

2018年09月25日

平高电气 (600312.SH)

平地起高台，特交龙头迎浪再启航

■公司是国际领先的电气开关龙头。平高电气是国家电网公司旗下产业单位，核心业务为高压、超高压、特高压交直流开关设备的研发、制造、销售和服务。目前公司在特高压 GIS 开关领域的市场占有率高达 40-45%。在直流断路器、切滤波器、直流穿墙套管等特高压直流领域也取得了显著的突破。2016 年集团核心配网资产上海天灵、平高威海和平高通用等 5 家子公司注入平高电气，加上子公司天津平高的全系列真空开关产品，公司在中低压配网领域形成了完整的产业体系。

■特高压建设高潮再起，公司特高压产品技术能力强市占率高。过往特高压项目在 08/09 年和 14/15 年出现两拨集中核准与建设期，能源局此次集中批复 14 条线路，同样意在拉基建稳增长。从节奏上来看，18/19 年将是核准大年，19/20 年将是设备厂交付高峰。14 条线路预计总投资规模在 2000 亿以上，平高电气有望获得 40-45 亿特高压 GIS 订单，再加上特直穿墙套管、避雷器等直流场设备，整体有望新增特高压相关订单 60 亿以上。公司当前在手仍有约 40 亿订单，我们判断 2018-2021 年公司特高压订单的交付规模大约在 20 亿、25 亿、40 亿和 15 亿左右，有望带来极大的业绩弹性。

■电网投资增速开始由骨干网向配网切换，公司在手配网订单充足。随着特高压骨干网架建成及新能源大规模接入，配网投资补欠账的进程正在加快。2017 年，我国 110KV 以下（含 110KV）电网投资规模达 3,064 亿元，2013-2017 年间投资复合增速达到 11.48%，投资结构占比达到了 57.4%。从行业动态来看，配网自动化、增量配电网及电力信息化等领域将成为投资重点。前 3 批增量配网和 3 批微网及多能互补示范项目将形成投资规模达 2,520 亿元。平高电气在手配网订单充足，2018 年以来，公司在中低压配网领域陆续中标金额达 36 亿元以上，较 2017 年配网相关业务的营收高出 40% 以上，我们预计公司有望在 18H2 到更多的配网订单。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 9.00 元。我们预计公司 2018/19/20 年收入增速分别为 0.1%、16.7%和 23.9%，净利润增速分别为 -30.3%、63.3%和 64.6%。基于过往电网基建对特高压相关公司的影响来看，每一波特高压建设高峰都伴随着相关公司经营业绩的大幅提升和股价的快速上涨。特高压大规模建设重启将给公司带来极大的业绩弹性，配网投资将有望强化业绩持续性。首次覆盖，给予公司“买入-A”评级，6 个月目标价 9.00 元，目标价对应 2018/19/20 年动态 P/E 分别为 28/17/10x。

■风险提示：1) 项目核准时间延后或行业竞争加剧；2) 大宗原材料价格大幅上涨；3) 订单中标率低于预期或订单交付不及时；4) 跨国经营和新业务模式风险。

公司深度分析

证券研究报告

一次设备

投资评级 买入-A

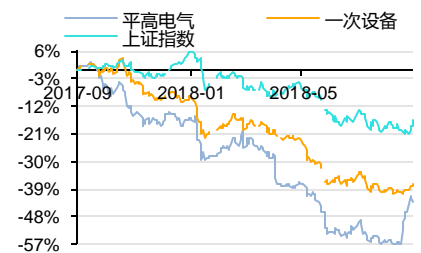
首次评级

6 个月目标价： 9.00 元
 股价 (2018-09-21) 6.48 元

交易数据

总市值 (百万元)	8,792.85
流通市值 (百万元)	8,792.85
总股本 (百万股)	1,356.92
流通股本 (百万股)	1,356.92
12 个月价格区间	4.92/11.98 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	26.81	25.37	-28.42
绝对收益	29.86	22.18	-44.98

邓永康 分析师
 SAC 执业证书编号：S1450517050005
 dengyk@essence.com.cn

吴用 分析师
 SAC 执业证书编号：S1450518070003
 wuyong1@essence.com.cn

彭广春 报告联系人
 penggc@essence.com.cn

丁肖逸 报告联系人
 dingxy@essence.com.cn

相关报告

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	8,869.7	8,959.8	9,019.1	10,489.1	12,991.1
净利润	1,219.9	630.5	439.3	717.5	1,181.1
每股收益(元)	0.90	0.46	0.32	0.53	0.87
每股净资产(元)	6.65	6.52	6.74	7.08	7.65
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	7.2	13.9	20.0	12.3	7.4
市净率(倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
净利润率	13.8%	7.0%	4.9%	6.8%	9.1%
净资产收益率	13.5%	7.1%	4.8%	7.5%	11.4%
股息收益率	9.3%	2.2%	1.7%	2.9%	4.7%
ROIC	19.4%	8.1%	4.8%	9.7%	11.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 特高压 GIS 龙头，配网业务始发力	5
1.1. 国际领先的电气开关龙头	5
1.2. 特高压 GIS 龙头	5
1.3. 集团核心配网资产于 2016 年整体注入	6
2. 稳增长电网基建提速，特高压建设高潮再起	8
2.1. 能源局规划 9 大输变电重点工程	8
2.2. 此次核准数量与节奏均超预期	8
2.2.1. 我国已建成投运 21 条特高压线路，在建 6 条	8
2.2.2. 特高压项目建设完成后电网投资规模及增速开始下滑	9
2.2.3. 此次规划 14 条线路，意在拉基建稳增长	9
2.3. 预计总投资规模在 2000 亿以上	10
3. 电网投资增速开始由骨干网向配网切换	13
3.1. 电网投资开始往配网端倾斜	13
3.2. 增量配网/微网逐步进入实质性建设阶段	14
3.3. 平高电气在手配网订单充足	15
4. 经营假设与盈利预测	17
4.1. 特高压项目订单情况预估	17
4.2. 关键经营假设	17
4.3. 盈利预测	18
5. 估值分析与投资建议	20
5.1. 估值分析	20
5.2. 投资建议	20
6. 风险因素	21
6.1. 行业层面	21
6.2. 公司层面	21

图表目录

图 1: 平高电气是国家电网产业单位	5
图 2: 平高电气主要子公司及产品	5
图 3: 平高电气 800 千伏 GIS	6
图 4: 平高电气 1100 千伏 GIS (皖电东送沪西站)	6
图 5: 特高压直流穿墙套管	6
图 6: 特高压直流穿墙套管外形结构	6
图 7: 上海平高天灵营收及预测 (亿元)	7
图 8: 平高通用营收及预测 (亿元)	7
图 9: 特高压项目建设完成后电网投资规模及增速开始下滑	9
图 10: 特高压也是基建投资的主力军	10
图 11: 2018/19 将是特高压项目核准的大年	10
图 12: 特高压 GIS 产品市场竞争格局	11
图 13: 110KV 以下 (含) 电网工程投资规模	13
图 14: 2017 年度我国电网投资结构	13

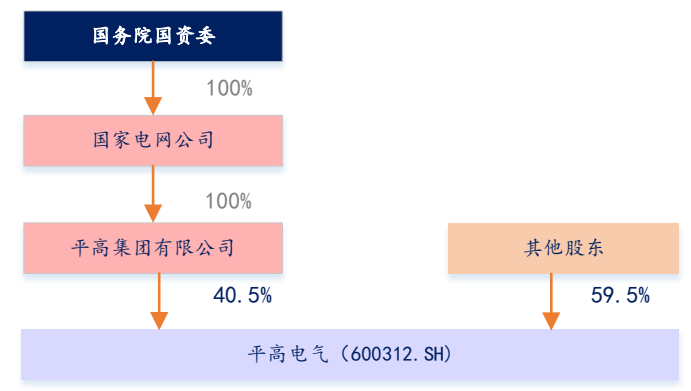
图 15: 配网供电可靠率目标 (单位: %)	13
图 16: 配网年均停电时间改造目标 (单位: 小时)	13
图 17: 配网自动化覆盖率 (单位: %)	14
图 18: 国网配电终端近年招标量 (台)	14
图 19: 平高电气配网及运维业务营收 (百万元)	15
图 20: 平高电气运维业务营收 (百万元)	15
图 21: 平高电气历史 PE Band	20
图 22: 平高电气历史 PB Band	20
表 1: 平高电气主要开关产品	5
表 2: 公司在中低压配网领域形成了完整的产业体系	6
表 3: 规划建设的 9 项重点输变电工程	8
表 4: 我国已建成投运特高压项目	8
表 5: 我国在建特高压项目	9
表 6: 14 条线路投资规模预计在 2000 亿以上	11
表 7: 国内高压开关设备竞争格局	11
表 8: 新增 14 条线路平高电气中标估算	12
表 9: 政策加大对增量配网与微网的支持	14
表 10: 增量配网/微网预计投资规模测算	15
表 11: 平高电气中标配网订单项目公告	16
表 12: 平高电气经营模型	18
表 13: 平高电气盈利预测	19
表 14: 平高电气可比公司估值	20

