

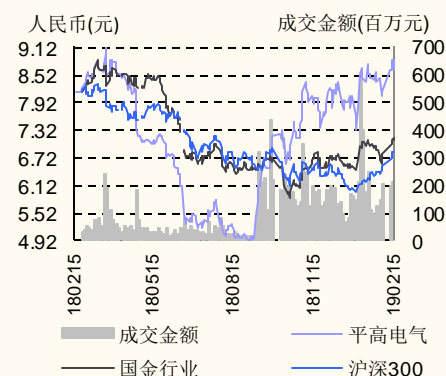
平高电气 (600312.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 8.64 元

市场数据 (人民币)

| | |
|-----------------|-----------|
| 已上市流通 A 股 (百万股) | 1,356.92 |
| 总市值 (百万元) | 11,737.37 |
| 年内股价最高最低 (元) | 9.15/4.92 |
| 沪深 300 指数 | 3330.34 |
| 上证指数 | 2671.89 |



特高压腾飞，配网护翼，业绩确定性高增长

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益 (元) | 0.899 | 0.465 | 0.209 | 0.423 | 0.654 |
| 每股净资产 (元) | 6.65 | 6.52 | 6.63 | 6.88 | 7.28 |
| 每股经营性现金流 (元) | 1.12 | -0.56 | -0.09 | 0.22 | 0.53 |
| 市盈率 (倍) | 17.37 | 21.50 | 41.30 | 20.42 | 13.21 |
| 净利润增长率 (%) | 47.55% | -48.31% | -54.98% | 102.22% | 54.65% |
| 净资产收益率 (%) | 13.52% | 7.12% | 3.16% | 6.15% | 8.98% |
| 总股本 (百万股) | 1,356.92 | 1,356.92 | 1,356.92 | 1,356.92 | 1,356.92 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **特高压：建设浪潮再起，有望带来业绩爆发期；**在“新基建”稳增长背景下发改委规划共计 9 项 12 条特高压工程，特高压建设获得大规模重启，我们估算规划的工程涉及金额约为 1900 余亿元，该规划加快了后续特高压核准进度且使得业绩确定性更强，配套建设的交流特高压项目超预期。2018-2019 年是特高压核准大年，2019-2021 年将是设备厂商交货大年。从公司层面看，技术实力+品牌优势+国网背景使公司逐步成为交流特高压 GIS 龙头，公司为交流项目中最受益标的，我们统计了近些年中标份额，估算目前公司市场份额稳居第一约为 45%，目前公司特高压项目在手订单约为 32 亿元，加上后续新增订单总额有望达到 75 亿元左右。此外，平高中标 GIS 单价在最近两次招标中出现了强劲回升，叠加铜、铝等大宗下行趋势下，特高压实现规模生产后毛利率有望提升 34%
- **布局配网：完善产业布局，有效支撑业绩持续性；**目前电网投资结构优化，配网投资仍有万亿空间，并且“世界一流城市配电网”、新一轮农村电网改造升级、增量配网试点等因素都有望催化配电网投资加速；公司于 2016 年收购了国际工程、通用电气、平高威海、上海天灵以及廊坊东芝布局配网业务，目前公司通过 EPC、租赁等形式切入省网项目，扩大业务量来提升业绩贡献，已拿下浙江省、甘肃、山东省 50 亿输配变电大项目，在配网投资加速补欠账、省网招标比例提升的趋势下，我们认为公司作为国网系质量管理体系管控严、产品序列全的龙头公司在配网业务会有更大的提升空间。
- **新增长：背靠国网国际化平台，海外业务保持双位数增长；**我国占据了特高压技术和标准制高点，特高压已走出国门。公司先后与日本东芝跨国公司合资合作成功组建多家中外合资公司，建立了完整的海外营销网络，努力开拓“一带一路”沿线其他国家及欧洲、美洲、澳洲等新市场区域。公司海外订单稳定增长，目前在手订单约 80 亿元，预计两年海外营收增长达到 18%。

投资建议

- 我们预计公司 2018/19/20 年归母净利润 2.84/5.74/8.88 亿元，增速分别为 -55%、102.2%、54.7%。看好特高压大规模建设高潮重启给公司带来的巨大订单弹性，并且配网业务向上将有望强化业绩持续性；给予公司一年目标价 13 元，对应 2020 年 20 倍 PE。

风险提示

- 特高压项目核准不达预期；配网投资不达预期；公司应收账款天数、经营现金流风险；海外政策环境和汇率波动风险；

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|---|----|
| 1、高压开关设备技术龙头，向“整体服务提供商”转变 | 4 |
| 1.1 公司是高压设备龙头，交流特高压 GIS 技术和市场份额领先 | 4 |
| 1.2 产业布局逐步完善，支撑业务持久性发展 | 4 |
| 2、特高压：建设浪潮再起，有望带来业绩爆发期 | 8 |
| 2.1 资源禀赋及环保的客观背景下，特高压长期发展有其必要性 | 8 |
| 2.2 特高压浪潮重启，配套交流项目超预期 | 9 |
| 2.3 公司在手订单充足，未来业绩有所保障 | 11 |
| 2.4 公司常规高压业务市场份额稳步提升 | 17 |
| 3、布局配网：完善产业布局，有效支撑业绩持久性 | 19 |
| 1.1 电网投资结构优化，配电网投资仍有巨大空间 | 19 |
| 1.2 公司在手订单充足，通过创新业务模式来提升业绩贡献 | 20 |
| 4、新增长：背靠国网国际化平台，公司海外业务持续双位数增长 | 21 |
| 5、盈利预测与投资建议 | 23 |
| 5.1 盈利预测 | 23 |
| 5.2 投资建议 | 24 |
| 6、风险提示 | 25 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1：公司发展历程 | 4 |
| 图表 2：公司在特高压领域的技术领先成果 | 4 |
| 图表 3：形成包括中压、高压、超高压、特高压完整产业布局 | 5 |
| 图表 4：公司业务构成 | 6 |
| 图表 5：2008-2018H1 公司营收及同比增长 | 6 |
| 图表 6：2008-2018H1 公司净利及同比增长 | 6 |
| 图表 7：2008-2018H1 公司毛利率水平 | 7 |
| 图表 8：去年底开始铜铝价格往下走 | 7 |
| 图表 9：公司各板块产品成本构成 | 7 |
| 图表 10：公司产品原材料构成 | 7 |
| 图表 11：从全球视野、国内政策看特高压发展进程 | 8 |
| 图表 12：特高压建设背景 | 9 |
| 图表 13：我国电力资源与电力负荷分布不均 | 9 |
| 图表 14：特高压交流与直流比较 | 9 |
| 图表 15：我国输变电技术发展趋势 | 9 |
| 图表 16：我国投运“八交十三直”、在建“四交三直”特高压项目 | 10 |
| 图表 17：18 年《通知》加快推进 9 项重点输变电工程建设 | 11 |
| 图表 18：特高压核准-投运时间进程 | 11 |
| 图表 19：特高压线路核准情况 | 11 |

| | |
|--|----|
| 图表 20: 2008-2018H1 公司营收与同比增长..... | 12 |
| 图表 21: 平高电气 2015 至今特高压项目中中标订单统计..... | 12 |
| 图表 22: 已招标特高压交流线路 GIS 中标情况..... | 13 |
| 图表 23: 近年来交流特高压 GIS 市占率..... | 14 |
| 图表 24: 公司特高压 GIS 在手订单..... | 14 |
| 图表 25: 特高压 GIS 竞争情况..... | 15 |
| 图表 26: 18 年《通知》规划涉及路线及金额..... | 15 |
| 图表 27: 特高压路线价值..... | 15 |
| 图表 28: 新规划特高压线路对应的设备需求总量和平高订单..... | 16 |
| 图表 29: 平高中标 GIS 单价在近期出现了明显回升 (单位: 万元)..... | 16 |
| 图表 30: 2017-2018 年公司公告的输变电项目中中标情况..... | 17 |
| 图表 31: 输变电项目中 35kV-110kV 组合电器中标份额..... | 18 |
| 图表 32: 输变电项目中 220kV-750kV 组合电器中标份额..... | 18 |
| 图表 33: 2015-2018 年公司开关柜中标占比..... | 18 |
| 图表 34: 2015-2018 年公司断路器中标占比..... | 18 |
| 图表 35: 2010-2018Q3 电网投资与电源投资..... | 19 |
| 图表 36: 城市、农村供电可靠性差距大..... | 19 |
| 图表 37: 2006-2017 年 110kv 及以下配电网投资..... | 19 |
| 图表 38: 增量配网建设..... | 19 |
| 图表 39: 公司通过收购增资形成中低压设备生产平台..... | 20 |
| 图表 40: 近两年公司中标的配网 (含部分输变电项目) 项目增多..... | 20 |
| 图表 41: 国家电网海外特高压项目..... | 21 |
| 图表 42: 近五年国际业务板块部分项目..... | 21 |
| 图表 43: 公司海外重点工程..... | 22 |
| 图表 44: 公司业务拆分预测..... | 23 |
| 图表 45: 相关可比公司估值情况..... | 24 |

1、高压开关设备技术龙头，向“整体服务提供商”转变

1.1 公司是高压设备龙头，交流特高压 GIS 技术和市场份额领先

公司是我国重大技术装备制造重点企业，全国三大高压开关设备研发、制造基地之一，于 2001 年 2 月 21 日在上海证券交易所挂牌上市。公司前身为 1970 年成立的平顶山高压开关厂，历经近二十年跻身为全国三大开关厂之列，2010 年，国务院国资委正式批复同意公司整体产权无偿划转国网装备公司，成为国家电网公司旗下的一员，2016 年公司收购了国际工程、通用电气、平高威海、上海天灵以及廊坊东芝，实施“4+2”业务布局和“3+1”场地布局。

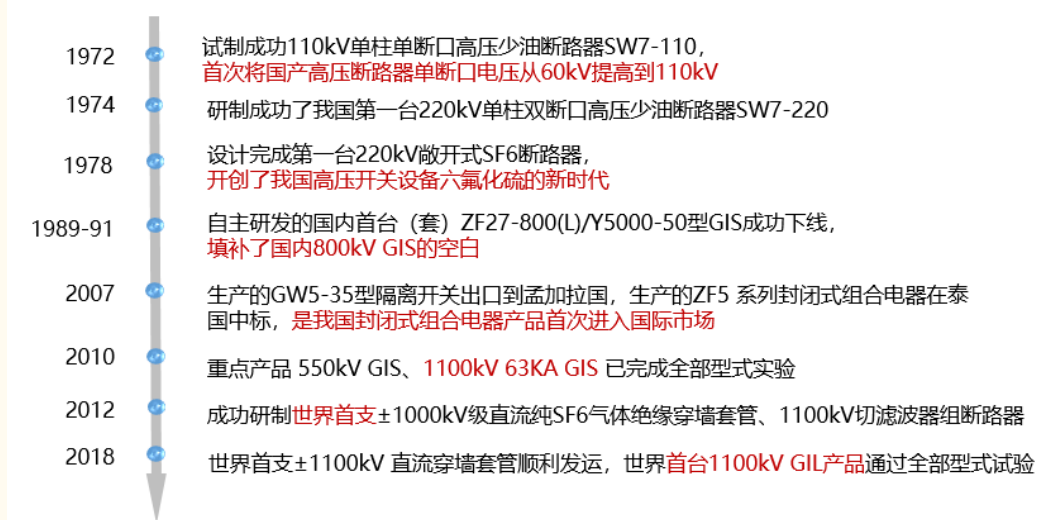
图表 1：公司发展历程



来源：公司官网、国金证券研究所

在特高压领域，公司具备自主研发优势。公司的核心业务为高压、超高压、特高压交直流开关设备的研发、制造、销售和服务，主要产品有 72.5~1100kVSF6 气体绝缘封闭式组合电器(GIS)、72.5~1100kV 敞开式 SF6 断路器、72.5~1100kV 高压隔离开关和接地开关。尤其是公司自主研发了 800kVGIS、1100kVGIS，打破了国际上少数几家企业对特高压开关设备制造的垄断局面，在国内特高压 GIS 处于寡头垄断地位。

