

2018年10月30日

平高电气 (600312.SH)

Q3扭亏为盈，特高压启动下业绩增长确定

■事件：公司发布2018三季度报，报告期内实现营收49.99亿元，同比减少16.15%；归母净利润224万元，同比减少99.52%；扣非归母净利润-769万元。单季度看，Q3净利润实现扭亏为盈，扣非前后归母净利润分别为1.33亿元、1.28亿元，分别同比增长18.3%、15.4%。

■3季度业绩转正，趋势向好：公司前三季度营收和归母净利润同比下滑，但每季度下滑幅度在减少。从Q3单季度看，公司净利润已经转正，主要系前期订单结转，产品交付量增加。此外，前三季度公司毛利率为13.47%，较上半年的11.38%增加2pcts；期间费用率为12.65%，较上半年的15.66%减少3pcts，盈利能力总体在环比改善。之后，随着国网招投标制度的改革、百万伏产品的批量交付、以及公司在切波滤波器、直流穿墙套管等高毛利产品的生产应用，原材料价格上涨带来的成本压力有望进一步缓和，实现利润率的筑底回升。

■14特条高压开启核准，19/20年将是公司GIS产品出货高峰：拉基建稳增长背景下，能源局9月7日集中批复14条输电工程，预计总投资规模在2,000亿元以上，预计将释放约468亿元主设备订单。从节奏上看，19/20年将是设备厂商的交付高峰期。公司在GIS开关领域市占率高达40%-45%，在直流断路器、切波滤波器、直流穿墙套管等特高压直流领域也取得了显著突破，整体有望获得60亿元以上订单。公司当前在手仍有约40亿订单，参考深度报告中的测算，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。

■在手配网订单充足，多项业务储备利好长期成长：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，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。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。其中，在9月份中标的16.7亿元浙江输配变电项目代表着配网租赁模式的开启，未来有望在浙江外的区域得到进一步推广。我们预计公司有望在18H2到更多的配网订单。此外，公司在国际项目、运维检修、GIL管廊、储能等项目上做了积极布局，在波兰、印度、西班牙等国均开展了EPC工程。多项业务未来将协同发展，支撑公司长期平稳发展。

■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年-2020年的收入增速分别为0.1%、16.7%和23.9%，净利润增速分别为-30.3%、63.3%和64.6%。考虑到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，维持公司买入-A的投资评级，6个月目标价为9.00元。

■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

公司快报

证券研究报告

一次设备

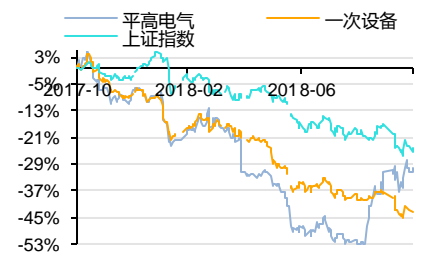
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**9.00元**
股价(2018-10-30) **7.28元**

交易数据

总市值(百万元)	9,878.39
流通市值(百万元)	9,878.39
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	4.92/11.24元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.37	47.99	-7.52
绝对收益	1.39	37.36	-32.36

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

平高电气：公司深度：平高电气(600312.SH) - 平地起高台，特交龙头迎浪再启航/邓永康

2018-09-25

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

(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)	8.1	15.7	22.5	13.8	8.4
市净率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
净利率率	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	8.2%	1.9%	1.6%	2.5%	4.2%
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

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%
						运营效率					
						固定资产周转天数	95	115	120	98	74
						流动营业资本周转天数	151	190	174	170	181
						流动资产周转天数	424	535	502	474	461
						应收帐款周转天数	250	304	284	280	289
						存货周转天数	92	126	110	113	113
						总资产周转天数	602	742	705	640	586
						投资资本周转天数	322	391	371	330	302
						投资回报率					
						ROE	13.5%	7.1%	4.8%	7.5%	11.4%
						ROA	7.1%	3.4%	2.8%	3.5%	5.8%
						ROIC	19.4%	8.1%	4.8%	9.7%	11.3%
						费用率					
						销售费用率	4.3%	4.2%	4.7%	4.3%	4.2%
						管理费用率	6.0%	5.3%	5.7%	5.5%	5.4%
						财务费用率	1.3%	1.1%	0.8%	0.4%	0.4%
						三费/营业收入	11.5%	10.6%	11.1%	10.3%	10.1%
						偿债能力					
						资产负债率	47.2%	52.3%	41.0%	53.0%	48.8%
						负债权益比	89.5%	109.5%	69.5%	112.7%	95.3%
						流动比率	1.62	1.40	1.79	1.70	1.69
						速动比率	1.21	1.09	1.40	1.27	1.29
						利息保障倍数	14.38	9.11	8.88	21.12	26.78
						分红指标					
						DPS(元)	0.60	0.14	0.11	0.19	0.30
						分红比率	66.7%	30.1%	35.0%	35.0%	35.0%
						股息收益率	8.2%	1.9%	1.6%	2.5%	4.2%

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

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)	8.1	15.7	22.5	13.8	8.4
PB(X)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
P/FCF	-11.8	17.1	18.1	-10.5	17.5
P/S	1.1	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.9	12.4	9.1	8.9	5.4
CAGR(%)	-16.2%	23.8%	-19.1%	-16.2%	23.8%
PEG	-0.5	0.7	-1.2	-0.8	0.4
ROIC/WACC	1.9	0.8	0.5	1.0	1.1
REP	1.2	1.8	2.3	1.1	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@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