

# 平高电气 (600312)

证券研究报告

2017年07月05日

## 中标苏通 GIL 管廊工程，特高压新产品取得突破

**事件：中标苏通 GIL 综合管廊工程及国网第二次变电站设备整站招标**

7月5日，公司公告中标“国网2017年淮南-南京-上海1000kV交流特高压输电工程苏通 GIL 综合管廊工程设备招标”，共计金额 8.61 亿；以及国网第二次变电站设备整站招标，金额共计 0.59 亿；合计 11.91 亿，占公司 2016 年收入 88.7 亿的 13%。

### GIL 管廊设备中标，特高压新产品打开市场

GIL 是采用金属导电杆输电，并将导电设备密闭在压力气体绝缘的接地金属外壳中。GIL 传输容量大、损耗小、不受环境影响、运行可靠性高、节省占地，适合在架空输电或电缆送电受限情况下作为补充输电的技术使用。

公司在特高压 GIS 领域占据寡头地位，同时公司也深耕特高压应用新产品研发应用，在 GIL、柔直特高压等方向都有技术储备。苏通 GIL 管廊工程，公司筹备多时，去年 6 月份与美国 AZZ 公司在 GIL 领域达成合作协议，夯实这一方向实力。此次中标共计 2 个间隔，订单总额高达 8.61 亿，属于高价值量特高压产品，公司在特高压产品新应用领域取得突破。

### 苏通廊道打通华东环网，增加东部地区受端电力接纳能力

特高压的强大输电能力将西北、西南地区充沛电力输送到东部用电大省，但东部省区电网电力接纳能力也需要提高。“苏通 GIL 管廊工程”是华东特高压交流环网闭环运行的“咽喉要道”和控制工程，建成后形成华东特高压受端环网，新增 3.5GW 受电能力。

### 与 AZZ 合作，GIL 技术过硬

公司 2016 年 6 月 23 日公告，与 AZZ 就 1100kV 刚性气体绝缘输电线路合作事项签署协议，GIL 是介于电力装备制造和电力电缆行业之间的产品，是介于架空线路和电力电缆之间的高压、超高压、特高压输电线路，具有布置紧凑、输送容量大、可靠性高的性能，适用于高电压、大容量、走廊困难、自然条件恶劣等环境下的输电，以及电站厂房布置在地下的大型水电站引出线、抽水蓄能电站引出线、核电站和高压换流站等，广泛应用于核电、水电、跨越江海等输电系统中。

**投资建议：**2017 年是公司特高压订单交付高峰期，GIS 确认收入继续维持高速增长；GIL 订单取得突破，柔直特高压应用订单值得期待；依托国网和平高集团走向海外，印度工厂建设继续推进，受益“一带一路”，海外在手订单充沛。预计 2017 年-2019 年实现净利润 14.38 亿、16.39 亿、18.23 亿，EPS 1.06、1.21、1.34；对应 P/E 13 倍、11 倍、10 倍；维持“买入”评级。

**风险提示：**或存在特高压工程审批低于预期风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,830.60	8,869.71	11,001.19	13,085.31	15,589.89
增长率(%)	26.59	52.12	24.03	18.94	19.14
EBITDA(百万元)	1,290.78	1,943.66	2,098.61	2,326.10	2,622.91
净利润(百万元)	826.76	1,219.90	1,438.31	1,639.09	1,823.00
增长率(%)	19.26	47.55	17.90	13.96	11.22
EPS(元/股)	0.61	0.90	1.06	1.21	1.34
市盈率(P/E)	22.34	15.14	12.84	11.27	10.13
市净率(P/B)	3.01	2.05	1.96	1.86	1.76
市销率(P/S)	3.17	2.08	1.68	1.41	1.18
EV/EBITDA	12.64	9.45	9.66	8.10	8.08

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电气设备/高低压设备
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	13.61 元
目标价格	40 元
上次目标价	27 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,356.92
流通 A 股股本(百万股)	1,137.49
A 股总市值(百万元)	18,467.70
流通 A 股市值(百万元)	15,481.18
每股净资产(元)	6.73
资产负债率(%)	45.68
一年内最高/最低(元)	18.69/12.95

