

## 平高电气 (600312.SH)

年报符合预期,

特高压支撑未来业绩平稳增长

评级: **买入**

前次: **买入**

目标价(元):

**22.75**

首席分析师

联系人

曾朵红

汪林森

S0740514080001

S0740115070024

021-20315167

010-59013847

zengdh@r.qlzq.com.cn

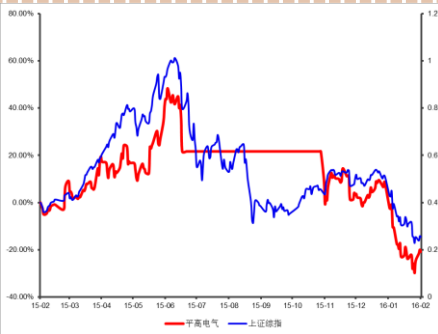
wangls@r.qlzq.com.cn

2016年2月3日

### 基本状况

总股本(百万股)	1137.49
流通股本(百万股)	818.97
市价(元)	14.22
市值(百万元)	25058.90
流通市值(百万元)	18082.86

### 股价与行业-市场走势对比



### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,605.8	5,830.6	7,151.4	8,289.7	9,163.3
营业收入增速	20.62%	26.59%	22.65%	15.92%	10.54%
净利润增长率	73.91%	19.26%	25.16%	18.68%	16.07%
摊薄每股收益(元)	0.61	0.73	0.91	1.08	1.25
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	24.35	26.83	15.81	13.32	11.48
PEG	0.33	1.39	0.63	0.71	0.71
每股净资产(元)	5.16	5.39	5.80	6.88	8.13
每股现金流量	0.20	0.28	0.22	0.79	0.77
净资产收益率	11.81%	13.49%	15.70%	15.70%	15.42%
市净率	2.88	3.62	2.48	2.09	1.77
总股本(百万股)	1,137.4	1,137.4	1,137.4	1,137.4	1,137.4

备注: 市场预测取 聚源一致预期

### 投资要点

- 2015年实现归母净利润8.27亿元,同比增长19.3%,符合市场预期。**平高电气公布15年财报,2015年全年实现营业收入58.31亿元,同比增长26.59%,实现利润总额10.14亿,归属于母公司股东的净利润8.27亿元,同比增长19.26%;实现每股收益0.73元。就2015年第四季度单季而言,实现营业收入27.02亿元,同比增长27.58%,与今年三季度相比,环比增长127.51%;实现净利润3.18亿元,首次单季度突破3个亿,同比增长18.5%,环比增长47.4%。公司整体经营情况好于整体电力设备市场,主要受益于特高压15年订单持续增长,同时价格水平维持稳定保持高利润率。公司16年经营目标:不考虑正在推进的公司2015年度非公开发行收购资产因素:营业收入65-75亿元(增长11%-28%)、利润总额10.75-12.92亿元(增长6%-27%),考虑2015年度非公开发行收购资产因素:营业收入85-100亿元,利润总额12.10-15.55亿元。
- 封闭组合电器2015年营收增长29.68%,占比77%,毛利率提升2.49个百分点,特高压GIS将成为2016年重要增长点。**2015年组合电器产品的收入为44.91亿,同比增长29.68%,占总营收的比例高达77%,毛利率32%,同比提升2.49%,毛利率提升主要来自于特高压GIS的盈利能力提升和整体规模效应,其中同业子公司平芝高压开关厂贡献13亿营收和1.1亿利润,特别地,确认淮南-南京-上海工程、锡盟-山东特高压交流工程共20间隔特高压GIS共计16.34亿元收入,而2014年确认17个间隔特高压GIS共计15.45亿元收入,同比增长6%,2015年特高压新接订单46亿,累计待执行特高压订单超过40亿,为2016年的增长打下坚实的基础。其余隔离开关和接地开关产品收入为3.17亿,同比增加13.86%;SF6断路器产品收入3.87亿,同比下降1.5%;备品备件收入5.4亿,同比增加62%。15年产品结构的总体趋势上还在继续往封闭组合电器上倾斜,产品的生产、销售和库存中封闭组合电器占比均大幅增长。