图表 2：公司在特高压领域的技术领先成果



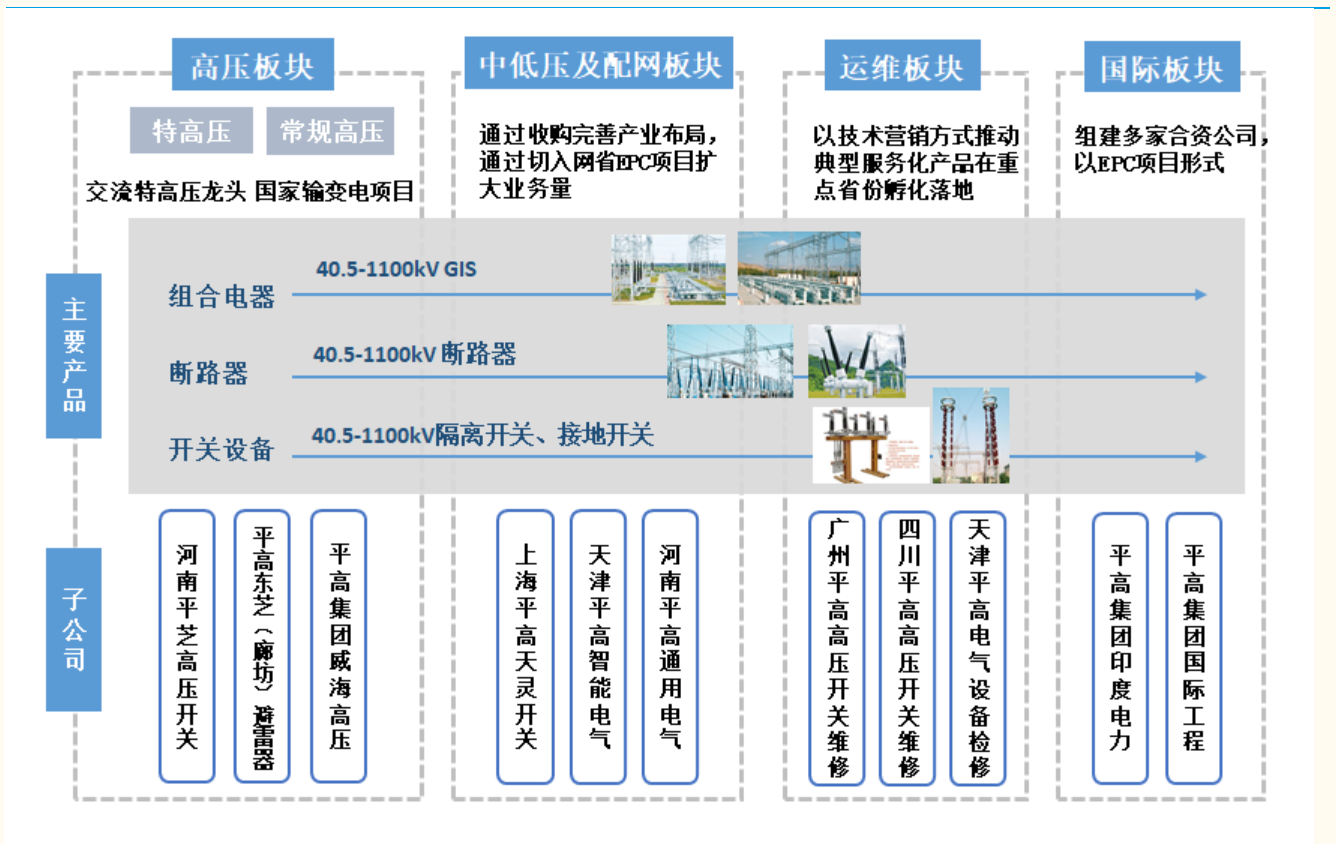
来源：公司官网、国金证券研究所

1.2 产业布局逐步完善，支撑业务持久性发展

布局配网，形成包括中压、高压、超高压、特高压完整产业布局。2016年公司通过定向增发（募集资金不超过49亿元）收购了通用电气、平高威海、上海天灵以及廊坊东芝布局配网业务，形成包括中压、高压、超高压、特高压完整开关配套零部件供应链；同时收购增资国际工程公司，提升海外EPC总包能力。

公司目前形成四大业务板块布局，主要产品包括40.5kV-1100kV封闭式组合电器、40.5kV-1100kV SF6断路器、40.5kV-1100kV隔离开关和接地开关、40.5kV-252kV敞开式组合电器、10kV-40.5kV真空断路器、成套电气设备等；同时共拥有11家全资或控股子公司，1家合营公司，其中高压板块有河南平高高压开关有限公司、河南平高电气销售有限责任公司、合营公司平高东芝(廊坊)避雷器有限公司、平高集团威海高压电器有限公司，海外板块有平高集团印度电力有限公司、平高集团国际工程有限公司，配网板块有上海天灵开关厂有限公司、天津平高智能电气有限公司、河南平高通用电气有限公司，维修板块有天津平高电气设备检修有限公司、广州平高高压开关维修有限公司、四川平高高压开关维修有限公司。

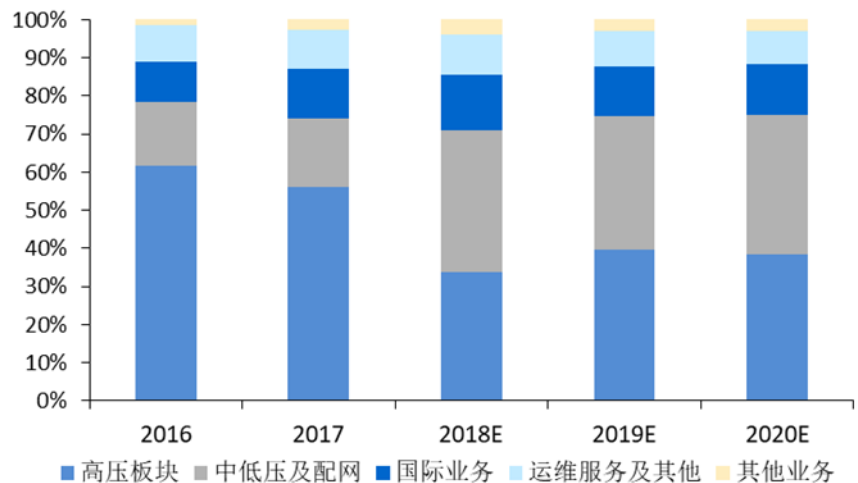
图3：形成包括中压、高压、超高压、特高压完整产业布局



来源：公司年报、国金证券研究所

高压板块为公司第一大主业，多板块布局谋求持续发展。其中高压板块业务在公司营收中占比最大，2017年收入为50.39亿元，占比56.24%，其次为中低压及配网业务，2017年收入为16.1亿元，占比17.97%，国际业务板块和运维板块2017年收入分别为11.57亿元和9.57亿元，分别占比12.91%和10.35%，其中受2017年特高压建设低迷，公司2017年高压板块收入同比增长-7.97%，但公司正在不断优化产业结构。

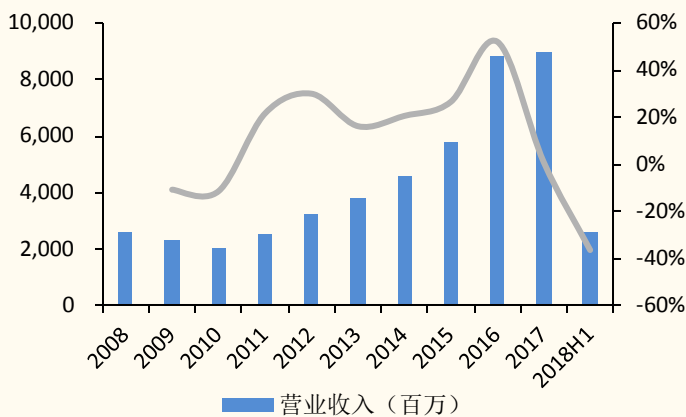
图表 4：公司业务构成



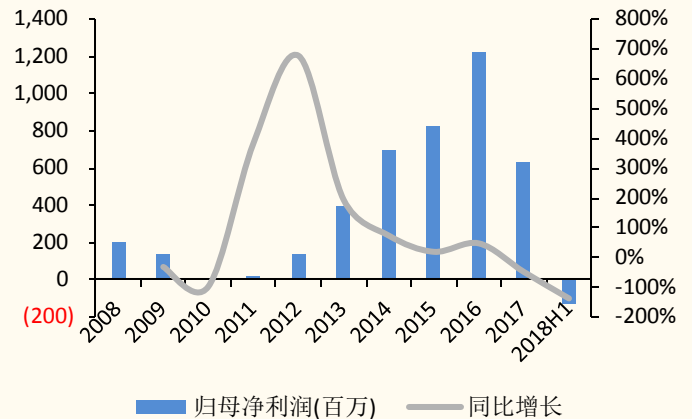
来源：国金证券研究所

公司继续巩固高压板块优势，强化配网板块与国际板块业务协同，由于 2016 年公司营收增长较快，基数较大，加之 2017 年我国特高压建设放缓，公司高压板块承压，2017 年公司营收 89.6 亿元，同比增长 1.02%，2017 年公司归母净利 6.3 亿元，同比增长-48.31%；同样也是由于 2017 年特高压的招标量整体呈现一个断崖式的下降，审批放缓，后续合同不足，公司 18H1 业绩出现整体下滑。

图表 5：2008-2018H1 公司营收及同比增长



图表 6：2008-2018H1 公司净利及同比增长



来源：wind、国金证券研究所

来源：wind、国金证券研究所

公司近两年来总体毛利率下滑主要受困于：(1) 特高压作为高毛利率业务占比下降 (2) 产品售价下行压力较大 (3) 近两年铜、铝、钢材等大宗原材料成本大幅提升

1) 高毛利率业务占比下滑。公司业务中高压板块毛利率相对较高，2017 年高达 33.92%，中低压配网板块及国际业务板块毛利率相对较低，分别仅为 17.73%、15.31%，但 2017 年高压板块收入占比下降 6pct，高毛利率业务比重下降导致 2017 年公司产品的综合毛利率下降为 20.6%；2018 年高毛利率特高压产品确认收入大幅下降以及部分子公司超高压产品价格竞争压力过大，导致 2018 年毛利率进一步下降。

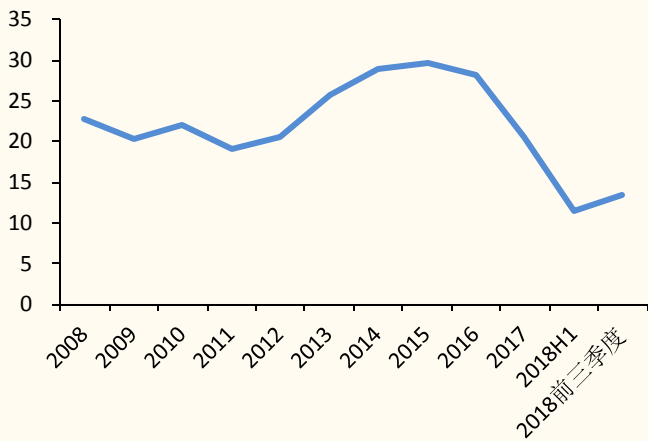
2) 产品售价下行压力较大。由于市场竞争激烈，部分产品售价下降幅度超过生产技改压降幅度，除运维业务外各业务板块毛利率均有下降；

3) 原材料价格的变化对公司经营成本影响较大，2017 年公司总成本中材料成本占比达到 78.64%，在高压板块材料成本占比 86.28%，在中低压及配网

网直接材料占比 79.98%，国际业务直接材料占比 48.04%，；而公司设备原材料中铝占比 35%，钢材占比 25%，铜占比 15%，绝缘材料占 25%，故铜铝铜价格对公司原材料成本影响较大，2012 年原材料铜铝价格持续走低，公司总体毛利率也在不断加速提升，2016 年开始原材料价格快速上涨，公司总体毛利率受此影响也在快速下降。

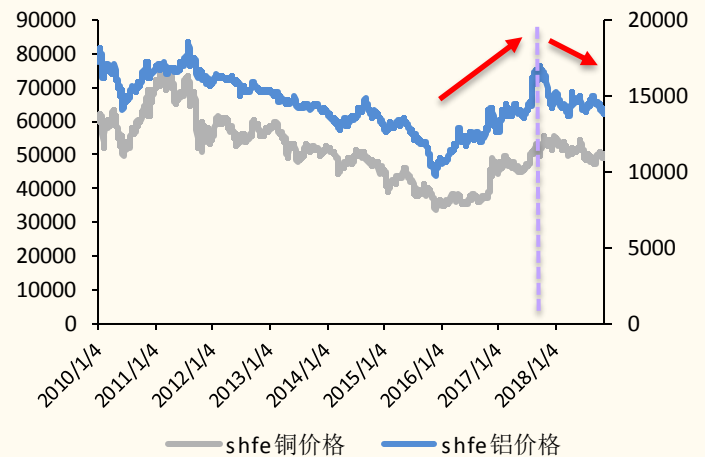
18 年特高压建设再起、原材料铜铝价格下滑以及公司开展降本增效使得公司毛利率有望提高。从 2017 年年底开始铜铝价格均开始往下走，高压板块也会随着 18 年特高压建设再起有望实现高增长，加上公司深入开展降本增效，搭建覆盖技术、工艺、生产、物资各环节降成本工作机制，并且不断推出自主研发高毛利产品，公司产品的综合毛利率有望提高，我们预计 2019 年特高压、常规高压、中低压配网有望同比分别提升 2.5pct、0.9pct、2pct。