1. 特高压 GIS 龙头，配网业务始发力

1.1. 国际领先的电气开关龙头

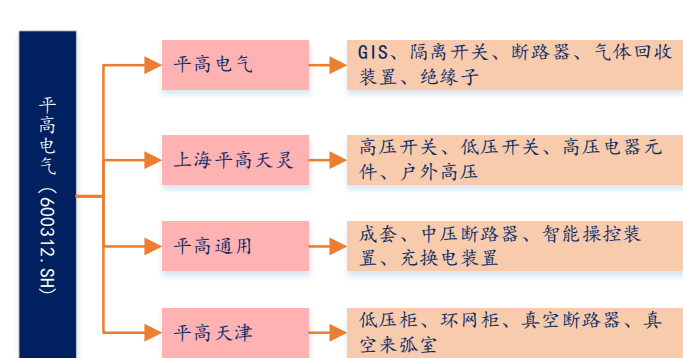
河南平高电气股份有限公司（简称“平高电气”）是国家电网公司全资子公司——平高集团有限公司控股的上市公司，公司核心业务为高压、超高压、特高压交直流开关设备的研发、制造、销售和服务。公司于 2001 年 2 月 21 日在上交所挂牌上市(股票代码：600312.SH)。

图 1：平高电气是国家电网产业单位



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：平高电气主要子公司及产品



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

1.2. 特高压 GIS 龙头

公司自上市以来，就着力耕耘在高压、超高压领域，并积极储备特高压技术。多年来，公司在高压、超高压、特高压输配电设备关键技术领域取得了重大突破，成功研制了我国第一台 220kV 敞开式 SF6 断路器、550kV SF6 断路器、第一套 220kV GIS、800kV GIS、816kV 和 1120kV 直流隔离开关、1100kV GIS、1100kV 旁路断路器/旁路隔离开关等一批拥有完全自主知识产权的高端产品，占领了世界开关领域制高点。

表 1：平高电气主要开关产品

序号	产品类型	简称	电压等级	备注
1	SF6 气体绝缘封闭式组合电器	GIS/H-GIS	72.5kV~1100kV	由断路器、母线、隔离开关、电压互感器、电流互感器、避雷器、套管 8 种高压/特高压电器组合而成的组合电器装备
2	SF6 罐式断路器开关设备	T-GCB	72.5kV~1100kV	
3	敞开式 SF6 断路器		72.5kV~1100kV	
4	交流隔离开关及接地开关		40.5kV~1100kV	
5	直流隔离开关及接地开关		10kV~1120kV	
6	直流 SF6 气体绝缘穿墙套管		±800kV ±1000kV	连接换流站阀厅内部和外部高电压大容量电气装备唯一电气贯通设备
7	开关核心配套零部件及其他		10kV~1120kV	液压/弹簧机构、复合绝缘子、SF6 气体回收充放装置、真空灭弧室等

资料来源：公司网站，安信证券研究中心

2006 年，公司中标国内第一条特高压示范线路晋东南-南阳-荆门 2 个 1100KV GIS，开启了公司的特高压业务征途。目前，公司已经是国内乃至全球领先的特高压 GIS 龙头，根据历年国网/南网招标及公司公告数据统计，目前公司在特高压 GIS 开关领域的市场占有率高达 40-45%。

图 3：平高电气 800 千伏 GIS



资料来源：公司资网站，安信证券研究中心

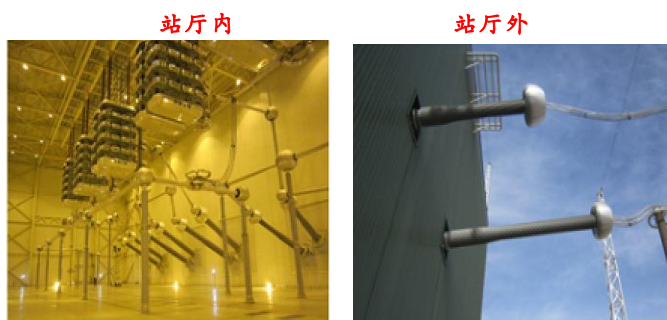
图 4：平高电气 1100 千伏 GIS（皖电东送沪西站）



资料来源：公司资料，安信证券研究中心

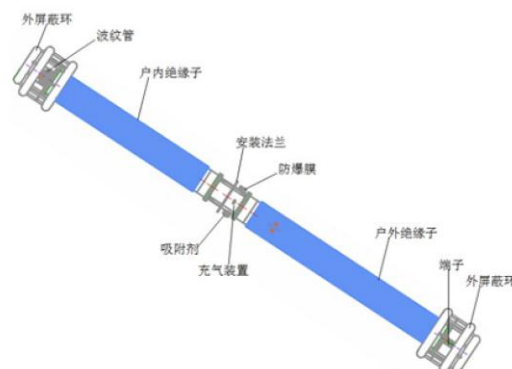
近年来，公司在直流断路器、切滤波器、直流穿墙套管等特高压直流领域也取得了显著的突破。直流穿墙套管是连接换流站阀厅内部和外部高电压大容量电气装备的唯一电气贯通设备，单体承载着全系统的电压和电流，堪称直流输电系统的“咽喉”。2017 年 7 月，由公司与中国西电、清华大学、西安交通大学等共同研制的两种结构的±1100 千伏直流穿墙套管全套试验完成并通过科技部验收。2018 年上半年，公司拥有全部自主知识产权和核心制造能力的全世首支±1000kV 级直流纯 SF6 气体绝缘穿墙套管交付。

图 5：特高压直流穿墙套管



资料来源：中国西电，平高电气，安信证券研究中心

图 6：特高压直流穿墙套管外形结构



资料来源：中国西电，平高电气，安信证券研究中心

1.3. 集团核心配网资产于 2016 年整体注入

2016 年 11 月，公司以 16.05 元/股发行 2.2 亿股募集资金 35.2 亿元用以收购平高集团旗下上海天灵、平高威海等 5 家子公司股权，并给这 5 家收购标的和 2 家全资子公司天津平高和平高印度工厂共增资 18.7 亿元（使用募集资金 4.84 亿元，公司自有资金 13.88 亿元）。上海天灵、平高威海和平高通用主要生产中低压配网产品，再加上公司天津平高的全系列真空开关产品，公司在中低压配网领域也形成了完整的产业体系。

表 2：公司在中低压配网领域形成了完整的产业体系

收购/注资子公司	主营业务与产品	子公司竞争力	收购股权比例	收购对价(亿元)	增资金额(亿元)		
					募集	自有	合计
上海天灵	生产配电控制设备，包括开关柜、环网柜、充气柜等	在中压开关领域能与 ABB 等知名公司同台竞技，特别是气体绝缘中压产品处于国际领先地位。	90%	8.95	0.99	-	0.99
平高威海	生产 24kV-170kV 的 GIS 和 72.5kV-252kV 的断路器	平高集团出口基地，公司多款 GIS 产品深受市场认可，远销东亚、中东、南美、西亚、东南亚等海外市场	100%	2.27	0.18	0.32	0.50
平高通用	生产开关柜、中压断路器、互感器、成套电器产品	网内户外中压断路器产品市占率在 30% 以上，互感器产品市占率达 10%。	100%	9.75	0.71	1.29	2.00

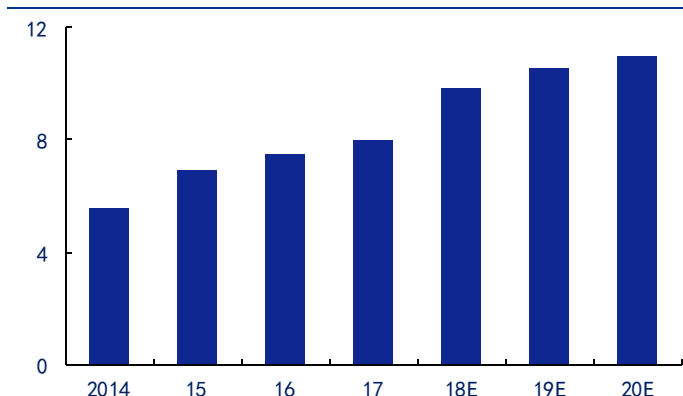
国际工程	国际电力工程项目一揽子解决方案、电力工程 EPC、输变电设备配套供货出口及相关项目售后服务	营销网络遍及亚非欧及南美各大洲，基本可覆盖国际电力项目招投标要求，拥有丰富的海外 EPC 执行经验。	100%	7.82	1.61	2.89	4.50
廊坊东芝	避雷器（串补、直流阀、潮流控制所需）	国内唯一一家提供串补、直流阀、潮流控制所需避雷器的厂商，拥有全球最先进的第三代阀片（避雷器核心部件）制造技术。	50%	1.39	-	0.20	0.20
天津平高	高端真空灭弧室、固封极柱、户内真空断路器、真空柱上开关和智能充气柜等系列真空开关产品和成套设备	全系列真空开关布局，以智能、环保、节能、长寿命、免维护为主要特征	-	-	1.35	2.43	3.78
印度工厂	生产 11kV-765kV 气体绝缘封闭组合电器，并具备 1200kV 产品的装配及试验条件	伴随国家“一带一路”战略，顺应“印度制造”对属地建厂的强制要求，抢先突破贸易壁垒，抢占市场份额。	-	-	-	6.76	6.76

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

上海天灵技术水平比肩 ABB 与 GE，重点布局华东市场。上海天灵是国内为数极少的能与 ABB 等知名跨国公司在中压开关领域同台竞技的优秀企业，主要产品为空气绝缘中压产品、充气柜、环网柜和低压柜。公司产品在智能变电站、地铁牵引供电、新能源发电接入等多个领域得到广泛应用。2017 年度上海天灵营业收入达到 8.02 亿元，较 2014 年接近翻倍，2014-2017 年间营收复合增速达到 18.4%。

