

# 交流特高压带来业绩弹性

## 买入（维持）

### 投资要点:

- 📖 皖电东送特高压正在招标，公司有望中标超过 16 个间隔 GIS
- 📖 特高压交流加速推进，将有望给公司带来约 70 亿元规模订单
- 📖 资产整合渐进，2012 年 EPS 预计 0.22 元，维持“买入”评级

- **皖电东送特高压交流正在招标。**皖电东送共招标 33 个 GIS 间隔，公司有望获得超过 16 个间隔，预计中标金额超过 16 亿元，交货时间将在今年下半年至明年上半年，大幅提升公司业绩。
- **国网计划今年开工四条特高压交流。**国网年度会议上提出今年确保“锡盟-南京、蒙西-长沙、淮南（南京）-上海、雅安-皖南”四条特高压交流线路开工。据我们初步测算，其对 GIS 需求约为 184 个间隔，平高电气有望获得超过 40% 的市场份额，即超过 70 亿元订单，具备上市公司中最高的弹性。
- **国网产业整合推进，推测公司成为一次设备平台。**按照 2 月初国网公布的产业整合思路，国网间接控股的国电南瑞和许继电气有望分别成为二次设备和电力电子的整合平台；我们认为根据合理推测，平高电气将成为一次设备的整合平台。
- **公司的基本面拐点已至。**除特高压推进及资产整合预期外，行业层面上原材料成本回落及中标价格上升改善毛利率预期；公司层面上，联合研发模式的持续、管理改善预期的真正有望落实以及跟随中电装备取得海外市场的拓展均标志着公司基本面拐点已至。
- **今年每股收益 0.22 元，重申“买入”评级。**在不考虑资产整合的情况下，我们维持 11/12/13 年 EPS 预测分别为 0.03/0.22/0.41 元。在业绩拐点、特高压交流持续推进以及国网资产整合预期下，我们维持对公司的“买入”评级。

### 分析师

**王静** (S1180207090092)

电话: 010-88085278

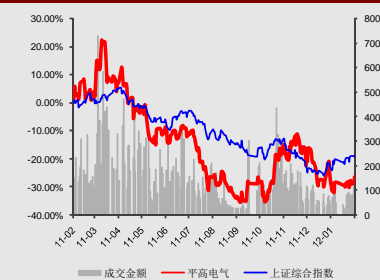
Email: wangjing1@hysec.com

**赵曦** (S1180511010008)

电话: 021-51782052

Email: zhaoxi@hysec.com

### 市场表现



### 公司数据

总股本 (万股)	81,896.62
流通股 (万股)	81,896.62
控股股东	平高集团有限公司
持股比例	24.91%

### 相关研究

平高电气调研报告: 特高压交流最大受益者

2011.12.02

平高电气点评: 股权划拨完成, 整合时点渐进

2011.01.31

平高电气中报点评: 业绩下滑超出预期, 静待国网实质动作

2010.08.05

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2340.47	2075.53	2984.60	4106.87	5063.66
增长率	-10.67%	-11.32%	43.80%	37.60%	23.30%
母公司净利润	142.05	3.60	26.56	182.62	335.40
增长率	-31.49%	-97.46%	636.94%	587.59%	83.66%
EPS	0.173	0.004	0.032	0.223	0.410
毛利率	20.21%	21.96%	14.89%	17.49%	19.30%
ROE	5.16%	0.13%	0.97%	6.31%	10.54%

## 一、皖电东送特高压：有望带来超 16 亿的订单

2011 年 12 月 31 日，国家电网启动了皖电东送即淮南-皖南-上海特高压交流线路的主要一次设备的竞争性谈判项目，其中就包括了 1000kV 的 GIS 共 4 个包共计 33 个 GIS 间隔，其中，淮南站 7 个间隔、皖南站 9 个间隔、浙北站 10 个间隔、沪西站 7 个间隔。由于在此前的示范线路中平高电气所提供的 GIS 效果良好，因此我们判断此次有望中标 2 个包，保守预计为 16 个间隔，中标金额将超过 16 亿元。此次招标的交货期由此前预期的 2012 年底延至 2013 年 6 月，我们判断是国网担心部分厂商的产能无法达到要求，而对于平高电气来说，目前不存在产能问题。

2012 年 1 月 5 日，国家电网在年度工作会议上提出，确保特高压的“四交三直”（锡盟-南京、蒙西-长沙、淮南-南京-上海、雅安-皖南交流；哈密-郑州、溪洛渡-浙西、哈密-重庆直流）年内核准并开工，力争湖北-福州特高压交流及准东-成都、锡盟-泰州特高压直流年内核准。按照该计划，年内开工的四条交流线路预计对 GIS 的需求约 184 个间隔（由于线路具体设计未定，该数字可能存在一些偏差），公司市场份额按照 40% 计算，将有望拿到超过 70 个间隔，即约 70 亿元的合作金额。