图表 7：2008-2018H1 公司毛利率水平



来源：wind、国金证券研究所

图表 8：去年底开始铜铝价格往下走



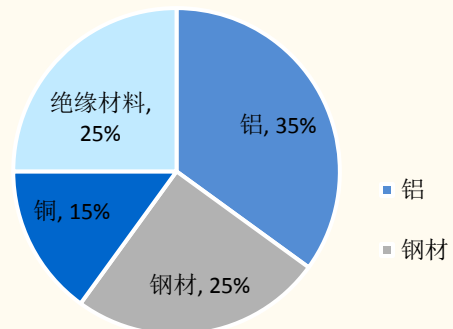
来源：wind、国金证券研究所

图表 9：公司各板块产品成本构成

| | | 占总成本比例 (%) | 2016 | 2017 |
|-----------|------|------------|-------|-------|
| 高压板块 | 直接材料 | | 84.28 | 86.28 |
| | 其他成本 | | 15.72 | 13.72 |
| 中低压及配电网板块 | 直接材料 | | 83.71 | 79.98 |
| | 其他成本 | | 16.29 | 20.02 |
| 国际业务板块 | 直接材料 | | 37.18 | 48.04 |
| | 其他成本 | | 62.82 | 51.96 |
| 总计 | 直接材料 | | 69.38 | 78.64 |
| | 其他成本 | | 30.62 | 21.36 |

来源：公司年报、国金证券研究所

图表 10：公司产品原材料构成



来源：公司年报、国金证券研究所

2、特高压：建设浪潮再起，有望带来业绩爆发期

2.1 资源禀赋及环保的客观背景下，特高压长期发展有其必要性

特高压由±1000kV 及以上交流和±800kV 及以上直流输电构成，输电容量大、输电距离远、能耗低、占地少，经济性明显，目前国内特高压技术输送范围可覆盖 2000-5000 公里，可实现全球范围内各大清洁能源基地与负荷中心跨区输送。

早在 1986 - 1990 年，特高压输电前期研究曾被列为国家攻关项目，直到 2006 年我国第一条特高压交流试验示范工程开工，在 2014 年迎来建设高峰，2014 年为配合国务院《大气污染防治行动计划》，能源局集中批复了一揽子输电通道项目“小路段”，**2018 年特高压建设浪潮再起，国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，加快推进 9 项重点输变电工程建设，12 条特高压工程将于今明两年给予审核。**

图表 11：从全球视野、国内政策看特高压发展进程



来源：EPTC、国金证券研究所

为什么要建特高压？

1) 解决电力资源与电力负荷分配不均匀问题

80%以上的能源资源分布在西部、北部，70%以上的电力消费集中在东部、中部。我国火电能源、水电能源及风光电站主要集中在蒙西、山西、陕西和华中、西部地区，但是电力负荷又都集中在东南部地区，而煤炭运输需要消耗大量的时间和财力，造成极大的浪费。同时，水利资源又无法实现运输，所以唯一需要解决的难题就是将西部电网的电输送到用电负荷大的地区。而面临这样大规模的长距离输电，如果采用造价仅为四分之一到三分之一的超高压电压等级输送，线路损耗、系统稳定和短路电流问题就会非常严重，采用特高压输电也许是目前来看相对最好的出路。除了东西部长距离输电外，不可否认的是受端电网建设华中、华北、华东三大环状特高压交流联网始终存在一定的争议，但至今从最新的 12 条特高压项目规划和核准情况来看，“三华”联网仍在有序推进。

2) 降低环境污染

原有的输电线路对环境均有较大影响，新型特高压输电线路由于其输电量大，一条特高压线路运送电量等于若干条超高压线路，可以降低输电线路

中电缆等材料的铺设，还减少了对环境的污染。另外特高压对于新能源电外送和弃光弃风率改善，降低煤炭消耗和环境污染确实起到了较大作用。

3) 促进经济增长和电网投资

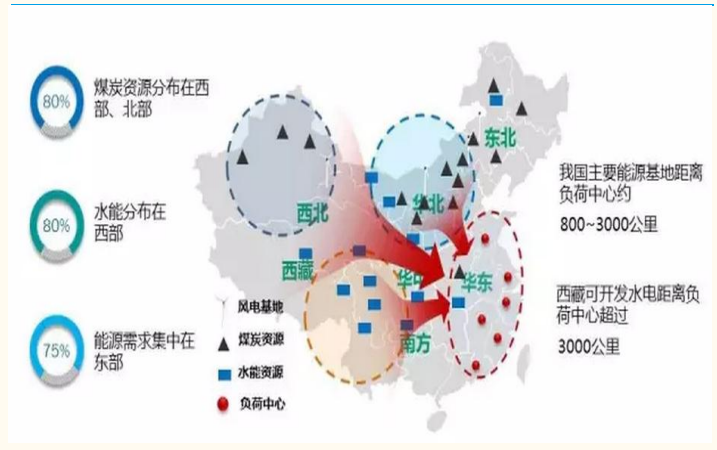
社会进步导致经济飞速发展，电力需求量必然会逐渐加大，2017年，我国国内生产总值按不变价计算比1978年增长33.5倍，年均增长9.5%，全社会用电量达到6.37万亿千瓦时，比1978年增长了25.5倍，发展特高压不仅可以解决我国的电力资源紧缺问题，还可以实现东西部地区的互惠发展，通过保障电力供应拉动经济发展。此外发展特高压技术也促进了电网投资，拉动了特高压相关产业的健康发展，本轮加速特高压建设其实也确实发生在经济下行压力的大背景下。

图表 12：特高压建设背景



来源：国金证券研究所

图表 13：我国电力资源与电力负荷分布不均



来源：国家电网、国金证券研究所

特高压交流和直流输电技术有什么不一样？

特高压的“特”就特在输出的电压特高、输送的容量特大、传输的距离特远。与传统输电技术相比，特高压输电技术的输送容量最高提升3倍，输送距离最高提升2.5倍，输电损耗可降低45%，单位容量线路走廊宽度减小30%，单位容量造价降低28%，可以更安全、更高效、更环保地配置能源。

并且特高压交流主要定位于近距离大容量输电和更高一级电压等级的网架建设，而特高压直流主要定位于送受关系明确的远距离大容量输电以及部分大区、省网之间的互联。而特高压直流与交流往往是混合运行的，此外，我国未来输变电技术将会往新型输电技术以及不断提升电压的趋势发展。

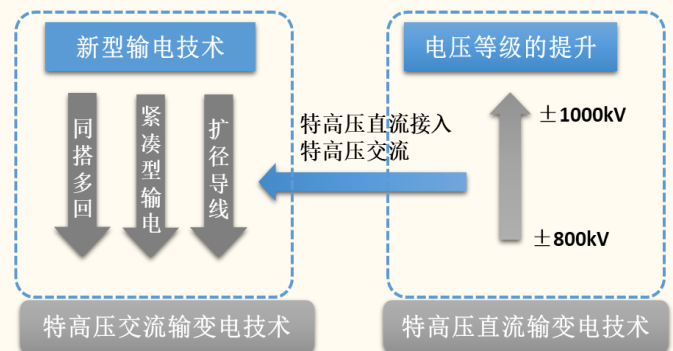
图表 14：特高压交流与直流比较

| | 特高压直流 | 特高压交流 |
|----|--------------------------|---------------------|
| 线路 | 端对端，中间无其他端，双端/三端向多端网络化发展 | 中间有多站串联，线路呈现网络结构 |
| 距离 | 送受关系明确的远距离 | 相对 |
| 容量 | 大容量输电 | 大容量输电 |
| 结构 | 部分大区、省网之间的互联 | 更高一级电压等级的网架建设 |
| 功能 | 只具有输电功能 | 具有输电和组网双重功能 |
| 成本 | 站点成本高但线路成本低 | 站点成本低但增加线路变电站设备建设成本 |

交流与直流从来都是配合使用、相互补充的

来源：知网、国金证券研究所

图表 15：我国输变电技术发展趋势



来源：知网、国金证券研究所

2.2 特高压浪潮重启，配套交流项目超预期

我国已投运 13 条特高压线路，但近两年新核准项目大幅减少。我国是世界上唯一一个将特高压输电项目投入商业运营的国家，当前，我国已建成“八交十三直”特高压线路，另外有“四交三直”特高压项目正在建设，但近两年特高压核准和招标进程有所趋缓，2017 年全年我国只完成 2 条特高压交流项目和张北±500kV 柔直项目核准，特高压建设可能面临阶段性真空局面。

图表 16：我国投运“八交十三直”、在建“四交三直”特高压项目

| | 分类 | 线路 | 输送电压 | 线路长度 | 投运时间 |
|--------|--------|-------------|---------|--------|-----------|
| 在运 | 交流 | 晋东南-南阳-荆门 | 1000kV | 640 | 2009/2011 |
| | | 淮南-南京-上海 | 1000kV | 2*649 | 2013 |
| | | 浙北-福州 | 1000kV | 2*603 | 2014 |
| | | 锡盟-山东 | 1000kV | 2*730 | 2016 |
| | | 蒙西-天津南 | 1000kV | 2*608 | 2016 |
| | | 淮南-浙北-上海 | 1000kV | 2*738 | 2016 |
| | | 锡盟-胜利 | 1000kV | 2*240 | 2017 |
| | | 榆横-潍坊 | 1000kV | 2*1049 | 2017 |
| | 直流 | 云南-广东（南网） | ±800 | 1438 | 2008 |
| | | 向家坝-上海 | ±800kV | 1907 | 2010 |
| | | 锦屏-苏南 | ±800kV | 2059 | 2012 |
| | | 糯扎渡-广东（南网） | ±800 | 1659 | 2013 |
| | | 哈密南-郑州 | ±800kV | 2192 | 2014 |
| | | 溪洛渡-金华 | ±800kV | 1653 | 2014 |
| | | 宁东/灵州-浙江/绍兴 | ±800kV | 1720 | 2016 |
| | | 滇西北-广东（南网） | ±800 | 1959 | 2017 |
| | | 酒泉-湖南 | ±800kV | 2383 | 2017 |
| | | 晋北/山西-江苏/南京 | ±800kV | 1119 | 2017 |
| | | 锡盟-泰州/江苏 | ±800kV | 1620 | 2017 |
| | | 上海庙-山东 | ±800kV | 1238 | 2017 |
| 扎鲁特-青州 | ±800kV | 1234 | 2017 | | |
| 在建 | 交流 | 山东-河北环网 | 1000kV | — | 2019 |
| | | 苏通 GIL 综合管廊 | 1000kV | 2*228 | 2019 |
| | | 北京西-石家庄 | 1000kV | 2*820 | 2019 |
| | | 蒙西-晋中 | 1000kV | 2*304 | 2019 |
| | 直流 | 昌吉-古泉 | ±1100kV | 3324 | 2019 |
| | | 乌东德 | ±800kV | 1500 | 2019/2020 |
| | | 青海-河南 | ±800kV | 1587 | 2020 |

来源：国家电网、国金证券研究所

拉基建稳增长背景下，2018 年特高压建设高潮重启。今年年初以来张北、蒙西-晋中、乌东德等项目陆续获批就意味着建设节奏的加快，并且在 2018 年，国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，共规划了 12 条特高压工程，包括 5 条特高压直流（陕北-武汉直流特高压、青海-河南直流特高压、雅中-江西直流特高压、白鹤滩到江苏、白鹤滩到浙江）和 7 条交流特高压项目（南阳-荆门-长沙交流特高压、张北-雄安以及 5 条配套短距离交流特高压项目），合计输电容量达到 5700 万千瓦。

特高压核准进度有所加快且确定性更强，配套建设的交流特高压项目超预期。9 项工程大部分已纳入电网公司年度工作计划，总体来说未来两到三年特高压核准将有所加快且确定性更强。具体到直流：和国网年初规划对比，云贵互联通道工程和闽粤联网工程为直流新增项目。交流：为配套青海-河南、陕北-湖北、雅中-江西等特高压直流工程高效落地，在落地点驻马店、武汉、南昌三地配套建设驻马店-武汉、南昌-长沙等 5 条特高压交流工程，总体与前期规划有所超预期，且张北-雄安特高压交流线路在年初规划当前已核准，与以往相比推进进度相当快。