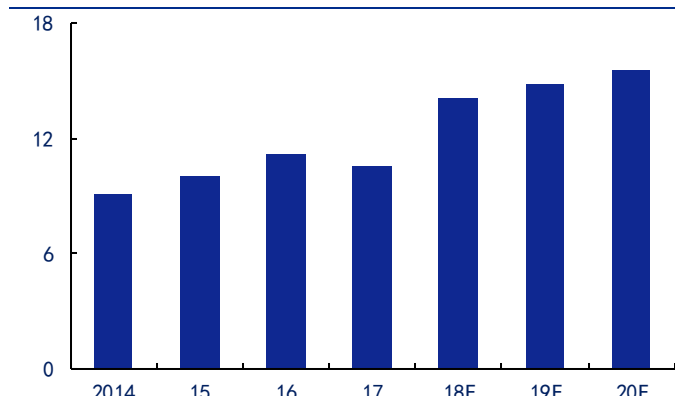
平高通用主要从事配电设备的生产和销售，侧重于中西部市场。平高通用专业从事中压断路器、中低压成套设备、智能控制设备和充换电设施等产品生产研发，并具备核心零部件的加工制造能力。公司在系统内市场户外中压断路器市场占有率在 30% 以上，互感器产品市场占有率达到 10%，开关柜产品市场占有率达 6% 左右。平高通用的主营业务主要服务于电力行业，少部分服务于大型工矿企业等客户及海外客户、民用配电。

图 7：上海平高天灵营收及预测（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心 备注：18-20 年营收参考公司资产注入时测算

图 8：平高通用营收及预测（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心 备注：18-20 年营收参考公司资产注入时测算

天津平高全系列真空开关布局，侧重北方市场。天津平高则拥有真空灭弧室、充气柜、电力电子及柱上开关 3 座现代化厂房，具备年产真空灭弧室 50 万只、真空系列开关 22 万台的能力。目前，天津平高已取得真空灭弧室、真空断路器、空气绝缘开关柜、充气柜、柱上开关等 103 种产品型式试验报告。

平高威海以中低压 GIS 为主，箱式 GIS 已经实现海外出口。平高威海目前主要产品为 24kV、72.5kV、126kV 和 170kV GIS，广泛应用于电网、发电厂、大型工矿企业、铁道电气化、城市电网和农村供电等输变电系统中。同时，平高威海也是公司重点的出口基地和产品检修运维基础，产品行销亚洲及南美等地区。公司与韩国帝龙公司合作开发的 72.5kV 两相 GIS 共计 4 个变电站 33 个间隔于 2012 年已经投入使用，24kV GIS（自主开发）和 170kV GIS（与韩国帝龙合作开发）在芬兰和韩国取得型式试验报告。

2. 稳增长电网基建提速，特高压建设高潮再起

2.1. 能源局规划 9 大输变电重点工程

9 项重点输变电工程将在 2018/2019 年核准开工。2018 年 9 月 7 日，国家能源局下发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》。通知指出，为加大基础设施领域补短板力度，发挥重点电网工程在优化投资结构、清洁能源消纳、电力精准扶贫等方面的重要作用，将加快推进青海-河南特直、张北-雄安特交等 9 项重点输变电工程建设。

表 3: 规划建设的 9 项重点输变电工程

序号	项目名称	项目方案	项目建设必要性	输电能力 (GW)	预计核准开工时间
1	青海-河南特高压工程	特直 1 条: ±800KV, 青海-驻马店 配套特交 2 条: 驻马店-南阳、驻马店-武汉	满足青海清洁能源送出及河南负荷需要	8	2018Q4
2	陕北-湖北特高压工程	特直 1 条: ±800KV, 陕北-武汉 配套特交 1 条: 荆门-武汉	满足陕北能源基地送出及湖北负荷需求	8	2018Q4
3	张北-雄安特高压工程	特交 1 条: 张北-雄安 1000KV 双回特高压交流	满足张北地区清洁能源外送及雄安地区清洁能源供电需求	6	2018Q4
4	雅中-江西特高压工程	特直 1 条: ±800KV, 雅中-南昌 配套特交 2 条: 南昌-武汉、南昌-长沙	满足四川水电外送需要, 及江西、湖南等华中地区用电需求	8	2018Q4
5	白鹤滩-江苏特高压工程	特直 1 条: ±800KV 直流工程, 白鹤滩-苏州/无锡	满足白鹤滩电站 (2021 年 6 月首台机组拟投运) 电源送出需要, 及江浙电力需求增长	8	2019
6	白鹤滩-浙江特高压工程	特直 1 条: ±800KV 直流工程, 白鹤滩-浙江	满足白鹤滩电站 (2021 年 6 月首台机组拟投运) 电源送出需要, 及江浙电力需求增长	8	2019
7	南阳-荆门-长沙特高压工程	特交 1 条: 南阳-荆门-长沙 1000KV 双回特高压交流	对华中电网网架结构进行加强, 提高受端电网的安全稳定水平	6	2019
8	云贵互联通道工程	±500KV 直流工程	云南贵州水火互济, 促进云南富余水电消纳	3	2019
9	闽粤联网工程	直流背靠背及配套工程	国家电网和南方电网互补余缺、互为备用和紧急事故支援	2	2019
合计		特直 5 条, 特交 7 条, 直流联网工程 2 条		57	

资料来源: 国家能源局, 安信证券研究中心

2.2. 此次核准数量与节奏均超预期

2.2.1. 我国已建成投运 21 条特高压线路，在建 6 条

从 2006 年至今，我国已建成投运 21 条特高压线路。2006 年，我国推动建设第一条晋东南——荆门 1000KV 特高压交流示范项目，并于 2009 年投运。到 2017 年底，我国累计已建成特高压线路 21 条，其中直流线路 13 条，交流线路 8 条。

表 4: 我国已建成投运特高压项目

	项目名称	启动时间	投运时间	电压等级/kV	特交/特直	投资 (亿元)	传输里程 (千米)
1	云南-广东	2006 年	2010 年	±800	特直	137	1,373
2	晋东南-湖北	2006 年	2009 年	1000	特交	57	654
3	向家坝-上海	2007 年	2010 年	±800	特直	233	1,908
4	锦屏-苏南	2009 年	2012 年	±800	特直	220	2,059
5	糯扎渡-广东	2011 年	2013 年	±800	特直	160	1,413
6	淮南-上海南环	2011 年	2013 年	1000	特交	192	1,297
7	哈密-郑州	2012 年	2014 年	±800	特直	234	2,210
8	溪洛渡-浙江金华	2012 年	2014 年	±800	特直	239	1,653
9	浙北-福州	2013 年	2014 年	1000	特交	189	1,206
10	宁夏宁东-浙江绍兴	2014 年	2016 年	±800	特直	237	1,720
11	淮南-上海北环	2014 年	2016 年	1000	特交	268	759
12	锡盟-山东	2014 年	2017 年	1000	特交	178	1,460
13	榆横-潍坊	2014 年	2017 年	1000	特交	253	2,098

14	山西晋北-江苏南京	2015 年	2017 年	±800	特直	162	1,100
15	锡盟-江苏泰州	2015 年	2017 年	±800	特直	178	1,620
16	上海庙-山东临沂	2015 年	2017 年	±800	特直	222	1,150
17	甘肃酒泉-湖南湘潭	2015 年	2017 年	±800	特直	298	2,447
18	蒙西-天津南	2015 年	2017 年	1000	特交	175	1,216
19	滇西北-广东深圳	2016 年	2017 年	±800	特直	170	1,929
20	扎鲁特-山东青州	2016 年	2017 年	±800	特直	221	1,234
21	锡盟-胜利	2016 年	2017 年	1000	特交	50	240

资料来源：中电联，国家电网，南方电网，安信证券研究中心

当前还有 3 交 2 直和苏通 GIL 综合管廊等 6 项特高压工程在建。除已建成的 8 交 13 直外，当前还有准东-皖南、北京西-石家庄等 3 交 2 直和淮南-南京-上海 1000kV 特高压交流输变电工程苏通 GIL 综合管廊工程特高压项目在建，大部分项目预期 2018/2019 年间将陆续投运。

表 5：我国在建特高压项目

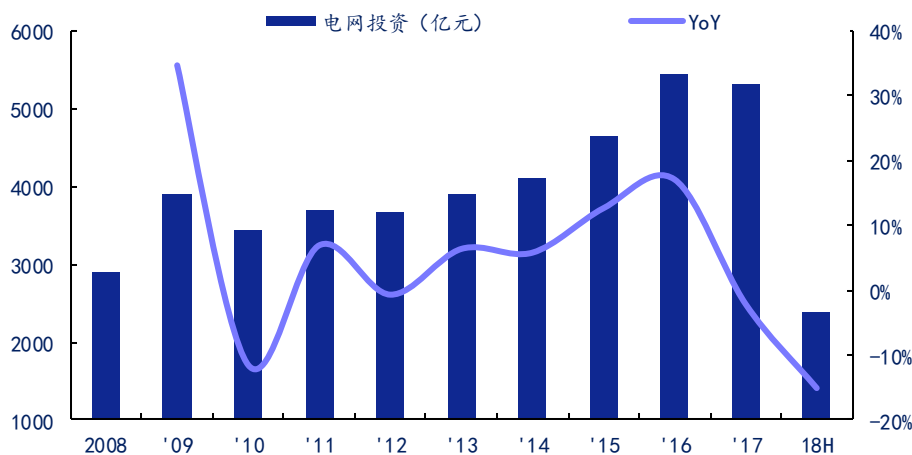
	项目名称	启动时间	投运时间	电压等级/kV	特交/特直	投资(亿元)	传输里程(千米)
1	准东-皖南	2016.01	2018 年底	±1100	特直	407	3,400
2	苏通 GIL 综合管廊工程	2016.08	2019 年底	1000	特交	47.6	35
3	北京西-石家庄	2017.07		1000	特交	37.9	228
4	山东-河北特高压环网	2017.10		1000	特交	140.4	819.5
5	蒙西-晋中	2018.03		1000	特交	49.6	304
6	昆柳龙直流工程	2018.05	2021 年底	±800	特直	240	1489

