

2012年03月12日

赖燊生

leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 13.20 RMB

平高电气(600312.SH)

Buy/买入

结论与建议：平地而起，携“特高压”塑辉煌

公司作为输配电一次设备主要制造商，在高压、特高压开关领域具备举足轻重地位。2010年正式成为国家电网旗下公司，在特高压GIS及其他产品中市占率居前；随着示范工程及扩建工程的成功运行，公司有望借“特高压”之势，实现业绩的大反转。

预计公司2012-2014年分别实现营收34.47、43.66、55.12亿元，分别同比增长36.5%、26.7%、26.2%，实现净利润1.66、3.62、5.04亿元，分别同比增长871%、118%、39%，EPS0.20、0.44、0.62元，当前股价对应2012-2014年动态PE50、23X、16X，考虑公司作为特高压交流业绩弹性最大品种，首次评级给予“买入”建议，目标价13.20元(对应2013年动态PE30X)。

公司基本资讯

产业别	电力设备		
A股价(12/03/12)	10.34		
上证综合指数(12/03/12)	2434.86		
股价12个月高/低	14.1/7.44		
总发行股数(百万)	818.97		
A股数(百万)	818.97		
A市值(亿元)	84.68		
主要股东	平高集团有限公司(24.91%)		
每股净值(元)	3.34		
股价/帐面净值	3.10		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	25.03	7.04	-13.76

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

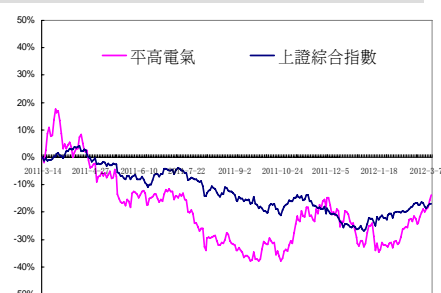
产品组合

组合电器	75.6%
断路器	6.2%
高压隔离开关	7.9%
备件及其他	10.3%

机构投资者占流通A股比例

基金	11.17%
券商集合理财	0.02%
一般法人	26.66%

股价相对大盘走势



■ **公司是特高压领域最具竞争力企业之一，业绩反转可待：**公司主营高压开关一次设备，在晋东南—南阳—荆门首条特高压交流示范线路和扩建工程中，公司分别中标2个、3个特高压GIS间隔(市场占有率40%)，成为特高压GIS领域最具竞争力企业。随着示范工程及其扩建工程的成功运行，特高压交流建设进入加速期是大概率事件，公司业绩有望借此实现反转。

■ **特高压交流建设重启，未来四年特高压交流带来超170亿元订单：**根据国家电网“十二五”规划，电网将建设“三横三纵一环网”特高压交流网络，预计2012-2015年特高压交流建设投资规模约2300亿元，其中交流电站设备投资约占54%，GIS投资约占电站设备35%，以公司40%市占率计算，未来4年公司获得的订单有望超过170亿元。其中淮南—上海特高压招标将于今年一季度末公布招标结果，公司预计将获得14~16亿元订单，正式开启业绩爆发的新阶段。

■ **其他业务经营环境好转，平高东芝带来投资收益稳步回升：**公司在隔离开关领域及断路器领域市场占有率稳步回升，从2010年17%回升至22%，更为重要的是公司下游招标价格稳步回升，较2011年最低点普遍回升20%以上。平高东芝作为公司重要投资收益来源，随这汇率波动稳定及原材料价格的下降，有望给公司贡献的投资收益稳步回升。

■ **毛利率回升时机来临，未来业绩有保障：**公司近年来，在中低压及高压开关领域遭受了原材料价格上涨、招标价格下降的双重冲击，毛利率持续下滑。我们认为随着特高压产品收入比重的大幅上升及其他产品招标价格的回暖，公司综合毛利率将稳中有升，期间费用率也在稳中趋降趋势，为公司未来业绩加速提供保障。

■ **盈利预测：**预计公司2012-2014年分别实现净利润1.66、3.62、5.04亿元，分别同比增长871%、118%、39%，EPS0.20、0.44、0.62元，当前股价对应2012-2014年动态PE50、23X、16X，考虑公司作为特高压交流业绩弹性最大品种，首次评级给予“买入”建议，目标价13.20元(对应2013年动态PE30X)。

..... 接续下页

年度截止12月31日		2010	2011	2012F	2013F	2014F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	3.60	17.41	166.27	362.39	504.11
同比增减	%	-97.47%	383.61%	855.04%	117.95%	39.11%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.004	0.021	0.203	0.442	0.616
同比增减	%	-97.47%	383.61%	855.04%	117.95%	39.11%
A股市盈率(P/E)	X	2295.39	474.64	49.70	22.80	16.39
股利(DPS)	RMB 元	0.100	0.100	0.200	0.200	0.200
股息率(Yield)	%	0.99%	0.99%	1.98%	1.98%	1.98%