图表 17: 18 年《通知》加快推进 9 项重点输变电工程建设

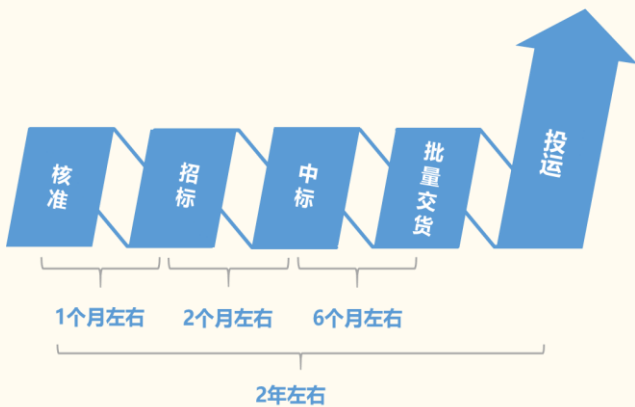
| 序号 | 项目名称 | 建设方案 | 输电能力 (万千瓦) | 预计核准开工时间 |
|----|-----------------|--|------------|------------|
| 1 | 青海至河南特高压直流工程 | 建设 1 条 ±800 千伏落点河南驻马店特高压直流工程; 配套建设驻马店-南阳、驻马店-武汉特高压交流工程 | 800 | 2018 年第四季度 |
| 2 | 陕北至湖北特高压直流工程 | 建设 1 条 ±800 千伏特高压直流工程, 落点湖北武汉; 配套建设荆门-武汉特高压交流工程 | 800 | 2018 年第四季度 |
| 3 | 张北至雄安特高压交流工程 | 建设张北-雄安 1000 千伏双回特高压交流线路 | 600 | 2018 年第四季度 |
| 4 | 雅中至江西特高压直流工程 | 建设 1 条 ±800 千伏特高压直流工程, 落点江西南昌; 配套建设南昌-武汉、南昌-长沙特高压交流工程 | 800 | 2018 年第四季度 |
| 5 | 白鹤滩至江苏特高压直流工程 | 建设 1 条 ±800 千伏特高压直流工程, 落点江苏苏锡地区 | 800 | 2019 年 |
| 6 | 白鹤滩至浙江特高压直流工程 | 建设 1 条 ±800 千伏特高压直流工程, 落点浙江 | 800 | 2019 年 |
| 7 | 南阳-荆门-长沙特高压交流工程 | 建设南阳-荆门-长沙 1000 千伏双回特高压交流线路 | 600 | 2019 年 |
| 8 | 云贵互联通道工程 | 建设 ±500 千伏高压直流工程 | 300 | 2019 年 |
| 9 | 闽粤联网工程 | 建设直流背靠背及相关配套工程 | 200 | 2019 年 |
| 合计 | | | 5700 | |

来源: 国家电网、国金证券研究所

2018-2019 年是特高压核准大年, 2019-2021 年将是特高压设备厂商交货大年, 2020 年设备厂商或将迎来交货高峰

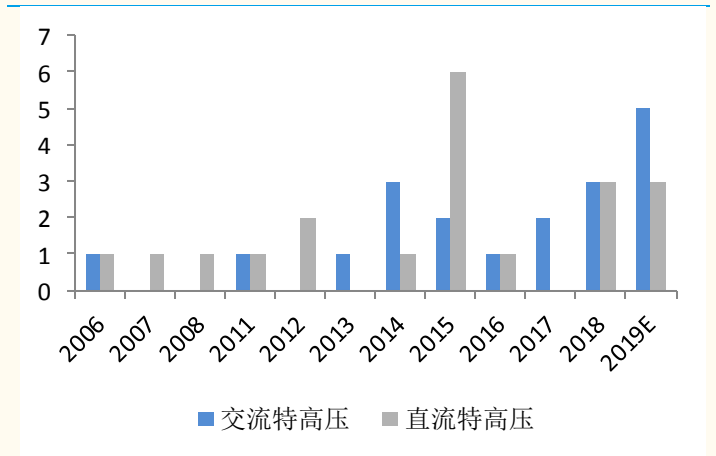
在交流方面: 根据《通知》2018 年将有 7 条交流特高压项目(南阳-荆门-长沙交流特高压、张北-雄安以及 5 条配套短距离交流特高压项目)核准, 当前已经张北-雄安等两条线路获得核准并有望迅速正式开工。在建交流特高压项目中, 2017 年下半年核准的山东-河北、北京西-石家庄项目均在 2018 年 Q1 之后才正式开工, 所以 2018 年特高压交流交货总体将很小, 同样 2018 年初核准的蒙西-晋中 2018 年交货也较少, 以上三条线路预计 2019 年能够并网运行。我们认为存量特高压交流项目将在 2019 集中交货, 新一批 12 条线路将在 2019-2021 年集中交货, 2020 年或迎来交货高峰。

图表 18: 特高压核准-投运时间进程



来源: 国金证券研究所

图表 19: 特高压线路核准情况

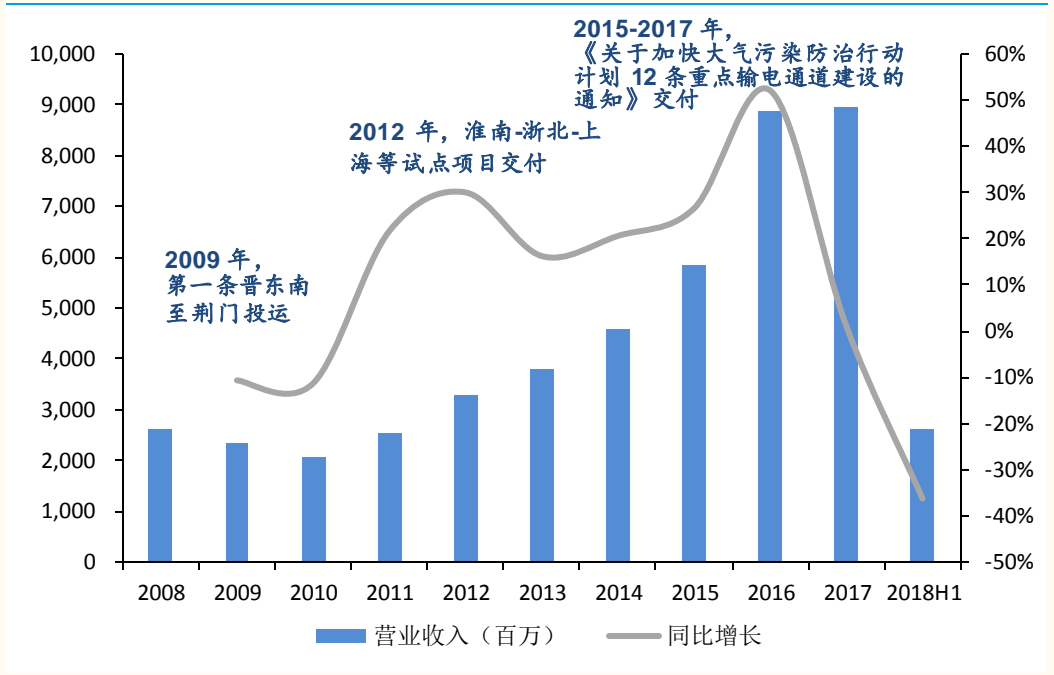


来源: 国家电网、国金证券研究所

2.3 公司在手订单充足, 未来业绩有所保障

特高压项目规划建设对公司业绩影响较大。我国特高压建设招标出现两拨高潮，分别为 2009 年晋东南至荆门工程投产后，以及 2014 年年中发布《关于加快大气污染防治行动计划 12 条重点输电通道建设的通知》后。此外由于特高压建设期一般持续 2 年，故企业交货高峰一般延后中标一年，所以公司受试点项目交付促进，2012 年营收实现高增长，污染防治行动计划的 12 条重点输电通道 2014-2015 年集中核准后，2015-2017 年公司营收增长迅速，2016 年营收增速达到峰值。

图表 20：2008-2018H1 公司营收与同比增长



来源：wind、国金证券研究所

(1) 看现在：最新未交付在手订单约 32 亿左右

平高电气为特高压交流龙头，根据近几年中标统计公司在特高压交流项目中市占率约为 40%，公司主要提供高压组合电器 GIS、断路器、接地开关、避雷器等产品，并且公司 2015、2016 年中标订单较多，源于 2014 年能源局为配合《大气污染防治行动计划》进入特高压建设高峰期；2017 年随着特高压建设放缓公司订单较少，2018 年随着特高压建设浪潮重启订单有望增多，在最近公布的两交两直招标中，公司总机中标达到 19.8 亿元，中标总金额排名居前。

图表 21：平高电气 2015 至今特高压项目中标订单统计

| 时间 | 项目 | 产品 | 中标金额 (亿元) |
|------------|----------------------------|-------------|-----------|
| 2019 年中标项目 | | | |
| 2019.01 | 2018 年张北-雄安、驻马店-南阳特高压交流工程 | 1000kV 组合电器 | 8.35 |
| | 青海-河南、陕北-武汉特高压直流工程 | 交流断路器 | 1.82 |
| | | 组合电器 | 8.8 |
| | | 隔离开关和接地开关 | 0.38 |
| | | 避雷器 | 0.44 |
| 合计 | | | 19.79 |
| 2018.11 | 2018 年蒙西-晋中特高压交流工程 | 组合电器 | 3.2 |
| 2018.01 | 2017 年北京西~石家庄和潍坊~临沂~枣庄~菏泽~ | 1000kV 组合电器 | 6.66 |
| | 2017 年北京西~石家庄和潍坊~临沂~枣庄~菏泽~ | 避雷器 | 0.29 |
| 合计 | | | 10.15 |
| 2017 年中标项目 | | | |

| | | | |
|-------------------|---------------------------------|---------------------------|--------------|
| 2017.07 | 2017年淮南~南京~上海 1000kV 交流特高压输变电工程 | | 8.61 |
| 合计 | | | 8.61 |
| 2016 年中标项目 | | | |
| 2016.08 | 2016年山东环网 1000KV 特高压交流工程 | 组合电器 | 13 |
| 2016.07 | 2016年扎鲁特-青州±800kV 特高压直流工程 | 组合电器 | 0.78 |
| | | 隔离开关和基地开关 | 0.043 |
| | | 交流滤波器小组断路器 | 0.125 |
| 2016.07 | 锡盟-胜利 1000kV 特高压交流工程第四次设备 | 组合电器 | 4.2 |
| 2016.05 | 2016年昌吉-古泉±1100KV 特高压直流工程 | 断路器+隔离、接地开关 | 1.76 |
| 2016.03 | 锡盟-胜利工程主设备 | 330kV GIS 组合电器 | 0.39 |
| | | 1100kV 组合电器 | 6.24 |
| 合计 | | | 26.54 |
| 2015 年中标项目 | | | |
| 2015.12 | 锡盟-泰州、上海庙-山东±800kV 特高压直流输电工程 | 组合电器 | 2.06 |
| | | 隔离开关和基地开关 | 0.71 |
| | | 断路器 | 1.59 |
| | | 组合电器 | 8.54 |
| 2015.08 | 酒泉-湖南±800kV 特高压直流输电工程和山西晋北- | 组合电器 | 1.3 |
| | | 隔离开关和接地开关 | 0.49 |
| | | 组合电器 | 4.37 |
| 2015.07 | 榆横-潍坊 1000 千伏特高压交流工程 | 550kV 组合电器和 110kV 专用开关 | 0.3 |
| | | 1100kV 组合电器 | 11.17 |
| 2015.06 | 蒙西-天津南 1000kV 特高压工程 | 1000kV 组合电器 | 15.72 |
| | | 500kV 组合电器 | 0.65 |
| 2015.06 | 晋北-江苏 800 千伏特高压直流输电工程 | 避雷器 | 304 (中标数量) |
| 合计 | | | 46.90 |

来源：公司公告、国金证券研究所

技术实力+品牌优势+国网背景使公司成为特高压组合电器 GIS 龙头。公司是我国最早的三家开关厂之一，并且再 2010 年成威国网旗下一员，在技术上处于绝对领先地位，成功研制了我国第一套 252kV 全封闭组合电器、800kV 全封闭组合电器以及 816kV 和 1100kV 全封闭组合电器，共中标 12 条交流线路。特高压项目招标主要产品中组合电器 GIS 价值量最大，并且公司中标特高压组合电器订单最多；竞争对手主要有两家：中国西电和新东北电气，但 2016 年以来由于山东电工电气降低价格招标也加入了竞争的行列，根据我们对近几年中标情况统计，公司特高压 GIS 市场份额稳居第一，保持在 45% 左右。