资料来源：中电联，国家电网，南方电网，安信证券研究中心

2.2.2. 特高压项目建设完成后电网投资规模及增速开始下滑

然而，随着前期核准的特高压项目基本建成投运而后续新增核准开工项目大幅减少，电网投资的整体规模增速也呈现出下滑趋势。2017 年电网投资总额为 5314 亿元，同比略有下滑。2018 上半年，电网投资完成额 2,036 亿元，累计同比下降 15.1%；1-7 月电网投资规模则进一步下滑，同比下降 17.3%。设备交付提前于线路投运，特高压设备企业的经营情况从 2017Q3 已经开始下滑。

图 9：特高压项目建设完成后电网投资规模及增速开始下滑

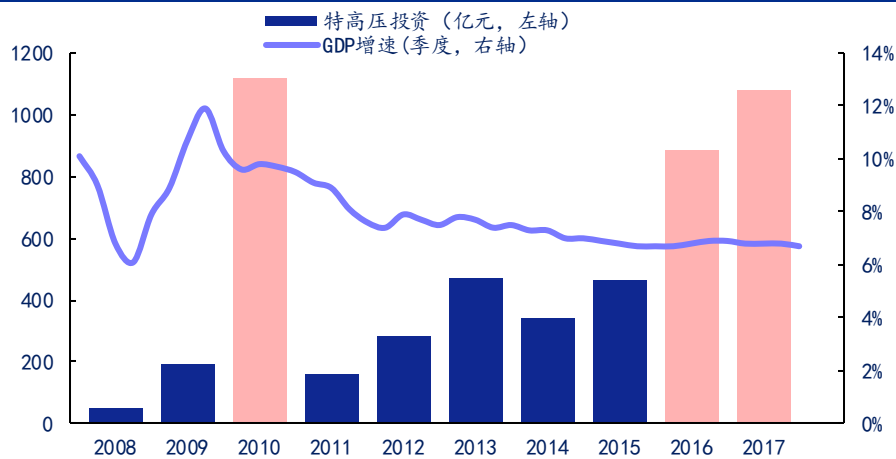


资料来源：中电联，国家电网，南方电网，安信证券研究中心

2.2.3. 此次规划 14 条线路，意在拉基建稳增长

能源局集中批复特高压项目，意在拉基建稳增长。从过往的基建投资来看，电网投资一直是基建的主力军之一。过往特高压项目出现两拨集中核准与建设期，第一拨集中在 2008/09 年，4 条特高压线路启动，2010 年特高压项目总投资规模达到了 1,118 亿元；第二拨是在 14/15 年，能源局集中批复 12 条治霾特高压通道，并在 16/17 年陆续投运，对应到投资来看 16/17 年特高压投资规模则分别达到了 886 亿元和 1,080 亿元。

图 10：特高压也是基建投资的主力军

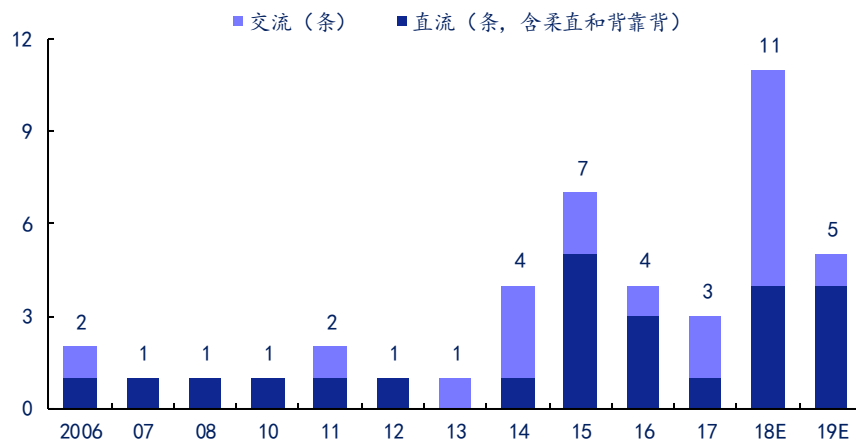


资料来源：中电联，Wind，安信证券研究中心

当前来看，我国经济面临一定的下行压力和外部贸易环境恶化，因此能源局再次启动了大规模电网投资。与此同时，新建的乌东德、白鹤滩两个大型水电站首台机组即将投运加上近年来新能源电站装机大规模增长，能源局加快对特高压项目审批节奏也有提前做好电源通道建设的必要性。这 9 项输电变工程中大部分线路已列入两家电网公司的年度工作计划，但此次批复的节奏比预期要快，同时还额外增加了特直配套交流特高压线路的规划。

从核准的节奏来看，18/19 年将是核准大年。此次，能源局规划建设 9 项重点输变电工程包含 5 条特高压直流、7 条特压交流和 2 条直流互联工程（云贵、闽粤），项目合计输电能力 57GW。其中，特高压 3 直 6 交项目将在 2018Q4 核准开工，其余项目将在 2019 年核准开工。

图 11：2018/19 将是特高压项目核准的大年



资料来源：国家发改委，安信证券研究中心

从落地节奏来看，19/20 年将是设备厂交付高峰。根据过往项目的情况来看，通常发改委核准后项目很快就进入开工阶段。而设备厂商也会根据项目落地方案提前备货，一般在项目开工 3-6 个月即进入产品交付阶段。我们预估，这 14 条线路和 18 年按原计划核准的 1 交 1 直项目将在 2019/20 年进入交付高峰期。

2.3. 预计总投资规模在 2000 亿以上

14 条线路预计总投资规模在 2000 亿以上。此次核准主要聚焦在特高压直流环节，共批复 5 条长距离特直线路；特交长距离线路 2 条，配套特直项目的区域内短距离特交线路 5 条。从

投资规模来看，通常长路离特高压线路的投资规模在 200-300 亿间，区域内短距离特高压线路投资规模在 50 亿以内，背靠背联网工程投资规模一般在 50-80 亿间。我们初步估算，直流 7 条线路的投资规模在 1100 亿-1400 亿之间，交流 7 条线路的投资规模在 700-900 亿间。

表 6：14 条线路投资规模预计在 2000 亿以上

类型	线路	数量	平均投资额 (亿元/条)	投资额预估 (亿元)
直流	特高压直流长线路	5 条	250	1,250
	直流背靠背工程	2 条	70	140
交流	特高压交流长线路	2 条	250	500
	特直配套短线路特交	5 条	50	250
合计		14 条		2,140

资料来源：国家发改委，能源局，中电联，安信证券研究中心估算

公司在特高压领域竞争优势明显。由于特高压项目涉及到能源与电力安全，2006 年国家发改委就明确提出我国特高压工程所需设备要立足国内，走自主化开发研制和国内供货的道路。同时要求 1000 千伏交流试验工程均采用 GIS 或 H-GIS，由中方控股企业制造，设备国产化率不应低于 70%。经过十多年的发展，我国特高压设备企业已形成具备自主知识产权的研发体系和核心制造能力。目前在特高压开关领域，主要的行业企业为平高电气、中国西电和新东北电气。

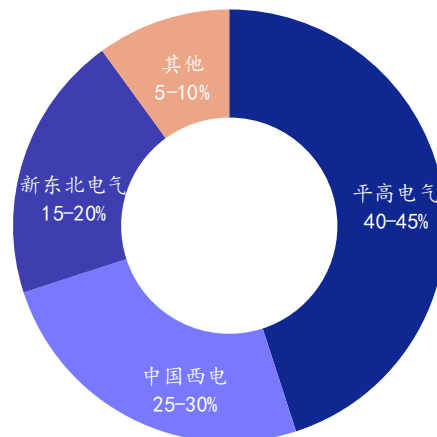
表 7：国内高压开关设备竞争格局

产品电压等级	数量	主要厂商
800kV 及以上	5 家	平高电气、中国西电、新东北电气、山东日立、湖南长高（仅生产隔离开关）
550kV	~10 家	平高电气、中国西电、新东北电气、中外合资企业和 5 家左右生产隔壁开关的国内企业
363kV	10-15 家	平高电气、中国西电、新东北电气、中外合资企业和少数国内其他企业
252kV	~20 家	平高电气、中国西电、新东北电气、中外合资企业和泰开电气、湖南长高等约 10 家国内其他企业
126kV	~40 家	平高电气、中国西电、新东北电气、中外合资企业和泰开、北京北开、江苏如高、湖南长高等 30 家国内其他企业

资料来源：各公司网站，北极星电力，安信证券研究中心

根据过往特高压项目招标的统计数据及上市公司公告信息来看，平高电气在特高压交流设备领域的中标占比一直保持在 40-45% 左右，同时特高压直流场开关设备领域保持较高的市场占有率。

图 12：特高压 GIS 产品市场竞争格局



资料来源：国网电子商务平台，南方电网，各公司公告，安信证券研究中心整理估算

此次新增核准 14 条线，公司有望新增特高压相关订单 60 亿以上。目前，14 条线路还没有明确的项目方案，特高压 GIS 的需求量要落地点数量相关。根据过往特高压线路的项目方案