### 作者

**杨藻** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060001  
yangzao@tfzq.com

**李恩国** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010001  
lienguo@tfzq.com

**李丹丹** 联系人  
lidandan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

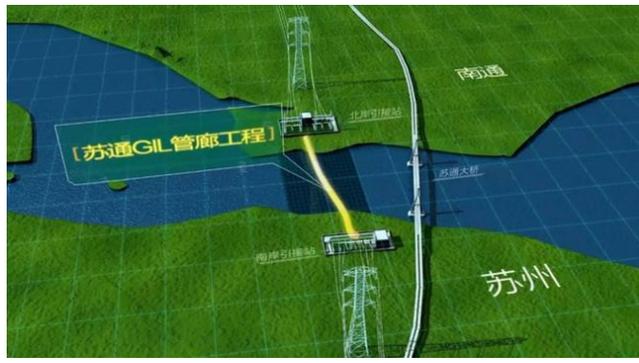
### 相关报告

- 《平高电气-年报点评报告:特高压交付高峰支撑高增长，海外拓展打开新空间》2017-03-23
- 《平高电气-公司点评:特高压密集交付，大股东增持再送定心丸》2017-01-05
- 《平高电气-公司深度研究：“一带一路”追随者，高弹性特高压绩优股》2016-12-13

淮南-南京-上海 1000 千伏特高压交流输电工程苏通 GIL 综合管廊工程介绍

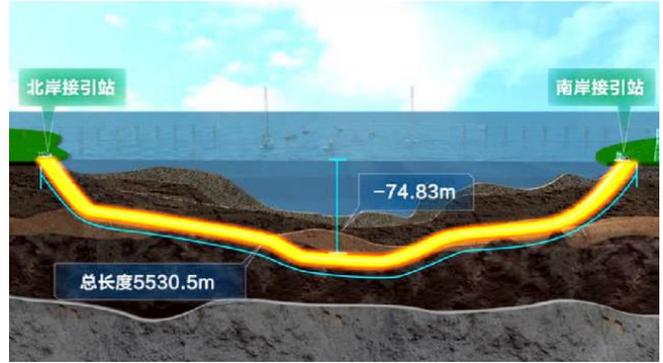
2016 年 8 月 16 日，“淮南-南京-上海 1000kv 特高压交流输电工程——苏通 GIL 综合管廊工程”在苏州开工，“苏通 GIL 综合管廊工程”位于江苏苏通大桥上游 1km 处过江，全长 5530.5m。苏通 GIL 管廊工程，是连接“淮南-南京-上海”、“淮南-浙北-上海”，形成贯穿安徽、江苏、浙江、上海的华东特高压环网。

图 1：苏通 GIL 综合管廊工程



资料来源：国网江苏电力、天风证券研究所

图 2：苏通 GIL 综合管廊工程

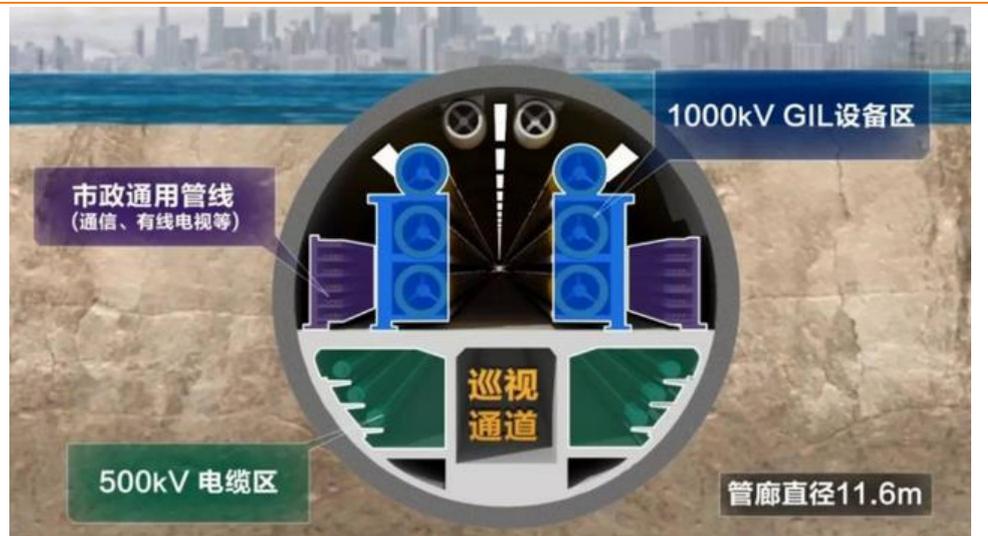


资料来源：国网江苏电力、天风证券研究所

GIL ( Gas-insulatedMetal-enclosedTransmissionLine ) 气体绝缘金属封闭输电线路，是采用金属导电杆输电，并将导电设备密闭在压力气体绝缘的接地金属外壳中。GIL 传输容量大、损耗小、不受环境影响、运行可靠性高、节省占地，适合在架空输电或电缆送电受限情况下作为补充输电的技术使用。