当前公司在手订单约 32 亿：苏通 GIL 综合管廊工程 (8.6 亿)、2018 年上半年中标的北京到石家庄、菏泽到枣庄 9 个 GIS (6.66 亿)，蒙西到晋中 4 个 GIS (3.2 亿)、驻马店到南阳 10GIS (8.35 亿)、青海到河南 (9.2 亿交流断路器、组合电器、隔离及接地开关)、陕北到武汉 (1.8 亿交流断路器、组合电器、隔离及接地开关) 以及个别网外项目，加上部分项目配套的避雷器等订单，目前公司未交付的在手特高压订单约 32 亿左右。除了 2019 两交两直在 2019-2021 交付外，其余大约 12 亿订单预计在 2019 年实现交付。

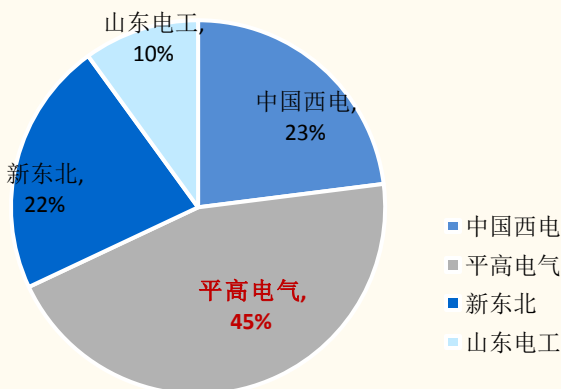
图表 22：已招标特高压交流线路 GIS 中标情况

| 投标时间 | 路线 | 中标公司 | 中标数量 (间隔) | 市占率 |
|------|----------------|------|-----------|-----|
| 2006 | 晋东南-南阳-荆门 | 中国西电 | 2 | 33% |
| | | 平高电气 | 2 | 33% |
| | | 新东北 | 2 | 33% |
| 2007 | 晋东南-南阳-荆门 (扩建) | 中国西电 | 3 | 33% |
| | | 平高电气 | 3 | 33% |

| | | | | |
|---------|---------------|------|----|-----|
| | | 新东北 | 3 | 33% |
| 2011 | 淮南-浙北-上海 | 中国西电 | 2 | 33% |
| | | 平高电气 | 2 | 33% |
| | | 新东北 | 2 | 33% |
| 2013.11 | 浙北-福州 | 中国西电 | 17 | 46% |
| | | 平高电气 | 11 | 30% |
| | | 新东北 | 9 | 24% |
| 2014.12 | 锡盟-山东 | 中国西电 | 7 | 23% |
| | | 平高电气 | 13 | 43% |
| | | 新东北 | 10 | 33% |
| 2014.7 | 淮南-南京-上海 | 中国西电 | 9 | 26% |
| | | 平高电气 | 16 | 47% |
| | | 新东北 | 9 | 26% |
| 2015.3 | 蒙西-天津南 | 中国西电 | 12 | 26% |
| | | 平高电气 | 21 | 45% |
| | | 新东北 | 14 | 30% |
| 2015.6 | 榆横-潍坊 | 中国西电 | 12 | 26% |
| | | 平高电气 | 16 | 35% |
| | | 新东北 | 18 | 39% |
| 2016.2 | 锡盟-胜利 | 中国西电 | 4 | 25% |
| | | 平高电气 | 12 | 75% |
| 2016.7 | 2016年山东环网 | 平高电气 | 20 | 83% |
| | | 山东电工 | 4 | 17% |
| 2017.4 | 苏通 GIL 综合管廊工程 | 平高电气 | 6 | 75% |
| | | 山东电工 | 2 | 25% |
| 2018.1 | 山东-河北环网 | 平高电气 | 11 | 38% |
| | | 新东北 | 12 | 41% |
| | | 山东电工 | 6 | 21% |
| 2018.11 | 蒙西-晋中 | 平高电气 | 4 | 67% |
| | | 新东北 | 2 | 33% |
| 2019.1 | 驻马店-南阳 | 新东北 | 5 | 33% |
| | | 平高电气 | 10 | 67% |

来源：国家电网商务平台、国金证券研究所

图表 23：近年来交流特高压 GIS 市占率



来源：国金证券研究所（备注：根据近几年中标情况统计）

图表 24：公司特高压 GIS 在手订单

| 时间 | 交流线路 | 组合电器 GIS |
|---------|---------------|-----------|
| 2013.11 | 浙北-福州 | 17.72 |
| 2014.7 | 淮南-南京-上海 | 15.91 |
| 2014.12 | 锡盟-山东 | 20.89 |
| 2015.3 | 蒙西-天津南 | 16.37 |
| 2015.6 | 榆横-潍坊 | 11.2 |
| 2016.2 | 锡盟-胜利 | 10.83 |
| 2016.7 | 山东环网 | 13 |
| 2017.1 | 胜利站扩建 | 0.9 |
| 2017.4 | 苏通 GIL 综合管廊工程 | 8.61 (部分) |
| 2018.1 | 北京-石家庄、山东环网 | 6.66 (部分) |
| 2018.11 | 蒙西-晋中 | 3.2 (部分) |
| 2019.1 | 驻马店-南阳 | 8.35 亿 |
| 合计 | | 约 22 亿 |

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 25：特高压 GIS 竞争情况

| 公司 | 主要产品 | 特高压 GIS 市占率 | 特高压 GIS 营收 | 参与线路 (条数) | 是否国网背景 | 技术 |
|---------------|--|-------------|---------------------------------|-----------|--------|---|
| 平高电气 | 高压开关, 电力变压器、并联电抗器, 换流变压器、平波电抗器、直流输电换流阀等 | 45% | 30 亿元左右 | 12 | 是 | 成功研制了我国第一套 252kV 全封闭组合电器、800kV 全封闭组合电器, 以及 816kV 和 1100kV 全封闭组合电器 |
| 中国西电 | 特高压交流产品包括变压器、电抗器和 GIS, 特高压直流产品包括换流变压器、换流阀 | 23% | 开关产品 52.29 亿元 (包括高压隔离开关、高压断路器等) | 10 | 否 | 自主创新能力处于国内先进水平, 具备提供 1100kV 和 ±1100kV 及以下各电压等级交直流成套装备 |
| 新东北电气高压开关设备 | 主要产品有 GIS、断路器、隔离开关, GIS 分布于 126kV—1100kV 的多个电压等级 | 22% | 隶属于新东北电气集团 | 9 | 否 | 全系列产品已实现技术升级和更新换代, 技术达到国内领先、国际先进 |
| 山东电工电气日立 (合资) | 变压器、电抗器、铁塔、电线电缆、GIS、智能监测等 | 10% | 山东电工电力集团 (51%)、株式会社日立 (47.45%) | 3 | 否 | 技术为日本株式会社日立引进 |

来源：公司官网、国金证券研究所

(2) 看未来：预计规划可新增订单约 59 亿元 (包含已经开标的两交两直)

我们估算 2018 年《通知》规划的 12 条特高压工程涉及金额 1910 亿元。长距离特高压直流造价范围在 200-300 亿元, 长距离特高压交流造价范围在 180-250 亿元, 长距离高电压柔直项目造价在 120-250 亿元, 短距离联网型特高压交流项目造价在 40-120 亿元, 短距离背靠背联网直流工程造价在 30-80 亿元, 我们按照中性造价值计算本通知对应的工程建设预算为 1910 亿元, 其中直流投资在 1210 亿元, 交流投资在 700 亿元。

图表 26：18 年《通知》规划涉及路线及金额

| 项目名称 | 输电能力 (万千瓦) | 特高压线路 | | 涉及投资金额 | |
|----------|-------------|----------|----------|-------------|------------|
| | | 直流 | 交流 | 直流 | 交流 |
| 青海-河南 | 800 | 1 | 2 | 220 | 120 |
| 陕北-湖北 | 800 | 1 | 1 | 220 | 60 |
| 张北-雄安 | 600 | | 1 | | 200 |
| 雅中-江西 | 800 | 1 | 2 | 220 | 120 |
| 白鹤滩-江苏 | 800 | 1 | | 220 | |
| 白鹤滩-浙江 | 800 | 1 | | 220 | |
| 南阳-荆门-长沙 | 600 | | 1 | | 200 |
| 云贵互联通道 | 300 | | | 55 | |
| 闽粤联网 | 200 | | | 55 | |
| | 5700 | 5 | 7 | 1210 | 700 |

来源：国金证券研究所

图表 27：特高压路线价值

| 类型 | 造价范围 (亿) | 计算值 (亿) |
|-------------|----------|---------|
| 长距离特高压直流 | 200-300 | 220 |
| 长距离特高压交流 | 180-250 | 200 |
| 长距离柔直线路 | 120-250 | 185 |
| 短距离特高压交流 | 40-120 | 60 |
| 短距离背靠背、联网工程 | 30-80 | 55 |

来源：国金证券研究所

预计本次规划可新增特高压订单 59 亿元左右。本轮项目交货周期预计在明年下半年开始, 可以看出公司在交流项目中受益程度较高, 本次特高压交流项目规划约涉及 14 个电站, 考虑大宗价格有可能下滑, GIS 平均单价保守按 0.78 亿元来算, 单站总价值为 4.68 亿, 那么本次规划中特高压 GIS 总价值约为 87 亿元, 按照驻马店-南阳、张北雄安特高压 GIS 的市场份额 40%, 那么本次规划中特高压 GIS 给公司带来的订单增量为 34.8 亿元; 交流项目中避雷器、550kV 组合电器、110kV 专用开关等配套设施带来的增量约为 2.8 亿, 故公司在交流项目中获得的订单增量共约为 42 亿元; 在直流项目中: 公司提供组合电器、交流断路器、隔离开关、接地开关、直流穿墙套管、1100kV 切滤波器

组断路器等设备，公司以上产品市场份额约为 15%，我们预计公司在直流项目中可获得的订单价值量约为 21.6 亿元（虽然由于不同直流特高压项目设计差异性很大，并不是所有线路都配备 750kV 组合电器等价值量非常高的器件，但公司在前两条直流项目中标已经超过 11.4 亿，所以 21.6 亿达成概率应该很大）；故本次规划预计可新增特高压订单 59 亿元左右。

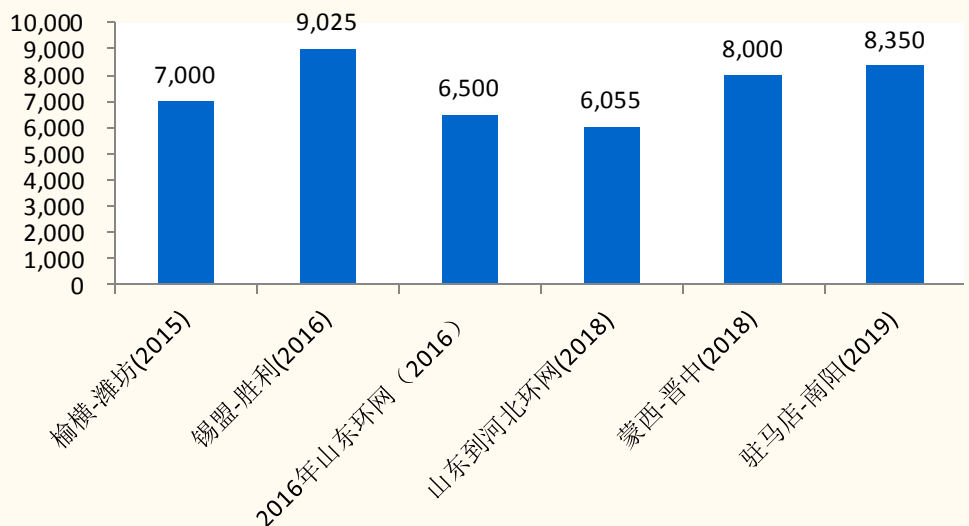
图表 28：新规划特高压线路对应的设备需求总量和平高订单

| 主设备 | 特高压交流 | | 特高压直流 |
|--------------|--------------------|----------------------|---------------------|
| | 特高压 GIS (单站 7-9 个) | 交流配套设备 (断路器、避雷器、开关等) | 直流场设备、交流断路器、GIS、开关等 |
| 数量 | 8 | 1 | 2 |
| 单价 (亿) | 0.78 | 2 | 12 |
| 单站总价 (亿) | 6.24 | 2 | 24 |
| 交流电站数/直流线路条数 | 14 | 14 | 6 |
| 总价 (亿) | 87 | 28 | 144 |
| 公司份额 | 45% | 10% | 15% |
| 公司新增订单 | 34.8 | 2.8 | 21.6 |