- **特高压发展进入提速阶段，平高在直流特高压上订单金额大幅提升，为公司未来几年的业绩提供保证。**特高压工程从 2005 年示范工程发展至今，取得了长足进步。2013 年，特高压直流和交流低于预期，仅批复一条浙北-福州特高压交流。2014 年，特高压迎来了新的发展阶段，能源局提出十二条跨区送电通道，国务院认可通过调节能源结构来治理雾霾，特高压治理雾霾逐步被各方接受，同年“两交一直”获得批复并开工建设。2015 年特高进入发展的新常态，列入国家大气污染防治行动计划的“四交四直”和酒泉-湖南特高压直流工程全面开工。准东-皖南±1100 千伏特高压直流工程获得核准，核准共计“两交五直”，招标共计“两交四直”。2016 年国网的年初工作会议中强调将加快推进“五交八直”特高压工程，力争“三交三直”上半年核准、“两交四直”下半年核准，准东-皖南直流工程加快建设，“四交五直”工程年内投产“三交一直”。平高在特高压提速的大背景下，订单迎来爆发式增长，仅就特高压 GIS 而言，每条交流线路订单金额在 11-15 亿元左右，每条直流线路订单在 10-12 亿元（1000kV 落地）和 5-6 亿元（500kV 落地），在手特高压 GIS 订单累计金额估计在 40 亿元。国家电网公司在年初的工作会议中在“四交五直”后继续规划了“五交八直”的特高压网络，平高未来 2-3 年内将持续受益于特高压的提速建设。

**图表 1：平高电气报告期内影响收入的订单数量**

GIS 订单	特高压线路名称	核准时间	中标数量（间隔）	中标金额（亿元）	交货期
特高压交流	淮南-南京-上海	14 年核准	16	/	2014.10-
	锡盟-山东	14 年核准	11	/	2015.12
	蒙西-天津南	15.1 核准	17	15.72	2016.7
	榆横-潍坊	15.5 核准	12	11.17	2016.10
特高压直流	宁东-浙江	14 年核准	16（平高 750kV）	/	2015.3
	晋北-江苏	15.6 核准	19（平高 750kV）	4.37 亿元（平高）	2017.5
	酒泉-湖南	15.5 核准	27（平芝 500kV）	1.30 亿元（平芝）	2016.12
	锡盟-泰州	15.12 核准	11（平高 1000kV）	8.54 亿元（平高）	2016.10
	上海庙-山东		11（平芝 500kV）	2.06 亿元（平芝）	2016.10

来源：公司半年报，中泰证券研究所

- **一年期定增 49 亿，主要用于收购集团部分资产和补充流动资金。**公司本次增发的主要目的在于践行一带一路政策、整合集团产业消除同业竞争、缓解公司的资金压力等。公司拟向 10 名特定投资者，以 22.33 元/股的价格发行 2.19 亿股，限售期 12 个月。募集资金中 30.2 亿用于收购集团资产，包括上海天灵 90% 股权、平高威海 100% 股权、平高通用 100% 股权、国际工程 100% 股权，廊坊东芝 50% 股权；并向上述公司增资 8 亿；另向天津平高和印度建厂分别投入 3.78 亿元和 6.76 亿元。增发未导致公司控制权发生变化，平高集团从 45.94% 的股份下降至 38.51%。

**图表 2：本次收购标的公司一览**

公司名称	收购股权	投资金额（万元）	14 年营业收入（万元）	14 年归属母公司净利润（万元）
上海天灵	90%	89473.84	54965.67	3512.88
平高威海	100%	22674.97	18867.06	1721.70
平高通用	100%	97489.14	90734.41	4347.13
国际工程	100%	78217.56	31344.51	-223.59
廊坊东芝	50%	13867.21	18051.55	1542.7

