



中信证券研究部



弓永峰  
首席电新分析师  
S1010517070002



林劼  
电新分析师  
S1010519040001



联系人: 华夏

核心观点

公司 2019 年前三季度业绩预增，预计实现归母净利润约 11793 万元（同比+约 5156%），考虑公司特高压及配网建设在手订单，维持 2019-2021 年 EPS 预测 0.52/0.68/0.74 元，维持公司 2019 年目标价 10.4 元，对应 20x PE，维持“买入”评级。

■ **业绩预告持续大增，全年业绩有望实现高弹性增长。**公司发布 2019 年三季度业绩预告公告，公司预计前三季度实现归母净利润 11793 万元左右，同比增加约 11568 万元（同比+5156%左右）；扣非归母净利润 10405 万元左右，同比增加约 11173 万元。公司继半年度实现归母净利润 5440 万元，同比扭亏后，业绩加速释放。特高压高弹性站内设备龙头，均开始进入业绩兑现期，全年有望实现高弹性增长。

■ **特高压后续项目逐渐清晰，年初订单预计全年将确认约九成。**2019 年年初，“两直两交”特高压大规模招采中，公司获得订单 19.79 亿元，且 GIS 市占率维持 50%，符合预期。结合招标时间，我们预计公司全年有望确认上述订单收入的 90%左右。进入 9 月以来，特高压后续项目推进逐步加速：雅中线第一批设备招标公告，公司中标 2.04 亿元；驻马店-武汉线（特交工程）启动环评公示，工程预计今年 10 月开工，静态投资 34 亿元，结合前述项目核准招标节奏，预计 2019 年 Q3~Q4 将开启第一批设备招标。目前看，后续特高压落地项目逐渐清晰，特高压建设有望逐步落地。

■ **配网建设维持景气，一键顺控项目逐渐启动。**坚强智能电网建设侧重点，持续向配网建设转移，围绕负荷中心进行配网建设及升级预计将持续推进，公司自 2018 年下半年获取的配网订单在 2019 年继续进行交付，同时公司持续在电网招标中斩获大额订单对全年业绩筑底效用显著。公司主要参与的一键顺控业务发展逐渐加速，报告期内中标 227 个一键顺控改造项目，市场占有率第一，预计未来 2-3 年将受益于一键顺控业务的快速增长。

■ **风险因素：**特高压建设进度不及预期、配网订单获取不及预期、行业竞争加剧、招标价格波动。

■ **投资建议：**结合特高压订单带来的盈利能力改善，以及配网建设持续贡献的订单增量，我们维持 2019-2021 年 EPS 预测 0.52/0.68/0.74 元，给予 2019 年 20x PE，对应目标价 10.4 元，维持“买入”评级。

平高电气	600312
评级	买入（维持）
当前价	7.39 元
目标价	10.40 元
总股本	1,357 百万股
流通股本	1,357 百万股
52 周最高/最低价	9.7/6.58 元
近 1 月绝对涨幅	0.82%
近 6 月绝对涨幅	-17.24%
近 12 月绝对涨幅	4.17%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,959.76	10,816.30	11,513.20	13,094.76	14,119.85
营业收入增长率	1%	21%	6%	14%	8%
净利润(百万元)	630.52	286.33	707.10	918.66	998.34
净利润增长率	-48%	-55%	147%	30%	9%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.46	0.21	0.52	0.68	0.74
毛利率%	21%	14%	18%	20%	19%
净资产收益率 ROE%	7.12%	3.21%	7.41%	9.04%	9.20%
每股净资产(元)	6.52	6.58	7.03	7.49	7.99
PE	16.76	36.92	14.95	11.51	10.59
PB	1.19	1.18	1.11	1.04	0.97

