

平高电气 (600312)

推荐

行业：高压设备

低估值 GIS 龙头，资产注入促增长

平高电气为国内三大高压开关研发、制造基地之一，现形成‘4+2’业务发展布局。‘4’主要涉及传统业务板块，包括高压板块方面，中低压和配电网板块，运维检修板块，国内外工程总承包板块；‘2’主要涉及新兴业务板块，电力电子板块和新能源储能板块。公司业务结构逐步完善，积极发展配网设备租赁等新兴业务模式，行业龙头地位凸显。

投资要点：

- ◇ **特高压建设近两年进入招标高峰期，GIS 龙头业绩有保障。**按照国网规划，‘十三五’特高压第一批建设工程，至 2018 年建成‘五交八直’13 条特高压，至‘十三五’末建成‘五纵五横’27 条特高压及 4 条国际线路。预计今明两年为特高压招标高峰期，明后两年为特高压建设高峰期，公司有望在未来三年斩获更多特高压订单，享受特高压行业投资热度带来的红利。根据规划，2018 年前特高压投资超 4500 亿，‘十三五’投资超 7000 亿元。按照两种方法进行 GIS 投资测算，一是总投资及占比测算，特高压设备投资约占总投资的 45%，而 GIS 投资约占设备投资的 25%，粗略估算 GIS 占特高压总投资 10%左右，则近三年 GIS 市场空间高达 450 亿；二是间隔投资及占比计算，每条特高压需设间隔 40 个左右，10 条特高压将有 400 个间隔，间隔均价 0.9 亿元，则近三年 GIS 市场空间高达 360 亿。所以近三年特高压 GIS 年均 120 亿-150 亿市场空间。
- ◇ **高压板块毛利率提升，仍是公司未来两年主要的业绩支撑。**2016 年以来，公司中标特高压设备订单 26.55 亿元。我们估计公司在手订单额超过 50 亿元。公司为特高压开关标准龙头企业，以公司 30%的市场份额计算，公司未来三年年均 GIS 收入约 36 亿-45 亿元。公司有望更多地采用自主化产品，使得 GIS 产品的毛利率提升，至少维持稳定。新产品方面，公司推出 1100 千伏 GIL（气体绝缘输电管道）产品，用于跨海跨江电力输送。管道输送安全系数高，也解决了架空环网不能满足空间布局要求的问题。高压板块仍是公司未来两年主要的且有力的业绩支撑。
- ◇ **运维检修业务潜力巨大，拓展“互联网+开关类设备运维检修”业务。**2015 年公司‘互联网+开关类设备检修’业务营收超 2.8 亿，新签订冀北、江西、深圳等 5 家电力公司检修战略合作协议。目前公司覆盖了将近 10 个省（市）网层面的检修业务，上半年检修营收同比增长超 40%，我们认为该板块今年有望实现营业收入 5 亿元。目前检修主要业务模式为与省网公司签订框架协议，某些为建立合资公司进行合作，运维模式导致毛利率较高。公司推出标准定制和技术指导双层业务，进行电网设备运行维护，实现“大检修”专业化管理。目前国内电网设备检修业务主要涉及省（市）

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：王雪峰

S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

参与人：宋丽凌

S09601160800081

0755-88320855

songliling@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 22.5

当前股价： 17.18

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	1,137
流通股本(百万股)	819
总市值(亿元)	195
流通市值(亿元)	141
成交量(百万股)	4.79
成交额(百万元)	82.28

股价表现



相关报告

公司层面，未来有望覆盖地区县级层面。全国 26 个省网点检修业务，公司有望覆盖其中的十几个。每年省网公司检修业务单个营收几千万，常量化后有望每年为公司贡献 10 亿左右营收。如果地区县级检修业务完全覆盖，有望突破百亿市场空间。