**表 1：今年预计开工的特高压交流 GIS 需求情况**

	变电站（新增及扩建）	GIS 间隔需求	线路投资（亿元）	输送距离	备注
淮南-皖南-上海	4	33	185	2*656km	已经开始招标
锡盟-南京	6	41	322	2*1433km	
蒙西-长沙	6	26	260	2*864km	扣除晋东南-荆门单回线路
淮南-南京-上海	6	26	200	2*780km	
雅安-皖南	8	58	500	2*2178km	
总计	30	184	1517	2*5911km	

资料来源：国家电网，宏源证券研究所

虽然目前来看，特高压交流争议仍然存在，但全国结构性的缺电以及特高压交流示范线路扩建工程的投运等都使特高压交流提速具备了较为成熟的条件，而国网此次确保 4 条交流线路的说法也体现了其建设的决心，我们认为特高压交流大面积开建是大概率事件。平高电气 2010 年收入约为 21 亿元，具备上市公司中最高收入弹性，如果特高压交流的审批进展顺利，公司将最为受益。

## 二、国网资产整合渐进，公司作为一次设备平台？

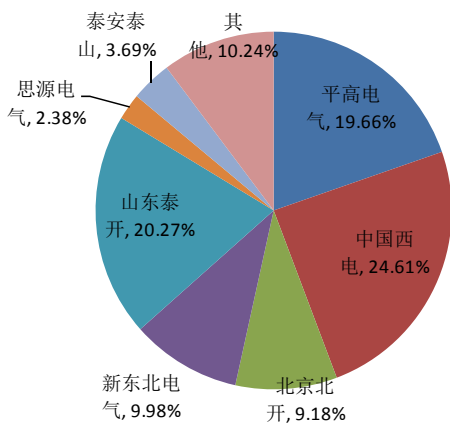
2 月 3 日，国家电网分别在中国电科院和国网电科院召开直属科研产业单位整合方案的通报会，产业方面，按该方案整合后，国网电科院重点发展电力二次设备、工业自动化设备、智能用电设备、信息通信系统及中低压电气设备等产业；中电装备成为电力电子和国际业务的载体。根据我们的判断，从业务类型角度来看，国网旗下的四家电力设备上市公司国电南瑞、平高电气、许继电气及置信电气（尚未完成资产整合）将有望分别成为国网产业在各自领域的整合平台，其中国电南瑞成为二次设备、智能用电的平台；平高电气可能会成为一次设备及国际工程业务的平台；许继电气重点整合电力电子、直流输电等领域；而置信电气可能成为中低压设备的整合平台。

目前中电装备的一次设备资产包括山东电力设备有限公司（10kV~1000kV 变压器、电抗器）、恩翼帕瓦（山东）高压开关有限公司（126kV~1100kV 组合电器）、常州东芝变压器（110kV~500kV 变压器）等，后续的资产整合具备充分的想象空间。

### 三、国际拓展：从中电装备获得开关订单

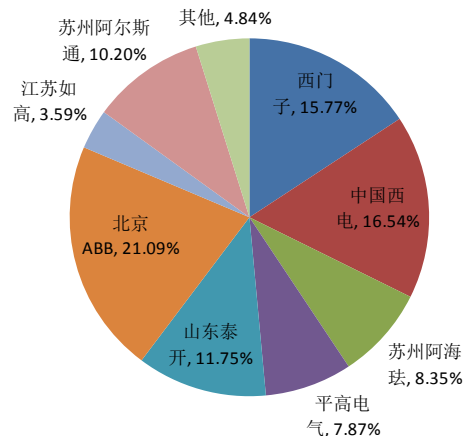
前中电装备和平高电气采取两级营销方式，根据国网 2011 年集中招标等情况判断，平高电气 2011 年新增订单应超过 26 亿元；而海外订单方面，公司的控股股东中电装备作为国家电网国际工程的实施主体，其在海外的拓展将有望给平高电气带来开关订单，其中，俄罗斯、巴西、委内瑞拉在近期内均是可能取得突破的地区。

