

投资评级：推荐（首次）

分析师

杨洁 010-88366060-8865

Email: yangj@cgws.com

执业证书编号: S1070515020001

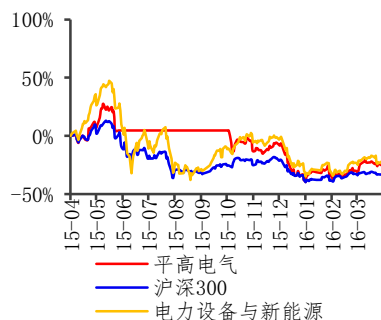
市场数据

目前股价	15.52
总市值（亿元）	176.54
流通市值（亿元）	127.10
总股本（万股）	113,749
流通股本（万股）	81,897
12 个月最高/最低	26.82/12.05

盈利预测（百万元）

	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,151.4	8,289.7	9,163.3
(+/-%)	22.65%	15.92%	10.54%
净利润	992.4	1,190.9	1,429.1
(+/-%)	20%	20%	20%
摊薄 EPS	0.87	1.05	1.26
PE	17.84	14.78	12.32

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

特高压建设进入提速期，GIS 龙头地位突显

——平高电气（600312）公司调研简报

投资建议

不考虑摊薄的情况下，我们预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.88/1.06/1.27 元，考虑到特高压建设进入高峰期和平高电气在特高压领域的竞争力，以及平高在新业务上的布局即将进入收获期，给予 2016 年 20 倍 PE，目标价 17.6 元，相比于当前 15 元的价位，给予推荐评级。

投资要点

■ **GIS 龙头，特高压建设的最大受益者：**平高电气是国家电网公司全资子公司平高集团控股的上市公司，十多年来一直是我国高压、超高压、特高压领域的主要生产基地。近年来随着我国特高压战略不断逻辑，公司业绩大幅提升。2015 年实现营业收入 58.3 亿元，同比增长 26.59%，实现利润总额 10.14 亿元，同比增长 25.36%。公司近日公告，公司及控股子公司“平芝开关”合计中标锡盟-胜利特高压交流工程组合电器（1100kv&330kv）设备 6.63 亿元，占 2015 年营业收入的 11.4%。公司在 2015 年已中标多项特高压项目，是特高压组合电器行业中的绝对龙头；2015 上半年中标蒙西-天津南、榆横-潍坊特高压项目，合同金额 26.89 亿元；年中中标酒泉-湖南和冀北-南京跨区域输电线路项目，合同金额 6.17 亿元；12 月中标锡盟-泰州和上海庙-山东项目，合同金额 12.9 亿元。2015 年，公司在手订单同比增加约 50%。2016 年特高压建设的推进以及核准量继续增加，公司开年斩获锡盟-胜利首单迎开门红，我们预计公司 2016 年的业绩也将出现大幅提升。

■ **特高压发展进入提速阶段，公司未来 3 年将保持 20%以上的增长态势：**2014 年，特高压迎来了新的发展阶段，能源局提出十二条跨区送电通道，国务院认可通过调节能源结构来治理雾霾，同年“两交一直”获得批复并开工建设。2015 年特高进入发展的新常态，列入四交四直和酒泉-湖南特高压直流工程全面开工。淮东-皖南（+ -）1100 千伏特高压直流工程获得核准，核准共计两交五直，招标共计两交四直。2016 年国网的年初工作会议中强调将加快推进五交八直特高压工程，计划 2016 年-2017 年，五交八直开始建设，招标结束（二-三交流，四条直流）拿到小路条。2018 年下半年：九交九直搭好主网架，十三五之内建成。在特高压提速的大背景下，订单迎来爆发式增长，我们预计平高未来 2-3 年内将持续受益于特高压的提速建设。