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 14 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,960	10,816	11,513	13,095	14,120	货币资金	1,621	2,428	2,337	2,656	2,966
营业成本	7,114	9,287	9,425	10,475	11,377	存货	3,134	2,626	3,821	3,939	4,034
毛利率	20.60%	14.14%	18.14%	20.01%	19.42%	应收账款	8,606	11,531	11,168	12,571	13,131
营业税金及附加	85	106	108	125	135	其他流动资产	679	596	784	816	849
销售费用	378	392	466	563	564	流动资产	14,039	17,182	18,110	19,982	20,981
营业费用率	4.22%	3.63%	4.05%	4.30%	3.99%	固定资产	3,066	3,035	4,577	4,869	4,543
管理费用	474	357	385	437	472	长期股权投资	153	166	166	166	166
管理费用率	5.29%	3.30%	3.34%	3.34%	3.34%	无形资产	1,129	1,141	1,141	1,141	1,141
财务费用	95	182	166	231	214	其他长期资产	843	944	959	947	935
财务费用率	1.06%	1.68%	1.44%	1.76%	1.52%	非流动资产	5,193	5,287	6,843	7,124	6,786
投资收益	21	25	16	20	20	资产总计	19,232	22,469	24,953	27,106	27,767
营业利润	779	350	878	1,143	1,243	短期借款	2,529	3,345	5,699	6,284	5,268
营业利润率	8.69%	3.23%	7.63%	8.73%	8.80%	应付账款	4,797	7,778	6,876	7,826	8,776
营业外收入	7	12	12	10	12	其他流动负债	2,694	1,897	2,308	2,307	2,351
营业外支出	1	8	6	5	7	流动负债	10,020	13,020	14,883	16,418	16,395
利润总额	784	353	884	1,148	1,248	长期借款	0	200	200	200	200
所得税	138	95	177	230	250	其他长期负债	34	35	35	35	35
所得税率	17.56%	26.93%	20.00%	20.00%	20.00%	非流动性负债	34	235	235	235	235
少数股东损益	16	(28)	0	0	0	负债合计	10,054	13,255	15,119	16,653	16,630
归属于母公司股东的净利润	631	286	707	919	998	股本	1,357	1,357	1,357	1,357	1,357
净利率	7.04%	2.65%	6.14%	7.02%	7.07%	资本公积	4,902	4,884	4,884	4,884	4,884
						归属于母公司所有者权益合计	8,853	8,926	9,546	10,165	10,848
						少数股东权益	325	289	289	289	289
						股东权益合计	9,178	9,214	9,835	10,453	11,137
						负债股东权益总计	19,232	22,469	24,953	27,106	27,767

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	784	353	884	1,148	1,248
所得税支出	-138	-95	-177	-230	-250
折旧和摊销	364	402	478	554	573
营运资金的变化	-1,840	-117	-1,501	-623	303
其他经营现金流	73	225	142	228	196
经营现金流合计	-757	768	-174	1,079	2,071
资本支出	-128	-107	-2,035	-835	-235
投资收益	21	25	16	20	20
其他投资现金流	-136	-1	0	0	0
投资现金流合计	-243	-83	-2,019	-815	-215
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	4,908	8,112	2,354	585	-1,016
股息支出	-190	-87	-87	-300	-315
其他融资现金流	-4,105	-7,891	-166	-231	-214
融资现金流合计	613	134	2,102	54	-1,545
现金及现金等价物净增加额	-388	819	-91	319	311

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	1.02%	20.72%	6.44%	13.74%	7.83%
营业利润增长率	-47.84%	-55.09%	151.13%	30.19%	8.73%
净利润增长率	-48.31%	-54.59%	146.95%	29.92%	8.67%
毛利率	20.60%	14.14%	18.14%	20.01%	19.42%
EBITDA Margin	13.86%	8.15%	13.27%	14.77%	14.42%
净利率	7.04%	2.65%	6.14%	7.02%	7.07%
净资产收益率	7.12%	3.21%	7.41%	9.04%	9.20%
总资产收益率	3.28%	1.27%	2.83%	3.39%	3.60%
资产负债率	52.28%	58.99%	60.59%	61.44%	59.89%
所得税率	17.56%	26.93%	20.00%	20.00%	20.00%
股利支付率	30.13%	30.33%	42.40%	34.29%	35.67%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。