- ◇ **增量业务板块：电力电子板块和新能源储能板块，步入正轨，后劲十足。**
 未来公司重点推进直流断路器研制和产业化，已在柔性直流输电领域取得突破。公司将参与张家口-北京±500 千伏多端柔性直流电网输电项目直流断路器供货，为北京冬奥会输送清洁能源。柔性直流输电电能质量高，用地面积小，也是海上风电场并网的最好方式，所以其市场空间广阔。2013-2018 年，我国柔性直流输电市场规模将在 400 亿元左右，直流断路器投资占比 8%左右，目前年均市场空间 6-7 亿。新能源储能板块，公司试图发展调频，分布式能源等业务，今年公司充电桩业务实现首次中标。公司新能源储能业务刚刚起步，未来公司希望与其他公司合作，提高市场竞争力，以备进入系统外市场。
- ◇ **紧跟平高集团及国家电网步伐，开拓海外市场，尽享海外配电市场红利。**
 公司紧随国家电网及平高集团走出国门，海外市场拓展顺利，目前已布局 40 多个国家和地区。业务模式以 EPC 工程为主，拥有强劲的增长势头。公司印度工厂作为海外基地，分步投资，稳步推进海外业务拓展，目前主要布局了东南亚，东欧，非洲等地区。预期今年海外业务营收有望达 10 亿，后续海外业务营收年均增长率可达 30%左右。
- ◇ **资产注入将增厚公司业绩，优化公司产品结构，特高压+配电全覆盖。**公司 49 亿定增方案已获批准，用于收购上海天灵 90.00%股权，平高威海 100.00%股权，平高通用 100.00%股权，国际工程 100.00%股权，廊坊东芝 50.00%股权。公司定增计划有序顺利进行，即将注入的公司业绩 2016 年基本可以实现并表。根据平高集团业绩承诺，标的股权 2016 年净利润不低于 2 亿元，约占公司去年净利润的 25%。注入资产优化业务结构，扩大布局配电网业务及海外业务，提供公司业绩新的增长支撑点。
- ◇ **盈利预测：**预测公司 2016-2018 每股收益分别为 0.90 元、1.11 元、1.34 元。考虑到要注入的资产质地优良，资产注入后，公司净利润预计可以再提高 20%，所以给予估值 25-30 倍。2016 年目标价为 22.5-27 元。
- ◇ **风险提示：**特高压招标不达预期，海外市场风险，新兴业务拓展不及预期

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5831	7288	8746	10495
收入同比(%)	27%	25%	20%	20%
归属母公司净利润	827	1024	1268	1524
净利润同比(%)	19%	24%	24%	20%
毛利率(%)	29.7%	29.1%	30.0%	30.0%
ROE(%)	13.5%	15.6%	17.9%	19.8%
每股收益(元)	0.73	0.90	1.11	1.34
P/E	30.38	24.53	19.81	16.48
P/B	4.10	3.82	3.54	3.26
EV/EBITDA	20	17	13	11

资料来源：中国中投证券研究总部

附录：平高电气近3年特高压工程中标情况

日期	中标特高压项目	中标金额 (亿元)
2016年	山东环网	13.01
	扎鲁特-青州	5.15
	昌吉-古泉	1.76
	锡盟-胜利	6.63
合计		26.55
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
	淮南-南京-上海	15.91
合计		33.51

附录：我国核准在建投运的特高压工程共18条：

序号	项目	电压 (KV)	交直流	状态	核准日期	开工日期	投运日期
1	晋东南-南阳-荆门	1000	交流	已投运	-	-	2009.01
2	皖电东送	1000	交流	已投运	-	-	2013.09
3	浙北-福州	1000	交流	已投运	-	-	2014.12
4	锡盟-山东	1000	交流	已投运	-	-	2016.07
5	向家坝-上海	±800	直流	已投运	-	-	2010.07
6	锦屏-苏南	±800	直流	已投运	-	-	2012.12
7	哈密南-郑州	±800	直流	已投运	-	-	2014.01
8	溪洛渡左岸-金华	±800	直流	已投运	-	-	2014.07
9	淮南-南京-上海	1000	交流	已开工	-	2014.11	
10	蒙西-天津南	1000	交流	已开工	-	2015.03	
11	横榆-潍坊	1000	交流	已开工	-	2015.05	
12	宁东-浙江	±800	直流	已开工	-	2014.11	
13	酒泉-湖南	±800	直流	已开工	-	2015.06	
14	晋北-南京	±800	直流	已开工	-	2015.06	
15	锡盟-江苏	±800	直流	已开工	-	2015.12	
16	上海庙-山东	±800	直流	已开工	-	2015.12	
17	淮东-皖南	±1100	直流	已开工	-	2016.1	
18	扎鲁特-青州	±800	直流	已核准	2016.08		