苏通 GIL 管廊工程内设市政通用管道、500kV 电缆区、巡视通道以及 1000kV GIL 设备区，直径 11.6 米，是目前世界上电压等级最高、输送容量最大、技术水平最高的超长距离 GIL 创新工程，在华东环网中是关键工程环节。

图 3：苏通管廊横切面结构



资料来源：国网江苏电力、天风证券研究所

此次 GIL 管廊工程设备招标为上海部分，共招标 4 个间隔 1000kV GIS 组合电器，其中平高电气和山东电工电气日立高压开关有限公司分别中标 2 个。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	847.65	1,805.35	880.10	1,046.82	1,247.19
应收账款	5,385.00	6,943.59	9,881.29	9,344.26	13,561.15
预付账款	327.99	337.46	877.54	457.52	1,068.28
存货	1,368.58	3,148.65	2,013.09	4,431.31	3,109.78
其他	356.53	365.81	304.84	558.60	452.78
<b>流动资产合计</b>	<b>8,285.75</b>	<b>12,600.86</b>	<b>13,956.85</b>	<b>15,838.52</b>	<b>19,439.18</b>
长期股权投资	0.00	140.76	140.76	140.76	140.76
固定资产	2,032.69	2,635.89	2,749.71	2,796.40	2,789.83
在建工程	467.07	506.98	340.19	252.11	181.27
无形资产	991.18	1,435.90	1,301.92	1,167.95	1,033.97
其他	174.69	404.16	504.32	461.75	464.20
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,665.63</b>	<b>5,123.70</b>	<b>5,036.90</b>	<b>4,818.98</b>	<b>4,610.03</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,951.38</b>	<b>17,724.56</b>	<b>18,993.76</b>	<b>20,657.50</b>	<b>24,049.22</b>
短期借款	1,069.80	973.92	1,218.38	323.80	2,503.75
应付账款	2,018.95	3,971.45	4,163.15	4,886.40	5,975.21
其他	1,939.05	2,843.58	3,347.34	4,487.18	3,781.45
<b>流动负债合计</b>	<b>5,027.81</b>	<b>7,788.95</b>	<b>8,728.87</b>	<b>9,697.38</b>	<b>12,260.42</b>
长期借款	0.00	0.00	50.00	50.00	264.06
应付债券	548.34	548.94	365.76	487.68	467.46
其他	9.52	33.64	17.58	20.25	23.83
<b>非流动负债合计</b>	<b>557.86</b>	<b>582.58</b>	<b>433.34</b>	<b>557.93</b>	<b>755.34</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,585.67</b>	<b>8,371.54</b>	<b>9,162.21</b>	<b>10,255.31</b>	<b>13,015.76</b>
少数股东权益	238.86	329.50	389.43	457.73	533.69
股本	1,137.49	1,356.92	1,356.92	1,356.92	1,356.92
资本公积	3,023.55	4,886.44	4,908.94	4,908.94	4,908.94
留存收益	4,989.37	7,667.52	8,085.19	8,587.54	9,142.85
其他	(3,023.55)	(4,887.37)	(4,908.94)	(4,908.94)	(4,908.94)
<b>股东权益合计</b>	<b>6,365.71</b>	<b>9,353.02</b>	<b>9,831.55</b>	<b>10,402.19</b>	<b>11,033.46</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>11,951.38</b>	<b>17,724.56</b>	<b>18,993.76</b>	<b>20,657.50</b>	<b>24,049.22</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	855.57	1,265.06	1,438.31	1,639.09	1,823.00
折旧摊销	223.26	339.59	246.95	255.36	261.40
财务费用	76.37	93.42	95.92	70.50	135.91
投资损失	0.00	(2.09)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(736.81)	(52.72)	(2,580.40)	793.98	(3,116.18)
其它	(100.58)	(125.55)	59.93	68.30	75.96
<b>经营活动现金流</b>	<b>317.81</b>	<b>1,517.71</b>	<b>(749.29)</b>	<b>2,817.23</b>	<b>(829.92)</b>
资本支出	654.84	1,801.25	76.06	77.33	46.42
长期投资	0.00	140.76	0.00	0.00	0.00
其他	(926.49)	(5,138.32)	(148.56)	(147.33)	(86.42)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(271.66)</b>	<b>(3,196.31)</b>	<b>(72.50)</b>	<b>(70.00)</b>	<b>(40.00)</b>
债权融资	1,618.14	1,522.86	2,534.14	1,161.48	3,635.27
股权融资	(73.30)	1,969.82	(71.61)	(70.20)	(135.51)
其他	(1,366.72)	(1,060.17)	(2,565.99)	(3,671.78)	(2,429.47)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>178.12</b>	<b>2,432.52</b>	<b>(103.46)</b>	<b>(2,580.50)</b>	<b>1,070.29</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>224.27</b>	<b>753.92</b>	<b>(925.25)</b>	<b>166.73</b>	<b>200.37</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>5,830.60</b>	<b>8,869.71</b>	<b>11,001.19</b>	<b>13,085.31</b>	<b>15,589.89</b>
营业成本	4,096.46	6,364.12	7,969.40	9,613.27	11,562.02
营业税金及附加	48.19	78.31	88.01	103.37	121.60
营业费用	202.33	381.48	462.05	548.27	651.66
管理费用	342.27	529.00	638.07	757.64	901.10
财务费用	73.30	111.59	95.92	70.50	135.91
资产减值损失	73.02	(85.22)	2.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.09	10.00	10.00	10.00
其他	0.00	(4.19)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
<b>营业利润</b>	<b>995.03</b>	<b>1,492.54</b>	<b>1,755.74</b>	<b>2,000.25</b>	<b>2,225.61</b>
营业外收入	30.81	17.78	20.00	20.00	20.00
营业外支出	11.60	9.95	13.11	11.55	11.54
<b>利润总额</b>	<b>1,014.24</b>	<b>1,500.37</b>	<b>1,762.63</b>	<b>2,008.69</b>	<b>2,234.07</b>
所得税	158.67	235.31	264.39	301.30	335.11
<b>净利润</b>	<b>855.57</b>	<b>1,265.06</b>	<b>1,498.24</b>	<b>1,707.39</b>	<b>1,898.96</b>
少数股东损益	28.81	45.16	59.93	68.30	75.96
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>826.76</b>	<b>1,219.90</b>	<b>1,438.31</b>	<b>1,639.09</b>	<b>1,823.00</b>
每股收益(元)	0.61	0.90	1.06	1.21	1.34

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	26.59%	52.12%	24.03%	18.94%	19.14%
营业利润	25.51%	50.00%	17.63%	13.93%	11.27%
归属于母公司净利润	19.26%	47.55%	17.90%	13.96%	11.22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.74%	28.25%	27.56%	26.53%	25.84%
净利率	14.18%	13.75%	13.07%	12.53%	11.69%
ROE	13.49%	13.52%	15.23%	16.48%	17.36%
ROIC	15.08%	19.43%	17.64%	15.66%	19.46%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.74%	47.23%	48.24%	49.64%	54.12%
净负债率	38.73%	33.36%	51.30%	55.26%	72.93%
流动比率	1.65	1.62	1.60	1.63	1.59
速动比率	1.38	1.21	1.37	1.18	1.33
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.21	1.44	1.31	1.36	1.36
存货周转率	4.36	3.93	4.26	4.06	4.13
总资产周转率	0.53	0.60	0.60	0.66	0.70
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.61	0.90	1.06	1.21	1.34
每股经营现金流	0.23	1.12	-0.55	2.08	-0.61
每股净资产	4.52	6.65	6.96	7.33	7.74
<b>估值比率</b>					
市盈率	22.34	15.14	12.84	11.27	10.13
市净率	3.01	2.05	1.96	1.86	1.76
EV/EBITDA	12.64	9.45	9.66	8.10	8.08
EV/EBIT	15.27	11.45	10.94	9.10	8.97

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com