

平高电气 (600312)

证券研究报告

2017年03月22日

特高压交付高峰支撑高增长，海外拓展打开新空间

受益特高压交付高峰，净利润增长增长 37.85%

公司 2016 年 3 月 22 日公告年报，实现营业收入 88.7 亿，同比增长 31.4%；实现净利润 12.2 亿，同比增长 37.85%；第四季度实现营业收入 33.78 亿，净利润 3.2 亿。公司利润增长主要来源于特高压 GIS 交付确认收入，全年交付 31 间隔，符合我们预期。公司计划每 10 股派发 6 元股息；计划 2017 年实现营业收入 95-112 亿；利润总额 13-17 亿。

特高压 GIS 交付 31 间隔，支撑整体利润高增长

2016 年公司在手特高压订单蒙西-天津南、榆横-晋中-石家庄-济南-潍坊、内蒙古锡盟-胜利、榆横-潍坊共计 31 间隔特高压 GIS 交付确认收入，较 2015 年 20 间隔的交付量显著增长。2016 年国内特高压完成“三交一直”工程，在建“三交六直”；今年国内特高压依然处于交付高峰期。国家电网积极推进东北亚电网、“一带一路”沿线国家点昂互通互联；力争 16 年实现西纵、中纵、华中环网等关键特高压工程核准、开工。预计公司特高压 17 年将交付数量可观，支撑公司业绩快速增长。

借“一带一路”电力设备出海，海外收入大幅增长

公司借力“一带一路”国家战略，跟随国家电网、平高集团开拓海外市场，并收购增资“国际工程”子公司，提高其海外总包能力；成立印度子公司，抓住印度、南亚、东南亚国家基础电力设备建设发展窗口期，积极布局“一带一路”沿线海外市场。公司 16 年海外收入 9.32 亿，同比增长 2119.57%。国内电力设备，尤其是特高压，是与高铁可媲美的高端制造出口名片之一，16 年国际工程、印度子公司准备就绪，公司有望受益“一带一路”出口带动，打破国内电力设备需求瓶颈，在海外市场获得更大市场空间。

中低压及配网及运维服务业务增速快

公司 16 年完成中低压及配网资产收购，板块收入开始兑现，2106 年实现收入 14.8 亿，同比增长 63.72%；电网进入检修期，催生运维检修服务需求，公司 16 年运维服务实现收入 8.65 亿，同比增长 84.6%。公司收购并投资建设天津智能中低压及配网设备生产基地，以期在电网投资峰值过后，进入智能电网及电网改造市场，在中低压及配网、运维业务方向开始积极布局，16 年板块业务保持高速增长。我们认为，随着收购资产并入、天津生产基地达产、电网工程进入检修期催生运维检修需求，中低压及配网板块收入增长将持续，并成为公司未来收入增长极之一。

投资建议：我们认为，公司特高压 GIS 业务 17 年仍处于交付高峰，海外拓展初见成效，中低压开始形成收入支撑。预计公司 2017 年~2019 年实现净利润 13.86 亿、14.2 亿、13.56 亿，EPS 1.02、1.17、1.33；对应 P/E 16.17 倍、14.16 倍、12.47 倍，维持“买入”评级。

风险提示：或存在特高压建设放缓，海外市场拓展不达预期风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,830.60	8,869.71	10,727.45	12,803.90	15,302.01
增长率(%)	26.59	52.12	20.94	19.36	19.51
EBITDA(百万元)	1,290.78	1,943.66	2,006.36	2,213.45	2,495.49
净利润(百万元)	826.76	1,219.90	1,386.44	1,583.31	1,797.93
增长率(%)	19.26	47.55	13.65	14.20	13.56
EPS(元/股)	0.61	0.90	1.02	1.17	1.33
市盈率(P/E)	27.11	18.38	16.17	14.16	12.47
市净率(P/B)	3.66	2.48	2.30	2.10	1.88
市销率(P/S)	3.84	2.53	2.09	1.75	1.46
EV/EBITDA	15.20	11.48	11.77	9.96	9.36

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 (维持评级)
当前价格	16.52 元
目标价格	27 元
上次目标价	27 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,356.92
流通 A 股股本(百万股)	818.97
A 股总市值(百万元)	22,416.34
流通 A 股市值(百万元)	13,529.32
每股净资产(元)	6.65
资产负债率(%)	47.23
一年内最高/最低(元)	18.69/13.45

