

平高电气（600312）点评报告

并表中低压子公司大幅增厚业绩 特高压营收和毛利双提升

买入（维持）

2017年03月26日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 汪林森

010-66573527

wangls@dwzq.com.cn

投资要点：

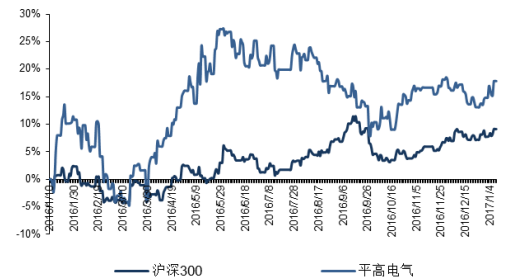
■ 公司2016年营收88.7亿元，历史数据调整并表后，同比增长31.40%，归母净利润12.19亿元，同比增长37.85%，其中业绩增速主要来自于16年交流特高压的落地加快和集团中低压子公司的并表。公司发布2016年年报，报告期内公司实现营业收入88.7亿元，（公司完成2015年非公开发行股票工作，收购平高集团持有的上海天灵77.50%股权，平高威海100%股权，平高通用100%股权及国际工程100%股权，构成同一控制下企业合并，需对前期数据追溯调整），调整后同比增长31.4%；实现归属母公司净利润12.19亿元，同比增长37.85%，对应EPS为0.93元。其中4季度实现营业收入33.78亿元，实现归属母公司净利润3.20亿元，环比下降11%，4季度对应EPS为0.24元。2017年经营目标：实现营业收入95-112亿元，利润总额13-17亿元。另外公司现金分红8.14亿元，分红比例66.74%，按照17年15倍PE计算股息率4.44%。

■ 高压板块是利润的主要来源，增速和毛利双提升。高压板块营业收入54.75亿元，同比增长4%，毛利率33.92%，同比增加3.63个百分点。报告期内确认蒙西-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31间隔特高压GIS收入，是高压板块收入的主要来源。特高压16-17年是业绩释放年，平高主要从事特高压交流项目，17年已经锁定很订单，我们预计高压业务能有在20%以上的增速。

■ 新晋业务表现优异，公司布局逐步拓展。中低压板块和国际业务板块刚刚加入。其中中低压及配网板块营收14.8亿元，同比增长63.72%，毛利率17.73%，同比增加1.96个百分点。国际业务板块营收9.33亿元，同比增长2119%，毛利率15.31%，同比减少13.65个百分点。运维板块营收8.65亿元，同比增长84.6%，毛利率23.45%，同比减少12.02个百分点。

■ 四季度经营现金流大幅改善。由于并表原因公司费用大幅提升，2016年公司销售费用为3.81亿元，同比增长88.5%，销售费用率4.30%，去年同期为3.47%；发生管理费用为5.29亿，同比增长54.6%，管理费用率5.96%，去年同期为5.87%；财务费用1.12亿，同比增长52.2%，财务费用率1.26%，去年同期为1.26%。2016年公司预收账款为13.01亿元，较16年年初上升38%，显示订单状况良好；应收账款66.58亿元，较年初增加12.95亿元；存货31.49亿元，较年初增加17.80亿元。现金流量方面，经营活动产生的现金流量净额本期金额为15.18亿元，去年同期为3.18亿元，经营现金流大幅好转。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	16.88
一年最低/最高价	17.10/15.66
市净率（倍）	2.5383
流通市值（百万元）	13824.15