及招标情况来看,我们预估此次新规划 14 条线路对于特高压 GIS 的用量在 120-130 个间隔。目前,特高压 GIS 的招标价格一般在 7000-8000 万/间隔。考虑到此次项目规划的背景为拉基建稳增长,我们预计建设的时间将在未来 3 年左右完成,而设备的交付则将集中在 2019/2020 年。再考虑当前大宗原材料价格的走势,我们预判招标价格将维持在 7000-8000 万/间隔,而且不排除有因交期紧产能不足而产生价格上涨的可能。

表 8: 新增 14 条线路平高电气中标估算

类型	线路	数量	GIS 用量 (间隔)	直流场设备 (亿元)	直流穿墙套管
直流	特高压直流长线路	5	20-30	20-25	20-25
	直流背靠背工程	2	20	10-12	5
交流	特高压交流长线路	2	35		0
	特直配套短线路特交	5	45		0
设备投资预估	数量/金额	14	130		
	预估单价 (万元)		7000-8000		
	预估设备规模 (亿元)		100	35	28
平高订单估算	中标占比假设		45%	40%	20%
	预估中标金额 (亿元)		45	14	5.6

资料来源: 国家能源局, 国网电子商务平台, 南方电网, 安信证券研究中心测算

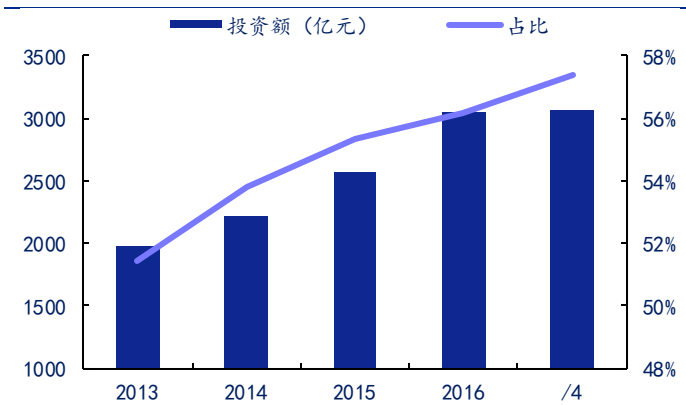
以上述对 GIS 间隔的要求和价格情况来看,我们估算平高电气在新增的 14 条线路中仅特高压 GIS 的中标金额有望达到 40-45 亿。此外公司还有特高压直流穿墙套管、直流避雷器等直流场设备,我们整体估算公司的特高压相关订单将超过 60 亿。

3. 电网投资增速开始由骨干网向配网切换

3.1. 电网投资开始往配网端倾斜

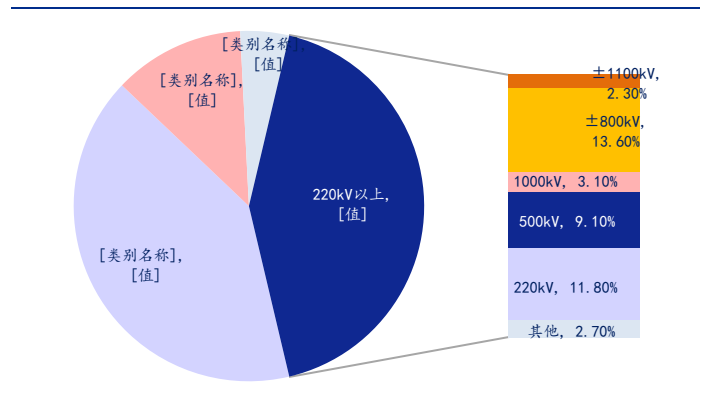
补欠帐迫在眉睫，我国电网投资开始往配电网倾斜。为缓解我国的电力生产和消费区位上的不平衡问题，前些年电网投资的重心在于建设特高压网络搭构建能源输送通道。近年来，随着特高压骨干网架建成及新能源大规模接入，配网投资补欠账的进程正在加快。2017年度，我国110KV以下（含110KV）电网工程新增建设投资规模达到3,064亿元，2013-2017年间投资复合增速达到11.48%。而从投资结构来看，110KV以下（含110KV）电网工程在电网投资中的占比也从2013年的51.5%上升达到了57.4%，平均每年提升1.48Pcts。

图 13：110KV 以下（含）电网工程投资规模



资料来源：中电联，安信证券研究中心

图 14：2017 年度我国电网投资结构

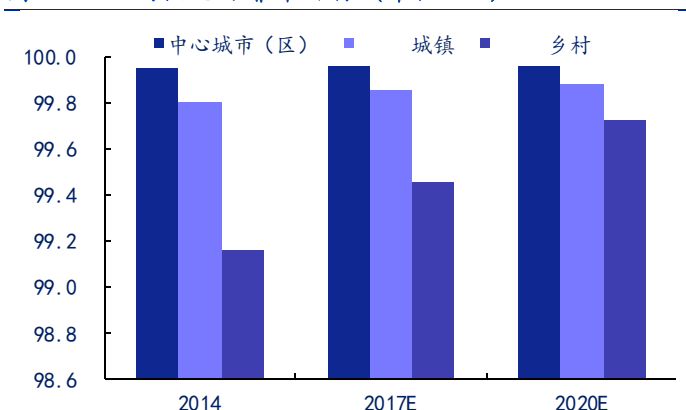


资料来源：中电联，安信证券研究中心

从稳增长的角度看，配电网建设更具有长期促进作用。终端能源电力化和能源碎片化，是未来我国能源发展的两大趋势。能源碎片化既体现在分布式光伏、分散式风电、燃气发电等接近于用电负荷的分布式电源的大量接入，也体现在新电改“管住中间，放开两头”后，政府、企业等非电网主体进入增量配网、工业园区等能源微网运营与售电业务。从当前我国电力行业发展态势来看，未来配网投资将是智能电网建设最为关键的环节，其中配网自动化、增量配电网及电力信息化等领域将成为投资重点。

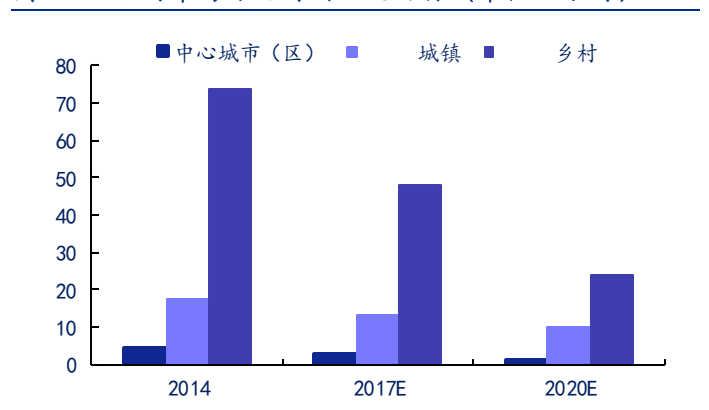
配网投资规划 2 万亿，城市配电网的自动化提升迫在眉睫。依据《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》提出的目标，在 2015-2020 年，配电网建设改造投资至少 2 万亿元。过去几年投资低于预期，若要完成目标值，2018-2020 平均投资将达 3,773 亿元。城市配电网自动化率提升的目标在于提高供电可靠性，减少停电时间。

图 15：配网供电可靠率目标（单位：%）



数据来源：《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》，安信证券研究中心

图 16：配网年均停电时间改造目标（单位：小时）



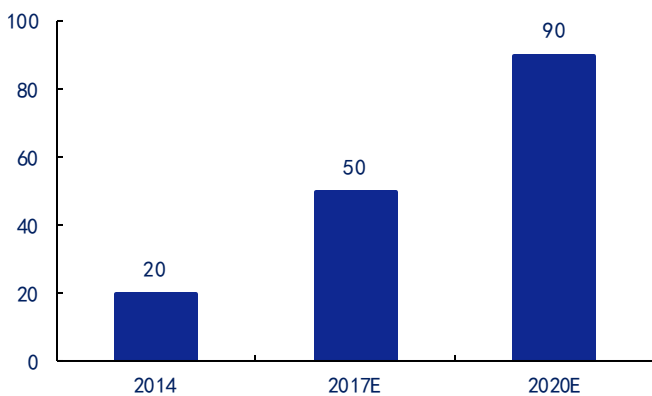
数据来源：《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》，安信证券研究中心

城市配网自动化率低，分布式大量接入加剧问题紧迫性。国家电网 2016 年城市配网自动化覆盖率仅达到 38.26%。重点城市市区配网自动化覆盖率仅 55.75%，距离发达国家法国

(90%)、日本(100%)等的标准及《配电网建设改造行动计划(2015-2020年)》提出的90%目标相距甚远。北京、上海等一线城市户均停电时间近50分钟,是东京和巴黎的近10倍,城市自动化率提高可提高城市供电可靠性,大幅降低停电时间。

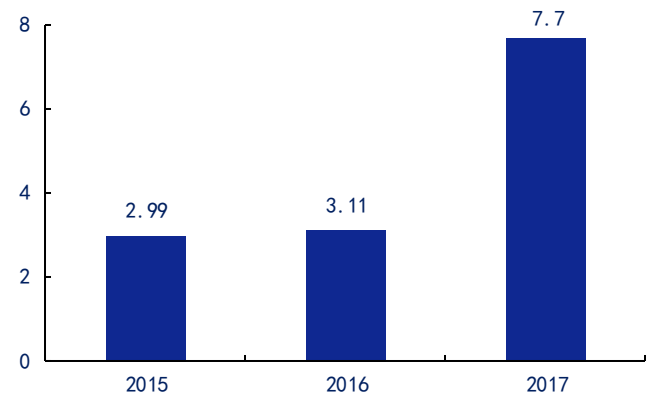
分布式电源的大规模接入,也对配网自动化提出新的要求。分布式光伏、分散式风电、燃气、多能互补等分布式能源直接接入配电网就地消纳,对配电网产生一定的扰动,对配电网的稳定性提出一定的要求。提升城市配电网自动化水平,进而通过对配网运行的数据,监测、采集、分析、智能优化,使大量分布式并入配网成为可能。2017年我国分布式光伏新增装机容量超过15GW,未来还将保持高位。此外还有新能源车充电桩等不可预测性大功率负荷正在不断增加,传统的配网体系难以承受这种扰动和冲击,这也加剧了配网自动化率提升的紧迫性。

