

平高电气 (600312)

“一带一路”追随者，高弹性特高压绩优股

特高压进入快速建设期，交流 GIS 市场空间将达 450 亿

电源分布与用电负荷空间分布不匹配是特高压输电建设的客观基础，可再生能源规模增加，赋予特高压清洁能源外送重任；此外，全球能源互联网实质是“特高压电网+智能电网+清洁能源”的有机结合，“十三五”期间，将是国内特高压输电线路密集开工和交付期。“一带一路”战略下，特高压高端设备搭载战略出口，打开行业瓶颈，开发更大市场规模。

公司在交流特高压 GIS 市场份额超过 40%

公司在特高压设备市场主要供应组合电器 GIS、断路器、接地开关、避雷器等，其中 GIS 价值最高。特高压 GIS 设备技术壁垒高，目前市场参与者包括公司、西电、新东北电气及新进入者山东电工，按照 2015 年、2016 年最新特高压招标统计，公司在交流特高压路线 GIS 份额中占比领先，超过 40%。2016 年中标酒泉-湖南、锡盟-泰州、山东环网等招标项目，在手特高压订单超过 60 亿，今年将交付 31 个间隔，对应收入约 28 亿，其他在手订单将于 2017 年交付。此外，公司在柔性直流断路器方面取得突破，有望扩大直流特高压工程供货价值规模。

“一带一路”打破行业天花板，带动产能输出

“一带一路”战略推进，基础建设先行，以国网牵头的电力建设及设备出口已经布局多时，特高压更是国家高端设备制造出口的名片。公司背靠集团和国网，布局海外电力设备出口已多时。公司定增收购并增资“国际工程”子公司，增强其资金实力和海外项目承揽实力；出资 6.75 亿在印度设立海外子公司，抓住印度及周边南亚、东南亚国家电力基础设施建设发展窗口期。

收购资产完善中低压产品线，布局万亿配网市场

用电终端的多样化发展对配电网容量更大、运行更稳定、更智能都提出要求。能源局计划“十三五”期间投入 1.7 万亿进行配电网侧改革。公司收购上海天灵、平高通用等子公司，增资天津平高智能，完善中低压开关设备产品线，进入配网市场。

盈利预测及投资建议：预计公司 2016 年~2018 年将实现净利润 12.2 亿、15.43 亿、17.4 亿，EPS 0.9 元、1.14 元、1.28 元，对应 P/E 18.21 倍、14.39 倍、12.77 倍，给予“买入”评级。

风险提示：或存在宏观经济下行，输变电网投资不达预期风险，特高压审批不达预期风险。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,605.83	5,830.60	7,685.45	9,275.61	10,276.95
增长率(%)	20.62	26.59	31.81	20.69	10.80
EBITDA(百万元)	993.17	1,290.78	1,770.49	2,306.67	2,657.16
净利润(百万元)	693.22	826.76	1,219.66	1,543.33	1,740.13
增长率(%)	73.91	19.26	47.52	26.54	12.75
EPS(元/股)	0.61	0.73	0.90	1.14	1.28
市盈率(P/E)	26.86	22.52	18.21	14.39	12.77
市净率(P/B)	3.78	3.63	3.19	2.87	2.58
市销率(P/S)	4.82	3.81	2.89	2.39	2.16
EV/EBITDA	17.11	17.83	13.03	10.27	8.55

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/高低压设备
6 个月评级	买入 (调高评级)
当前价格	16.23 元
目标价格	27 元

基本数据

总股本(百万股)	1,356.92
流通股本(百万股)	818.97
总市值(百万元)	22,022.83
流通 A 股市(百万元)	13,291.82
每股净资产(元)	5.65
资产负债率(%)	46.53
一年内最高/最低(元)	20.28/12.43

作者

张淼	分析师
SAC 执业证书编号：S1110515010001	
zhangmiao1@tfzq.com	
杨藻	联系人
yangzao@tfzq.com	
李丹丹	联系人
lidandan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《平高电气-半年报点评:特高压产品继续增长，产品链不断完善》2016-08-12

关注我们



扫码关注

天风证券

研究所官方微信号

内容目录

1. 高压开关龙头，特高压设备翘楚.....	5
1.1. 高压开关设备龙头.....	5
1.2. 从输变电到配电、高压到中低压，不断完善产品线.....	6
1.3. 注重合作，通过合资公司铸就技术领先优势.....	6
2. 特高压——全球能源互联网的骨骼.....	7
2.1. “十三五”将是特高压工程建设高峰期.....	9
2.2. 特高压收入弹性最大的标的.....	11
3. “一带一路”打破行业瓶颈，创造新增长.....	13
3.1. 政策推动高端制造出口.....	13
3.2. 特高压龙头，布局海外市场已多时.....	14
4. 国网系的常规高压开关设备龙头.....	15
4.1. 输电网投资持续增长.....	15
4.2. 常规输配电 GIS 高压化，毛利率受益提升.....	16
4.3. 真空瓷柱式断路器国网份额逐步提升.....	17
5. 完善中低压产品线，布局配电.....	18
5.1. 收购优势资产，完善中低压设备产品线，布局配网.....	19
5.2. 新能源和电力电子，孕育中的“2”板块.....	20
5.2.1. 充电桩业务：背靠国网渠道强.....	20
5.2.2. 柔性直流断路器：拓广特高压供货范围.....	20
6. 估值分析及风险提示.....	21

图表目录

图 1：营业收入及销售毛利率.....	5
图 2：净利润及销售净利率.....	5
图 3：2015 年营业收入组成.....	5
图 4：2016 年 H1 营业收入组成.....	5
图 5：公司特高压变电设备、检修维护、中低压设备、海外业务布局.....	6
图 6：公司在高压、超高压、特高压输配电关键技术领域重大突破.....	7
图 7：我国资源分布与用电负荷分布.....	7
图 8：光伏并网容量分布.....	8
图 9：风电并网容量分布.....	8
图 10：全球能源互联网.....	8
图 11：全球能源互联网构架.....	9
图 12：全球能源互联网发展阶段.....	9
图 13：已建及在建特高压项目.....	10
图 14：酒泉-湖南特高压招标 GIS 中标分布.....	12
图 15：锡盟-泰州、上海庙-山东特高压招标 GIS 中标分布.....	12
图 16：锡盟-胜利高压招标 GIS 中标分布.....	12

图 17: 榆横-潍坊特高压招标 GIS 中标分布	12
图 18: “一带一路”版图	13
图 19: 世界人均用电量分布特征	14
图 20: 国内基础电力投资变化 (电源-电网-配电)	15
图 21: 电网基础建设投资完成额 (亿)	16
图 22: 公司产品毛利率水平	17
图 23: 2014 年 SF6 瓷柱式断路器中标情况	18
图 24: 2014 年真空瓷柱式断路器中标情况	18
图 25: 2015 年 SF6 瓷柱式断路器中标情况	18
图 26: 2015 年真空瓷柱式断路器中标情况	18
图 27: 2016 年 SF6 瓷柱式断路器中标情况	18
图 28: 2016 年真空瓷柱式断路器中标情况	18
图 29: 配电网系统简图	19
图 30: 2016 年国家电网第二次充换电设备中标情况	20
图 31: 平高电气上市以来峰值和峰谷的 P/E	21
表 1: 国网投运/在建/待建特高压项目	10
表 2: 2015 年~2016 年公司及其子公司中标特高压项目	11
表 3: 特高压 GIS 市场预测	12
表 4: 公司特高压 GIS 新订单及交货情况 (单位: 间隔)	13
表 5: 2016 年国网输变电项目第一~五批变电项目公司中标情况	16
表 6: 2016 年国网输变电设备招标组合电器产品公司中标数量及电压分布	17
表 7: 公司收购及增资的中低压设备资产	19

投资要点：

1、特高压快速增长：目前，特高压组合电器 GIS 设备、高压开关设备是公司的主要收入部分，在特高压交流 GIS 市场，公司市场占比近半。公司 2016 年预计交付 31 个间隔，对应特高压收入约 27 亿。

特高压在“十三五”期间将是一个快速增长阶段，目前在建“四交五直”将在 2017 年密集交付；国网规划还将建成“五交八直”13 条、“十交两直”12 条特高压工程。且“一带一路”战略推进，也会带动特高压产品走出国门。受益特高压市场空间快速扩大，公司 2016 年特高压 GIS 占比增加，净利润大幅增长，2017 年将继续收益特高压 GIS 交货，维持较高增长；

2、常规高压 GIS 设备在国网招标中占比稳定：公司在国网输变电招标变电项目招标中，市场占有率稳定；且随着电网投资 2015 年启动第二轮快速增长，公司中标金额随之增长，2016 年前五批招标共计中标逾 19 亿，整站招标约 1 亿；

3、布局配网：公司通过收购资产，完善中低压产品线，布局配网这一快速发展的市场。天津智能设备制造基地 I 期试运行，今年将贡献 3 亿左右收入，待未来全部达产，能支撑每年 30 亿的销售收入；

4、国内资本认可：公司以 16.05 元/股增发募集资金，引入长城资管、广州金控、青岛城投金控、山东高速投资控股等资金，拥抱国内本土资本；

5、估值弹性大：公司目前估值低，2016 年只有 18 倍估值，历次下跌没有跌破 20 倍估值，而上涨都没有低于 25 倍估值，公司走势反转弹性大。

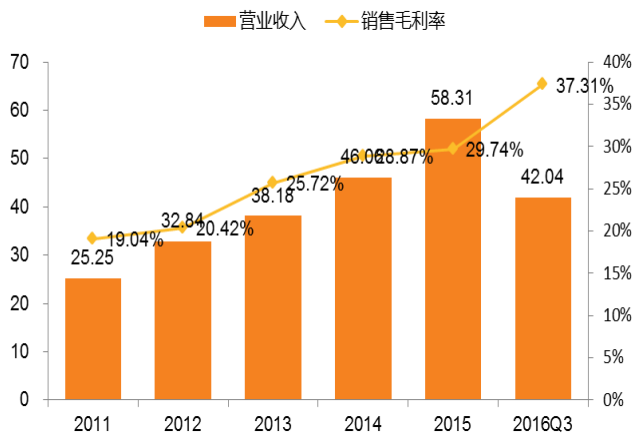
1. 高压开关龙头，特高压设备翘楚

1.1. 高压开关设备龙头

河南平高电气股份有限公司（下文简称“公司”）主营研发、制造电力开关设备，尤其专注于高压、超高压、特高压领域高端设备，是国家电网公司输变电高压开关设备及特高压工程主要供应商。公司主要开关产品覆盖 72.5~1100kV 范围，主要包含组合电器、断路器及各种开关设备。此外，公司还生产、销售液压/弹簧结构、复合绝缘子、SF6 气体回收充放装置、真空灭弧室等开关核心配套零部件。