基础数据

每股净资产（元）	4.66
资本负债率（%）	48.52%
总股本（百万股）	1,356.9213
流通A股（百万股）	818.9662

相关研究

161016 三季报符合市场预期 业绩维持高增速

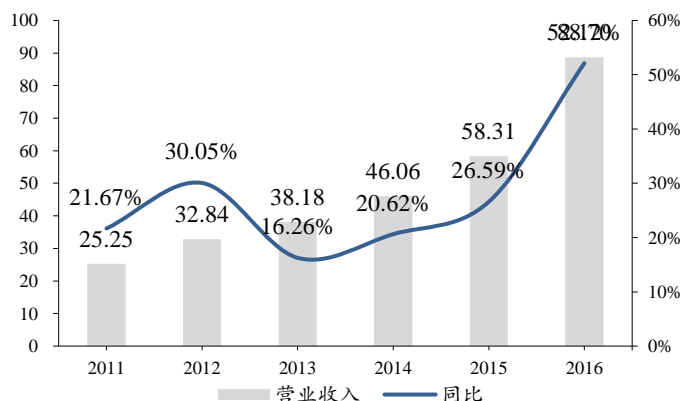
图表 1: 分业务收入及毛利率情况

		2016	2017E	2018E	2019E	2020E
总体营收	收入(亿元)	88.70	109.12	124.39	137.15	151.33
	增长率	52%	23%	14%	10%	10%
	毛利率	28%	28%	28%	28%	28%
高压板块	收入(亿元)	54.75	68.44	78.70	86.57	95.23
	增长率	0%	25%	15%	10%	10%
	毛利率	33.9%	33.5%	32.5%	32.0%	32.0%
中低压及配网板块	收入(亿元)	14.79	17.01	18.03	18.93	19.88
	增长率	0.00%	15.00%	6.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	17.7%	18.0%	18.0%	20.0%	21.0%
国际业务板块	收入(亿元)	9.33	11.66	13.99	16.09	18.51
	增长率	15%	25%	20%	15%	15%
	毛利率	#REF!	16.0%	16.0%	17.0%	17.0%
运维服务板块	收入(亿元)	8.65	10.81	12.44	14.30	16.45
	增长率	0%	25%	15%	15%	15%
	毛利率	23.6%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
其他	收入(亿元)	1.18	1.20	1.23	1.25	1.27
	增长率	0%	2%	2%	2%	2%
	毛利率	34.4%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

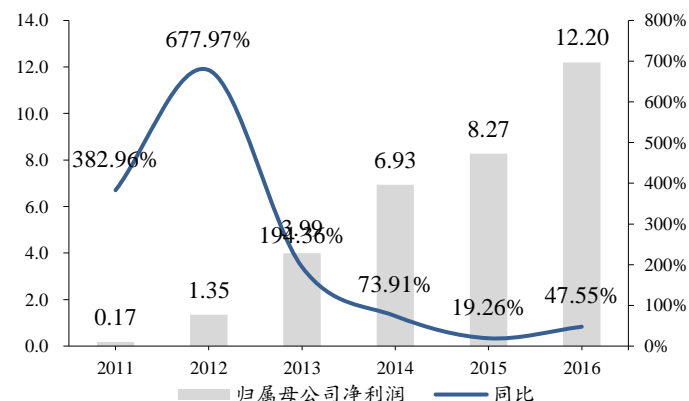
- **盈利预测与估值:** 我们预计在16年优异的表现下, 公司的未来的增速可能会有一定回落, 目前估值处于历史的底部, 2017-2019年归母净利润为14.66/17.22/19.26亿元, EPS为1.08/1.269/1.419元, 同比增长20%/17%/12%, 给予2017年20倍PE, 目标价21.6元, 维持买入评级。
- **风险提示:** 配网新业务拓展不达预期; 直流特高压推进不达预期。

图表 3: 营业收入



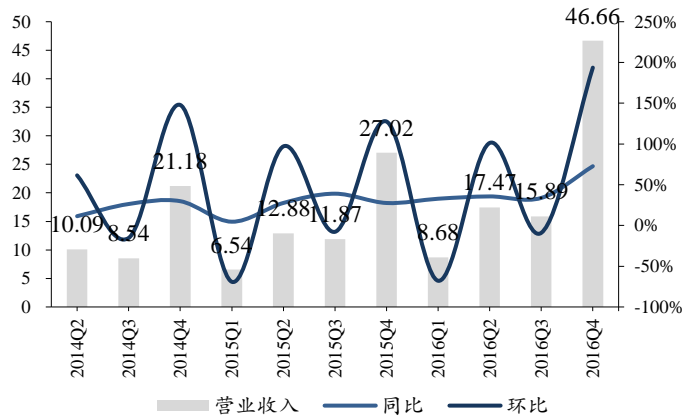
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 4: 归母净利润