图 17: 配网自动化覆盖率(单位: %)



资料来源:《配电网建设改造行动计划(2015-2020年)》,安信证券研究中心

图 18: 国网配电终端近年招标量(台)



资料来源:国家电网,安信证券研究中心

按照国家电网公司规划,2018年配网自动化覆盖率的目标是60%,较2017年提高10个百分点,从招标情况看,2017年配网自动化招标高增长,2018年第一批招标已经超过了2017年的25%。预计全年仍会维持较高增速。

3.2. 增量配网/微网逐步进入实质性建设阶段

“电改9号文”放开售电与增量配网。自2015年3月“电改9号文”出台以来,电力行业体制改革进展显著。“电改9号文”的核心要义在于:“放开两头”引投资,“管住中间”降电价,并提出了完善电力市场化交易机制,需求侧管理、放开售电业务等七大重点任务。在配用电侧,关注度最高的则是售电业务放开和增量配网建设。

表 9: 政策加大对增量配网与微网的支持

时间	政策文件	主要内容
2018.04.18	《关于规范开展第三批增量配电业务改革试点的通知》	确定第三批97个增量配电网项目
2017.09.07	《增量配电业务配电区域划分实施办法》讨论会	研讨《增量配电业务配电区域划分实施办法》
2017.08.22	《电力体制改革专题会议纪要》	第一批试点项目中电网企业控股/参股的项目不得超过50%
2017.07.24	《推进并网型微电网建设试行办法》	明确微电网的定位、定义、并网、补贴、交易等
2017.07.20	《关于请报送第二批增量配电业务改革试点项目的通知》	要求报送第二批增量配网试点项目,第一批试点在9月底前确定业主方
2017.05.05	《关于印发新能源微电网示范项目名单的通知》	确定28个微电网示范项目
2016.11.27	《第一批增量配电业务改革试点》	确定第一批105个增量配电网项目
2016.10.11	《有序放开电网业务管理办法》	明确配电网业务管理办法及参与资质,鼓励社会资本参与增量配电网业务
2015.11.30	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	下发“电改9号文”的6个配套文件

资料来源:国家发改委,能源局,安信证券研究中心

前3批增量配网291个项目确定,微网/多能互补等107个项目陆续落地。在第一批106个增量配网项目评定之后,23个多能互补试点、56个能源互联网试点、以及28个微电网试点项目相继出台。其中微电网项目可以看成增量配网项目的延伸,增量配电网主要是指110KV

或者 220KV 以下的电网，而微电网的范围主要限定在 35KV、20MW 以内的可实现大部分自我供给平衡的电网。微电网可实现 50%以上的电量自给率，因为包含多种电源，微电网除可提供配电服务外，还可更好的提供综合能源的增值服务和辅助服务。同时也将带动新能源和储能的发展，前期 28 个示范项目可带来的新增光伏装机为 899MW，新增的电储能装机超过 150MW。2017 年 7 月和 2018 年 4 月，发改委先后核准了第二批和第三批共 186 个增量配网的试点园区

表 10：增量配网/微网预计投资规模测算

项目名称	批准时间	数量	预计投资规模 (亿元)
第 1 批增量配网	2016.11.27	105	400
第 2 批增量配网	2017.11.21	89	320
第 3 批增量配网	2018.04.18	97	350
首批多能互补示范工程	2016.12.26	23	1,000
首批能源互联网示范项目	2017.03.06	56	400
首批微电网试点项目	2017.05.11	28	50
合计		398	2,520

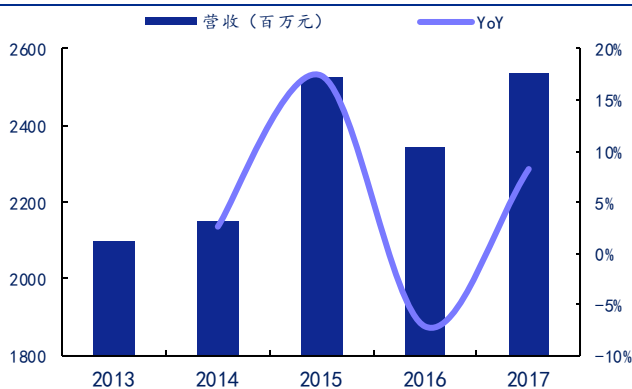
资料来源：国家发改委，安信证券研究中心测算

预估这些项目的总投资规模将达到 2,520 亿元。增量配网的投资额根据覆盖范围和负载情况，所需变电站、电缆等设备的数量不一。根据部分已经招标的增量配网和微网项目的投资情况，我们简单测算，前三批增量配网和三批微网及多能互补等示范项目的总投资规模将达到 2,520 亿元。

3.3. 平高电气在手配网订单充足

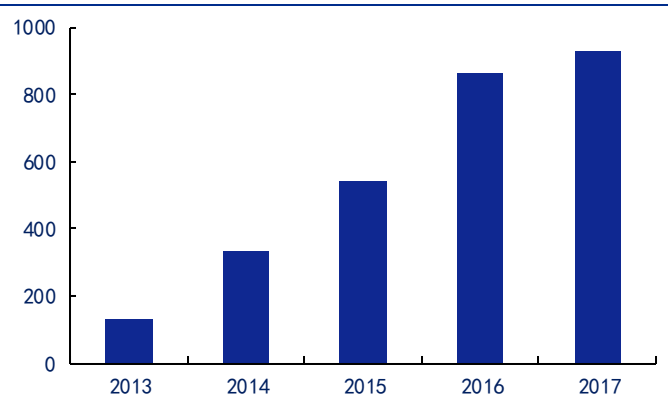
公司中低压配网业务体系已经完备。2016 年集团优质资产注入后，平高电气在中低压配网领域基本形成了完整的产业体系。资产注入的上海平高天灵、平高威海和平高通用主要生产中低压配网产品，全资子公司天津平高的主要产品则是全系列真空开关产品。除了拓展网内及网外的设备采购招标外，公司与通过平高集团和国网租赁渠道，积极与各网省公司拓展配网租赁项目和配网运维项目。2017 年度公司中低压配网业务规模达到了 16.1 亿元，同比增长 8.9%；运维业务营收规模达到了 9.27 亿元，2014-2017 年间该运维业务的复合增速达到了 40.7%。

图 19：平高电气配网及运维业务营收（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心 备注：已将注入配网资产的营收加回到 2013-2015 年度

图 20：平高电气运维业务营收（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司中低压配网在手订单充足。2018 年以来，公司在中低压配网领域陆续中标金额达 36 亿元以上，中标金额较 2017 年度配网相关业务的营收规模高出 40%以上。其中，2018 年 9 月 21 日，公司控股股东平高集团与国家电网浙江省电力有限公司签订一批输配变电项目合同，项目合同总金额高达 16.70 亿元。由于平高集团的主要资产均在上市公司，这 16.70 亿

元配网订单的相关主设备将由平高电气及下属子公司提供。配网租赁模式未来有望在浙江以外的区域得到进一步推广，我们预计公司有望在今年下半年拿到更多的配网订单。

表 11：平高电气中标配网订单项目公告

中标时间	中标项目	中标金额（亿元）
2018.09.16	平高集团与浙江省网签订输配变电项目合同	16.70
2018.08.28	国网输变电项目及配网协议库存招标中标	5.24
2018.07.19	国网变电设备招标及世国会 110KV 输变电工程设备招标	3.54
2018.06.05	国网输变电项目及蒙能配网工程招标	4.77
2018.02.14	国网输变电项目 2018 年第一次变电设备	3.00
2017.12.23	国网输变电项目 2017 年第六次变电设备招标	3.59
合计		36.84

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 经营假设与盈利预测

4.1. 特高压项目订单情况预估

1、新增 14 条项目：

在上文中我们对 14 条线路的情况参照线路长度和过往项目落地/招标情况进行了估算，GIS 总量预计在 120-130 个间隔。我们估算平高电气在新增的 14 条线路中仅特高压 GIS 的中标金额有望达到 40-45 亿。此外公司还有特高压直流穿墙套管、直流避雷器等直流场设备，我们整体估算公司的特高压相关订单将超过 60 亿。

2、已核准未招标项目：

2018 年 3 月，发改委核准了蒙西-晋中 1000kV 特高压交流项目，双回路 2*304 公里，工程动态投资规模约 49.6 亿元，目前项目尚未招标。根据项目方案，将在蒙西和晋中特高压变电站各扩建 2 个 1000kV 出线间隔。

3、公司在手未交付订单：

2018 年 1 月，公司公告在北京西-石家庄特高压交流工程和山东-河北 1000kV 特高压交流环网工程中标 6.95 亿。结合公司之前的中标公告及上半年销售情况，我们预估公司目前在手的特高压 GIS 订单约 17-18 个，按特高压项目前期规划情况来看，这些订单基本上要在 2018 年内交付完成。从金额上判断，我们估算公司特高压 GIS 在手订单约 20 亿（含网外项目），穿墙套管、避雷器、接地开关柜等辅设备加起来约有 40 亿。