来源：公司年报，中泰证券研究所

- **践行一带一路战略，全力以赴加快海外项目建设。**发展中国家逐步进入工业化和城镇化，亟需发展电力等基础设施。国家大力推动“一带一路”战略，签署《亚投行协定》，部署加快中国装备“走出去”。国家电网公司与俄罗斯、哈萨克斯坦签署战略合作协议，国际能源互联战略进入实质推动阶段。为响应国家“一带一路”政策和国企改革战略的号召，公司拟募集资金 50 亿元，用于收购平高集团部分经营性资产、海外 EPC 建设项目配套、海外建设工厂，大力加快海外项目。印度斯如瓦兰变电站一次送电成功，吉申根杰项目启动现场安装，配合平高集团顺利签订印度拉吉哈特变电站总承包项目，累计在印度合同总额超过 11 亿元；配合平高集团加快推进波兰三个工程总承包项目；配合集团中标老挝、巴基斯坦、埃塞俄比亚等国家电站项目，加大国际交流合作力度，积极推进海外建设工厂。
- **天津平高智能电气营业收入暂时低于预期，将受益于配网行业的加大投资。**设立天津平高智能电气的主要目的就是推动低压电器、电力电子、工业自动化等领域的交流合作，大力推进开关设备智能化，以智能电网、数字变电站、配网自动化为重点，加快在运行状态监控、一二次设备融合技术上取得进展。智能环保型开关是智能电网建设的产品需求方向，高压真空开关产品作为配电网的基础装备，具备对环境无污染的特质，其智能化的发展是变电站综合自动化、配电网自动化的基础。由于经济环境的持续低迷，市场竞争程度激烈，天津平高智能电气营业收入低于市场的预期，15 年仅实现 1.5 亿营收，利润方面亏损 3 千万。国家能源局下发《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》，2015 年投资不低于 3000 亿元，十三五期间累计投资不低于 1.7 万亿元。随着投资的逐步加大，项目的进一步落地，天津平高智能电气将明显受益于未来加大的配网投资，重点在智能开关和自动化领域。
- **15 年毛利率整体增加 0.8 个百分点，管理费和营业费率均持续下降。**公司今年一季度以后整体毛利率持续好转，全年毛利率水平在 29.66%，主要原因应该为特高压组合电器进入规模化生产，目前每年交货的间隔数量远大于前几年，规模化生产带来高毛利率，同时一些发电厂上网站和直流项目也开始逐步采用特高压等级的组合电器，提高了订单的电压等级水平。同时目前特高压交流组合电器的招标价格比较稳定，仅有小幅下降，但规模化节省的成本完全能够弥补价格的下降，同时国产化率的不断提升也保证了未来的毛利率水平。经营层面上公司营业费用率为 3.5%，去年同期为 4.1%；管理费用占比 5.9%，去年同期为 6.4%，显示出公司的管理经营水平在不断提升。
- **现金流大幅改善，预收款项大幅上升说明订单大幅增长。**经营活动净现金流入 3.18 亿元，较三季度同期净流出 3.68 亿元大幅改善。一方面由于平芝公司并入增加，另一方面收入规模的扩大使上皮下年销售的现金大幅提升。存货 13.68 亿，比年初的 13.1 亿增长了 4.5%，保持平稳，应收账款 53.6 亿，比年初的 42.3 亿增长了 26%，主要是订单规模增长导致；预收款项 9.44 亿，比年初的 3.64 亿增长了 159%，是由于订单增长而引起的预付款项增长和加快生产备货，同时四季度比三季度有进一步扩张，会为明年业绩打下良好的基础。
- **盈利预测与估值。**不考虑增发摊薄的情况下，我们预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.91/1.08/1.25 元，同比增长 24%/20%/15%，考虑到特高压建设进入高峰期和平高电气在特高压领域的竞争力，以及平高在新业务上的布局即将进入收获期，给予 2016 年 25 倍 PE，目标价 22.75 元，维持买入评级。
- **风险提示：**大宗原材料价格大幅反弹，特高压建设进度低于预期。