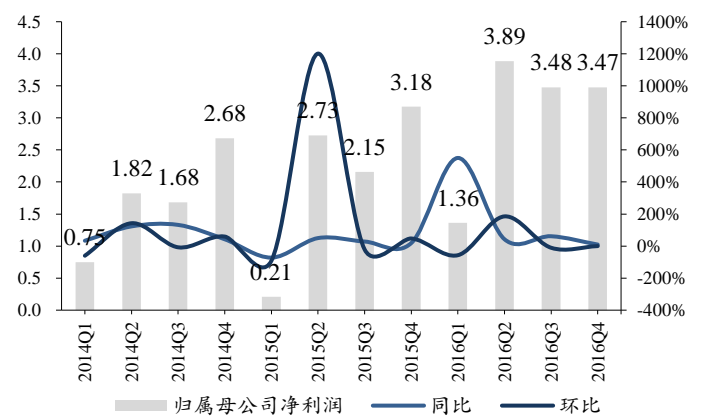
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 营收按季度



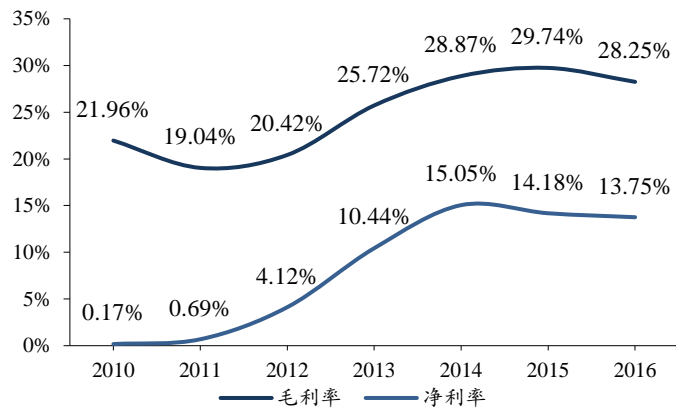
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 归母净利润按季度



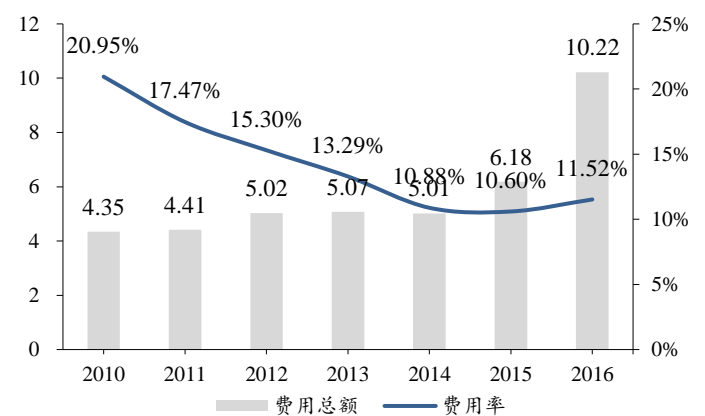
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 毛利率和净利率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 费用率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 9: 公司运营情况

平高电气	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2010	10.87%	8.92%	1.17%	20.95%	21.96%	0.17%	124.28	245.73	(3.62)
2011	8.41%	7.47%	1.58%	17.47%	19.04%	0.69%	113.80	210.16	0.43
2012	5.90%	7.97%	1.43%	15.30%	20.42%	4.12%	119.94	186.73	4.71
2013	6.37%	5.60%	1.32%	13.29%	25.72%	10.44%	104.82	220.57	(2.00)
2014	4.12%	6.37%	0.40%	10.88%	28.87%	15.05%	104.34	274.43	2.76
2015	3.47%	5.87%	1.26%	10.60%	29.74%	14.18%	117.65	296.15	3.18
2016	4.30%	5.96%	1.26%	11.52%	28.25%	13.75%	127.76	243.94	15.18

