

2019年04月25日

平高电气 (600312.SH)

业绩符合预期，特高压进入订单集中交付期

■事件：近日公司发布 2018 年报，报告期内公司实现营收 108.16 亿元，同比增长 20.74%；归母净利 2.86 亿元，同比下降 54.59%；EPS 为 0.21 元，公司业绩符合预期。上海天灵、平高威海等 5 家子公司实现净利 3.54 亿元，当年及累计均 100%完成 2016 年资产注入时业绩承诺。同时，公司公告 2018 年分红计划，拟每 10 股分红 0.64 元（含税）。

■18 年业绩下滑主要受特高压项目锐减影响。2018 年，受特高压项目锐减及电网投资下滑，特高压 GIS 项目大幅减少，全年公司仅交付胜利站扩建、潍坊-石家庄、高河共 15 间隔及苏通 GIL 管廊，特高压 GIS 交付数量较 2017 年度减少 18 间隔。从板块收入来看，公司 2018 年高压板块营收 44.90 亿元，同比下滑 10.9%；同时，由于高毛利的特高压 GIS 交付减少，高压板块毛利率仅 13.11%，较 2017/2016 年度分别下滑 11.62%和 20.81%。

■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。从节奏上来看，18/19 年将是核准大年，19/20 将进入订单集中交付阶段。14 条线路预计总投资规模在 2000 亿以上，平高电气有望新增特高压相关订单 60 亿以上。2019 年 2 月，河南±800kV、陕北-湖北±800kV 特直及张北-雄安 1000KV、驻马店-南阳 1000KV 特交共计 2 直 2 交招标，公司中标 19.8 亿元，其中 GIS 中标 17.15 亿元，中标份额 51%。预计 2019 年内其余线路也将陆续核准招标。我们判断 2019-2021 年公司特高压订单的交付规模大约在 25 亿、40 亿和 15 亿左右，有望带来极大的业绩弹性。

■配网业务新模式开始发力，18 年营收增长 1.68 倍。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。2018 年下半年，公司先后与浙江省网、甘肃省网、山东省网签订配网订单，合计金额达 49.06 亿元。2018 年公司中低压及配网业务板块实现营收 42.16 亿元，同比增长 168%；毛利率也回升到 15.73%，同比提升 6.23Pcts。随着配网投资占比上升及公司新模式的展开，我们预计公司有望在 2019/20 年拿到更多的配网新业务订单。

■围绕三型两网，全面推进产业升级。2019 年到 2021 年，是国家电网公司建设世界一流能源互联网企业的战略突破期，也将是公司的重大战略机遇期。2019 年电网投资 5,126 亿元，同比增长 4.85%；国网着力建设坚强智能电网和泛在电力物联网，加快推进“五交五直”特高压工程建设。公司 2019 年预计实现营业收入 115 亿元，同时将在巩固提升电工装备制造产业行业领先地位的基础上，全面推进产业转型升级。公司计划：1) 以示范项目为突破口，推进储能、电力电子和电能替代等新兴业务展；2) 创新商业模式，大力发展工程总承包、运维检修、综合能源服务等制造服务业务；3) 着力开发核心零部件制造技术。

公司快报

证券研究报告

一次设备

投资评级 买入-A

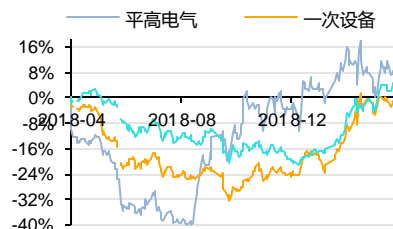
维持评级

6 个月目标价：12.00 元
股价 (2019-04-24) 8.29 元

交易数据

总市值 (百万元)	11,248.88
流通市值 (百万元)	11,248.88
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	4.92/9.70 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.63	-27.14	-0.61
绝对收益	-4.49	-3.6	1.71

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：配网新业务连下三城，平高集团再获山东省网 16.92 亿合同/邓永康 2018-11-28
- 平高电气：平高集团签订甘肃省网 15.44 亿合同，配网新业务再下一城/邓永康 2018-11-20
- 平高电气：平高电气 (600312.SH)-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

■**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 2019/20/21 年收入增速分别为 6.5%、10%和 0.7%，净利润增速分别为 118%、61%和 69.7%。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”评级和目标价 12.00 元，目标价对应 2019/20/21 年动态 P/E 分别为 26/16/14x。**

■**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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	8,959.8	10,816.3	11,519.2	12,669.4	12,757.6
净利润	630.5	286.3	622.7	1,003.1	1,100.5
每股收益(元)	0.46	0.21	0.46	0.74	0.81
每股净资产(元)	6.52	6.58	6.88	7.36	7.89

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	17.8	39.3	18.1	11.2	10.2
市净率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
净利润率	7.0%	2.6%	5.4%	7.9%	8.6%
净资产收益率	7.1%	3.2%	6.7%	10.0%	10.3%
股息收益率	1.7%	0.0%	1.9%	3.1%	3.4%
ROIC	8.1%	3.7%	7.3%	8.9%	11.1%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,959.8	10,816.3	11,519.2	12,669.4	12,757.6	成长性					
减:营业成本	7,114.2	9,286.6	9,461.1	10,168.3	10,249.8	营业收入增长率	1.0%	20.7%	6.5%	10.0%	0.7%
营业税费	85.4	105.7	108.0	121.1	122.1	营业利润增长率	-47.8%	-55.1%	130.3%	60.0%	8.8%
销售费用	378.4	392.3	466.6	493.7	466.7	净利润增长率	-48.3%	-54.6%	117.5%	61.1%	9.7%
管理费用	473.6	356.6	495.7	500.4	466.2	EBITDA 增长率	-36.8%	-16.9%	34.3%	32.0%	3.8%
财务费用	95.0	182.0	148.6	94.8	50.5	EBIT 增长率	-46.0%	-28.5%	54.1%	45.0%	4.9%
资产减值损失	63.2	81.1	49.7	24.6	26.8	NOPLAT 增长率	-46.8%	-46.1%	93.8%	46.5%	5.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.0%	-2.7%	20.3%	-14.6%	11.2%
投资和汇兑收益	20.5	25.0	15.9	22.5	26.1	净资产增长率	-1.9%	0.4%	4.7%	7.1%	7.3%
营业利润	778.6	349.6	805.4	1,288.9	1,401.7	利润率					
加:营业外净收支	5.7	3.8	7.8	7.8	8.5	毛利率	20.6%	14.1%	17.9%	19.7%	19.7%
利润总额	784.3	353.5	813.2	1,296.7	1,410.1	营业利润率	8.7%	3.2%	7.0%	10.2%	11.0%
减:所得税	137.7	95.2	171.2	262.6	275.6	净利润率	7.0%	2.6%	5.4%	7.9%	8.6%
净利润	630.5	286.3	622.7	1,003.1	1,100.5	EBITDA/营业收入	13.7%	9.4%	11.9%	14.3%	14.7%
						EBIT/营业收入	9.7%	5.7%	8.3%	10.9%	11.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	115	102	92	79	71
						流动营业资本周转天数	190	176	196	192	192
						流动资产周转天数	535	520	516	485	483
						应收帐款周转天数	304	328	324	319	324
						存货周转天数	126	96	109	108	101
						总资产周转天数	742	694	677	622	608
						投资资本周转天数	391	346	353	325	314
						投资回报率					
						ROE	7.1%	3.2%	6.7%	10.0%	10.3%
						ROA	3.4%	1.1%	3.1%	4.5%	5.6%
						ROIC	8.1%	3.7%	7.3%	8.9%	11.1%
						费用率					
						销售费用率	4.2%	3.6%	4.1%	3.9%	3.7%
						管理费用率	5.3%	3.3%	4.3%	3.9%	3.7%
						财务费用率	1.1%	1.7%	1.3%	0.7%	0.4%
						三费/营业收入	10.6%	8.6%	9.6%	8.6%	7.7%
						偿债能力					
						资产负债率	52.3%	59.0%	53.7%	55.0%	45.1%
						负债权益比	109.5%	143.9%	115.9%	122.1%	82.1%
						流动比率	1.40	1.32	1.45	1.47	1.80
						速动比率	1.09	1.12	1.05	1.21	1.35
						利息保障倍数	9.11	3.40	6.42	14.60	28.76
						分红指标					
						DPS(元)	0.14	-	0.16	0.26	0.28
						分红比率	30.1%	0.0%	35.0%	35.0%	35.0%
						股息收益率	1.7%	0.0%	1.9%	3.1%	3.4%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,620.9	2,428.1	921.5	1,013.5	1,020.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	8,211.1	11,520.3	9,235.8	13,220.8	9,737.1
应收票据	560.0	162.4	686.0	290.6	634.4
预付帐款	404.8	386.5	541.0	433.7	519.9
存货	3,134.3	2,626.4	4,353.6	3,242.9	3,949.6
其他流动资产	108.2	58.6	93.0	86.6	79.4
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	153.5	166.4	166.4	166.4	166.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	3,066.2	3,035.2	2,858.4	2,672.8	2,387.3
在建工程	29.6	33.4	33.4	33.4	33.4
无形资产	1,583.0	1,713.6	1,572.9	1,432.3	1,291.6
其他非流动资产	360.2	338.1	367.4	355.2	353.6
资产总额	19,231.9	22,469.0	20,829.5	22,948.3	20,173.3
短期债务	2,529.4	3,344.6	3,336.6	905.6	1,421.5
应付帐款	4,365.5	7,308.5	3,320.1	8,720.3	3,458.5
应付票据	1,460.6	1,351.7	1,958.6	1,610.8	1,818.6
其他流动负债	1,664.8	1,014.9	2,334.8	1,185.8	2,178.9
长期借款	-	200.0	14.9	100.0	100.0
其他非流动负债	33.9	35.1	217.2	95.4	115.9
负债总额	10,054.2	13,254.7	11,182.1	12,617.9	9,093.6
少数股东权益	324.5	288.6	307.8	338.9	372.9
股本	1,356.9	1,356.9	1,356.9	1,356.9	1,356.9
留存收益	7,499.3	7,577.8	7,982.6	8,634.6	9,349.9
股东权益	9,177.8	9,214.3	9,647.3	10,330.4	11,079.7

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	646.5	258.3	622.7	1,003.1	1,100.5
加:折旧和摊销	363.6	402.1	417.5	426.2	426.2
资产减值准备	63.2	81.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	105.6	145.4	148.6	94.8	50.5
投资损失	-20.5	-25.0	-15.9	-22.5	-26.1
少数股东损益	16.0	-28.0	19.3	31.0	34.0
营运资金的变动	-1,741.6	203.0	-2,429.5	1,489.4	-1,603.1
经营活动产生现金流量	-757.3	768.3	-1,237.3	3,022.0	-18.0
投资活动产生现金流量	-243.3	-82.7	-84.1	-77.5	26.1
融资活动产生现金流量	612.5	133.7	-185.1	-2,852.5	-1.1

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.46	0.21	0.46	0.74	0.81
BVPS(元)	6.52	6.58	6.88	7.36	7.89
PE(X)	17.8	39.3	18.1	11.2	10.2
PB(X)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
P/FCF	19.5	10.9	-8.7	28.1	31.5
P/S	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	12.4	12.0	10.4	6.5	6.5
CAGR(%)	16.9%	63.8%	-20.2%	16.9%	63.8%
PEG	1.1	0.6	-0.9	0.7	0.2
ROIC/WACC	0.9	0.4	0.8	1.0	1.3
REP	1.6	2.9	1.4	1.1	0.8

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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@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
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	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