

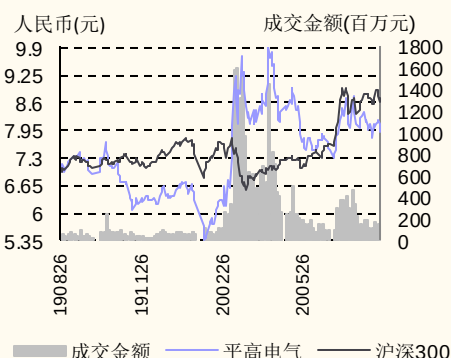
平高电气 (600312.SH) 增持 (下调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.89 元

二季度业务整体回暖, 静待特高压建设提速**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	13.57
已上市流通 A 股(亿股)	13.57
总市值(亿元)	107.06
年内股价最高最低(元)	8.38/7.79
沪深 300 指数	4719
上证指数	3381

**相关报告**

1.《平高电气 2019 中报点评-盈利能力大幅改善, 特高压和配网双轮...》, 2019.8.25

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.211	0.168	0.185	0.308	0.477
每股净资产(元)	6.578	6.671	6.856	7.164	7.641
每股经营性现金流(元)	0.566	0.960	0.263	0.467	0.592
市盈率(倍)	38.29	38.36	42.75	25.73	16.59
净利润增长率(%)	-54.59%	-20.20%	10.01%	66.13%	55.15%
净资产收益率(%)	3.21%	2.52%	2.70%	4.30%	6.25%
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 2020 年中报, 营业收入和归母净利润分别为 32.23 亿元、0.55 亿元, 同比分别增长 3.86%、0.62%。

经营分析

- **二季度营收增速显著加快, 海外业务影响较大。**受益于 Q2 电网投资明显提速, 公司 Q2 实现营收 20.2 亿元, 同比增长 16%, 单季度业务回暖明显。公司加强了费用管控, 销售费用率、管理费用率(含研发)、财务费用率同比分别下降 0.04、0.39、1.1 个百分点。子公司河南平芝、上海平高天灵开关、河南平高通用电气净利润均有所提升, 平高国际工程、天津平高、平高威海高压净利润同比下降, 其中平高集团国际工程公司收入同比减少, 主要由于国际市场 EPC 等业务受海外疫情影响延期执行。
- **下半年特高压建设有望加速, 本轮特高压大建设将带动公司业绩再上台阶。**发改委前年 9 月规划共计 9 项“7 交 5 直”特高压工程, 今年年初又新增 3 条直流特高压。以上线路总计将产生 110 个 GIS 合计超 85 亿元订单, 公司将获得其中 45%GIS 份额约 39 亿元订单, 此外叠加所有特高压项目均需的开关、组合电器产品, 公司合计订单有望达到 77 亿元。截止目前“7 交 8 直”特高压只完成 5 条线路核准, 年内国网规划 1800 亿元特高压投资, 预计后续投资进展将明显提速。上半年公司通过快速复工复产, 提前交付青海-河南、驻马店-南阳特高压等特高压重点工程供货产品。
- **加强科技创新, 新中标多个标志型项目。**公司成功研制世界首台 1100 千伏环保型 GIL、国内首台 126 千伏无氟环保型 GIS, 同时直流快速机械开关在南网±160 千伏柔性直流输电示范工程首次应用。除了在国网集招、协议库存、特高压备品备件市场份额领先外, 公司实现了绝缘件出口日本实现海外市场突破, 并中标行业第一个“GIS+GIL”深度融合西藏拉萨换流站工程。

盈利预测和投资建议:

- 由于特高压核准和建设不达预期, 公司 2020-2021 年特高压营收较大幅度低于预期, 且配网营收虽大幅提升但毛利率较低, 下调公司 2020-2022 年归母净利润至 2.51 (-72%) / 4.18 (-58%) / 6.48 亿元。给予增持评级。

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;

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)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	8,960	10,816	11,160	11,805	12,757	14,169
增长率		20.7%	3.2%	5.8%	8.1%	11.1%
主营业务成本	-7,114	-9,287	-9,821	-10,385	-11,062	-12,099
%销售收入	79.4%	85.9%	88.0%	88.0%	86.7%	85.4%
毛利	1,846	1,530	1,339	1,420	1,695	2,070
%销售收入	20.6%	14.1%	12.0%	12.0%	13.3%	14.6%
营业税金及附加	-85	-106	-70	-89	-93	-101
%销售收入	1.0%	1.0%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%
销售费用	-378	-392	-428	-449	-472	-510
%销售收入	4.2%	3.6%	3.8%	3.8%	3.7%	3.6%
管理费用	-474	-357	-280	-289	-306	-333
%销售收入	5.3%	3.3%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
研发费用	0	-98	-235	-230	-249	-269
%销售收入	0.0%	0.9%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	908	577	326	363	575	857
%销售收入	10.1%	5.3%	2.9%	3.1%	4.5%	6.0%
财务费用	-95	-182	-103	-96	-103	-102
%销售收入	1.1%	1.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-63	-81	-21	-40	-47	-48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	21	25	23	25	26	28
%税前利润	2.6%	7.1%	8.1%	7.7%	4.9%	3.4%
营业利润	779	350	281	311	521	812
营业利润率	8.7%	3.2%	2.5%	2.6%	4.1%	5.7%
营业外收支	6	4	7	7	8	8
税前利润	784	353	288	318	529	820
利润率	8.8%	3.3%	2.6%	2.7%	4.1%	5.8%
所得税	-138	-95	-58	-67	-111	-172
所得税率	17.6%	26.9%	20.2%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	647	258	230	251	418	648
少数股东损益	16	-28	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	631	286	229	251	418	648
净利率	7.0%	2.6%	2.0%	2.1%	3.3%	4.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	647	258	230	251	418	648
少数股东损益	16	-28	1	0	0	0
非现金支出	427	483	454	375	374	396
非经营收益	92	134	116	115	113	115
营运资金变动	-1,922	-108	503	-384	-270	-356
经营活动现金净流	-757	768	1,302	357	634	804
资本开支	-127	-101	-122	-315	-421	-405
投资	-124	-7	7	-7	0	0
其他	8	25	10	25	26	28
投资活动现金净流	-243	-83	-104	-298	-395	-377
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	1,554	353	-1,120	-186	177	-41
其他	-941	-221	-321	-147	-147	-151
筹资活动现金净流	614	131	-1,440	-333	30	-192
现金净流量	-387	817	-242	-273	270	234

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,621	2,428	2,396	2,123	2,393	2,627
应收款项	8,773	11,683	12,291	8,700	9,346	10,326
存货	3,134	2,626	2,406	2,589	2,758	2,983
其他流动资产	511	445	478	2,876	3,104	3,438
流动资产	14,039	17,182	17,571	16,289	17,601	19,375
%总资产	73.0%	76.5%	77.4%	71.5%	72.7%	74.4%
长期投资	153	166	180	187	187	187
固定资产	3,096	3,069	2,880	2,749	2,738	2,694
%总资产	16.1%	13.7%	12.7%	12.1%	11.3%	10.3%
无形资产	1,840	1,971	1,982	2,100	2,212	2,321
非流动资产	5,193	5,287	5,125	6,498	6,599	6,664
%总资产	27.0%	23.5%	22.6%	28.5%	27.3%	25.6%
资产总计	19,232	22,469	22,696	22,787	24,200	26,038
短期借款	3,079	3,345	2,328	2,145	2,322	2,281
应付款项	5,834	8,680	10,183	10,185	10,854	11,876
其他流动负债	1,108	995	800	833	983	1,193
流动负债	10,020	13,020	13,311	13,163	14,159	15,350
长期贷款	0	200	0	0	0	0
其他长期负债	34	35	41	29	29	28
负债	10,054	13,255	13,353	13,192	14,187	15,378
普通股股东权益	8,853	8,926	9,051	9,303	9,720	10,368
其中：股本	1,357	1,357	1,357	1,357	1,357	1,357
未分配利润	2,108	2,196	2,306	2,558	2,975	3,623
少数股东权益	325	289	292	292	292	292
负债股东权益合计	19,232	22,469	22,696	22,787	24,200	26,038

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.465	0.211	0.168	0.185	0.308	0.477
每股净资产	6.525	6.578	6.671	6.856	7.164	7.641
每股经营现金净流	-0.558	0.566	0.960	0.263	0.467	0.592
每股股利	0.140	0.060	0.050	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.12%	3.21%	2.52%	2.70%	4.30%	6.25%
总资产收益率	3.28%	1.27%	1.01%	1.10%	1.73%	2.49%
投入资本收益率	6.09%	3.30%	2.22%	2.44%	3.67%	5.22%
增长率						
主营业务收入增长率	1.02%	20.72%	3.17%	5.78%	8.07%	11.06%
EBIT增长率	-40.13%	-36.46%	-43.57%	11.51%	58.33%	49.01%
净利润增长率	-48.31%	-54.59%	-20.20%	10.01%	66.13%	55.15%
总资产增长率	8.50%	16.83%	1.01%	0.40%	6.20%	7.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	299.5	327.6	367.9	250.0	250.0	250.0
存货周转天数	161.2	113.2	93.5	91.0	91.0	90.0
应付账款周转天数	160.5	191.9	257.4	265.0	267.0	269.0
固定资产周转天数	124.9	102.4	93.0	82.9	74.1	64.1
偿债能力						
净负债/股东权益	15.89%	12.12%	-0.73%	0.23%	-0.71%	-3.24%
EBIT利息保障倍数	9.6	3.2	3.2	3.8	5.6	8.4
资产负债率	52.28%	58.99%	58.83%	57.89%	58.63%	59.06%

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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
3	2019-08-25	买入	7.15	13.00~13.00

来源：国金证券研究所

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，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