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 10：公司分季度经营情况

平高电气	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	同比	环比
营业收入	6.54	12.88	11.87	27.02	8.68	17.47	15.89	46.66	72.70%	193.66%
毛利率	21.56%	34.90%	36.43%	26.32%	35.07%	37.97%	37.82%	20.08%	-6.24%	-17.74%
毛利润	1.41	4.49	4.33	7.11	3.04	6.63	6.01	9.37	31.75%	55.91%
期间费用率	18.01%	8.88%	11.92%	9.04%	15.14%	10.01%	10.77%	11.67%	2.63%	0.90%
销售费用	0.37	0.31	0.48	0.86	0.25	0.57	0.58	2.41	181.10%	312.96%
管理费用	0.68	0.68	0.72	1.34	0.80	0.90	0.90	2.69	101.83%	199.94%
财务费用	0.12	0.16	0.21	0.25	0.27	0.28	0.23	0.34	34.65%	46.83%
期间费用	1.18	1.14	1.42	2.44	1.31	1.75	1.71	5.45	122.84%	218.09%
资产减值损失	0.00	0.08	0.00	0.65	0.00	0.00	0.00	-0.85	-230.62%	#DIV/0!
营业利润	0.23	3.20	2.84	3.68	1.69	4.71	4.20	4.32	17.39%	2.87%
营业外收入	0.08	0.21	0.01	0.01	0.02	0.02	0.06	0.07	522.03%	13.46%
利润总额	0.30	3.40	2.76	3.68	1.71	4.72	4.26	4.32	17.27%	1.30%
所得税	0.05	0.53	0.54	0.47	0.28	0.74	0.66	0.67	41.81%	0.79%
归属于母公司净利润	0.21	2.73	2.15	3.18	1.36	3.89	3.48	3.47	9.39%	-0.10%
净利率	3.21%	21.18%	18.15%	11.75%	15.70%	22.25%	21.88%	7.44%	-4.31%	-14.44%
存货	16.40	19.59	21.27	13.69	16.40	16.83	19.03	31.49	130.07%	65.49%
股本	13.57	13.57	13.57	13.57	13.57	13.57	13.57	13.57		
EPS	0.02	0.20	0.16	0.23	0.10	0.29	0.26	0.26	9.39%	-0.10%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 11: 三大财务预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,606	6,750	8,870	10,912	12,439	13,715
增长率	20.62%	46.6%	31.4%	23.0%	14.0%	10.3%
营业成本	-3,276	-4,800	-6,364	-7,825	-8,991	-9,905
% 销售收入	71.1%	71.1%	71.8%	71.7%	72.3%	72.2%
毛利	1,330	1,950	2,506	3,087	3,448	3,809
% 销售收入	28.9%	28.9%	28.2%	28.3%	27.7%	27.8%
营业税金及附加	-36	-53	-78	-87	-100	-110
% 销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-190	-262	-381	-469	-522	-576
% 销售收入	4.1%	3.9%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%
管理费用	-293	-408	-529	-611	-684	-741
% 销售收入	6.4%	6.0%	6.0%	5.6%	5.5%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	811	1,227	1,517	1,919	2,142	2,383
% 销售收入	17.6%	18.2%	17.1%	17.6%	17.2%	17.4%
财务费用	-18	-85	-112	-9	26	39
% 销售收入	0.4%	1.3%	1.3%	0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-50	-87	85	-113	-58	-62
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	50	0	2	2	3	4
% 税前利润	6.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
营业利润	793	1,055	1,493	1,800	2,112	2,364
营业利润率	17.2%	15.6%	16.8%	16.5%	17.0%	17.2%
营业外收支	16	23	8	10	13	14
税前利润	809	1,077	1,500	1,810	2,125	2,378
利润率	17.6%	16.0%	16.9%	16.6%	17.1%	17.3%
所得税	-106	-155	-235	-280	-329	-369
所得税率	13.1%	14.4%	15.7%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	703	922	1,265	1,529	1,796	2,009
少数股东损益	10	37	45	63	74	83
归属于母公司的净利润	693	885	1,220	1,466	1,722	1,926
净利率	15.1%	13.1%	13.8%	13.4%	13.8%	14.0%
			38%	20%	17%	12%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	703	922	1,265	1,529	1,796	2,009
少数股东损益	0	0	0	63	74	83
非现金支出	234	341	254	440	395	409
非经营收益	-21	21	101	17	-16	-18
营运资金变动	-688	-1,055	-103	-741	-500	-387
经营活动现金净流	229	228	1,518	1,308	1,749	2,097
资本开支	692	276	183	-204	137	236
投资	-22	0	-3,013	0	0	0
其他	20	0	0	2	3	4
投资活动现金净流	-694	-276	-3,196	206	-134	-232
股权募资	1,335	31	3,512	0	0	0
债权募资	-498	901	-401	-974	0	0
其他	-105	-661	-678	-29	-814	0
筹资活动现金净流	731	272	2,433	-1,003	-814	0
现金净流量	266	224	755	512	801	1,865