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	8286	8835	11032	13420
现金	848	938	1237	1487
应收账款	5362	5743	7438	9363
其它应收款	23	49	55	65
预付账款	328	494	596	711
存货	1369	1369	1369	1369
其他	357	241	338	426
非流动资产	3666	3305	3152	2995
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2033	2087	2010	1867
无形资产	756	813	856	903
其他	877	406	287	226
资产总计	11951	12140	14183	16415
流动负债	5028	5161	6264	7466
短期借款	1070	1221	1428	1759
应付账款	1784	2566	3183	3770
其他	2174	1374	1653	1937
非流动负债	558	10	10	10
长期借款	0	0	0	0
其他	558	10	10	10
负债合计	5586	5171	6274	7476
少数股东权益	239	264	300	345
股本	1137	1137	1137	1137
资本公积	3024	3024	3024	3024
留存收益	1966	2545	3449	4434
归属母公司股东权益	6127	6706	7610	8595
负债和股东权益	11951	12140	14183	16415

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	318	828	821	814
净利润	856	1173	1489	1788
折旧摊销	223	236	252	259
财务费用	73	49	54	63
投资损失	0	-21	-19	-17
营运资金变动	-876	-634	-1058	-1396
其它	41	26	102	116
投资活动现金流	-272	143	-82	-88
资本支出	299	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	27	143	-82	-88
筹资活动现金流	178	-881	-440	-475
短期借款	670	151	207	331
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-492	-1032	-647	-807
现金净增加额	224	90	299	250

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5831	7580	9475	11370
营业成本	4096	5306	6632	7959
营业税金及附加	48	62	77	93
营业费用	202	279	342	414
管理费用	342	457	567	682
财务费用	73	49	54	63
资产减值损失	73	73	73	73
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	21	19	17
营业利润	995	1375	1748	2104
营业外收入	31	28	30	30
营业外支出	12	14	13	13
利润总额	1014	1390	1765	2120
所得税	159	217	276	332
净利润	856	1173	1489	1788
少数股东损益	29	25	36	44
归属母公司净利润	827	1148	1453	1744
EBITDA	1292	1660	2054	2425
EPS (元)	0.73	1.01	1.28	1.53

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	26.6%	30.0%	25.0%	20.0%
营业利润	25.5%	38.2%	27.1%	20.3%
归属于母公司净利润	19.3%	38.8%	26.6%	20.0%
获利能力				
毛利率	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%
净利率	14.2%	15.1%	15.3%	15.3%
ROE	13.5%	17.1%	19.1%	20.3%
ROIC	12.9%	16.6%	18.9%	20.0%
偿债能力				
资产负债率	46.7%	42.6%	44.2%	45.5%
净负债比率	19.15%	26.19%	24.18%	24.92%
流动比率	1.65	1.71	1.76	1.80
速动比率	1.38	1.45	1.54	1.61
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.63	0.72	0.74
应收账款周转率	1	1	1	1
应付账款周转率	2.27	2.44	2.31	2.29
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.01	1.28	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.73	0.72	0.72
每股净资产(最新摊薄)	5.39	5.90	6.69	7.56
估值比率				
P/E	30.38	21.88	17.29	14.40
P/B	4.10	3.75	3.30	2.92
EV/EBITDA	20	16	13	11

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

- 张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
- 王雪峰,中国中投证券研究所电力设备行业分析师,清华大学金融学硕士。
- 宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业助理分析师,北京大学金融硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434