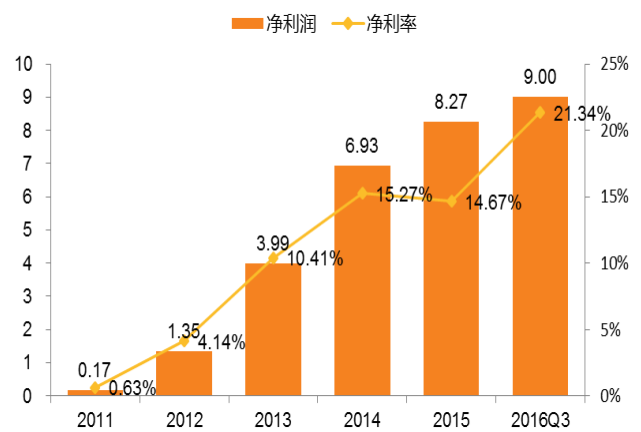
高压开关产品主要应用于发电、输变电的控制和保护等领域，目前国内高压电力发输电市场包括国家电网、南方电网。公司主要提供高压组合电器、断路器、避雷器等产品，在两网系统内部市场占有率第一，输变电设备、整站设备及特高压设备中报份额逐年提升。

图 1：营业收入及销售毛利率(单位:亿元)



资料来源：Wind 资讯、天风证券研究所

图 2：净利润及销售净利率(单位:亿元)

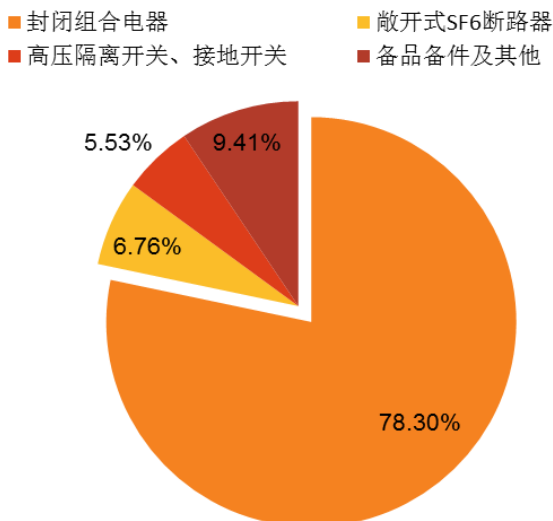


资料来源：Wind 资讯、天风证券研究所

2016 年上半年，公司在国家电网、南方电网系统内中标份额占比分别上升 0.89、3.94 个百分点。

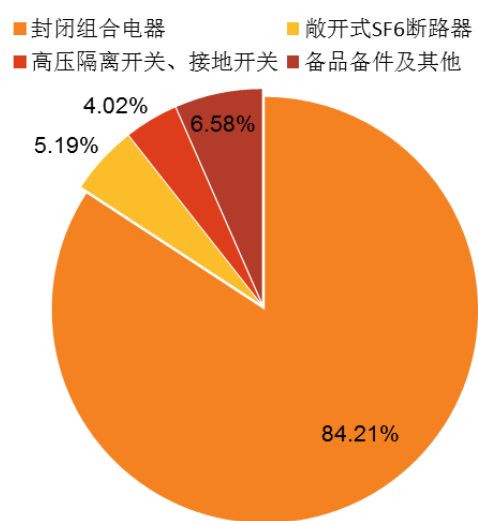
受益特高压建设，封闭组合电器 GIS 在公司营业收入占比中提升。由于特高压 GIS 产品毛利率高，拉高公司整体毛利率水平及净利润率水平。公司 2016 年三季度末实现营业收入 42.04 亿，同比增长 34.36%，实现净利润 8.73 亿，同比增长 71.35%。

图 3：2015 年营业收入组成



资料来源：Wind 资讯、天风证券研究所

图 4：2016 年 H1 营业收入组成



资料来源：Wind 资讯、天风证券研究所

1.2. 从输变电到配电、高压到中低压，不断完善产品线

公司 2012 年通过定向增发，注入集团高压、特高压、超高压开关配套零部件相关资产，完善高压设备产品线；同时，募集资金用于新建天津智能真空开关科技产业园项目，布局智能配电网产品领域。

2015 年公司通过定向增发，募集资金不超过 49 亿元，收购上海天灵、平高威海、平高通用、廊坊东芝等公司并增资，增加中低压开关设备、避雷器等产品类别，完善公司产品系列，形成包括中压、高压、超高压、特高压完整开关配套零部件供应链。此外，公司收购增资国际工程公司，提升海外 EPC 总包能力。

收购资产之前，公司拥有 6 家全资及控股子公司：河南平芝高压开关公司、天津智能电气公司、河南平高电气销售公司，以及广州、四川、天津检修公司。6 家子公司与母公司，分别在平顶山、郑州、天津形成高压设备产业基地、国际 EPC 总包中心、智能输配电产业基地。此外，公司收购平高通用、上海天灵、平高威海、廊坊东芝，形成中低压设备生产平台，并以自有资金 6.76 亿成立印度分公司，以此为桥头堡辐射中、南、东南亚等海外市场。

图 5：公司特高压变电设备、检修维护、中低压设备、海外业务布局



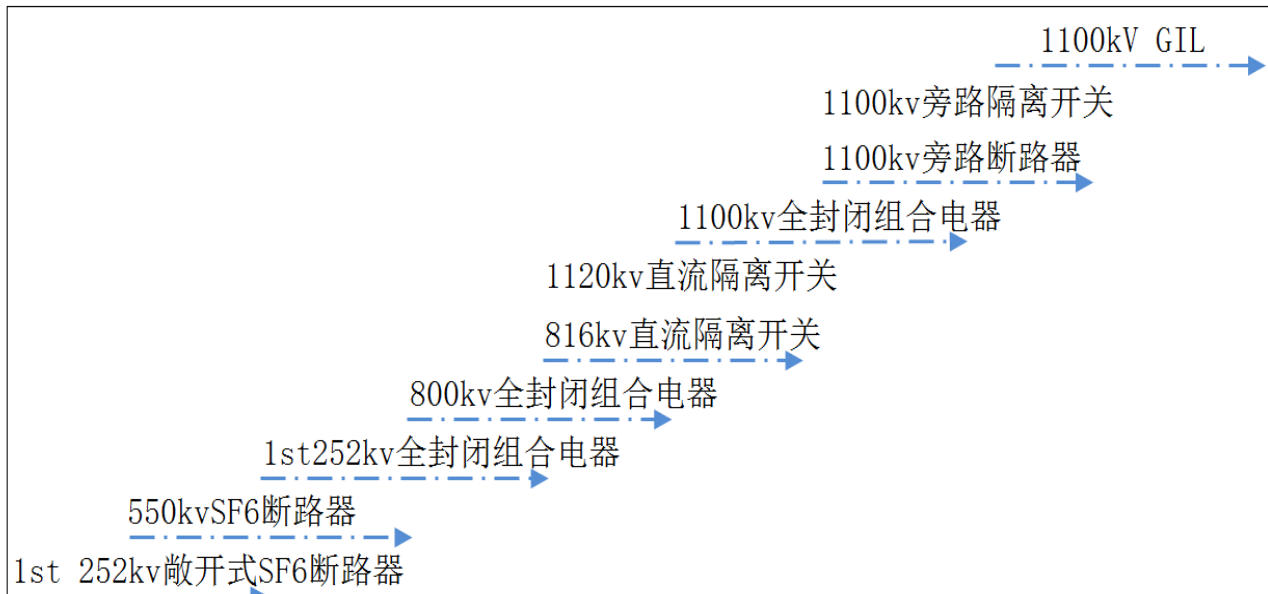
资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 注重合作，通过合资公司铸就技术领先优势

在高压输变电设备研发与生产过程中，公司最初走“引进来”路线，通过与日本安川、东芝分别成立合资公司平高安川、平高东芝，分别主要生产断路器、封闭式组合电器产品，2014 年公司受让平高东芝 25% 股权，将其收为 75% 的控股子公司。公司通过早期引入国际先进电气设备企业的制造技术与管理体系，在国内培育形成自己的技术优势。就平高东芝为例，截止目前，产品已累计销售 402 个变电站 3712 个间隔，遍布国内 20 个省 38 个市，并出口印度、埃及等国。

2016 年 6 月 23 日，公司又与美国 AZZ 公司在 1100kV 刚性气体绝缘输电线路 GIL 领域合作，就 GIL 这种适用于高电压、大容量、走廊困难、条件恶劣环境的输电线路合作研发，公司通过这次合作，研发适用于特种环境的输电线路，继续丰富输配电产品种类。GIL 输电线路适合国内特高压远距离输电对穿越山地、水路等苛刻环境要求，尤其是国内西南地区水电外送，对 GIL 输电线路需求较大。

图 6：公司在高压、超高压、特高压输配电关键技术领域重大突破

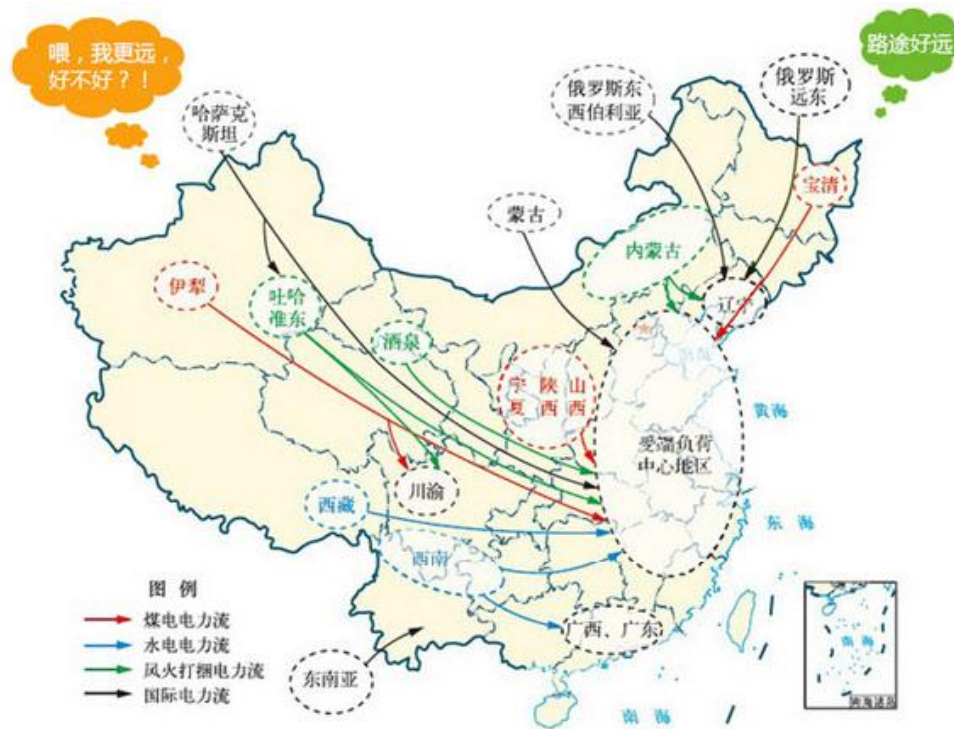


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 特高压——全球能源互联网的骨骼

我国能源分布区域与用电主要负荷分布不匹配，煤炭资源主要分布在西北、中部地区；水力资源主要分布在西南地区，风力资源主要分布在三北地区，光照资源主要分布在西北高原地区，而东部沿海省份的用电量却占到全国用电量的绝大部分，电源分布与用电负荷的空间分布不匹配，是特高压输电建设的客观条件。

图 7：我国资源分布与用电负荷分布

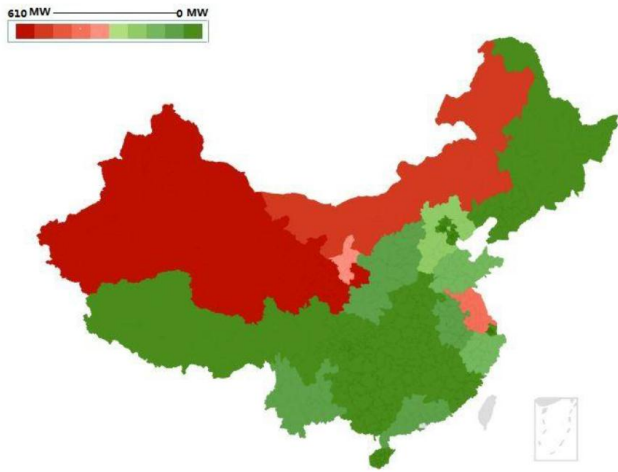


资料来源：中国水电网、天风证券研究所

其次，可再生能源发展规模逐增，水电资源多分布在西南地区；光伏、风力发电分布多集中在三北地区，这种能源地区分布与用电负荷的区域分布不匹配更加明显，截至 2015

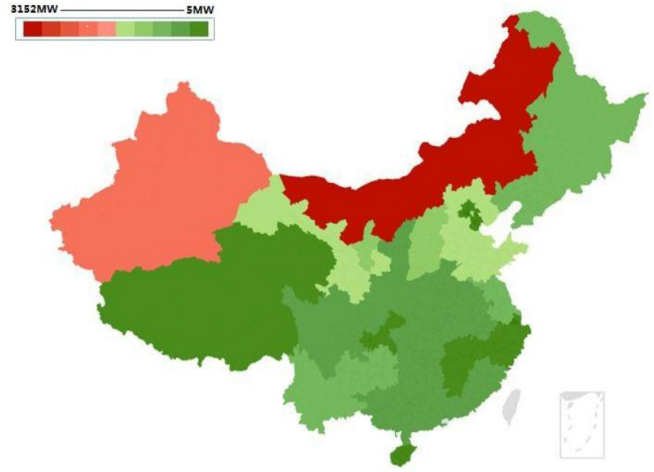
年底，光伏装机分布、风电装机分布如下图所示，新疆、内蒙古、宁夏、甘肃是主要的光伏装机分布地区；新疆、内蒙古、河北、甘肃是主要风电装机分布地区，然而当地用电消纳能力较弱，输电主干网络不够强大，这导致当地弃风弃光限电问题凸显。特高压建设承担起解决可再生能源消纳和外送问题的重任。

图 8：光伏并网容量分布



资料来源：国家能源局、天风证券研究所

图 9：风电并网容量分布



资料来源：国家能源局、天风证券研究所

放眼更大范围来看，区域电力资源与用电负荷的分布不匹配也需要电力输送通道建设和互联；甚至是全球范围内，全球能源的分布是两极地区风力资源丰富、赤道地区光照资源丰富，而用电负荷大的国家则主要分布在中纬度地区，构建全球能源互联网，建设全球范围内的能源输送网络，实现能源空间配置将是大大方向。

图 10：全球能源互联网

全球能源互联网示意图



资料来源：国家电网、天风证券研究所

构建全球能源互联网，解决能源紧张和环境污染问题，需要完成清洁能源对传统化石能源的替代，以及电力能源对煤炭、石油等化石能源在终端能源消费中的替代。清洁能源大规模开发利用，资源跨区域配置过程中，特高压网络在其中发挥骨干作用，全球能源互联网实质就是“特高压电网+智能电网+清洁能源”的有机组合。

图 11：全球能源互联网构架



全球能源互联网=特高压电网+智能电网+清洁能源

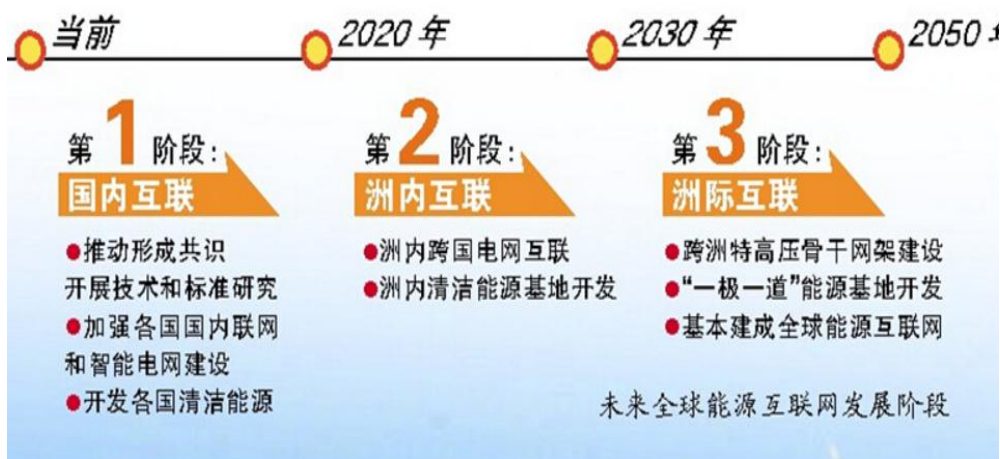
资料来源：国家电网、天风证券研究所

特高压由 1000kV 及以上交流和 ± 800kV 及以上直流输电构成，输电容量大、距离送举例远、能耗低、占地少，经济性明显。目前国内特高压技术输送范围可覆盖 2000~5000 公里，可实现全球范围内各大清洁能源基地与负荷中心跨区输送。

2.1. “十三五” 将是特高压工程建设高峰期

全球能源互联网建设可分为三个阶段，从现在到 2020 年是清洁能源开发替代、国内电网互联的阶段，特高压输电网络是第一阶段国内互联的基础环节，“十三五” 期间特高压将迎来快速发展、大规模建设新时期。

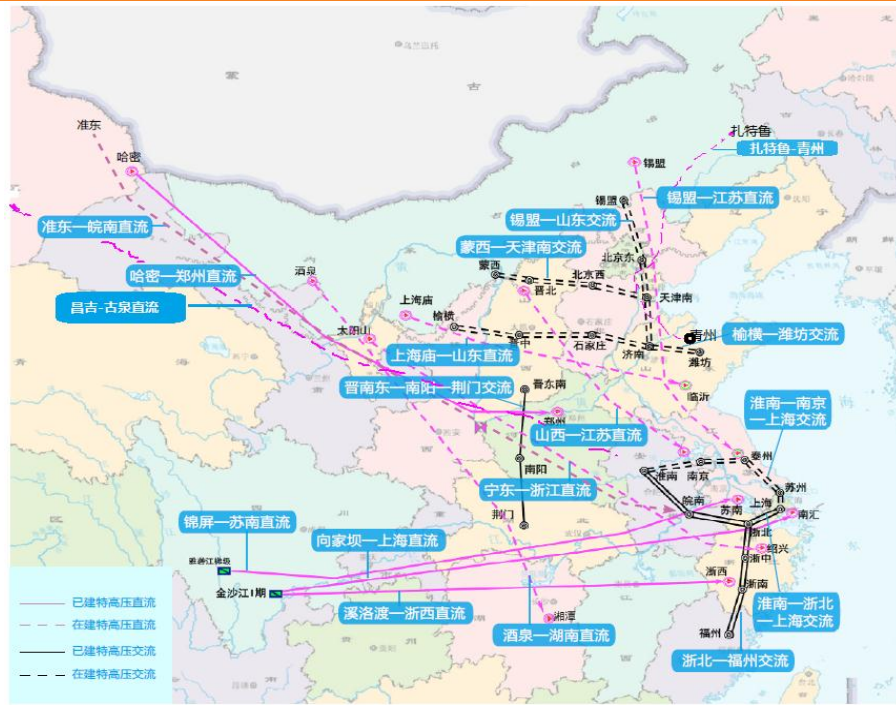
图 12：全球能源互联网发展阶段



资料来源：国家电网、新华网、天风证券研究所

目前，特高压输电网络主要由国家电网和南方电网规划建设。2014 年 8 月，发改委核准“四交五直” 9 条特高压线路项目，均已经在 2014 年~2015 年期间开工，且预计均于 2016 年~2017 年陆续完工；2016 年，国网开工三条特高压路线：昌吉-古泉直流工程、扎特鲁-青州直流工程以及山东环网扩建交流工程。截止 2016 年 10 月，灵东-绍兴直流特高压投运，国家电网公司已经投运“三交五直” 特高压输电路线，在建“四交六直” 路线；“十三五” 规划路线也将密集核准。