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	558	965	1,805	2,254	2,981	4,762
应收款项	4,307	7,323	7,197	8,788	9,847	10,669
存货	1,309	2,158	3,149	3,216	3,572	3,799
其他流动资产	326	492	450	504	562	608
流动资产	6,500	10,937	12,601	14,761	16,961	19,838
% 总资产	65.6%	69.0%	71.1%	76.2%	79.3%	82.1%
长期投资	0	0	141	141	141	141
固定资产	2,124	3,049	3,143	3,022	2,888	2,842
% 总资产	21.4%	19.2%	17.7%	15.6%	13.5%	11.8%
无形资产	935	1,664	1,693	1,293	1,240	1,189
非流动资产	3,412	4,920	5,124	4,602	4,415	4,319
% 总资产	34.4%	31.0%	28.9%	23.8%	20.7%	17.9%
资产总计	9,912	15,857	17,725	19,363	21,377	24,157
短期借款	799	1,385	974	0	0	0
应付款项	2,842	5,662	6,660	7,717	8,724	9,476
其他流动负债	171	198	155	996	206	226
流动负债	3,813	7,245	7,789	8,713	8,930	9,701
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	585	583	583	583	583
负债	3,823	7,830	8,372	9,295	9,513	10,284
普通股股东权益	5,689	7,689	9,024	9,676	11,398	13,323
少数股东权益	220	338	330	393	467	550
负债股东权益合计	9,911	15,857	17,725	19,364	21,378	24,158

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.609	0.778	0.899	1.080	1.269	1.419
每股净资产 (元)	5.159	6.760	6.651	7.131	8.400	9.819
每股经营现金净流 (元)	0.201	0.201	1.118	0.918	1.234	1.484
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.600	0.600	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.81%	11.51%	13.52%	15.15%	15.10%	14.45%
总资产收益率	6.99%	5.58%	6.88%	7.57%	8.05%	7.97%
投入资本收益率	11.12%	11.63%	14.27%	19.64%	19.40%	21.08%
增长率						
营业总收入增长率	20.62%	46.55%	31.40%	23.03%	13.99%	10.26%
EBIT 增长率	63.60%	51.29%	23.63%	26.54%	11.58%	11.28%
净利润增长率	73.91%	27.65%	37.85%	20.15%	17.46%	11.87%
总资产增长率	37.16%	59.98%	11.79%	9.25%	10.40%	13.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	279.1	292.1	272.2	270.0	265.0	260.0
存货周转天数	126.9	131.8	152.2	150.0	145.0	140.0
应付账款周转天数	177.5	169.8	159.4	155.0	150.0	145.0
固定资产周转天数	122.2	114.6	107.1	86.1	71.1	60.1
偿债能力						
净负债/股东权益	3.96%	12.07%	-3.02%	-16.93%	-20.49%	-30.37%
EBIT 利息保障倍数	44.2	14.4	13.6	215.1	-81.8	-61.6
资产负债率	38.57%	49.38%	47.23%	48.00%	44.50%	42.57%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