来源：国家电网、国金证券研究所测算

平高中标 GIS 单价在近期出现了明显回升，特高压规模生产后毛利率有望快速显著回升。伴随着山东电工进入特高压交流 GIS 市场，打破了此前平高、西电、新东北平衡，2015 年平高的 GIS 中标单价跌到了 7000 万元，后续 2016 年 2 月-2018 年 1 月公司在三个项目中标单价一直呈现下降趋势，平均中标价大概 7000 万。此后 11 月公司在蒙西到晋中 GIS 中标价为 8000 万，2019 年开年驻马店-南阳的中标价达到了 8350 万，相比过去两年平均中标价提升 20% 左右。过去两年过度价格竞争使得企业毛利率大幅压缩，企业盈利能力大幅下降，但当前国网开始非常注重质量品质，所以未来中标单价应当会保持一个相对较高水准，叠加大宗商品价格下降预期，所以我们认为公司 GIS 毛利率在产能利用较为充分的未来两至三年有望显著回升。

图表 29：平高中标 GIS 单价在近期出现了明显回升 (单位：万元)



来源：国家电网、国金证券研究所

公司后期备货和产能仍充足。公司特高压 GIS 月生产量达到 4 个间隔，特高压项目建设平均周期为一年半，故公司月生产量和交货量完全可以满足后续项目交付，一些核心零部件包括从日本进口的零部件公司也前期均有备货，完

全可以满足后期交付。

2.4 公司常规高压业务市场份额稳步提升

在常规高压领域，公司主要通过国网输变电项目来切入输变电市场，公司在输变电项目中主要供应断路器、组合电器、开关柜等常规高压开关设备。在2017年国网输变电项目招标中，公司在第一~六批中全部中标，共计中标金额24.58亿，较去年国网输变电项目变电设备中标金额增长53.6%；而目前2018年公司公告的国网输变电项目共中标金额为16.97亿元，此外，还公告了中标整站招标共计0.39亿元。

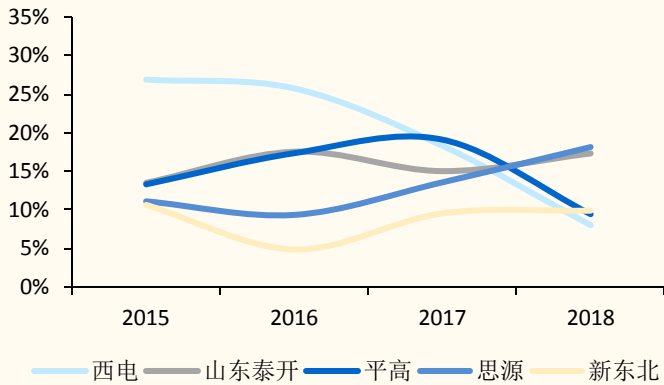
图表 30：2017-2018 年公司公告的输变电项目中标情况

| 时间 | 中标项目 | 中标金额 |
|-----------------|---|-------|
| 2018 年中标 | | |
| 2018.11 | 国家电网有限公司输变电项目 2018 年第十次变电设备（含电缆）招标项目，国家电网有限公司输变电项目 2018 年第四次整站招标等 | 4.76 |
| 2018.08 | 国家电网有限公司输变电项目 2018 年第八次变电设备（含电缆）招标项目 | 2.91 |
| 2018.07 | 国家电网有限公司输变电项目 2018 年第六次变电设备（含电缆）招标项目 | 3.13 |
| 2018.07 | 国家电网有限公司 2018 年北京延庆大路（世园会）110KV 输变电工程设备招标项目 | 0.1 |
| 2018.06 | 国家电网有限公司输变电项目 2018 年第四次变电设备（含电缆）招标项目 | 3.17 |
| 2018.06 | 国家电网公司 2018 年北京潞城、石景山及辽宁晶圆 220kv 输变电工程设备招标采购项目 | 0.17 |
| 2018.02 | 国家电网有限公司输变电项目 2018 年第一次变电设备（含电缆）招标采购项目 | 3 |
| 2018.08 | 国家电网有限公司输变电项目 2018 年第三次整站招标采购项目 | 0.31 |
| 2018.06 | 国家电网有限公司输变电项目 2018 年第一次整站招标采购项目 | 0.083 |
| 2017 年中标 | | |
| 2017.12 | 国家电网公司输变电项目 2017 年第六次变电设备（含电缆）招标采购项目 | 3.30 |
| 2017.1 | 国家电网公司输变电项目 2017 年第五次变电设备（含电缆）招标采购项目 | 7.40 |
| 2017.08 | 国家电网公司输变电项目 2017 年第四次变电设备（含电缆）招标采购项目 | 1.84 |
| 2017.07 | 国家电网公司输变电项目 2017 年第三次变电设备（含电缆）招标采购项目 | 2.71 |
| 2017.05 | 国家电网公司输变电项目 2017 年第二次变电设备（含电缆）招标采购项目 | 5.07 |
| 2017.02 | 国家电网公司输变电项目 2017 年第一次变电设备（含电缆）招标采购项目 | 4.27 |
| 2017.12 | 国家电网公司 2017 年第四次变电站设备整站招标采购项目 | 0.19 |
| 2017.07 | 国家电网公司 2017 年第二次变电站设备整站招标采购项目 | 0.59 |
| 2017.03 | 国家电网公司 2017 年第一次变电站设备整站招标采购项目 | 0.32 |

来源：公司公告、国金证券研究所

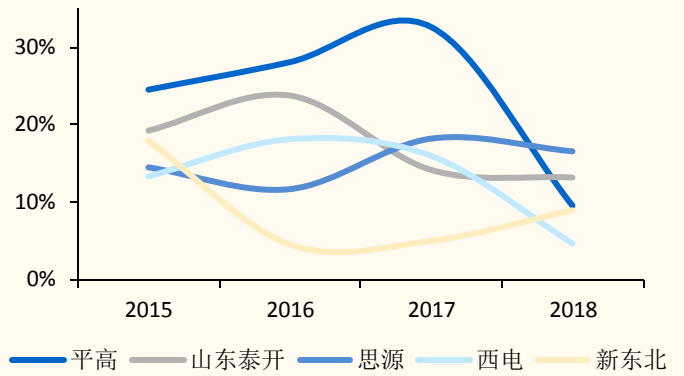
公司在输变电项目中市场份额稳步提升，并致力于提供高毛利产品高压化组合电器。组合电器是输变电项目主要设备，竞争对手主要有中国西电、山东泰开、思源以及新东北电气，组合电器电压越高价值量越大，我们可以看到，在 35kV-110kV 组合电器招标中，近几年西电和山东泰开占主要份额，总体份额分别为 18.1%、17.65%，而在 220kV-750kV 组合电器招标中，平高处于份额领先地位，近四年总体份额达 23.54%，2017 年份额更是高达 33%。而在 2018 年输变电项目中，公司中标开关柜、断路器分布为 4769 台、836 台，中标占比分布约为 12%、16.8%，较前几年份额均稳步提升。

图表 31: 输变电项目中 35kV-110kV 组合电器中标份额



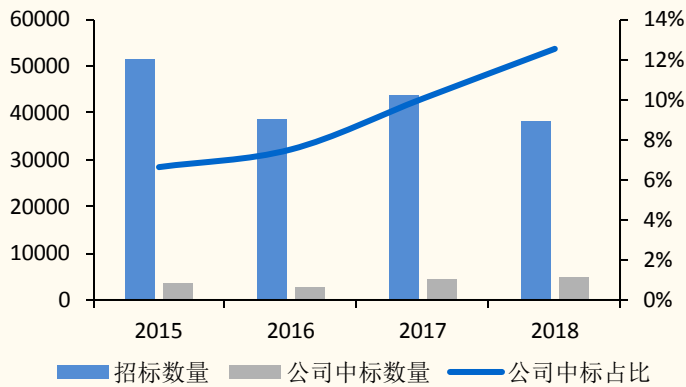
来源: 国家电网电子商务平台、国金证券研究所

图表 32: 输变电项目中 220kV-750kV 组合电器中标份额



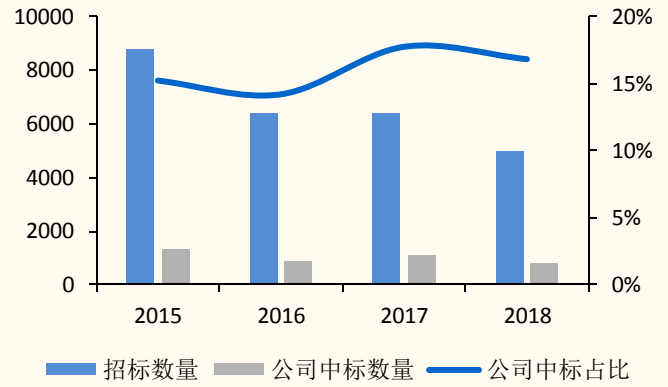
来源: 国家电网电子商务平台、国金证券研究所

图表 33: 2015-2018 年公司开关柜中标占比



来源: 国家电网电子商务平台、国金证券研究所

图表 34: 2015-2018 年公司断路器中标占比



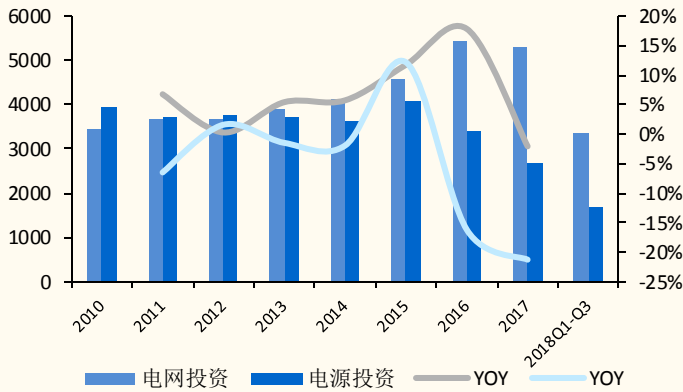
来源: 国家电网电子商务平台、国金证券研究所

3、布局配网：完善产业布局，有效支撑业绩持久性

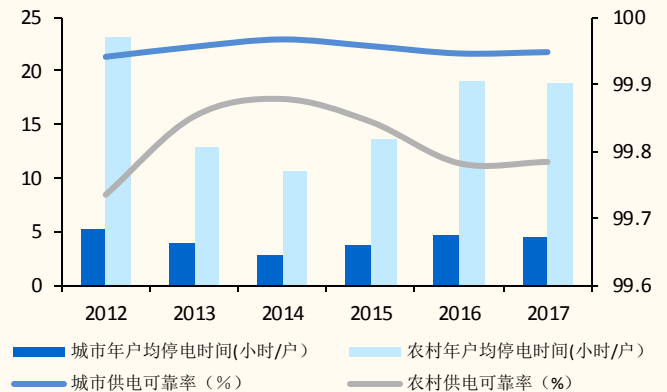
1.1 电网投资结构优化，配电网投资仍有巨大空间

电网投资向配电网发展。由于我国早年重电源轻电网、重输电轻配网，我国配电网发展相对落后，但由于停电时间过长、供电可靠性较差、城乡网架设备差距大等问题的存在，配电网建设存在现实性需求，并且配电网与特高压二者相辅相成才能构建更强大的智能电网，“十二五”期间 110 千伏及以下配电网投资已经占到电网总投资的 52%，由此可见我国电力投资结构已有所优化。

图表 35：2010-2018Q3 电网投资与电源投资



图表 36：城市、农村供电可靠性差距大



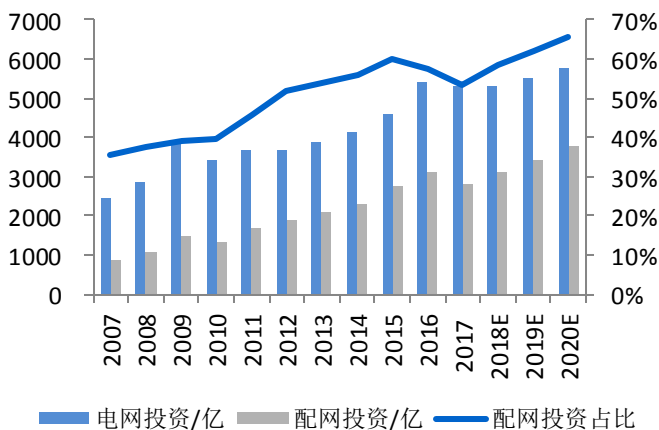
来源：电力工业统计快报、国金证券研究所

来源：国家电网社会责任报告、国金证券研究所

配电网投资仍有巨大空间。《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》提出 2015-2020 年配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，2016-2020 年累计投资不低于 1.7 万亿元，2015 年因为计划出台在后半年导致国网采购计划滞后，配网投资 2768 亿，低于 3000 亿元目标，2016-2017 年整体投资大约 5900 亿，预计 2018 年配网投资同比有一定回升。

