

2018年11月20日

平高电气 (600312.SH)

平高集团签订甘肃省网 15.44 亿合同， 配网新业务再下一城

■**事件：**2018年11月19日，公司公告称控股股东平高集团有与国网甘肃省网签订一批总金额为15.44亿元配网合同，该合同相关主设备将由公司及下属子公司提供。

■**智能电网建设进入配电网投资时期：**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，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%，投资结构从2013年的51.5%上升到了57.4%，平均每年提升1.48Pcts。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。

■**配网业务新模式开始发力，连续签订浙江、甘肃两批 32 亿合同。**近年来，平高集团正积极通过新业务模式与各省网公司开展配电网业务合作，18年下半年取得持续突破。9月21日，平高已拿到浙江省网16.7亿配网订单，加上此次甘肃省网的15.4亿合同，公司配网新业务在手订单已达32.1亿元。随着新模式的展开，我们预计公司后续有望拿到更多的配网订单。加上这两批合同，2018年以来公司在中低压配网领域陆续中标金额达56.2亿元，较2017年配网相关业务的营收高出119%。

■**特高压建设高潮再起，有望给公司带来极大的业绩弹性。**2018年9月7日，能源局集中批复14条特高压线路，意在拉基建稳增长。其中青海-河南±800kV特直项目于10月25日获得发改委核准，并于11月7日正式开工。从节奏上来看，18/19年将是核准大年，还有3直6交项目将在18Q4核准完成。14条线路预计总投资规模在2000亿元以上，平高电气有望新增特高压相关订单60亿元以上。公司目前在手特高压订单将超过40亿元，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。

■**顺利斩获 18 年首条特交 GIS 订单，平均中标价大幅回升。**蒙西-晋中1000kV特交项目于2018年3月获得国家发改委核准，11月6日正式开工，该项目扩建的2座变电站设计配置6个1000kV GIS间隔。2018年11月15日，公司公告在蒙西-晋中招标中标4个1000kV GIS间隔。中标金额为3.2亿元，中标平均单价为7,995万元/间隔，均较2016年底的均价7,000万元/间隔有大幅提升。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 12.00 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%。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”评级和目

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

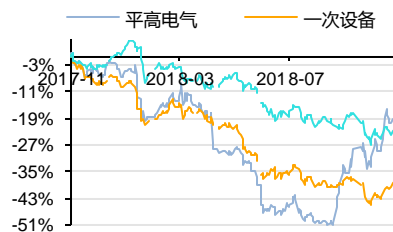
6 个月目标价：**12.00 元**

股价 (2018-11-19) **8.02 元**

交易数据

总市值 (百万元)	10,882.51
流通市值 (百万元)	10,882.51
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	4.92/10.32 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.06	60.4	-0.36
绝对收益	15.06	61.69	-20.44

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：踏浪前行，顺利斩获蒙西-晋中特交项目 GIS 大单/邓永康	2018-11-15
平高电气：Q3 扭亏为盈，特高压启动下业绩增长确定/邓永康	2018-10-30
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

标价至 12.00 元，目标价对应 2018/19/20 年动态 P/E 分别为 37/22/13x。

■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。

(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	494.9	753.0	1,226.8
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)	8.8	17.0	24.4	14.9	9.1
市净率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
净利率	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	7.6%	1.8%	1.4%	2.3%	3.9%
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%
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	7.6%	1.8%	1.4%	2.3%	3.9%
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						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,265.1	646.5	439.3	717.5	1,181.1	EPS(元)	0.90	0.46	0.32	0.53	0.87
加:折旧和摊销	339.6	363.6	359.6	368.1	368.1	BVPS(元)	6.65	6.52	6.74	7.08	7.65
资产减值准备	-85.2	63.2	-	-	-	PE(X)	8.8	17.0	24.4	14.9	9.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
财务费用	93.4	105.6	68.1	43.7	56.3	P/FCF	-12.8	18.6	19.7	-11.4	19.0
投资损失	-2.1	-20.5	-19.5	-19.1	-21.7	P/S	1.2	1.2	1.2	1.0	0.8
少数股东损益	45.2	16.0	14.2	26.8	44.4	EV/EBITDA	10.9	12.4	10.0	9.5	5.8
营运资金的变动	-52.7	-1,741.6	2,187.3	-3,401.7	230.2	CAGR(%)	-16.2%	23.8%	-19.1%	-16.2%	23.8%
经营活动产生现金流量	1,517.7	-757.3	3,049.0	-2,264.6	1,858.4	PEG	-0.5	0.7	-1.3	-0.9	0.4
投资活动产生现金流量	-3,196.3	-243.3	-80.5	-80.9	21.7	ROIC/WACC	1.9	0.8	0.5	1.0	1.1
融资活动产生现金流量	2,432.5	612.5	-2,598.9	1,194.2	-1,680.0	REP	1.2	1.8	2.5	1.2	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