根据此次特高压项目审批及前期核准在建项目的规划方案，我们判断 2018-2021 年公司特高压订单的交付规模大约在 20 亿、25 亿、40 亿和 15 亿左右。

4.2. 关键经营假设

1、特高压项目

2018-2021 年公司特高压订单的交付规模大约在 20 亿、25 亿、40 亿和 15 亿左右，常规产品（GIS、隔离开关、接地开关、旁路开关等）毛利率水平保持在 30-40% 水平；直流断路器、切滤波器、直流穿墙套管等产品毛利率水平保持在 35%-45%。

2、中低压配网

行业未来每年增长保持在 15% 以上，公司中低压配网业务增长略高于行业整体增速。随着公司业务规模的扩大，中低压配网产品的毛利率水平有所提升。

3、运维业务：

运维业务一直是平高电气和控股股东平高集团非常重视的业务板块，2013-2016 年间该业务呈现快速增长，2017 年回归到常态增速（7%），我们预估未来几年该业务增长平稳。

4、国际业务：

截止 2017 年底，公司国际工程业务在手订单约 20.5 亿元，我们假设公司该业务增长和毛利率水平均保持平稳。

5、其他事项：

2016 年集团资产注入时，对于注入资产的业绩承诺 2016/17/18 分别为 2.12 亿元、2.71 亿元和 3.47 亿元，我们假设注入的 5 家公司能顺利完成 2018 年业绩承诺并且未来能持续稳定经营。

综上所述，基于行业未来发展情况及公司自身经营情况和中标订单分析，我们对平高电气未来几年经营预测如下表所示：

表 12：平高电气经营模型

一、高压板块	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入 (百万元)	2,594	3,464	4,492	5,475	5,039	3,275	4,029	5,439
YoY		33.54%	29.68%	21.88%	-7.96%	-35.00%	23.00%	35.00%
成本 (百万元)	1,877	2,420	3,026	3,618	3,793	2,457	2,917	3,753
YoY		28.93%	25.04%	19.56%	4.84%	-35.24%	18.74%	28.66%
毛利率	27.64%	30.14%	32.64%	33.92%	24.73%	25.00%	27.60%	31.00%
二、中低压及配网板块	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入 (百万元)	726	673	705	1,479	1,610	3,220	3,703	4,444
YoY		-7.30%	4.75%	109.79%	8.86%	100%	15%	20%
成本 (百万元)	570	551	597	1,217	1,457	2,898	3,296	3,866
YoY		-3.33%	8.35%	103.85%	19.72%	98.90%	13.72%	17.30%
毛利率	21.49%	18.13%	15.32%	17.71%	9.50%	10.00%	11.00%	13.00%
三、国际业务板块	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入 (百万元)	-	-	99	933	1,157	1,273	1,400	1,610
YoY				842.42%	24.01%	10%	10%	15%
成本 (百万元)	-	-	88	790	1,002	1,101	1,211	1,385
YoY				797.73%	26.84%	9.87%	10.00%	14.34%
毛利率			11.11%	15.33%	13.40%	13.50%	13.50%	14.00%
四、运维服务板块	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入 (百万元)	133	333	540	865	927	1,020	1,122	1,256
YoY		150.38%	62.16%	60.19%	7.17%	10%	10%	12%
成本 (百万元)	76	208	413	662	696	770	841	936
YoY		173.68%	98.56%	60.29%	5.14%	10.61%	9.27%	11.25%
毛利率	42.86%	37.54%	23.52%	23.47%	24.92%	24.50%	25.00%	25.50%
五、其他业务	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入 (百万元)	367	137	44	118	228	233	237	244
YoY		-62.67%	-67.88%	168.18%	93.22%	2%	2%	3%
成本 (百万元)	313	97	61	77	166	167	171	176
YoY		-69.01%	-37.11%	26.23%	115.58%	0.87%	2.00%	3.00%
毛利率	14.71%	29.20%	-38.64%	34.75%	27.19%	28.00%	28.00%	28.00%
合计	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入 (百万元)	3,820	4,607	5,880	8,870	8,961	9,020	10,491	12,993
YoY		20.60%	27.63%	50.85%	1.03%	0.66%	16.30%	23.85%
成本 (百万元)	2,836	3,276	4,185	6,364	7,114	7,393	8,435	10,115
YoY		15.51%	27.75%	52.07%	11.79%	3.92%	14.10%	19.91%
毛利率	25.76%	28.89%	28.83%	28.25%	20.61%	18.04%	19.59%	22.15%

资料来源：Wind，安信证券研究中心测算

4.3. 盈利预测

基于以上经营假设，通过模型测算得出平高电气 2018/19/20 年营收分别为 90、105 和 130 亿元，增速为 0.1%、16.7%和 23.9%；归属母公司所有者净利润分别为 4.39 亿元、7.18 亿元和 11.81 亿元，增速分别为-30.3%、63.3%和 64.6%；对应 EPS 分别为 0.32/0.53/0.87 元。公司当前股价为 6.48 元，对 2018/19/20 年估值分别为 20/12/7x。

表 13: 平高电气盈利预测

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	8,869.7	8,959.8	9,019.1	10,489.1	12,991.1
净利润	1,219.9	630.5	439.3	717.5	1,181.1
每股收益(元)	0.90	0.46	0.32	0.53	0.87
每股净资产(元)	6.65	6.52	6.74	7.08	7.65
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	7.2	13.9	20.0	12.3	7.4
市净率(倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
净利润率	13.8%	7.0%	4.9%	6.8%	9.1%
净资产收益率	13.5%	7.1%	4.8%	7.5%	11.4%
股息收益率	9.3%	2.2%	1.7%	2.9%	4.7%
ROIC	19.4%	8.1%	4.8%	9.7%	11.3%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5. 估值分析与投资建议

5.1. 估值分析

平高电气以研发制造高压、超高压、特高压交直流开关设备为主，未来将往配网、储能等领域做重点拓展。与公司业务类型比较相近的公司主要有国网系的许继电气、国电南瑞以及网外的中国西电、特变电工、新东北电气、长高电气等，我们选取前四家公司作为公司的可比公司做估值参考。

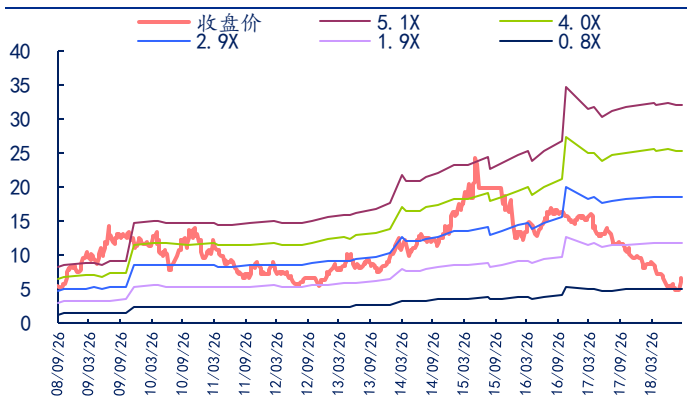
表 14：平高电气可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			PB
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	
601179.SH	中国西电	3.56	182	0.18	0.09	0.11	20	39	31	0.9
600089.SH	特变电工	7.09	263	0.59	0.66	0.78	12	11	9	0.9
000400.SZ	许继电气	9.34	94	0.61	0.59	0.66	15	16	14	1.2
600406.SH	国电南瑞	17.25	791	0.71	0.85	1.00	24	20	17	3.2
平均							18	21	18	2
600312.SH	平高电气	6.48	88	0.46	0.32	0.53	14	20	12	1.0

资料来源：Wind，安信证券研究中心 备注：平高电气为安信证券预测值，其余均为 Wind 一致预测

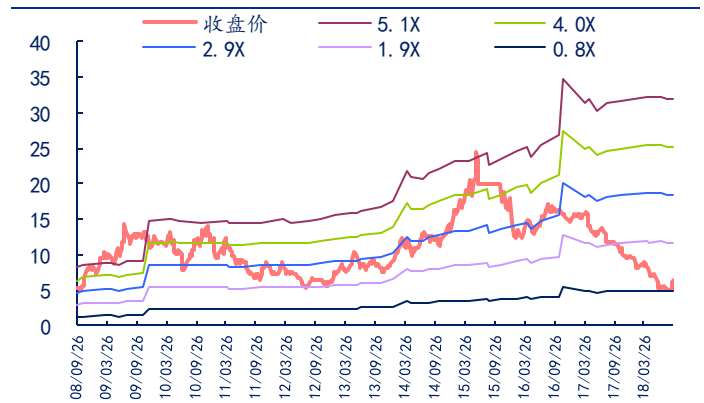
由于特高压设备交付主要集中 2019/20 年，业绩也主要体现在这两年，以 2019/20 年的动态估值水平及当前公司的 PB 情况来看，当前估值处于较低位置。而参考公司历史 PE/PB Band 及特高压核准与交付时点的估值水平来看，公司当前估值也处于历史低位。

图 21：平高电气历史 PE Band



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：平高电气历史 PB Band



资料来源：Wind，安信证券研究中心

5.2. 投资建议

特高压将带来极大的业绩弹性，配网有望增强业绩持续性。公司是国际领先的电气开关龙头，公司在特高压 GIS 开关领域技术实力突出市场占有率长年保持在 40-45%。特高压产品毛利率水平高利润贡献大，此次电网基建提速 14 条高压/特高压项目规划出台，预计将在未来 2-3 年内陆续建成投运。公司当前特高压在手订单约 40 亿元，新增规划项目预计将会给公司带来 60 亿以上的特高压项目订单，在不考虑“十四五”新增核准特高压线路的前提下，公司将在 2019/20 年呈现出快速增长势头。若考虑到未来特高压环网建设、配网补欠帐及电力装备出海顺利推进，我们认为公司的业绩持续性还会进一步增强。