在建设“世界一流城市配电网”方面，国家电网目前规划推进北京、上海等 10 个城市的世界一流城市配电网建设，预计到 2020 年基本建成；在农网建设方面，新一轮农村电网改造升级目标是：到 2020 年，农村地区基本实现稳定可靠的供电服务全覆盖，农村电网供电可靠率达到 99.88%，这些因素都有望催化配电网投资加速；在增量配网方面，目前已完成三批增量配网试点项目确定工作，第四批已经开始申报，2018 年上半年实现地级以上城市全覆盖，目前国内增量配网试点项目规模已达 320 个，已经基本完成实现了第一、二批业主确定，未来国网将大力推进十大混改措施，增量配网建设有望加快。多重建设需求将有望加速配网投资，我们判断 2018-2020 年三年复合增长大概 10%。

图表 37：2006-2017 年 110kv 及以下配电网投资



来源：国家能源局、中电联、国金证券研究所

图表 38：增量配网建设

| 增量配网项目 | 时间 | 数量 | 预计投资规模 (亿元) |
|--------|------------|-----|-------------|
| 第一批 | 2016.11.27 | 106 | 400 |
| 第二批 | 2017.11.21 | 89 | 320 |
| 第三批 | 2018.04.18 | 97 | 350 |
| 第三批增补 | 2018.07.05 | 28 | 80 |
| 总计 | | 320 | 1150 |

来源：国家发改委、国金证券研究所

1.2 公司在手订单充足，通过创新业务模式来提升业绩贡献

公司通过收购完善产业布局。公司先后建成天津智能真空开关科技产业园布局智能配电网产品，收购平高通用、上海天灵、平高威海、廊坊东芝建成中低压设备生产平台，增加中低压开关设备、避雷器、GIS 等产品类别，完善中低压配网产品供应链。

图表 39：公司通过收购增资形成中低压设备生产平台

| 子公司 | 产品 | 优势 | 布局 | 2017 年净利润 (万元) |
|------|--|------------------------------|----------|----------------|
| 上海天灵 | 高压开关设备 低压开关设备 高压电器元件 | 极少数能与 ABB 等知名跨国公司在中压开关领域同台竞技 | 重点布局华东市场 | 5541.60 |
| 平高通用 | 成套电器 中压断路器 智能操控装置 充换电装置 | 具备核心零部件的加工制造能力 | 侧重于中西部市场 | 5,580.07 |
| 天津平高 | 低压柜 环网柜 真空断路器 真空灭弧室 | 全系列真空开关布局 | 侧重北方市场 | -5,825.81 |
| 平高威海 | 24 -170 kv GIS 72.5-220 kv 断路器 控制设备及配件 | 箱式 GIS 已经实现海外出口 | 侧重国际市场 | 2,172.75 |

来源：公司官网、资产评估书、国金证券研究所

发展新模式带来业务增量：公司切入省网 EPC 项目，通过扩大业务范围来提升配网业绩贡献，目前公司不仅招标国网项目，还切入省网配网项目带来业务增量，省网项目一方面可以通过配套服务有效带动产品销售，另一方面中标价格、份额均优于集中招标；截止今年上半年，公司配网项目在手订单约 15 亿左右，下半年公司公告了浙江省、甘肃省、山东省输配变电大项目，分别中标 16.7 亿元、15.44、16.92 亿元，平高集团通过 EPC、租赁等创新形式拿下地方电网输配项目，然后由平高电气进行生产。随着越来越多的项目从过去的国网集中招标到省区通过 epc、租赁、竞争性谈判方式进行业主确认，我们认为公司作为国网系质量体系管控严、产品序列全的龙头公司在配网业务会有更大的提升空间。2018 年配网项目集中交货期会集中在四季度末，配电营收会有较高的发展，应可以达成兼并重组 3.46 亿的最低预测净利润要求。

图表 40：近两年公司中标的配网（含部分输变电项目）项目增多

| 时间 | | 中标项目 | 中标金额 (亿元) |
|---------|----|---|-----------|
| 2018.11 | 省网 | 国网山东省电力有限公司配变电项目合同 | 16.92 |
| 2018.11 | | 国网甘肃省电力有限公司输配变电项目合同 | 15.44 |
| 2018.09 | | 国网浙江省电力有限公司输配变电项目合同 | 16.7 |
| 2018.08 | 国网 | 国家电网有限公司 2018 年第三次配网物资协议库存招标采购项目 | 2.02 |
| 2018.07 | | 国网上海市电力公司 2018 年第二批协议库存招标采购项目 | 1.83 |
| 2018.06 | | 内蒙古电力（集团）有限责任公司 2018 年配网工程第一批设备材料采购招标项目 | 0.09 |
| 2018.06 | | 荣成市天然气热电联产项目低压 MNS 柜、配电柜、配电箱采购项目 | 0.13 |
| 2017.12 | | 国家电网公司 2017 年第二次配网设备协议库存招标项目 | 4.10 |
| 2017.09 | | 国家电网公司 2017 年（第二次新增）配网设备协议库存招标项目 | 0.38 |
| 2017.06 | | 国家电网公司上海电网 2017 年第一次配网设备协议库存货物招标项目 | 1.44 |
| 2017.06 | | 国网上海市电力公司 2017 年第二批集中规模招标采购项目 | |
| 2017.06 | | 国网上海市电力公司 2017 年第一批用户出资协议库存招标采购项目 | 2.47 |
| 2017.03 | | 国家电网公司 2017 年第一次配网设备协议库存招标项目 | |

来源：公司公告、国金证券研究所

4、新增长：背靠国网国际化平台，公司海外业务持续双位数增长

我国占据了特高压技术和标准制高点，特高压已经走出国门。我国在世界上率先建立了由 168 项国家标准和行业标准组成的特高压输电技术标显著准体系，同时，成功推动了国际电工委员会（IEC）成立专门的特高压直流和交流输电技术委员会（TC115 和 TC122），并且此委员会秘书处均设在中国。同时，随着“一带一路”和全球能源互联网的发展，以及我国是唯一掌握且大规模应用特高压输电技术的国家，我国特高压已走出国门，累计建成中俄、中蒙、中吉等 10 条跨国输电线路，国家电网先后中标了巴西美丽山±800 千伏特高压直流一、二期项目，带动超/特高压设备出口超过 50 亿人民币。

图表 41：国家电网海外特高压项目

| 国家 | 项目 | 类型 | DC | 开工时间 |
|------|-----------------------|-------|--------|--------|
| 巴西 | 美丽山水电一期 | 特高压直流 | ±800kV | 2015 |
| 巴西 | 美丽山水电二期 | 特高压直流 | ±800kV | 2017 |
| 土耳其 | 土耳其凡城背靠背 | 背靠背直流 | ±600kV | 2017 |
| 巴基斯坦 | 默蒂亚里-拉合尔 | 特高压直流 | ±660kV | 2017 |
| 英国 | 苏格兰设得兰项目 | 柔性直流 | ±88kV | 暂定 |
| 非洲 | 埃塞尔比亚-肯尼亚 | 超高压直流 | ±500kV | 2016 年 |
| 非洲 | 沙特到埃及 | 超高压直流 | ±600kV | 正在参与 |
| 印度 | 印度 Bangladesh blok 项目 | 柔性直流 | ±170kV | 正在参与 |

来源：国家电网、国金证券研究所

公司组建多家中外合资公司，海外在手执行订单约 80 亿元。公司先后与日本东芝跨国公司合资合作成功组建多家中外合资公司，印度建厂项目也在持续推进，产品已推广到全球 40 多个国家与地区，并建立了完整的海外营销网络，努力开拓“一带一路”沿线其他国家及欧洲、美洲、澳洲等新市场区域。公司在海外均实施 EPC 项目，通过收购增资的国际工程公司，按照工程进度确认收入，近几年公司海外订单稳定增长，目前执行订单约 70 亿元。除了已经成功开拓的印度、老挝、巴基斯坦、俄罗斯等市场，有望进一步打开欧洲门户，成功拿到波兰项目，并且就 P-GIS 产品和意大利、西班牙等交流，我们预计全年海外增长达到 20%左右。

图表 42：近五年国际业务板块部分项目

| 年份 | 国家 | 项目 | 金额（亿元） |
|------|--------|--|----------|
| 2013 | 印度 | 印度国家电网公司重点工程泰米尔纳德邦建设项目（765kV 特高压输变电项目） | |
| | 波兰 | 波兰 400kV 日多沃-凯尔兹科沃-斯武普斯克输电线路及变电站项目 | 8.5 |
| 2014 | 波兰 | 波莫扎内变电站至下克拉伊尼克-格林卡 220 千伏线路建设以及 220 千伏开关站和 110 千伏波莫扎内开关站的扩建项目总承包合同 | 1.5 |
| | 波兰 | 科杰尼采 400/220/110kV 变电站重建及扩建项目 EPC 总承包合同 | 2.5 |
| | 伊朗 | 500 MW 联合循环电站项目 | 累计 15.68 |
| 2015 | 老挝 | 老挝色贡输变电项目总承包合同 | 20 |
| | 老挝 | 琅勃拉邦省普坤县线路 EPC 项目 | 20.6 |
| | 巴基斯坦 | GIS 电站总承包 | |
| | 印度 | 斯如瓦兰 800 千伏变电站总承包合同 | |
| | 印度 | 坎普尔 800 千伏变电站总承包合同 | 1.6 |
| | 印度 | 吉申根杰 | 3 |
| 2016 | 巴西 | 巴西美丽山特高压输电项目二期（±800kV） | |
| | 伊朗 | 签订《中伊能源合作框架协议》，67 个变电站设备成套供货合同 | |
| | 埃塞俄比亚 | 埃塞俄比亚 145 千伏 GIS | |
| | 乌兹别克斯坦 | 乌兹别克斯坦变压器等单机项目 | |
| 2017 | 波兰 | 220kV 普拉格项目合同 | |
| 2018 | 尼泊尔 | 尼泊尔加德满都谷地 132kV GIS 变电站项目设计服务 | 2.8 |

尼泊尔

马向迪电站项目

来源：公司公告、公司年报、国金证券研究所整理（注：加粗的为海外特高压项目）

图表 43：公司海外重点工程



来源：公司官网、国金证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

基于以下假设对公司未来三年盈利情况作出如下预测：

特高压业务：我们估算了公司目前在手订单约为 32 亿元，预计 2018 年交付 16 个间隔约 12 亿元左右；估算了本次规划将给公司带来约 63 亿元的订单量（含 20 亿已中标在手订单），根据先前项目建设进程及今年预期规划，我们预计总计大约 75 亿特高压订单将按照 2019-2021 年 35%、50%、15% 的进度确认营收，预计公司 2018-2020 年确认收入 12 亿、24.6 亿、37.8 亿左右；并且伴随特高压 GIS 价格大幅回升以及大宗原材料价格下滑趋势，我们预计公司特高压业务毛利率将回升至 32.5%-33.5 左右。

中低压及配网业务：公司 Q4 连续拿下三个省网大约 50 亿订单。未来两年配网投资将加快，且公司仍有望持续获得省网非集采增量订单，所以我们预计 2018-2020 年公司配网营收将获得 100%、20%、20% 的增速。同时，省网项目比例增加及大宗材料降价等因素也将使得毛利率有所回升。

运维业务：运维检修是公司近两年的增量业务，公司在这块市场占有率相对较高，未来将保持稳定发展，公司 2018-2020 年营收预计保持 10% 稳定增长。

国际业务：目前公司国际业务在手订单约为 80 亿左右，公司国外项目以 EPC 项目为主，按照工程的进度来确认收入，近两年公司国际业务在手订单体量较大，业务增长非常稳定，预计 2018-2020 年营收增速为 20%、18%、18%。