作者

李恩国	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010001	
lienguo@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-公司点评:特高压密集交付，大股东增持再送定心丸》2017-01-05
- 《平高电气-公司深度研究：“一带一路”追随者，高弹性特高压绩优股》2016-12-13
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	847.65	1,805.35	858.20	1,474.48	1,224.16
应收账款	5,385.00	6,943.59	9,462.64	9,349.46	13,132.98
预付账款	327.99	337.46	854.38	461.45	1,047.25
存货	1,368.58	3,148.65	1,914.69	4,436.90	3,019.70
其他	356.53	365.81	292.27	555.28	440.20
流动资产合计	8,285.75	12,600.86	13,382.17	16,277.57	18,864.30
长期股权投资	0.00	140.76	140.76	140.76	140.76
固定资产	2,032.69	2,635.89	2,749.71	2,796.40	2,789.83
在建工程	467.07	506.98	340.19	252.11	181.27
无形资产	991.18	1,435.90	1,301.92	1,167.95	1,033.97
其他	174.69	404.16	504.32	461.75	464.20
非流动资产合计	3,665.63	5,123.70	5,036.90	4,818.98	4,610.03
资产总计	11,951.38	17,724.56	18,419.08	21,096.55	23,474.33
短期借款	1,069.80	973.92	594.46	20.00	843.96
应付账款	2,018.95	3,971.45	4,028.13	4,891.09	5,848.83
其他	1,939.05	2,843.58	3,239.57	4,483.11	3,680.81
流动负债合计	5,027.81	7,788.95	7,862.16	9,394.19	10,373.60
长期借款	0.00	0.00	50.00	50.00	131.36
应付债券	548.34	548.94	365.76	487.68	467.46
其他	9.52	33.64	17.58	20.25	23.83
非流动负债合计	557.86	582.58	433.34	557.93	622.64
负债合计	5,585.67	8,371.54	8,295.51	9,952.12	10,996.25
少数股东权益	238.86	329.50	387.27	453.24	528.16
股本	1,137.49	1,356.92	1,356.92	1,356.92	1,356.92
资本公积	3,023.55	4,886.44	4,908.94	4,908.94	4,908.94
留存收益	4,989.37	7,667.52	8,379.38	9,334.27	10,593.01
其他	(3,023.55)	(4,887.37)	(4,908.94)	(4,908.94)	(4,908.94)
股东权益合计	6,365.71	9,353.02	10,123.57	11,144.43	12,478.08
负债和股东权益总	11,951.38	17,724.56	18,419.08	21,096.55	23,474.33

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	855.57	1,265.06	1,386.44	1,583.31	1,797.93
折旧摊销	223.26	339.59	246.95	255.36	261.40
财务费用	76.37	93.42	67.23	26.22	39.22
投资损失	0.00	(2.09)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(736.81)	(52.72)	(2,270.40)	473.20	(2,780.57)
其它	(100.58)	(125.55)	57.77	65.97	74.91
经营活动现金流	317.81	1,517.71	(522.01)	2,394.05	(617.11)
资本支出	654.84	1,801.25	76.06	77.33	46.42
长期投资	0.00	140.76	0.00	0.00	0.00
其他	(926.49)	(5,138.32)	(148.56)	(147.33)	(86.42)
投资活动现金流	(271.66)	(3,196.31)	(72.50)	(70.00)	(40.00)
债权融资	1,618.14	1,522.86	1,910.22	857.68	1,842.78
股权融资	(73.30)	1,969.82	(42.92)	(25.92)	(38.82)
其他	(1,366.72)	(1,060.17)	(2,219.94)	(2,539.53)	(1,397.17)
筹资活动现金流	178.12	2,432.52	(352.64)	(1,707.77)	406.80
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	224.27	753.92	(947.15)	616.28	(250.32)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,830.60	8,869.71	10,727.45	12,803.90	15,302.01
营业成本	4,096.46	6,364.12	7,817.47	9,474.82	11,432.48
营业税金及附加	48.19	78.31	85.82	101.15	119.36
营业费用	202.33	381.48	450.55	536.48	639.62
管理费用	342.27	529.00	622.19	741.35	884.46
财务费用	73.30	111.59	67.23	26.22	39.22
资产减值损失	73.02	(85.22)	2.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.09	10.00	10.00	10.00
其他	0.00	(4.19)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营业利润	995.03	1,492.54	1,692.18	1,931.88	2,194.88
营业外收入	30.81	17.78	20.00	20.00	20.00
营业外支出	11.60	9.95	13.11	11.55	11.54
利润总额	1,014.24	1,500.37	1,699.07	1,940.33	2,203.34
所得税	158.67	235.31	254.86	291.05	330.50
净利润	855.57	1,265.06	1,444.21	1,649.28	1,872.84
少数股东损益	28.81	45.16	57.77	65.97	74.91
归属于母公司净利润	826.76	1,219.90	1,386.44	1,583.31	1,797.93
每股收益(元)	0.61	0.90	1.02	1.17	1.33

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	26.59%	52.12%	20.94%	19.36%	19.51%
营业利润	25.51%	50.00%	13.38%	14.17%	13.61%
归属于母公司净利润	19.26%	47.55%	13.65%	14.20%	13.56%
获利能力					
毛利率	29.74%	28.25%	27.13%	26.00%	25.29%
净利率	14.18%	13.75%	12.92%	12.37%	11.75%
ROE	13.49%	13.52%	14.24%	14.81%	15.05%
ROIC	15.08%	19.43%	16.76%	15.23%	18.40%
偿债能力					
资产负债率	46.74%	47.23%	45.04%	47.17%	46.84%
净负债率	38.73%	33.36%	49.82%	49.60%	61.07%
流动比率	1.65	1.62	1.70	1.73	1.82
速动比率	1.38	1.21	1.46	1.26	1.53
营运能力					
应收账款周转率	1.21	1.44	1.31	1.36	1.36
存货周转率	4.36	3.93	4.24	4.03	4.10
总资产周转率	0.53	0.60	0.59	0.65	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.90	1.02	1.17	1.33
每股经营现金流	0.23	1.12	-0.38	1.76	-0.45
每股净资产	4.52	6.65	7.18	7.88	8.81
估值比率					
市盈率	27.11	18.38	16.17	14.16	12.47
市净率	3.66	2.48	2.30	2.10	1.88
EV/EBITDA	15.20	11.48	11.77	9.96	9.36
EV/EBIT	18.37	13.91	13.42	11.26	10.45

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
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com