■ **特高压作为解决我国能源逆向分布的能源传输路径已经得到明确认可：**

2015 年国网已开工的 4 条国内特高压线路投资规模近 900 亿元；海外专案方面巴西美丽山投资规模约为 18 亿美元，两项合计总投资已经近千亿元。考虑今年国网预计的开工并建设“五交八直”，十三五计划完成九交九直的宏伟计划，预计特高压投资将超 2000 亿元规模，行业景气度进入新高点。

- **一年期定增 49 亿，主要用于收购集团部分资产和补充流动资金：**拟募资不超过 49 亿元收购上海天灵、平高威海、平高通用、国际工程和廊坊东芝的股权，并增资国际工程、平高通用、上海天灵与平高威海，同时增资天津平高与印度工厂项目。公司此次定增布局，有利于公司在稳定原有特高压业务的同时，完善公司的多元化电力综合服务商布局，开展“一带一路”。
- **加速产业整合，打造电力装备行业综合服务商：**此次公开发行迎合上市公司国企改革大趋势，逐步实现了平高集团主业资产的整体上市，一方面提升公司竞争力和国际业务拓展能力：上海天灵弥补了公司在中压开关领域的短板，国际工程公司将加快推进多项国外工程总承包专案，提高专案回报率，增强公司盈利能力；另一方面减少关联交易，消除同业竞争：收购完成后，平高集团及其控制的其他企业与平高电气在开关柜的生产经营方面将不存在同业竞争。全部完成后，公司将转型升级成为集设计、安装、调试、运维于一体的电力装备行业综合服务商。
- **风险提示：**特高压建设进度低于预期，市场竞争加剧

表 1: 本次定增收购标的公司一览

公司名称	收购股权	投资金额 (万元)	14 年营业收入 (万元)	14 年归属母公司 净利润 (万元)
上海天灵	90%	89473.84	54965.67	3512.88
平高威海	100%	22674.97	18867.06	1721.70
平高通用	100%	97489.14	90734.41	4347.13
国际工程	100%	78217.56	31344.51	-223.59
廊坊东芝	50%	13867.21	18051.55	1542.7

资料来源: 长城证券研究所, 公司公告

表 2: 平高电气报告期内影响收入的订单数量

GIS 订单	特高压线路名称	核准时间	中标数量 (间隔)	中标金额 (亿元)	交货期
特高压交流	淮南-南京-上海	14 年核准	16		2014.10-
特高压交流	锡盟-山东	14 年核准	11		2015.12
特高压交流	蒙西-天津南	15.1 核准	17	15.72	2016.7
特高压交流	榆横-潍坊	15.5 核准	12	11.17	2016.10
特高压直流	宁东-浙江	14 年核准	16 (平高 750KV)		2015.3
特高压直流	晋北-江苏	15.6 核准	19 (平高 750KV)	4.37 亿元 (平高)	2017.5
特高压直流	酒泉-湖南	15.5 核准	27(平芝 500KV)	1.30 亿元 (平芝)	2016.12
特高压直流	锡盟-泰州	15.12 核准	11 (平高 1000KV)	8.54 亿元 (平高)	2016.10
特高压直流	上海庙-山东	15.12 核准	11(平芝 500KV)	2.06 亿元 (平芝)	2016.10