图表 44：公司业务拆分预测

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 高压板块 | | | | | |
| 销售收入 | 5,474.86 | 5,038.74 | 4000.00 | 5428.00 | 6926.08 |
| YOY | | -7.97% | -20.62% | 35.70% | 27.60% |
| 毛利率 | 33.92% | 24.73% | 19.15% | 23.83% | 26.12% |
| 特高压 | | | | | |
| 销售收入 | | 2,300.00 | 1200.00 | 2460.00 | 3780.00 |
| 毛利率 | | 34.00% | 30.00% | 32.50% | 33.50% |
| YOY | | | -47.83% | 105.00% | 53.66% |
| 常规高压 | | | | | |
| 销售收入 | | 2,738.74 | 2800.00 | 2968.00 | 3146.08 |
| 毛利率 | | 16.94% | 14.50% | 15.40% | 15.45% |
| YOY | | | 2.24% | 6.00% | 6.00% |
| 中低压及配网板块 | | | | | |
| 销售收入 | 1,478.92 | 1,609.72 | 3219.44 | 3863.33 | 4635.99 |
| YOY | | 8.84% | 100% | 20% | 20% |
| 毛利率 | 17.73% | 9.47% | 10.00% | 12.00% | 13.00% |
| 国际业务板块 EPC | | | | | |
| 销售收入 | 932.96 | 1,156.64 | 1387.97 | 1637.80 | 1932.61 |
| YOY | | 23.98% | 20% | 18% | 18% |
| 毛利率 | 15.31% | 13.41% | 12.70% | 12.50% | 12.50% |
| 运维服务板块及其他 | | | | | |
| 销售收入 | 865.19 | 927.16 | 1019.88 | 1121.86 | 1234.05 |
| YOY | | 7.16% | 10% | 10% | 10% |
| 毛利率 | 23.45% | 24.89% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 其他业务 | | | | | |
| 销售收入 | 117.79 | 227.50 | 359.45 | 388.21 | 419.26 |
| YOY | 25.78% | 93.14% | 58% | 8% | 8% |
| 毛利率 | 34.41% | 26.94% | 26.80% | 26.80% | 26.80% |
| 总营收 | 8869.71 | 8959.76 | 9986.73 | 12439.20 | 15147.99 |
| YOY | | 1.02% | 11.46% | 24.56% | 21.78% |
| 毛利率 | 28.25% | 20.60% | 16.18% | 18.57% | 19.92% |

来源：wind、国金证券研究所

5.2 投资建议

公司是交流特高压 GIS 龙头企业，同时也能提供直流特高压部分核心装备，我们看好特高压大规模建设高潮再启将给公司带来极大的业绩弹性，并且配网投资将有望强化业绩持续性。我们预计公司 2018/19/20 年收入增速分别为 11.5%、24.6%、21.8%，净利润 2.84/5.74/8.88 亿元，增速分别为 -55%、102.2%、54.7%。综合考虑当前能源分布与经济错配背景下特高压建设的长期持续性需求，以及当前稳增长宏观大背景下特高压建设契合国家新基建政策方向，给予公司一年目标价 13 元，对应 2020 年 20 倍 PE。

图表 45：相关可比公司估值情况

| 代码 | 公司 | 总市值 (亿元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E |
| 600406.SZ | 国电南瑞 | 908 | 0.87 | 1.02 | 1.28 | 23 | 19 | 15 |
| 000400.SZ | 许继电气 | 107 | 0.32 | 0.64 | 0.8 | 33 | 16 | 13 |
| 600089.SH | 特变电工 | 273 | 0.64 | 0.73 | 0.86 | 11 | 10 | 9 |
| 平均 | | | | | | 22 | 15 | 12 |
| 600312.SH | 平高电气 | 117 | 0.21 | 0.42 | 0.65 | 41 | 20 | 13 |

来源：wind、国金证券研究所

6、风险提示

特高压建设项目核准不达预期风险：新预审批的 12 条线路，目前有 4 条线路已经完成核准，预期 2019 年再核准 3 直 5 交，如果未来特高压线路核准不达预期，将会影响整个建设周期，公司短期业绩将会受到影响；

配网投资不达预期风险：我们预期配网投资将进入补欠账阶段，如果配网投资持续低迷，将会直接影响公司获取订单数量，且价格竞争有可能加剧，也将使得中标价持续下降影响毛利率。

公司应收账款天数、经营现金流风险：公司应收账款周转天数不断增加，并且如果公司应收账款持续增长，公司的经营性现金流可能继续恶化；

海外政策环境和汇率波动风险：公司国际业务在手订单超过 70 亿元，且每年新增海外订单仍然较多，如果国内外经营政策环境或汇率情况的变化将会影响公司业绩。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 主营业务收入 | 5,831 | 8,870 | 8,960 | 9,987 | 12,439 | 15,148 | 货币资金 | 848 | 1,805 | 1,621 | 1,467 | 1,569 | 1,759 |
| 增长率 | | 52.1% | 1.0% | 11.5% | 24.6% | 21.8% | 应收账款 | 5,693 | 7,197 | 8,771 | 10,133 | 12,328 | 14,502 |
| 主营业务成本 | -4,096 | -6,364 | -7,114 | -8,371 | -10,130 | -12,130 | 存货 | 1,369 | 3,149 | 3,134 | 4,007 | 4,821 | 5,759 |
| %销售收入 | 70.3% | 71.8% | 79.4% | 83.8% | 81.4% | 80.1% | 其他流动资产 | 376 | 450 | 513 | 747 | 877 | 1,017 |
| 毛利 | 1,734 | 2,506 | 1,846 | 1,616 | 2,309 | 3,017 | 流动资产 | 8,286 | 12,601 | 14,039 | 16,354 | 19,595 | 23,037 |
| %销售收入 | 29.7% | 28.2% | 20.6% | 16.2% | 18.6% | 19.9% | %总资产 | 69.3% | 71.1% | 73.0% | 74.9% | 78.0% | 80.7% |
| 营业税金及附加 | -48 | -78 | -85 | -100 | -124 | -151 | 长期投资 | 0 | 141 | 153 | 153 | 153 | 153 |
| %销售收入 | 0.8% | 0.9% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 固定资产 | 2,500 | 3,143 | 3,096 | 3,316 | 3,324 | 3,282 |
| 营业费用 | -202 | -381 | -378 | -459 | -566 | -689 | %总资产 | 20.9% | 17.7% | 16.1% | 15.2% | 13.2% | 11.5% |
| %销售收入 | 3.5% | 4.3% | 4.2% | 4.6% | 4.6% | 4.6% | 无形资产 | 991 | 1,693 | 1,840 | 1,879 | 1,911 | 1,942 |
| 管理费用 | -342 | -529 | -474 | -528 | -647 | -788 | 非流动资产 | 3,666 | 5,124 | 5,193 | 5,469 | 5,518 | 5,516 |
| %销售收入 | 5.9% | 6.0% | 5.3% | 5.3% | 5.2% | 5.2% | %总资产 | 30.7% | 28.9% | 27.0% | 25.1% | 22.0% | 19.3% |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,141 | 1,517 | 908 | 528 | 972 | 1,389 | 资产总计 | 11,951 | 17,725 | 19,232 | 21,822 | 25,113 | 28,553 |
| %销售收入 | 19.6% | 17.1% | 10.1% | 5.3% | 7.8% | 9.2% | 短期借款 | 1,070 | 974 | 3,079 | 3,973 | 4,662 | 5,122 |
| 财务费用 | -73 | -112 | -95 | -169 | -233 | -268 | 应付账款 | 3,780 | 6,660 | 6,737 | 8,365 | 10,530 | 12,855 |
| %销售收入 | 1.3% | 1.3% | 1.1% | 1.7% | 1.9% | 1.8% | 其他流动负债 | 178 | 155 | 205 | 142 | 222 | 303 |
| 资产减值损失 | -73 | 85 | -63 | -72 | -82 | -92 | 流动负债 | 5,028 | 7,789 | 10,020 | 12,480 | 15,414 | 18,280 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 2 | 21 | 23 | 28 | 32 | 其他长期负债 | 558 | 583 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.1% | 2.6% | 7.0% | 3.9% | 2.9% | 负债 | 5,586 | 8,372 | 10,054 | 12,514 | 15,448 | 18,314 |
| 营业利润 | 995 | 1,493 | 779 | 321 | 699 | 1,078 | 普通股股东权益 | 6,127 | 9,024 | 8,853 | 8,993 | 9,333 | 9,883 |
| 营业利润率 | 17.1% | 16.8% | 8.7% | 3.2% | 5.6% | 7.1% | 少数股东权益 | 239 | 330 | 325 | 315 | 333 | 356 |
| 营业外收支 | 19 | 8 | 6 | 7 | 10 | 13 | 负债股东权益合计 | 11,951 | 17,725 | 19,232 | 21,822 | 25,113 | 28,553 |
| 税前利润 | 1,014 | 1,500 | 784 | 328 | 709 | 1,091 | | | | | | | |
| 利润率 | 17.4% | 16.9% | 8.8% | 3.3% | 5.7% | 7.2% | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税 | -159 | -235 | -138 | -54 | -117 | -180 | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 所得税率 | 15.6% | 15.7% | 17.6% | 16.5% | 16.5% | 16.5% | 每股指标 | | | | | | |
| 净利润 | 856 | 1,265 | 647 | 274 | 592 | 911 | 每股收益 | 0.727 | 0.899 | 0.465 | 0.209 | 0.423 | 0.654 |
| 少数股东损益 | 29 | 45 | 16 | -10 | 18 | 23 | 每股净资产 | 5.386 | 6.650 | 6.525 | 6.628 | 6.878 | 7.284 |
| 归属于母公司的净利润 | 827 | 1,220 | 631 | 284 | 574 | 888 | 每股经营现金净流 | 0.279 | 1.118 | -0.558 | -0.087 | 0.217 | 0.529 |
| 净利率 | 14.2% | 13.8% | 7.0% | 2.8% | 4.6% | 5.9% | 每股股利 | 0.500 | 0.600 | 0.140 | 0.130 | 0.220 | 0.300 |
| | | | | | | | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 13.49% | 13.52% | 7.12% | 3.16% | 6.15% | 8.98% |
| 净利润 | 856 | 1,265 | 647 | 274 | 592 | 911 | 总资产收益率 | 6.92% | 6.88% | 3.28% | 1.30% | 2.29% | 3.11% |
| 少数股东损益 | 29 | 45 | 16 | -10 | 18 | 23 | 投入资本收益率 | 12.05% | 11.72% | 6.09% | 3.31% | 5.65% | 7.53% |
| 非现金支出 | 296 | 254 | 427 | 418 | 461 | 498 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | 42 | 101 | 92 | 165 | 218 | 246 | 主营业务收入增长率 | 26.59% | 52.12% | 1.02% | 11.46% | 24.56% | 21.78% |
| 营运资金变动 | -876 | -103 | -1,922 | -974 | -976 | -937 | EBIT增长率 | 40.74% | 32.90% | -40.13% | -41.86% | 84.14% | 42.88% |
| 经营活动现金净流 | 318 | 1,518 | -757 | -118 | 295 | 717 | 净利润增长率 | 19.26% | 47.55% | -48.31% | -54.98% | 102.22% | 54.65% |
| 资本开支 | -272 | -183 | -127 | -609 | -413 | -385 | 总资产增长率 | 20.58% | 48.31% | 8.50% | 13.47% | 15.08% | 13.70% |
| 投资 | 0 | -3,013 | -124 | 0 | 0 | 0 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 0 | 0 | 8 | 23 | 28 | 32 | 应收账款周转天数 | 300.3 | 247.3 | 299.5 | 349.0 | 342.0 | 332.0 |
| 投资活动现金净流 | -272 | -3,196 | -243 | -586 | -385 | -353 | 存货周转天数 | 119.3 | 129.5 | 161.2 | 177.0 | 178.0 | 179.0 |
| 股权募资 | 0 | 3,512 | 0 | 33 | 64 | 70 | 应付账款周转天数 | 160.9 | 134.9 | 160.5 | 186.0 | 185.0 | 184.0 |
| 债权募资 | 816 | -401 | 1,554 | 891 | 689 | 460 | 固定资产周转天数 | 127.2 | 108.5 | 124.9 | 118.3 | 94.6 | 76.3 |
| 其他 | -638 | -678 | -941 | -374 | -561 | -704 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | 178 | 2,433 | 614 | 550 | 192 | -174 | 净负债/股东权益 | 12.10% | -3.02% | 15.89% | 26.93% | 32.00% | 32.84% |
| 现金净流量 | 224 | 755 | -387 | -154 | 102 | 191 | EBIT利息保障倍数 | 15.6 | 13.6 | 9.6 | 3.1 | 4.2 | 5.2 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 46.74% | 47.23% | 52.28% | 57.35% | 61.51% | 64.14% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 2 | 7 | 9 | 13 | 19 |
| 增持 | 0 | 1 | 2 | 4 | 7 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.13 | 1.18 | 1.24 | 1.27 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH