.6	-4.1	-6.4
流动比率	1.7	1.5	1.8	2.0
速动比率	1.4	1.1	1.3	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	1.3	1.2	1.4	1.5
应付账款周转率	2.2	2.1	2.3	2.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.77	0.95	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.31	0.48	1.30	0.78
每股净资产(最新摊薄)	5.16	5.43	6.23	7.20
估值比率				
P/E	21.45	16.94	13.71	11.34
P/B	2.53	2.41	2.10	1.82
EV/EBITDA	15.3	12.5	9.7	8.1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033