资料来源: 长城证券研究所, 公司公告

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,606	5,831	7,151	8,290	9,163	成长性					
营业成本	3,276	4,096	5,222	6,054	6,692	营业收入增长	20.62%	26.59%	22.65%	15.92%	10.54%
销售费用	190	202	344	399	441	营业成本增长	15.51%	25.04%	27.48%	15.92%	10.54%
管理费用	293	342	447	519	573	营业利润增长	74.51%	25.51%	-0.26%	19.78%	11.19%
财务费用	18	73	47	24	24	利润总额增长	74.36%	25.36%	-0.46%	19.44%	11.03%
投资净收益	50	0	0	0	0	净利润增长	73.91%	19.26%	20.04%	20.00%	20.00%
营业利润	793	995	992	1,189	1,322	盈利能力					
营业外收支	16	19	17	17	17	毛利率	28.87%	29.74%	26.98%	26.98%	26.98%
利润总额	809	1,014	1,010	1,206	1,339	销售净利率	15.27%	14.67%	12.31%	12.69%	12.74%
所得税	106	159	129	154	171	ROE	11.81%	13.49%	12.75%	13.58%	13.45%
少数股东损益	10	29	11	13	14	ROIC	16.91%	14.75%	12.44%	15.08%	14.75%
净利润	693	827	992	1,191	1,429	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	4.12%	3.47%	4.82%	4.82%	4.82%
流动资产	6,500	8,286	8,650	9,974	11,045	管理费用/营业收入	6.37%	5.87%	6.26%	6.26%	6.26%
货币资金	558	848	646	557	636	财务费用/营业收入	0.40%	1.26%	0.66%	0.29%	0.26%
应收账款	4,230	5,362	5,451	6,319	6,985	投资收益/营业利润	6.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	42	308	314	363	402	所得税/利润总额	13.06%	15.64%	12.77%	12.77%	12.77%
存货	1,309	1,369	1,760	2,040	2,255	应收账款周转率	1.08	1.03	1.24	1.24	1.24
非流动资产	3,412	3,666	3,770	4,054	4,507	存货周转率	2.50	2.99	2.97	2.97	2.97
固定资产	1,669	2,033	2,476	2,639	2,977	流动资产周转率	0.72	0.71	0.83	0.83	0.83
资产总计	9,912	11,951	12,420	14,028	15,551	总资产周转率	0.47	0.50	0.58	0.59	0.59
流动负债	3,813	5,028	4,799	5,563	6,149	偿债能力					
短期借款	400	1,070	0	0	0	资产负债率	37.42%	45.89%	43.06%	43.57%	43.07%
应付款项	1,828	1,784	3,499	4,056	4,484	流动比率	1.75	1.68	1.80	1.79	1.80
非流动负债	10	558	548	548	548	速动比率	1.39	1.39	1.43	1.42	1.43
长期借款	0	0	548	548	548	每股指标 (元)					
负债合计	3,823	5,586	5,347	6,111	6,698	EPS	0.61	0.73	0.87	1.05	1.26
股东权益	6,089	6,366	7,072	7,916	8,853	每股净资产	5.35	5.60	6.22	6.96	7.78
股本	1,137	1,137	1,137	1,137	1,137	每股经营现金流	0.24	0.28	1.41	0.64	0.99
留存收益	1,966	2,662	2,662	3,493	4,416	每股经营现金/EPS	0.40	0.38	1.62	0.61	0.78
少数股东权益	220	239	250	262	276	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	9,912	11,951	12,420	14,028	15,551	PE	25.44	21.26	17.84	14.78	12.32
现金流量表					(百万)	PEG	0.34	1.11	3.88	0.87	1.39
经营活动现金流	276	318	1,607	733	1,123	PB	3.01	2.88	2.59	2.31	2.06
其中营运资本减少	-867	-970	440	-660	-415	EV/EBITDA	17.69	14.38	13.83	11.64	10.48
投资活动现金流	-694	-272	-390	-590	-790	EV/SALES	3.89	3.23	2.50	2.17	1.96
其中资本支出	-726	-299	-400	-600	-800	EV/IC	2.93	2.57	2.54	2.25	2.02
融资活动现金流	689	178	-1,291	-232	-255	ROIC/WACC	2.63	2.29	1.93	2.34	2.29
净现金总变化	266	224	-74	-89	79	REP	1.11	1.12	1.31	0.96	0.88

研究员介绍及承诺

杨 洁：清华大学经济管理学院 MBA，2010 年 10 月加入长城证券，2014 年 8 月起担任电力及公用事业行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇：0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

李小音：0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓：075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

申 涛：010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超：010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

凌 云：021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

王 一：021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编：200135 传真：021-61680357

网址：<http://www.cgws.com>