

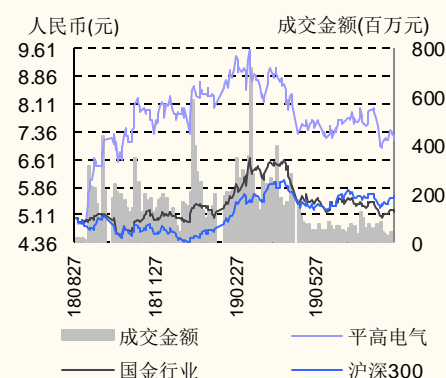
## 平高电气 (600312.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 7.15 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)	9,701.99
年内股价最高最低 (元)	7.98/6.94
沪深 300 指数	3820.86
上证指数	2897.43



## 盈利能力大幅改善，特高压和配网双轮驱动业绩新一轮高增

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.465	0.211	0.428	0.666	0.741
每股净资产 (元)	6.52	6.58	6.85	7.33	7.85
每股经营性现金流 (元)	-0.56	0.57	0.15	0.34	1.07
市盈率 (倍)	21.50	38.29	16.69	10.73	9.65
净利润增长率 (%)	-48.31%	-54.59%	103.04%	55.48%	11.20%
净资产收益率 (%)	7.12%	3.21%	6.26%	9.08%	9.44%
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

## 业绩简评

- 公司发布 2019 年中报。营业收入和归母净利润分比为 31.03 亿、5440 万，同比增长 18.44%、141.62%，整体业绩符合预期。

## 经营分析

- **毛利率提升和期间费用率控制带动公司整体盈利能力大幅改善。** 受益于非集采配网租赁订单价格略高以及铜、钢等大宗原料价格下降影响，公司 H1 毛利率达到 15.92%，同比去年回升 4.54pct，此外公司加强了费用管控 H1 管理费用率、销售费用率、财务费用率分别同比降低 0.6pct、0.89pct、0.75pct。天津平高、平高通用、平高天灵等控股子公司大幅减亏或转盈。此外公司去年年底回款较多且经营性现金流好转，大幅减少了有息负债。
- **特高压再次迎来发展机遇期，将带动公司业绩实现大幅反转。** 发改委于去年 9 月规划共计 9 项“7 交 5 直”特高压工程，特高压建设大规模重启将带来大致 1900 余亿元投资规模，公司有望从中获得总计 63 亿元订单（年初已经招标的“两交两直”项目合计新增 20 亿左右订单），公司近三年执行特高压订单总额大约在 75 亿左右。H1 公司确认 6 个 GIS 订单（含 Q1 新增部分“两交”订单），同比去年多确认 1 个，常规高压营收确认变化不大，全年大宗价格下降以及新签 GIS 价格较高等因素将大幅提升公司高压盈利能力。
- **中低压配网业务开展顺利，检修、GIL 等新型业务开拓成效明显。** 公司通过 EPC、经营性租赁等形式切入省网项目，已拿下浙江省、甘肃、山东省等配网合同超过 50 亿，目前在手订单饱满，且凭借更为完善的产品配套和更为优化的“大营销”体系，全年新增配网订单仍有望达到百亿级别。H1 公司配网营收约 14 亿，同比去年小幅增长。展望今明两年，农网投资加速、一流城市配网建设、质量管控趋严的新形势下，质量体系管控严、产品序列全等优势将使得公司在配网业务拥有更大的提升空间。此外，公司检修增值服务、电商贸易、GIL 产品、欧洲高端市场等新产品、新市场开拓顺利。

## 盈利预测和投资建议：

- 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润 5.81/9.04/10.05 亿元，增速分别为 103%、55.5%、11.2%。特高压景气周期开启将带动公司盈利能力大幅提升，且配网业务步入快速发展轨道将有望强化业绩增长持续性；给予公司一年目标价 13 元，对应 2020 年 20 倍 PE。

## 风险提示：

特高压核准不达预期；配网投资不达预期；对外出口政策和汇率波动风险；

## 相关报告

1. 《平高电气年报点评-特高压将迎来业绩反转，配网步入快速发展轨...》，2019.1.25
2. 《平高电气深度报告-特高压腾飞，配网护翼，业绩确定性高增长》，2019.2.16

邓伟

分析师 SAC 执业编号: S1130519070002  
(8621)60935389  
dengwei@gjzq.com.cn

姚遥

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,870</b>	<b>8,960</b>	<b>10,816</b>	<b>12,645</b>	<b>15,481</b>	<b>16,616</b>
增长率		1.0%	20.7%	16.9%	22.4%	7.3%
主营业务成本	-6,364	-7,114	-9,287	-10,604	-12,716	-13,588
%销售收入	71.8%	79.4%	85.9%	83.9%	82.1%	81.8%
毛利	2,506	1,846	1,530	2,041	2,765	3,028
%销售收入	28.2%	20.6%	14.1%	16.1%	17.9%	18.2%
营业税金及附加	-78	-85	-106	-124	-152	-163
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-381	-378	-392	-455	-557	-598
%销售收入	4.3%	4.2%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
管理费用	-529	-474	-357	-531	-647	-690
%销售收入	6.0%	5.3%	3.3%	4.2%	4.2%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	1,517	908	675	931	1,409	1,578
%销售收入	17.1%	10.1%	6.2%	7.4%	9.1%	9.5%
财务费用	-112	-95	-182	-185	-224	-237
%销售收入	1.3%	1.1%	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%
资产减值损失	85	-63	-81	-92	-112	-148
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	21	25	27	30	35
%税前利润	0.1%	2.6%	7.1%	3.9%	2.7%	2.8%
营业利润	1,493	779	350	692	1,116	1,243
营业利润率	16.8%	8.7%	3.2%	5.5%	7.2%	7.5%
营业外收支	8	6	4	5	8	11
税前利润	1,500	784	353	697	1,124	1,254
利润率	16.9%	8.8%	3.3%	5.5%	7.3%	7.5%
所得税	-235	-138	-95	-125	-202	-226
所得税率	15.7%	17.6%	26.9%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	1,265	647	258	571	922	1,028
少数股东损益	45	16	-28	-10	18	23
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,220</b>	<b>631</b>	<b>286</b>	<b>581</b>	<b>904</b>	<b>1,005</b>
净利率	13.8%	7.0%	2.6%	4.6%	5.8%	6.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,265	647	258	571	922	1,028
少数股东损益	45	16	-28	-10	18	23
非现金支出	254	427	483	434	485	550
非经营收益	101	92	134	187	234	245
营运资金变动	-103	-1,922	-108	-983	-1,175	-368
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,518</b>	<b>-757</b>	<b>768</b>	<b>209</b>	<b>465</b>	<b>1,456</b>
资本开支	-183	-127	-101	-585	-405	-452
投资	-3,013	-124	-7	0	0	0
其他	0	8	25	27	30	35
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,196</b>	<b>-243</b>	<b>-83</b>	<b>-558</b>	<b>-375</b>	<b>-417</b>
股权募资	3,512	0	0	57	92	103
债权募资	-401	1,554	353	552	891	-255
其他	-678	-941	-221	-504	-616	-703
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,433</b>	<b>614</b>	<b>131</b>	<b>105</b>	<b>367</b>	<b>-856</b>
<b>现金净流量</b>	<b>755</b>	<b>-387</b>	<b>817</b>	<b>-244</b>	<b>457</b>	<b>183</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,805	1,621	2,428	2,185	2,641	2,824
应收款项	7,197	8,771	11,683	12,151	14,896	15,811
存货	3,149	3,134	2,626	2,867	3,264	3,431
其他流动资产	450	513	445	531	618	657
流动资产	12,601	14,039	17,182	17,734	21,420	22,723
%总资产	71.1%	73.0%	76.5%	76.2%	79.3%	80.0%
长期投资	141	153	166	166	166	166
固定资产	3,143	3,096	3,069	3,244	3,249	3,277
%总资产	17.7%	16.1%	13.7%	13.9%	12.0%	11.5%
无形资产	1,693	1,840	1,971	2,022	2,053	2,083
非流动资产	5,124	5,193	5,287	5,552	5,598	5,666
%总资产	28.9%	27.0%	23.5%	23.8%	20.7%	20.0%
<b>资产总计</b>	<b>17,725</b>	<b>19,232</b>	<b>22,469</b>	<b>23,286</b>	<b>27,018</b>	<b>28,389</b>
短期借款	974	3,079	3,345	3,867	4,728	4,442
应付款项	6,660	6,737	9,222	9,144	11,124	11,956
其他流动负债	155	205	453	436	624	693
流动负债	7,789	10,020	13,020	13,448	16,475	17,091
长期贷款	0	0	200	230	260	290
其他长期负债	583	34	35	37	37	37
<b>负债</b>	<b>8,372</b>	<b>10,054</b>	<b>13,255</b>	<b>13,715</b>	<b>16,772</b>	<b>17,418</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>9,024</b>	<b>8,853</b>	<b>8,926</b>	<b>9,293</b>	<b>9,950</b>	<b>10,650</b>
少数股东权益	330	325	289	279	297	320
<b>负债股东权益合计</b>	<b>17,725</b>	<b>19,232</b>	<b>22,469</b>	<b>23,286</b>	<b>27,018</b>	<b>28,389</b>

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.899	0.465	0.211	0.428	0.666	0.741
每股净资产	6.650	6.525	6.578	6.848	7.333	7.849
每股经营现金净流	1.118	-0.558	0.566	0.154	0.343	1.073
每股股利	0.500	0.600	0.140	0.200	0.250	0.300
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.52%	7.12%	3.21%	6.26%	9.08%	9.44%
总资产收益率	6.88%	3.28%	1.27%	2.50%	3.35%	3.54%
投入资本收益率	11.72%	6.09%	3.30%	5.57%	7.57%	8.22%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	52.12%	1.02%	20.72%	16.91%	22.43%	7.33%
EBIT增长率	32.90%	-40.13%	-36.46%	61.31%	51.38%	11.94%
净利润增长率	47.55%	-48.31%	-54.59%	103.04%	55.48%	11.20%
总资产增长率	48.31%	8.50%	16.83%	3.64%	16.03%	5.07%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	247.3	299.5	327.6	340.0	342.0	340.0
存货周转天数	129.5	161.2	113.2	100.0	96.0	96.0
应付账款周转天数	134.9	160.5	191.9	186.0	188.0	189.0
固定资产周转天数	108.5	124.9	102.4	91.2	74.2	69.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-3.02%	15.89%	12.12%	19.98%	22.90%	17.40%
EBIT利息保障倍数	13.6	9.6	3.2	5.0	6.3	6.6
资产负债率	47.23%	52.28%	58.99%	58.90%	62.08%	61.36%

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	1	1	2	3	13
增持	1	2	2	2	5
中性	2	3	3	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	2.25	2.33	2.14	2.00	1.52

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-02-16	买入	8.64	13.00~13.00
2	2019-04-25	买入	8.29	N/A

来源：国金证券研究所



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，不作为或被视作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