图 13：已建及在建特高压项目



资料来源：国家电网、天风证券研究所

根据国家电网“十三五”规划，2016年~2018年还将建成“五交八直”13条特高压工程，目前已经开工的有扎鲁特-青州特高压直流输电工程、昌吉-古泉特高压直流输电工程、山东环网交流扩建工程；2018年~2020年国网规划建成“十交两直”12条特高压工程。因此，“十三五”期间，特高压将进入秘籍审批开工、建设投运期，国内将至少有19条交流、15条直流特高压输电工程交付投运。

表 1：国网投运/在建/待建特高压项目

No.	核准/开工	项目	交/直	进度	全长 (km)
1	20060809	晋东南-南阳-荆门 1000kv 特高压交流试验示范工程	交流	投运 (20090106)	640
2	20070426	向家坝-上海 ± 800kv 特高压直流输电示范工程	直流	投运 (20100708)	1907
3	200811	锦屏-苏南 ± 800kv 特高压直流输电工程	直流	投运 (20121212)	2059
4	2011927	淮南-浙江-上海 1000kv 特高压交流输电示范工程	交流	投运 (2013925)	2*649
5	201205	哈密南-郑州 ± 800kv 特高压直流输电工程	直流	投运 (20140127)	2192
6	201208	溪洛渡左岸-浙江金华 ± 800kv 特高压直流输电工程	直流	投运 (20140703)	1653
7	201303	浙北-福州 1000kv 特高压交流输变电工程	交流	投运 (20141226)	2*603
8	※20140805	宁东-浙江绍兴 800kv 直流特高压	直流	投运 (201610)	1720
9	※20140712	锡盟-山东 ± 1000kv 交流特高压输电工程	交流	在建 (2016)	2*730
10	※20140421	淮南-南京-上海 1000kv 特高压交流工程	交流	在建 (2016)	2*780
11	※20150115	蒙西-天津南 1000kv 特高压交流输变电工程	交流	在建 (2016)	2*608
12	20150604	酒泉-湖南 ± 800kv 直流特高压输电工程	直流	在建 (2017)	2386
13	※20150610	山西晋北-江苏南京 ± 800kv 直流特高压输电工程	直流	在建 (2017)	1119
14	※20151028	锡盟-江苏泰州 ± 800kv 直流特高压输电工程	直流	在建 (2017)	1620
15	※20150512	榆横-潍坊 1000kv 特高压交流输电工程	交流	在建 (2017)	2*1048.5
16	※20151201	上海庙-山东临沂 ± 800kv 特高压直流输电工程	直流	在建 (2017)	1238
17	20160511	昌吉-古泉 ± 1100kv 特高压直流输电工程	直流	在建	3324
18	20160825	扎鲁特-青州 ± 800kv 特高压直流输电工程	直流	在建	1234

资料来源：国家电网、天风证券研究所

注：*为大气污染防治行动计划“四交四直”

“十三五”期间，国家电网拟投资 2.7 万亿，到 2020 年在国内初步建成特高压输电网络，形成东部、西部两个同步电网，投运 22 条特高压交流、19 条特高压直流输电工程；同时清洁能源替代传统化石能源，非化石能源占一次能源消费比重为 15.5%，跨省跨区跨国输电能力达到 3.7 亿 kW；消纳水电 3.5 亿 kw、风电 2.4 亿 kw、太阳能 1.5 亿 kw、简配 CO₂ 17.8 亿吨、SO₂ 329 万吨。

此外，国电积极推动特高压走出国门，目前国网规划 4 条跨国特高压工程，包括：哈萨克斯坦埃基巴斯图兹—南阳 ± 1100 千伏特高压直流工程、俄罗斯叶尔科夫齐—河北霸州 ± 800 千伏特高压直流工程、蒙古锡伯敖包—天津 ± 660 千伏直流工程、新疆伊犁—巴基斯坦伊斯兰堡 ± 660 千伏直流工程。跨国特高压工程连接国内与哈萨克斯坦、俄罗斯、蒙古、巴基斯坦，在“一带一路”上首先规划实现中亚、东欧地区的电力能源互联。

2.2. 特高压收入弹性最大的标的

公司在特高压市场中主要提供高压组合电器 GIS、断路器、接地开关、避雷器等产品，其中高压组合电器附加值高且市场规模最大。公司在特高压交流项目中，市场占有率约 40% 左右；通过 2015 年、2016 年最新招标的特高压工程 GIS 中标统计，可以看出：（1）公司几乎得以入围大部分特高压路线招标，GIS 是主要提供的产品；（2）公司在特高压 GIS 市场处于领先的寡头垄断地位。

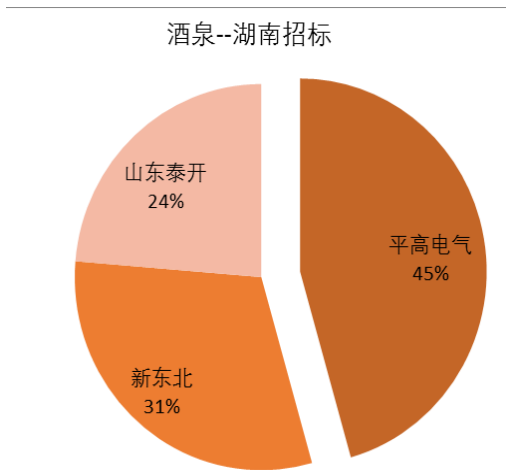
表 2：2015 年-2016 年公司及其子公司中标特高压项目

No.	日期	项目	中标物资	招标总量	中标数量	金额（亿）
1	20160830	山东环网 1100kv 交流特高压项目	1000kv GIS	22	20	13
2	20160712	锡盟-胜利 1000kv 特高压第四次设备招标	1000kv GIS	5	5	4.19
3			避雷器	10	10	-
4			接地开关	331	43	0.043
5	20160712	扎特鲁-青州直流工程第一批设备	断路器	20	61	0.1254
6			500kv GIS	65	24	0.7832
7			1000kv GIS	11	0	-
8	20160504	昌吉-古泉 1100kv 特高压第一批设备招标	断路器	59	26	1.76
9			隔离开关	389	42	-
10			避雷器	717	49	-
11	20160325	锡盟-胜利主设备-1000kv 组合电器	1100kv GIS	11	7	6.24
14		锡盟-胜利主设备-330kv HGIS 组合电器	330kv HGIS	8	8	0.39
总计						26.53
1	20151222	锡盟-泰州、上海庙-山东特高压第一批招标	隔离开关	476	230	0.71
2			1000kv GIS	11	7	8.54
3			断路器	118	12	1.59
4			550kv GIS	103	49	2.06
5			断路器	558	185	0.49
6			750kv GIS	21	21	4.37
7	20150813	酒泉-湖南、晋北-南京 800kv 直流设备招标	500kv GIS	92	30	1.3
8			35kv HGIS	1	1	-
9			避雷器	1050	52	-
10	20150729	榆横-潍坊 1000kv 特高压第一批设备招标	1100kv GIS	40	16	11.17
11			550kv GIS	20	8	0.3
12			避雷器	149	97	-
13	20150610	蒙西-天津南 1000kv 特高压第一批设备招标	1000kv GIS	47	21	15.72
14			500kv GIS	30	14	0.65
15			避雷器	192	25	-
总计						47.59

资料来源：国家电网电子商务平台、天风证券研究所

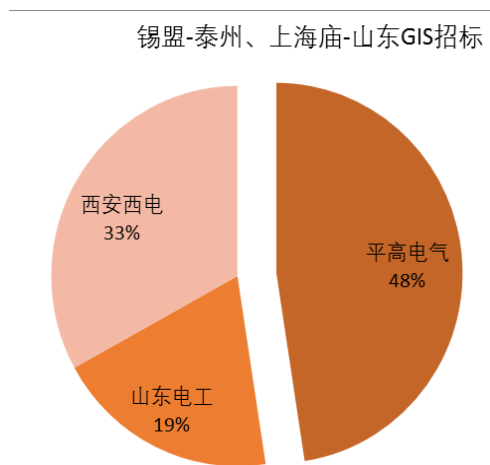
目前平高电气、西安西电、新东北电气、山东电工瓜分特高压 GIS 市场，公司在交流特高压输电线路中，GIS 市场份额占比超过 40%。在酒泉-湖南、锡盟-泰州、上海庙-山东特高压 GIS 招标中，公司中标份额超过 45%。此外，在山东环网扩建工程中，公司更是拿下绝大部分 GIS 招标份额。

图 14：酒泉-湖南特高压招标 GIS 中标分布



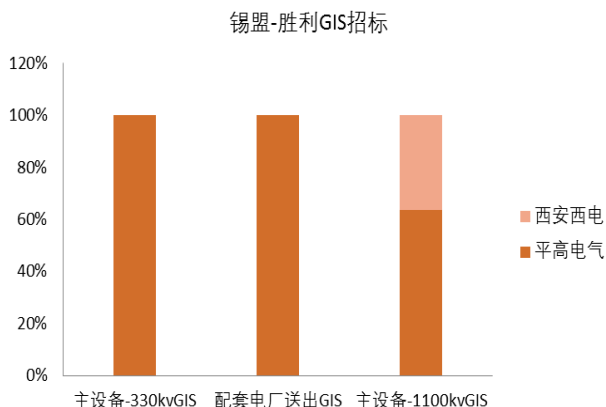
资料来源：国家电网电子商务平台、天风证券研究所

图 15：锡盟-泰州、上海庙-山东特高压招标 GIS 中标分布



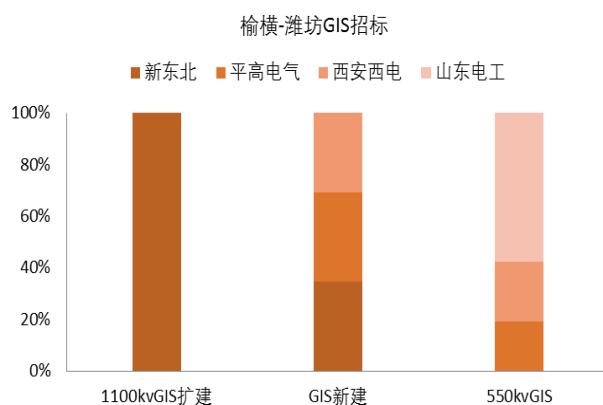
资料来源：国家电网电子商务平台、天风证券研究所

图 16：锡盟-胜利高压招标 GIS 中标分布



资料来源：国家电网电子商务平台、天风证券研究所

图 17：榆横-潍坊特高压招标 GIS 中标分布



资料来源：国家电网电子商务平台、天风证券研究所

单条交流特高压输电线路投资 200 亿，GIS 占总投资量 15%；直流特高压输电线路中，换流阀是最主要的价值设备，公司主要提供断路器、GIS 产品，约占设备总投资 4.5%。按照目前在建的“四交六直”，以及国家电网规划的“五交八直”、“十交两直”特高压输电线路将派生出交流 GIS 设备市场规模约 330 亿元；交流设备投资按照 120 亿/条，约派生出 2280 亿设备投资市场。

表 3：特高压 GIS 市场预测

特高压规划	公司交流 GIS 市场份额	公司直流设备市场份额	市场份额合计
2016~2018 年五交八直	50	28.8	78.8
2018~2020 年十交两直	100	7.2	107.2

资料来源：国家电网、天风证券研究所

公司在特高压交流输电线路中，按照 GIS 市场占设备投资 5% 计算；直流输电线路，公司提供的断路器、GIS 设备价值占比略低，按照占线路设备总投资的 3%。“十三五”期间，

按照国网规划的“五交八直”、“十交两直”特高压建设，公司交流 GIS 及直流断路器、GIS 设备，在 2017~2020 年将对应 186 亿收入。

目前，公司累计在手特高压订单超过 60 亿，大部分于年底或 2017 年交货。2016 年前三季度公司交货 27 个间隔，全年预计可交货 31 个间隔，按照 0.9 亿/间隔 GIS 价格计算，则特高压 GIS 业务贡献约 27.9 亿收入。则“十三五”期间，如果国网规划的特高压路线能够顺利开工，将派生巨大设备市场空间，推动公司特高压产品收入快速增长。

表 4：公司特高压 GIS 新订单及交货情况（单位：间隔）

	2012	2013	2014	2015	2016Q3
年初				20	38
交货	9	11	17	20	23
新增	14	16	27	38	29
在手			20	38	44

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. “一带一路”打破行业瓶颈，创造新增长

3.1. 政策推动高端制造出口

“一带一路”战略推进，基础建设先行。纵观版图，中亚、东欧、南亚等地区是“一带一路”主要覆盖地区，这些地区人均电力消费水平较低，电力基础设施建设落后。通过电力基础设施建设实现能源互联，是推动地区互通互联的突破口。

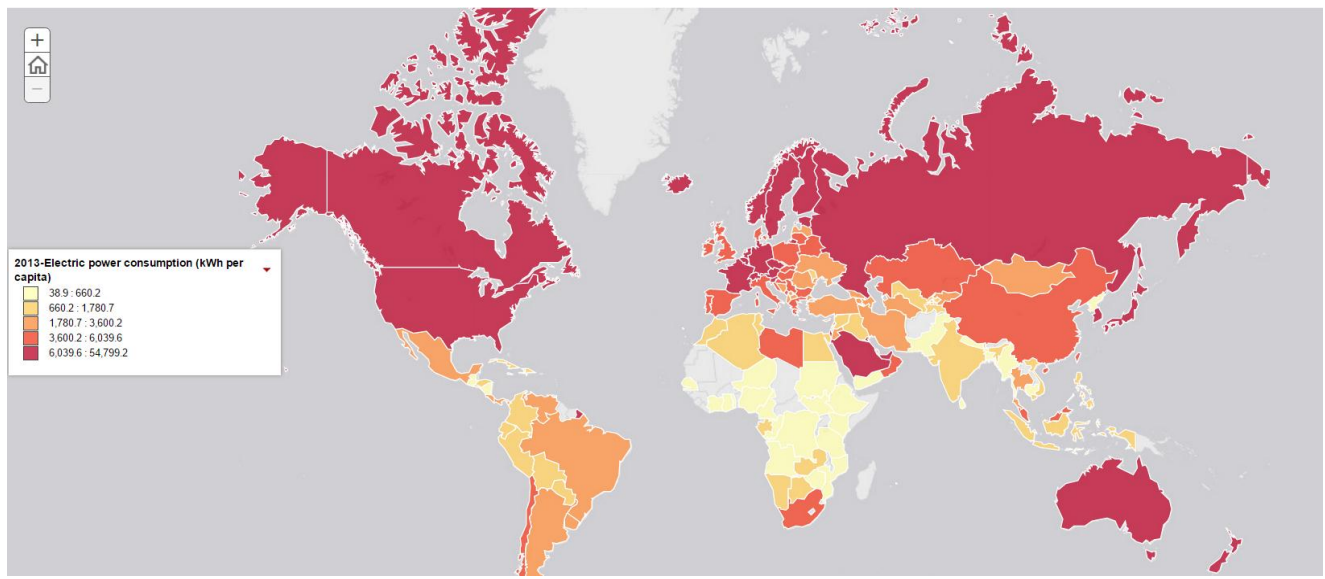
图 18：“一带一路”版图



资料来源：百度百科、天风证券研究所

“一带一路”战略旨在推动区域之间国家和地区的互通互联，促进地区之间经济合作发展，中国预计在“一带一路”提出十年将投资 1.25 万亿美元，优先用于“一带一路”沿线国家。区域互通互联的硬件基础是交通、电力、通信等基础设施的建设互通，而这些行业也恰是国内产业技术发展成熟、产能相对过剩的行业。未来“一带一路”战略实施，交通、电力、通信等基础设施建设将是走出去的排头兵。

图 19：世界人均用电量分布特征



资料来源：The World Bank、天风证券研究所

通过世界银行统计数据，目前人均用电量处于较高水平的国家分布在北欧、北美、澳洲及中东个别国家，而南亚、东南亚、中亚部分及非洲大部分国家和地区人均用电量水平很低。“一带一路”战略推进，沿线国家电力发展需求将催生电力投资巨大市场，带动国内电力设备企业产能走出去。

特高压是我国高端设备出口的名片之一，通过建设特高压输电工程，推进“一带一路”沿线国家和地区之间的基础电力能源互通互联，对更深层次的区域互联合作起到示范作用。国家电网公司积极布局一带一路沿线，提出中国与周边国家实现电网互联有 3 个重点：丝绸之路经济带输电走廊、建设从我国新疆到中亚五国的输电通道；俄罗斯和蒙古向我国的输电通道；与南部邻国联网通道。

国网与南网两大电力公司在“一带一路”电力出口方向做足准备：

国网公司已经与周边国家建成 18 条互联互通输电线路；与俄罗斯、蒙古、哈萨克斯坦、巴基斯坦等“一带一路”沿线国家制定电网互联互通工作方案。国网在社会责任报告中明确，2016 年继续推进与俄罗斯、蒙古、哈萨克斯坦、巴基斯坦等周边国家互联互通，并规划到 2030 年建成 9 项跨国输电工程，且均将采用特高压输电技术。此外，国网已经在海外收购菲律宾、巴西、葡萄牙、澳大利亚、意大利等国家的电力资产，为打开当地电力投资市场提前布局。

南网公司积极融入“一带一路”建设，拟定行动计划及周边国家电力合作项目清单。调整优化公司驻外办事机构，成立公司国际情报中心。公司获得标普、穆迪、惠誉三大国际评级机构给予的国家主权级最高信用评级，取得了进入国际资本市场的“通行证”。

3.2. 特高压龙头，布局海外市场已多时

公司作为特高压开关设备龙头供应商，背靠集团及国网平台，布局海外电力市场已多时。2014 年与波兰 PSE 公司就波莫扎内变电站一下克拉伊尼克-格林卡 220kv 线路建设以及 220kv 开关站和 110kv 波莫扎内开关站扩建项目 EPC 签订合同，总金额约 1.5 亿元。

公司以波兰市场作为打开欧洲电力建设市场的突破口，先后在印度、巴西、厄瓜多尔、伊朗、巴基斯坦等地成立了 7 家分公司，截止 2016 上半年，公司仅在波兰的 EPC 工程总包订单额就近 15 亿元。

今年公司定增收购“国际工程”为全资子公司。国际工程子公司营销管理团队拥有大

量项目开拓、执行经验和丰富的人脉资源，积累丰富海外电力 EPC 工程营销及执行经验；目前正在执行的项目包括欧盟范围内 22kv-800kv 的变电站、线路项目及电源项目，可覆盖国际电力项目招投标的所有要求；市场营销网络遍布亚非欧及南美各大洲，满足公司特高压出海的市场营销需求。公司收购部分股份实现 100%持有“国际工程”子公司之后，又增资 4.5 亿，将子公司注册资本提升至 5.7 亿，满足独立参与国际竞标的资金要求，以及海外业务快速发展的资金投入需求。

同时，公司通过定增募集资金，出资 6.75 亿在印度建厂，子公司主要从事 11kv-765kv 以及 1200kv GIS 产品的装配、试验、销售和工程设计以及对售后产品的维修服务。一方面享受当地地劳动力成本红利，另一方面靠近海外市场，并以此为桥头堡，辐射整个南亚、东南亚国家基础电力市场开发。印度“十三五”期间计划投入资金 2200 亿美元，扩大并提升电力系统，派生 220kv、400kv、765kvGIS 需求近 7,300 间隔，2,468 间隔，896 间隔，潜在市场空间巨大。公司通过建立印度子公司，抓住印度电力基础设施建设的黄金窗口期。

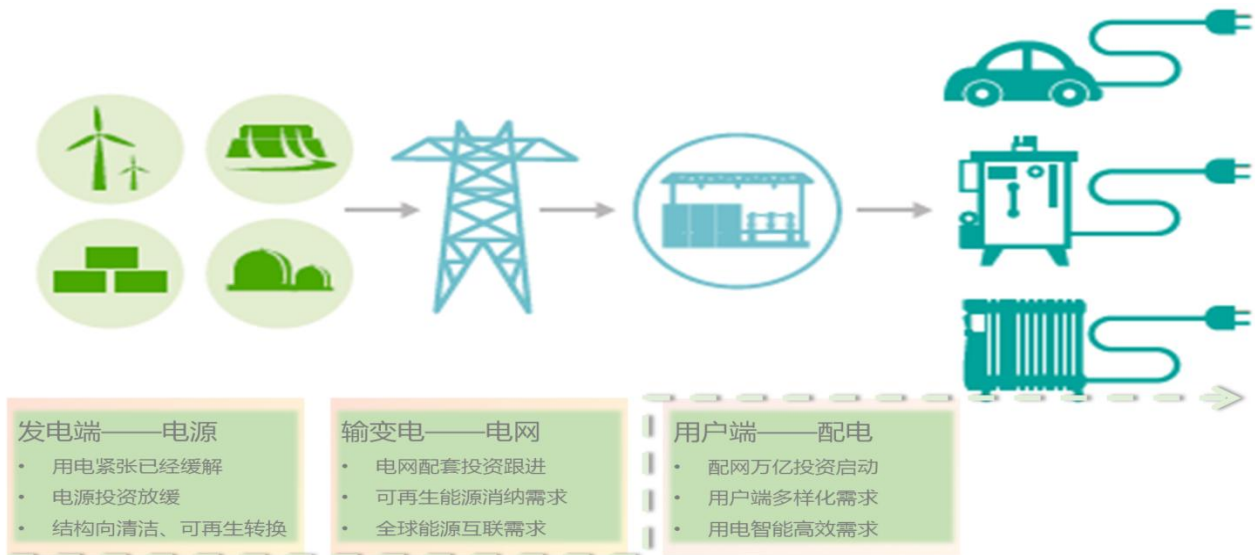
4. 国网系的常规高压开关设备龙头

4.1. 输变电网投资持续增长

电力基础投资包括“电源—输电—配电”投资，国内经历了电源投资、电网匹配投资阶段，且“十三五”规划把配网投资建设提上日程。

目前，电力供给不足现状已经缓解，电源投资放缓；输变电配套电网投资跟进，2013 年首次超过电源投资，2015 年，电网投资增速为 11.74%，电网投资进入新的快速增长时期，除跨区域输电之外，这主要是可再生能源消纳输送、全球能源互联建设对输电网络建设提出新的需求。高压、特高压跨区域输电网络未来将搭建起输电骨干网络，输变电网仍将处于持续投资阶段。随着电源、电网建设逐渐完善，用户端用电质量及用电端逐渐多样化对中低压配网环节提出新更高要求，能源局规划 2015 年配网投资不低于 3 千亿，“十三五”期间配网投资不低于 1.7 万亿。

图 20：国内基础电力投资变化（电源-电网-配电）



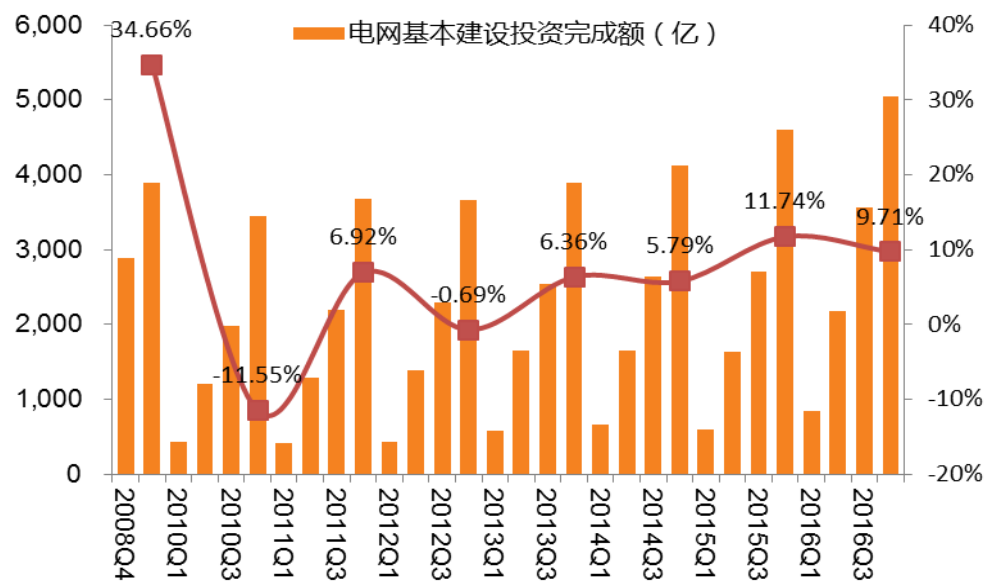
资料来源：国家电网、天风证券研究所

“十三五”期间，电力基础投资将是电源投资向清洁可再生方向转型，输变电网投资逐渐完善，配电网投资大力发展的格局。

2015 年国内电网基础建设投资完成 4603 亿，同比增长 11.74%；较前两年发展节奏明显变快；2016 年前三季度完成基础投资 3566.3 亿，两大电力公司国网、南网年初分别规划电网投资 4290 亿、960 亿。因此，我们预计，今年国内电网基础投资延续投资规模回升

态势。

图 21: 电网基础建设投资完成额 (亿)



资料来源: wind 资讯、天风证券研究所

4.2. 常规输配电 GIS 高压化, 毛利率受益提升

公司主要通过电网公司输变电设备招投标来分羹输变电市场。在国家电网常规输变电招标中, 公司主要供应隔离开关、断路器、组合电器, 常规高压开关设备。

国家电网 2016 年输变电项目第一~五批变电设备招标中, 公司均中标, 共计中标金额 19.2 亿, 较 2015 年全年输变电项目变电设备招标增长 35.59%; 此外, 国网公司 15 年试点整站招标, 16 年开展三次变电设备整站招标, 公司 2016 年三次整站招标中标金额共计 0.98 亿。

表 5: 2016 年国网输变电项目第一~五批变电项目公司中标情况

公告日期	金额	中标内容	备注
20161029	2.11	国家电网输变电项目 2016 年第五次变电设备 (含电缆) 招标采购	平高电气
	1.98	国家电网公司 2016 年藏中联工程第一次设备招标采购	平芝公司
20160816	3.12	国网输变电项目 2016 年第四次变电设备 (含电缆) 招标采购	平高电气
	1.24		平芝公司
20160712	1.62	国网输变电项目 2016 年第三次变电设备 (含电缆) 招标采购	平高电气
	0.34	--组合电器项目包 7	平芝公司
20160608	0.17	国网电源项目第三次物资招标采购活动——包 14 充电设备	天津平高
	0.15	——包 18 充电设备	平高集团
20160511	4.21	国网输变电项目 2016 年第二次变电设备 (含电缆) 招标采购	平高电气
	1.68		平芝公司
20160204	1.47	国网变电项目 2016 年第一次货物集中招标	平高电气
	1.11		平芝公司

资料来源: 国家电网、天风证券研究所

组合电器 GIS 是公司在国网输变电设备招标中的主要中标产品。2016 年国网前五批变电设备招标中, 公司中标 750kV GIS 22 间隔, 500kV GIS 53 间隔, 330kV GIS 32 间隔, 较 2015 年全年均有所提升。复合组合电器 HGIS 产品, 公司中标产品也向高压产品靠拢, 500kV

HGIS 中标 25 个间隔。

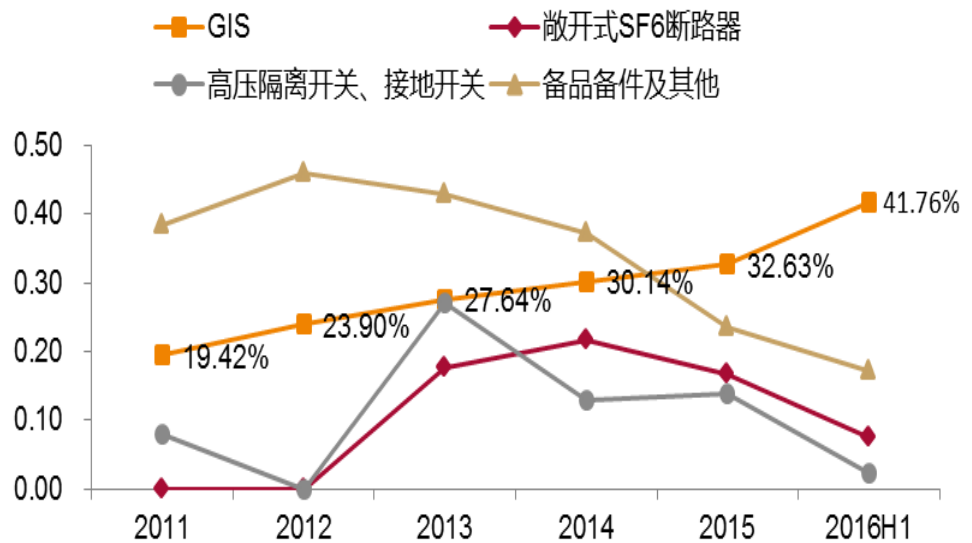
表 6：2016 年国网输变电设备招标组合电器产品公司中标数量及电压分布

	电压等级	2014	2015	2016
GIS	35kV	46	0	0
	66kV	14	67	0
	110kV	646	731	718
	220kV	483	460	506
	330kV	2	7	32
	500kV	23	32	53
	750kV	0	12	22
HGIS	220kV	22	13	0
	330kV	0	7	8
	500kV	21	16	25
敞开式组合电器	330kV	2	0	0

资料来源：国家电网、天风证券研究所

在 GIS 市场领域，由于技术壁垒高，目前仅有西电、山东电工、山东泰开、ABB 等几家企业有能力参与投标，公司在 GIS 市场占据寡头垄断地位。由于技术壁垒高，GIS 的毛利率水平比普通中低压开关设备高很多，公司 2015 年 GIS 产品毛利率平均未 32.63%，2016 年由于特高压 GIS 产品占比提升，上半年毛利率平均水平为 41.76%。

图 22：公司产品毛利率水平



资料来源：Wind 资讯、天风证券研究所

4.3. 真空瓷柱式断路器国网份额逐步提升

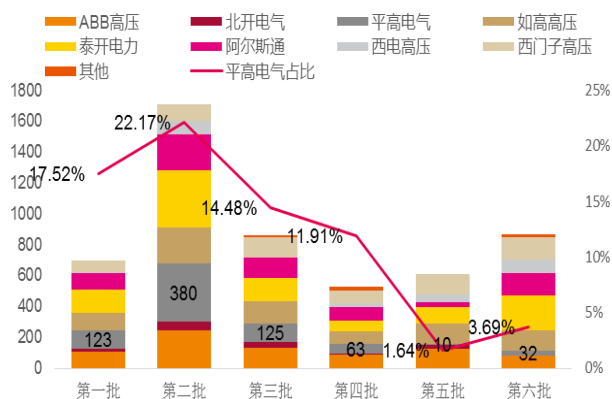
在国家电网常规高压输变电设备招标中，除 GIS、HGIS，公司还主要提供断路器产品，其中以 SF6 瓷柱式断路器、真空瓷柱式断路器为主，其中由以真空瓷柱式断路器占比更高。

目前，SF6 瓷柱式断路器参与投标的企业较多，其中以 ABB 高压、如高高压、山东泰开、阿尔斯通和公司为主要中标商，公司业务占比在 2016 年上升趋势明显。

真空瓷柱式断路器参与投标企业相对较少，北开电气、如高高压、山东泰开、公司是主要中标商。公司在招标总额中占比份额较大，超过 30%。且 2014 年、2015 年、2016 年

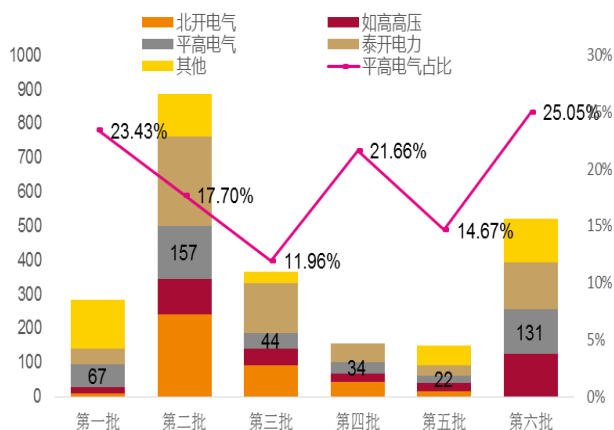
市场份额逐年提升。

图 23：2014 年 SF6 瓷柱式断路器中标情况



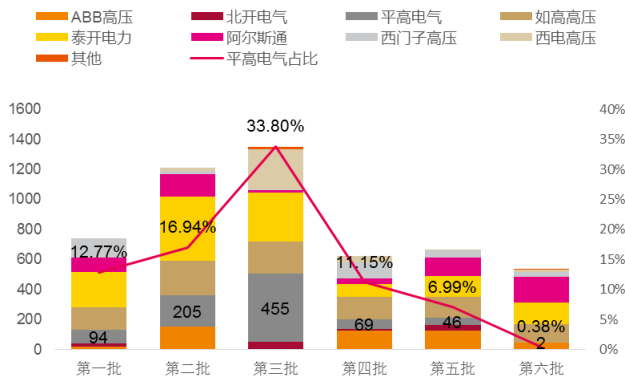
资料来源：国家电网、天风证券研究所

图 24：2014 年真空瓷柱式断路器中标情况



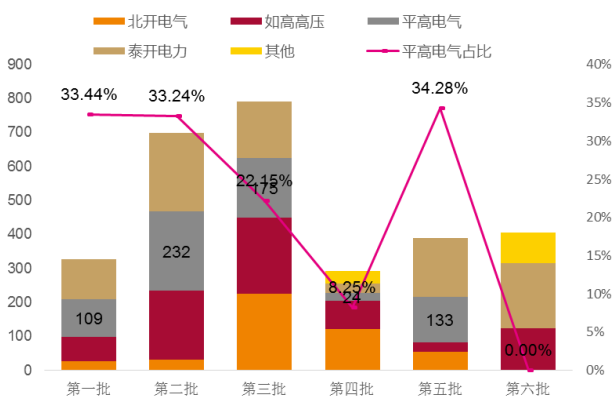
资料来源：国家电网、天风证券研究所

图 25：2015 年 SF6 瓷柱式断路器中标情况



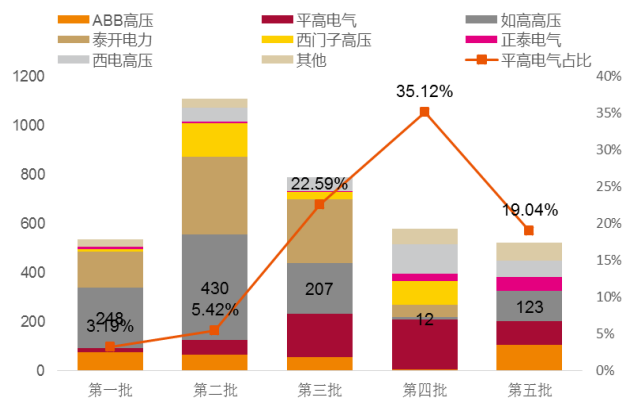
资料来源：国家电网、天风证券研究所

图 26：2015 年真空瓷柱式断路器中标情况



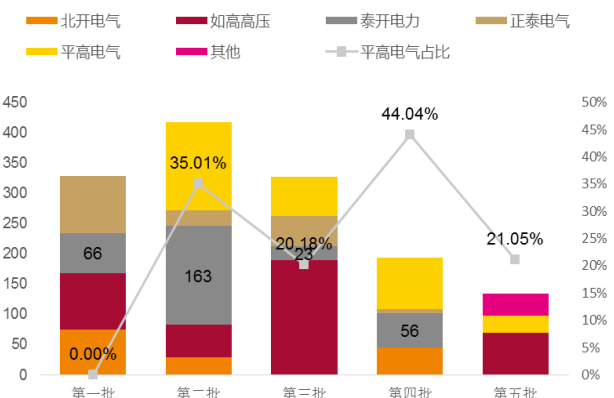
资料来源：国家电网、天风证券研究所

图 27：2016 年 SF6 瓷柱式断路器中标情况



资料来源：国家电网、天风证券研究所

图 28：2016 年真空瓷柱式断路器中标情况



资料来源：国家电网、天风证券研究所

5. 完善中低压产品线，布局配电

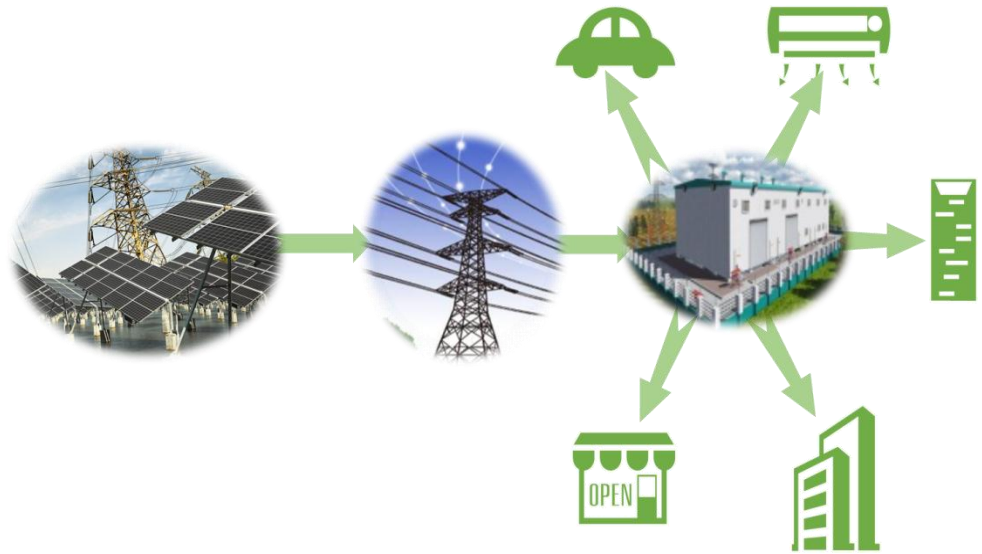
目前公司主要业绩贡献板块是常规高压设备和特高压设备产品，公司在战略方面，正

在逐渐布局中低压设备，在配网建设投资领域寻求新的市场。公司正在进行“4+2”的业务布局，其中4是指现有的常规高压设备&特高压设备、国际业务、工业化服务、以及公司今年通过收购资产延伸的中低压设备、配网设备业务板块。“2”是指公司正在新拓展的电力电子与新能源业务板块。

5.1. 收购优势资产，完善中低压设备产品线，布局配网

电能替代时代，用电端接入越来越多样化，终端用电需求量越来越大。从电动汽车到电力供暖，用电终端的发展对配电网容量更大、运行更稳定、更智能都提出要求。

图 29：配电网系统简图



资料来源：百度图片、天风证券研究所

2015 年能源局发布《配电网建设改造行动计划（2015 年-2020 年）》，规划到 2020 年配电网改革投资 2 万亿，其中 2015 年投入 3000 亿，“十三五”期间投资 17000 亿。未来配网改革将派生出很大的配网设备需求，这不仅包括国网招标增量，配电网薄弱的地县级更是配网市改革的市场。

公司通过资产收购，将上海天灵、平高威海、平高通用、国际工程、廊坊东芝收为全资控股子公司，并增资天津平高智能、平高通用、上海天灵、平高威海、国际工程。其中天津平高智能、上海天灵、平高通用、平高威海是公司完善中低压开关设备产品线所做的资产布局，为下一步布局配网环节市场做好准备。

表 7：公司收购及增资的中低压设备资产

收购资产	主营产品	优势
上海天灵	空气绝缘中压产品、气体绝缘中压产品、低压开关柜等	中低压气体绝缘开关研发能力强，环保型气体绝缘开关达到国际先进水平
平高通用	10kv 开关柜、充气柜、环网柜；ZFN13、35kv 开光柜	中低压成套设备专业制造优势
平高威海	24kv-170kv 箱式 SF6 气体 GIS 72.5kv-252kv 断路器	中低压气体 GIS 进入国网招标市场（户外中亚断路器占比 30%；互感器占比 10%；开关柜占比 6%）、韩国市场，获得荷兰 KEMA 试验站颁发试验报告
天津平高	高端真空灭弧室、固封极柱、户内真空断路器、真空柱上开关、智能充气柜等真空开关系列产品和成套设备	国内规模最大的智能真空开关产品设计、工艺研发制造基地

资料来源：公司公告、天风证券研究所

其中天津平高智能在真空灭弧室、上海天灵在环保充气中低压开关柜、平高通用在中低压充气柜环网柜、平高威海在箱式低压组合电器断路器优势明显。公司收购资产，在同源业务下，完善中低压产品线。目前天津平高智能真空开关科技产业园 I 期已经建成，满

产产能约 20-30 亿的销售收入。园区去年已经进行试生产，并兑现收入 1 亿元，预计 2016 年实现 3 亿配网设备收入。

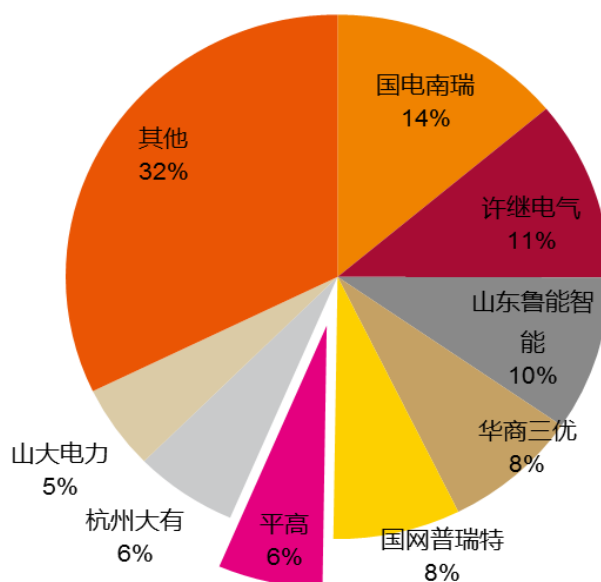
5.2. 新能源和电力电子，孕育中的“2”板块

公司“4+2”业务板块中，“2”包括电力电子和新能源，其中电力电子包括公司正在重点研发投入的柔性直流断路器、换流阀产品；新能源则包括新能源汽车充电设备及电网储能业务。

5.2.1. 充电桩业务：背靠国网渠道强

公司公告其天津平高智能子公司已基本具备全系列电动汽车智能直流充电机和交流充电桩的生产、调试和出厂试验等能力，且已经中标新疆、北京 81 台 60kW 直流充电机、8 台 120kW 直流充电机，106 台交流充电机，同时公司正在筹划建设一套自动化生产线，建成后将具备年产 6000~8000 台直流充电机和 20000 台交流充电桩的生产能力。公司今年 6 月首次入围国网充换电设备招标，在国网第二批充换电设备招标中，平高集团与天津平高共计中标 2.216 万 kW，占比 6.22%。

图 30：2016 年国家电网第二次充换电设备中标情况



资料来源：国家电网电子商务平台、天风证券研究所

公司天津子公司目前正在筹划建设一套充电设备自动化生产线，建成后将具备年产 6000-8000 台直流充电机和 20000 台交流充电机的产能，若需求得以保证，则充电桩板块可实现利润 3000~4000 万。

5.2.2. 柔性直流断路器：拓广特高压供货范围

除应用于交流输电线路的 GIS 之外，公司在特高压直流输电技术领域也重点投入研发，与中国电科院、智能电网研究院及其他高校联合研发直流断路器，主要侧重的领域在于柔性直流输电方面。公司已经在柔性直流输电断路器产品领域取得突破。

新能源输电需求大幅增加，派生出柔性输电线路需求，柔性直流输电系统提升电网供电可靠性，更好容纳风能、太阳能等新能源发电的介入。公司研发生产柔性直流断路器产品，扩大直流输电线路市场中的市场份额。公司研发的 220kV 柔性直流断路器产品鉴定已经基本结束，500kV 产品在研发中。柔性直流断路器价值高，毛利率高，一个 220kV 的柔性直流断路器价值规模相当于一个百万电压级额交流断路器间隔。如果公司在直流输变电断路器招标中打开市场，将是短期内快速增加收入规模的业务增长点之一。

6. 估值分析及风险提示

估值弹性大：目前平高电气可以说是处于自上市以来估值最低的阶段，在 2016 年之前，公司 P/E 一直高于 20 倍，绝大部分时候高于 25 倍。列数几次公司股价下跌的情况，2006 年最低 P/E 水平为 20.56，2008 年底到 24.15 倍，而 2015 年 6 月份开始的下跌，公司估值跌破 20 倍，股价低点时 P/E 为 18 倍。而列数公司每次低位反弹，2008 年股价高位对应 P/E56 倍，2009 年对应 57 倍，2015 年高位对应 41.98 倍。结合公司历史估值表现，20 倍估值是公司的安全价格，反弹空间则 30 倍可期待。

图 31：平高电气上市以来峰值和峰谷的 P/E



资料来源：Wind 资讯、天风证券研究所

盈利预测：预计公司 2016 年~2018 年实现营业收入 76.85 亿、92.76 亿、102.77 亿；净利润 12.2 亿、15.43 亿、17.4 亿，EPS 0.9 元、1.14 元、1.28 元，对应 P/E 18.21 倍、14.39 倍、12.77 倍，给予“买入”评级。

风险提示：或存在宏观经济下行，电网建设投资不达预期风险；特高压审批不达预期风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	557.99	847.65	614.84	742.05	822.16
应收账款	4,265.08	5,385.00	6,003.66	7,950.95	7,510.11
预付账款	325.84	327.99	647.17	476.00	741.38
存货	1,308.87	1,368.58	1,799.81	2,030.68	2,185.47
其他	42.03	356.53	132.76	228.39	251.02
流动资产合计	6,499.81	8,285.75	9,198.23	11,428.07	11,510.14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,668.91	2,032.69	2,450.71	2,725.17	2,883.91
在建工程	455.56	467.07	340.24	276.14	240.69
无形资产	934.15	991.18	974.03	953.65	930.05
其他	353.11	174.69	186.24	237.74	199.56
非流动资产合计	3,411.73	3,665.63	3,951.21	4,192.71	4,254.20
资产总计	9,911.54	11,951.38	13,149.44	15,620.79	15,764.35
短期借款	400.00	1,069.80	926.89	1,704.86	703.40
应付账款	1,861.12	2,018.95	2,866.33	2,901.09	3,520.76
其他	1,551.95	1,939.05	1,809.75	2,696.35	2,213.40
流动负债合计	3,813.07	5,027.81	5,602.97	7,302.30	6,437.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	548.34	315.55	287.96	383.95
其他	9.59	9.52	17.39	12.17	13.03
非流动负债合计	9.59	557.86	332.94	300.13	396.98
负债合计	3,822.65	5,585.67	5,935.91	7,602.43	6,834.53
少数股东权益	220.05	238.86	257.41	290.57	331.96
股本	1,137.49	1,137.49	1,356.93	1,356.93	1,356.93
资本公积	3,023.55	3,023.55	3,023.55	3,023.55	3,023.55
留存收益	4,731.35	4,989.37	5,599.20	6,370.86	7,240.93
其他	(3,023.55)	(3,023.55)	(3,023.55)	(3,023.55)	(3,023.55)
股东权益合计	6,088.89	6,365.71	7,213.53	8,018.36	8,929.81
负债和股东权益总	9,911.54	11,951.38	13,149.44	15,620.79	15,764.35

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	703.39	855.57	1,219.66	1,543.33	1,740.13
折旧摊销	184.36	223.26	275.96	400.01	525.32
财务费用	25.61	76.37	85.36	111.45	101.16
投资损失	(50.19)	0.00	(26.03)	(26.03)	(26.03)
营运资金变动	(985.77)	(736.81)	(585.14)	(1,269.20)	246.02
其它	398.61	(100.58)	18.54	33.16	41.38
经营活动现金流	276.01	317.81	988.36	792.73	2,628.00
资本支出	941.33	654.84	542.14	595.22	624.14
长期投资	(383.85)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,251.33)	(926.49)	(1,066.11)	(1,159.20)	(1,223.11)
投资活动现金流	(693.85)	(271.66)	(523.97)	(563.97)	(598.97)
债权融资	799.41	1,618.14	1,394.91	2,176.78	1,199.49
股权融资	1,988.93	(73.30)	135.86	(109.96)	(100.07)
其他	(2,099.80)	(1,366.72)	(2,227.97)	(2,168.36)	(3,048.33)
筹资活动现金流	688.55	178.12	(697.20)	(101.54)	(1,948.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	270.71	224.27	(232.81)	127.21	80.11

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,605.83	5,830.60	7,685.45	9,275.61	10,276.95
营业成本	3,276.08	4,096.46	5,235.18	6,250.45	6,948.91
营业税金及附加	35.97	48.19	60.91	74.21	82.87
营业费用	189.62	202.33	384.27	454.51	493.29
管理费用	293.20	342.27	489.25	565.81	596.06
财务费用	18.36	73.30	85.36	111.45	101.16
资产减值损失	49.99	73.02	47.35	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.19	0.00	26.03	26.03	26.03
其他	(100.38)	0.00	(52.05)	(52.05)	(52.05)
营业利润	792.80	995.03	1,409.16	1,795.21	2,030.68
营业外收入	34.04	30.81	24.95	29.93	28.56
营业外支出	17.77	11.60	9.88	13.08	11.52
利润总额	809.07	1,014.24	1,424.23	1,812.06	2,047.72
所得税	105.68	158.67	186.03	235.57	266.20
净利润	703.39	855.57	1,238.21	1,576.50	1,781.52
少数股东损益	10.17	28.81	18.54	33.16	41.38
归属于母公司净利润	693.22	826.76	1,219.66	1,543.33	1,740.13
每股收益(元)	0.61	0.73	0.90	1.14	1.28

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	20.62%	26.59%	31.81%	20.69%	10.80%
营业利润	74.51%	25.51%	41.62%	27.40%	13.12%
归属于母公司净利润	73.91%	19.26%	47.52%	26.54%	12.75%
获利能力					
毛利率	28.87%	29.74%	31.88%	32.61%	32.38%
净利率	15.05%	14.18%	15.87%	16.64%	16.93%
ROE	11.81%	13.49%	17.53%	19.97%	20.24%
ROIC	17.56%	15.08%	18.66%	21.25%	20.13%
偿债能力					
资产负债率	38.57%	46.74%	45.14%	48.67%	43.35%
净负债率	30.02%	38.73%	43.25%	48.96%	52.45%
流动比率	1.70	1.65	1.64	1.56	1.79
速动比率	1.36	1.38	1.32	1.29	1.45
营运能力					
应收账款周转率	1.30	1.21	1.35	1.33	1.33
存货周转率	4.85	4.36	4.85	4.84	4.88
总资产周转率	0.57	0.53	0.61	0.64	0.65
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.73	0.90	1.14	1.28
每股经营现金流	0.20	0.23	0.73	0.58	1.94
每股净资产	4.33	4.52	5.13	5.70	6.34
估值比率					
市盈率	26.86	22.52	18.21	14.39	12.77
市净率	3.78	3.63	3.19	2.87	2.58
EV/EBITDA	17.11	17.83	13.03	10.27	8.55
EV/EBIT	20.94	21.54	15.43	12.43	10.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com