图 1：2011 年国网组合电器 GIS 招标中标份额



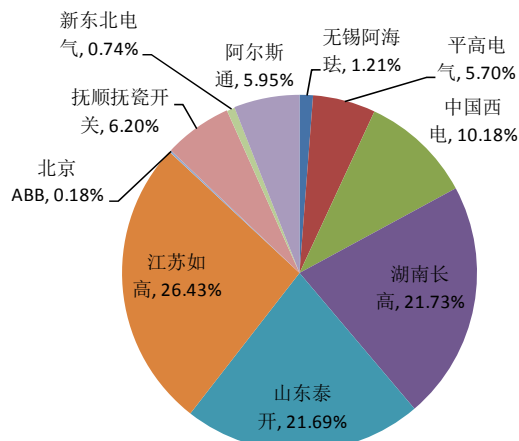
资料来源：国家电网，宏源证券研究所

图 2：2011 年国网断路器招标中标份额



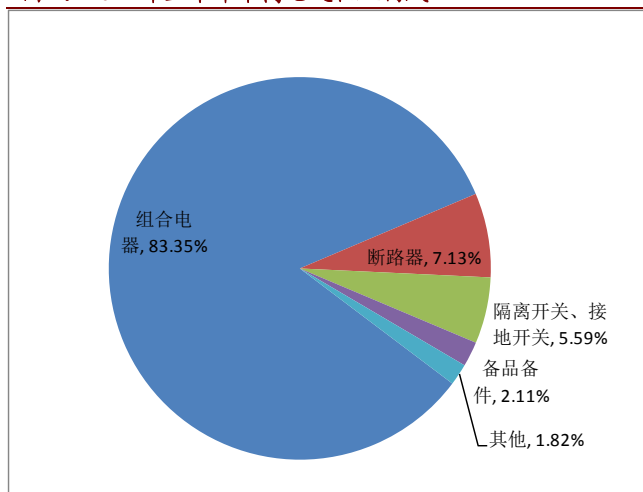
资料来源：国家电网，宏源证券研究所

图 3：2011 年国网隔离开关招标中标份额



资料来源：国家电网，宏源证券研究所

图 4：2011 年上半年平高电气收入构成



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

另外，如我们上篇报告所提到的，行业层面上，一次设备包括开关设备毛利率水平已经有所恢复，主要来自于原材料成本下降和开关价格的回升，行业性的拐点已经到来；公司层面上，国网中标比例有所提升，管理改善有望真正落实，且联合研发将有效提升公司业绩。

#### 四、趋势明显向好，重申“买入”评级

在不考虑资产注入的情况下，我们盈利预测的关键假设如下：

- 淮南-上海线公司中标 2 个站的 GIS，约 16~17 个间隔，在今年至明年上半年完成交货；
- 常规电压等级开关毛利率有所回升，但仍未能达盈利水平；
- 今年在海外市场有所突破，获得 1~2 笔订单；
- 公司与平高集团的联合研发模式持续，较今年的金额有所上升。

据此，维持对公司 2011/12/13 年的每股收益的预测分别为 0.03/0.22/0.41 元，在业绩拐点、特高压交流持续推进以及国网资产整合的强烈预期下，我们维持对公司的“买入”评级。

**附表 1 财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	3,519	4,212	5,014	5,509	营业收入	2,076	2,985	4,107	5,064
货币资金	802	1,377	980	1,651	营业成本	1,620	2,540	3,389	4,087
应收与预付款项	1,737	1,707	2,643	2,470	营业税金及附加	14	15	21	25
存货	613	761	1,023	1,020	销售费用	226	242	316	370
<b>非流动资产</b>	1,150	1,060	929	792	管理费用	185	152	205	248
固定资产在建工程	842	788	692	590	财务费用	24	22	23	22
无形资产待摊费用	307	272	237	202	资产减值损失	21	15	18	20
<b>资产总计</b>	4,669	5,272	5,943	6,301	投资收益	0	20	60	80
<b>流动负债</b>	1,695	2,296	2,871	3,022	利润总额	5	28	205	382
短期借款	558	608	658	708	所得税	2	2	22	45
应付与预收账款	1,137	1,687	2,213	2,314	净利润	3	27	184	337
长期借款	250	250	250	250	少数股东损益	-1	0	1	2
<b>非流动负债</b>	250	250	250	250	归属母公司净利	4	27	183	335
<b>负债合计</b>	1,945	2,546	3,121	3,272	<b>EPS (元)</b>	0.004	0.032	0.223	0.410
股本	819	819	819	819					
资本公积	1,338	1,338	1,338	1,338	<b>主要财务比率</b>				
留存收益	561	584	739	1,024	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	5	5	6	8	营业收入	-11.32%	43.80%	37.60%	23.30%
归属于母公司权益	2,718	2,740	2,896	3,181	净利润	-97.96%	829.94%	587.59%	83.66%
<b>负债股东权益合计</b>	4,669	5,292	6,023	6,461	<b>获利能力</b>				
					毛利率	21.96%	14.89%	17.49%	19.30%
					净利率	0.14%	0.89%	4.47%	6.66%
<b>现金流量表</b>					ROE	0.13%	0.97%	6.31%	10.54%
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	-358	623	-355	734	资产负债率	41.67%	48.29%	52.52%	51.93%
净利润	5	-2	115	249	流动比率	1.86	1.67	1.62	1.70
折旧摊销	77	155	163	167	速动比率	1.50	1.34	1.26	1.36
资产减值损失	20	15	18	20	<b>营运能力</b>				
利息费用	36	22	23	22	总资产周转率	0.44	0.57	0.69	0.80
<b>投资活动现金流</b>	120	-72	-42	-42	应收账款周转率	1.35	2.07	1.79	2.40
<b>融资活动现金流</b>	-293	24	0	-22	存货周转率	2.64	3.34	3.31	4.01
<b>现金流量净额</b>	-531	575	-397	671					

注: 资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

**分析师简介:**

**王静:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

**赵曦:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

**机构销售团队**

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyil@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。