图表 3：平高电气单季度分析表（单位：百万元）

单季度分析	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014	4Q2014	1Q2015	2Q2015	3Q2015	4Q2015
营业收入	676	1632	625	1009	854	2118	654	1288	1187	2702
营业成本	486	1199	454	703	626	1493	513	838	755	1991
营业税金及附加	2	17	4	6	4	22	1	7	7	33
销售费用	49	119	24	44	37	84	37	31	48	86
管理费用	49	55	52	50	58	133	68	68	72	134
财务费用	10	13	14	7	1	-3	12	16	21	25
资产减值损失	0	19	0	0	0	50	0	8	0	65
营业利润	88	210	86	208	164	335	23	320	284	368
营业外收入	2	5	1	6	24	3	8	21	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0	17	0	1	9	1
利润总额	90	215	87	213	188	321	30	340	276	368
所得税	18	29	12	31	20	43	5	53	54	47
净利润	72	187	75	182	168	278	26	287	222	321
少数股东损益	0	-2	0	0	0	10	5	14	7	3
归属于母公司所有者的净利润	72	188	75	182	168	268	21	273	215	318
每股收益	0.09	0.23	0.07	0.16	0.15	0.24	0.02	0.24	0.19	0.28
营业收入YoY	-26.46	24.49	3.36	11.38	26.32	29.78	4.60	27.64	39.00	27.58
营业收入QoQ	-25.34	141.26	-61.71	61.47	-15.33	147.87	-69.14	97.03	-7.79	127.51
营业成本YoY	-29.39	18.64	-0.99	1.70	28.68	24.45	12.84	19.20	20.64	33.35
销售费用YoY	-11.23	76.50	-21.47	-0.65	-23.44	-29.64	55.88	-30.79	29.68	2.17
管理费用YoY	-33.05	-31.25	16.94	-23.81	19.68	141.51	30.79	36.36	24.02	0.61
营业利润YoY	5.67	83.96	35.57	126.00	85.57	59.10	-73.50	53.73	73.49	10.00
净利润YoY	-11.95	79.26	33.14	122.32	132.08	49.05	-65.73	57.47	32.26	15.32
毛利率	28.10%	26.50%	27.29%	30.29%	26.76%	29.51%	21.56%	34.90%	36.43%	26.32%
销售费用率	7.20%	7.32%	3.85%	4.38%	4.37%	3.97%	5.73%	2.38%	4.07%	3.18%
管理费用率	7.20%	3.37%	8.38%	4.94%	6.82%	6.27%	10.48%	5.28%	6.08%	4.94%
净利润率	10.71%	11.44%	12.01%	18.05%	19.68%	13.14%	3.93%	22.27%	18.72%	11.87%

来源：中泰证券研究所

图表 4：平高电气财务三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	3,818	4,606	5,831	7,151	8,290	9,163
增长率	16.26%	20.6%	26.6%	22.7%	15.9%	10.5%
营业成本	-2,836	-3,276	-4,096	-5,097	-5,900	-6,492
% 销售收入	74.3%	71.1%	70.3%	71.3%	71.2%	70.9%
毛利	982	1,330	1,734	2,054	2,390	2,671
% 销售收入	25.7%	28.9%	29.7%	28.7%	28.8%	29.1%
营业税金及附加	-29	-36	-48	-57	-68	-75
% 销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-243	-190	-202	-243	-274	-302
% 销售收入	6.4%	4.1%	3.5%	3.4%	3.3%	3.3%
管理费用	-214	-293	-342	-400	-456	-495
% 销售收入	5.6%	6.4%	5.9%	5.6%	5.5%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	496	811	1,141	1,353	1,592	1,799
% 销售收入	13.0%	17.6%	19.6%	18.9%	19.2%	19.6%
财务费用	-50	-18	-73	-59	-62	-53
% 销售收入	1.3%	0.4%	1.3%	0.8%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-19	-50	-73	-70	-64	-32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	28	50	0	15	15	15
% 税前利润	6.0%	6.2%	0.0%	1.2%	1.0%	0.9%
营业利润	454	793	995	1,240	1,482	1,729
营业利润率	11.9%	17.2%	17.1%	17.3%	17.9%	18.9%
营业外收支	10	16	19	30	25	20
税前利润	464	809	1,014	1,270	1,507	1,749
利润率	12.2%	17.6%	17.4%	17.8%	18.2%	19.1%
所得税	-67	-106	-159	-197	-234	-271
所得税率	14.4%	13.1%	15.6%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	397	703	856	1,073	1,273	1,478
少数股东损益	-1	10	29	38	45	52
归属于母公司的净利润	399	693	827	1,035	1,228	1,425
净利率	10.4%	15.1%	14.2%	14.5%	14.8%	15.6%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	245	558	848	1,068	1,236	1,581
应收款项	2,890	4,307	5,693	6,454	7,201	7,917
存货	969	1,309	1,369	1,816	2,182	2,490
其他流动资产	340	326	376	558	689	760
流动资产	4,444	6,500	8,286	9,895	11,309	12,749
% 总资产	61.5%	65.6%	69.3%	73.5%	76.6%	78.8%
长期投资	384	0	0	0	0	0
固定资产	1,638	2,124	2,500	2,439	2,366	2,380
% 总资产	22.7%	21.4%	20.9%	18.1%	16.0%	14.7%
无形资产	727	935	991	947	911	877
非流动资产	2,782	3,412	3,666	3,561	3,451	3,432
% 总资产	38.5%	34.4%	30.7%	26.5%	23.4%	21.2%
资产总计	7,226	9,912	11,951	13,456	14,760	16,180
短期借款	661	799	1,070	1,210	1,231	983
应付款项	2,146	2,842	3,780	4,029	4,575	4,739
其他流动负债	173	171	178	789	254	279
流动负债	2,980	3,813	5,028	6,028	6,059	6,001
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	431	9	558	558	558	558
负债	3,412	3,823	5,586	6,586	6,617	6,559
普通股股东权益	3,811	5,869	6,127	6,593	7,821	9,246
少数股东权益	3	220	239	277	322	375
负债股东权益合计	7,226	9,911	11,951	13,456	14,760	16,180

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.487	0.609	0.727	0.910	1.080	1.253
每股净资产 (元)	4.654	5.159	5.386	5.796	6.876	8.129
每股经营现金净流 (元)	-0.244	0.201	0.279	0.217	0.790	0.769
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.46%	11.81%	13.49%	15.70%	15.70%	15.42%
总资产收益率	5.52%	6.99%	6.92%	7.69%	8.32%	8.81%
投入资本收益率	10.00%	11.12%	13.47%	15.11%	15.47%	15.87%
增长率						
营业总收入增长率	16.26%	20.62%	26.59%	22.65%	15.92%	10.54%
EBIT 增长率	146.19%	63.60%	40.74%	18.55%	17.66%	13.00%
净利润增长率	194.36%	73.91%	19.26%	25.16%	18.68%	16.07%
总资产增长率	12.83%	37.16%	20.58%	12.59%	9.69%	9.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	224.7	279.1	305.3	310.0	300.0	300.0
存货周转天数	130.7	126.9	119.3	130.0	135.0	140.0
应付账款周转天数	166.8	177.5	160.9	140.0	130.0	120.0
固定资产周转天数	109.0	122.2	115.9	102.2	84.1	71.9
偿债能力						
净负债/股东权益	21.36%	3.96%	12.10%	10.05%	6.67%	-0.52%
EBIT 利息保障倍数	9.9	44.2	15.6	23.1	25.8	33.8
资产负债率	47.21%	38.57%	46.74%	48.95%	44.83%	40.54%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	397	703	856	1,073	1,273	1,478
少数股东损益	0	0	0	38	45	52
非现金支出	156	234	296	318	323	302
非经营收益	32	-21	42	23	33	31
营运资金变动	-785	-688	-876	-1,167	-730	-937
经营活动现金净流	-200	229	318	285	944	927
资本开支	462	692	272	113	125	230
投资	0	-22	0	0	0	0
其他	0	20	0	15	15	15
投资活动现金净流	-462	-694	-272	-98	-110	-215
股权募资	3	1,335	0	0	0	0
债权募资	-55	-498	816	140	21	-247
其他	61	-105	-638	-68	-642	-66
筹资活动现金净流	9	731	178	72	-621	-314
现金净流量	-653	266	224	258	213	398

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%—+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明：**

本报告仅供中泰证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。