投资建议：首次覆盖给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价 9.00 元。基于过往电网基建对特高压相关公司的影响来看，每一波特高压建设高峰都伴随着相关公司经营业绩的大幅提升和股价的快速上涨。考虑到此次电网基建节奏超预期，数量多交期短，我们建议重点关注平高电气。首次覆盖，给予公司“买入-A”投资评级，6 个月目标价 9.00 元。

6. 风险因素

6.1. 行业层面

1、项目核准时间延后。特高压项目的核准一般在能源局批复之后仍需要国家发改委核准，此次 14 条项目按照国家能源局规划将有 3 直 6 交在 18 Q4 得到核准，另有 4 直 1 交将在 2019 年得到核准，如果项目核准因内外部原因滞后则将影响项目的开工及设备交付，直接影响相关公司的业绩。

2、大宗原材料价格大幅上涨。电气设备产品主要使用铜、银、钢等金属原材料，根据长江有色数据铜材价格从 2017 年中的 4.5 万元/吨一直上涨，18 年上半年达到了 5.5 万元/吨，近期则维持在 5 万元/吨。未来电网基建整体提速，对于铜、银等原材料需求会增加，如果未来这些原材料价格出现大幅上涨则会影响相关公司的盈利能力。

3、行业竞争加剧。特高压产品领域的新进入者仍有一定的增加，特交 GIS 领域山东日立已经取得一定的订单，在直流换流阀领域荣信汇科和特变电工新疆新能源在 2018 年 8 月底招标的昆柳龙三端柔性直流输电工程中分别中标 8.6 亿元和 6.9 亿元柔直换流阀。

6.2. 公司层面

1、订单中标率低于预期。我们根据过往公司在历次特高压项目中的中标情况对公司在未来 14 条项目中的可能中标间隔数进行了预估，如果未来行业环境发生变化公司中标率低于此次历史数据，则将会影响公司的业绩。

2、订单交付延期。基于增加电网基建稳增长背景下，能源局此次集中批复 14 条线路，这些线路将在未来 2-3 年内形成交付。从核准的数量和节奏上来看，均超过企业预期。此前的特高压项目核准开工及招标，公司都有预期并会提前备货。如果未来公司产能不足或因其他因素影响导致无法按期交付，则将会影响公司的合同规模与业绩体现。

3、跨国经营风险。海外电网工程项目也是公司发展的重点业务，当前公司在手海外订单超过 20 亿，如果海外市场出现经营环境恶化或汇率大幅波动，则可能会影响公司海外业务的拓展和盈利能力。

4、新业务商业模式风险。公司正在积极推进配网租赁、变电站运维、配网节能、电厂/电网/用电侧储能等新业务，这些新业务的模式不同于过往国网/南网集招集采，将增加公司的经营管理难度。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,869.7	8,959.8	9,019.1	10,489.1	12,991.1	成长性					
减:营业成本	6,364.1	7,114.2	7,391.7	8,434.3	10,113.7	营业收入增长率	52.1%	1.0%	0.7%	16.3%	23.9%
营业税费	78.3	85.4	81.9	95.9	120.2	营业利润增长率	50.0%	-47.8%	-31.0%	64.0%	64.9%
销售费用	381.5	378.4	423.9	451.9	549.6	净利润增长率	47.6%	-48.3%	-30.3%	63.3%	64.6%
管理费用	529.0	473.6	510.2	580.6	704.5	EBITDA 增长率	50.6%	-36.8%	-21.5%	34.0%	45.2%
财务费用	111.6	95.0	68.1	43.7	56.3	EBIT 增长率	50.2%	-46.0%	-30.1%	52.7%	63.2%
资产减值损失	-85.2	63.2	11.0	6.3	6.8	NOPLAT 增长率	50.1%	-46.8%	-29.3%	52.7%	63.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.2%	18.0%	-23.6%	39.1%	-5.3%
投资和汇兑收益	2.1	20.5	4.5	4.1	11.7	净资产增长率	46.9%	-1.9%	3.3%	5.2%	8.1%
营业利润	1,492.5	778.6	536.9	880.3	1,451.7	利润率					
加:营业外净收支	7.8	5.7	1.8	3.6	3.7	毛利率	28.2%	20.6%	18.0%	19.6%	22.1%
利润总额	1,500.4	784.3	538.6	883.9	1,455.4	营业利润率	16.8%	8.7%	6.0%	8.4%	11.2%
减:所得税	235.3	137.7	85.1	139.7	230.0	净利润率	13.8%	7.0%	4.9%	6.8%	9.1%
净利润	1,219.9	630.5	439.3	717.5	1,181.1	EBITDA/营业收入	21.9%	13.7%	10.7%	12.3%	14.4%
						EBIT/营业收入	18.1%	9.7%	6.7%	8.8%	11.6%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	95	115	120	98	74
货币资金	1,805.3	1,620.9	1,990.6	839.1	1,039.3	流动营业资本周转天数	151	190	174	170	181
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	424	535	502	474	461
应收账款	6,943.6	8,211.1	6,028.3	10,265.4	10,622.7	应收账款周转天数	250	304	284	280	289
应收票据	253.5	560.0	84.1	704.6	323.5	存货周转天数	92	126	110	113	113
预付账款	337.5	404.8	503.2	429.5	709.1	总资产周转天数	602	742	705	640	586
存货	3,148.7	3,134.3	2,401.0	4,182.8	3,950.6	投资资本周转天数	322	391	371	330	302
其他流动资产	112.3	108.2	89.5	103.3	100.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.5%	7.1%	4.8%	7.5%	11.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.1%	3.4%	2.8%	3.5%	5.8%
长期股权投资	140.8	153.5	153.5	153.5	153.5	ROIC	19.4%	8.1%	4.8%	9.7%	11.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,635.9	3,066.2	2,933.1	2,791.5	2,549.9	销售费用率	4.3%	4.2%	4.7%	4.3%	4.2%
在建工程	507.0	29.6	29.6	29.6	29.6	管理费用率	6.0%	5.3%	5.7%	5.5%	5.4%
无形资产	1,435.9	1,583.0	1,456.5	1,330.1	1,203.6	财务费用率	1.3%	1.1%	0.8%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	404.2	360.2	398.7	387.7	382.2	三费/营业收入	11.5%	10.6%	11.1%	10.3%	10.1%
资产总额	17,724.6	19,231.9	16,068.2	21,217.1	21,064.4	偿债能力					
短期债务	973.9	2,529.4	150.0	444.7	328.5	资产负债率	47.2%	52.3%	41.0%	53.0%	48.8%
应付账款	3,971.5	4,365.5	3,174.9	5,634.1	5,276.5	负债权益比	89.5%	109.5%	69.5%	112.7%	95.3%
应付票据	1,387.7	1,460.6	1,241.9	1,885.6	1,946.8	流动比率	1.62	1.40	1.79	1.70	1.69
其他流动负债	1,455.9	1,664.8	1,629.4	1,748.9	2,373.0	速动比率	1.21	1.09	1.40	1.27	1.29
长期借款	-	-	-	1,194.2	100.0	利息保障倍数	14.38	9.11	8.88	21.12	26.78
其他非流动负债	582.6	33.9	391.4	336.0	253.7	分红指标					
负债总额	8,371.5	10,054.2	6,587.6	11,243.4	10,278.6	DPS(元)	0.60	0.14	0.11	0.19	0.30
少数股东权益	329.5	324.5	338.8	365.6	410.0	分红比率	66.7%	30.1%	35.0%	35.0%	35.0%
股本	1,356.9	1,356.9	1,356.9	1,356.9	1,356.9	股息收益率	9.3%	2.2%	1.7%	2.9%	4.7%
留存收益	7,667.5	7,499.3	7,784.9	8,251.2	9,018.9						
股东权益	9,353.0	9,177.8	9,480.5	9,973.7	10,785.8						

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,265.1	646.5	439.3	717.5	1,181.1
加:折旧和摊销	339.6	363.6	359.6	368.1	368.1
资产减值准备	-85.2	63.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	93.4	105.6	68.1	43.7	56.3
投资损失	-2.1	-20.5	-19.5	-19.1	-21.7
少数股东损益	45.2	16.0	14.2	26.8	44.4
营运资金的变动	-52.7	-1,741.6	2,187.3	-3,401.7	230.2
经营活动产生现金流量	1,517.7	-757.3	3,049.0	-2,264.6	1,858.4
投资活动产生现金流量	-3,196.3	-243.3	-80.5	-80.9	21.7
融资活动产生现金流量	2,432.5	612.5	-2,598.9	1,194.2	-1,680.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.90	0.46	0.32	0.53	0.87
BVPS(元)	6.65	6.52	6.74	7.08	7.65
PE(X)	7.2	13.9	20.0	12.3	7.4
PB(X)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
P/FCF	-10.5	15.2	16.1	-9.4	15.6
P/S	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.9	12.4	8.0	8.0	4.8
CAGR(%)	-16.2%	23.8%	-19.1%	-16.2%	23.8%
PEG	-0.4	0.6	-1.0	-0.8	0.3
ROIC/WACC	1.9	0.8	0.5	1.0	1.1
REP	1.2	1.8	2.0	1.0	0.8

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邓永康、吴用声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034