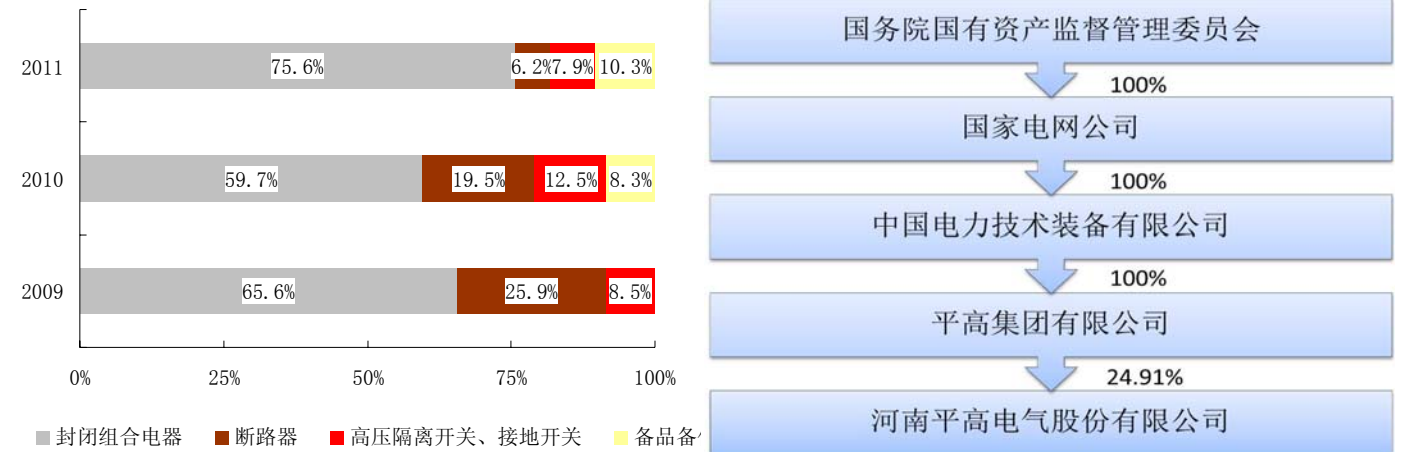
公司概况:特高压交流领域最具竞争力企业之一

平高电气是全国高压开关行业首家通过中科院、科技部“双高”认证的高新技术企业，我国研制和生产高压、超高压、特高压开关及电站成套设备研发、制造基地，国家电工行业重大技术装备支柱企业，被评为“全国500家最大电器制造企业”。2010年2月11日，国务院批复平高集团的股东由“平顶山市国有资产监督管理委员会”变更为“国网国际技术装备有限公司”，公司自此成为国家电网控股的四级子公司。

图表一： 公司收入结构

单位：% 图表二： 公司股东关系结构图

单位：%



资料来源：公司公告，群益证券

资料来源：公司公告，群益证券

营运分析：特高压交流重启，公司有望借此大反转

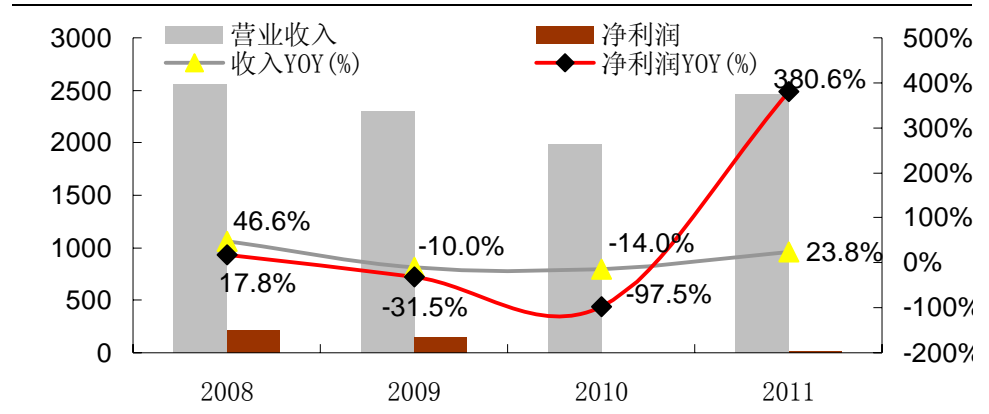
经营环境回暖，智能电网渐入佳境，公司业绩反转

公司近日发布 2011 年年报，报告期内实现营业收入 25.25 亿元(YOY+21.7%)，实现净利润 0.17 亿元(YOY+375.3%)，EPS0.02 元，与 2010 年同期的各项指标对比显示，受行业竞争影响的公司经营已经触底回升。

2011 年远距离、大容量输电的特高压骨干网架建设稳步推进，随着示范工程及扩建工程的成功投运并验收，特高压交流输电线路建设将与今年加速建设是大概率事件。公司在高压、特高压开关领域具备举足轻重地位，在晋东南—南阳—荆门首条特高压输电线路中标 2 个特高压 GIS 间隔，市场份额 40%，在扩建工程中中标晋东南变电站 3 个间隔，体现了公司在这一领域的优势竞争地位。我们认为随着特高压交流线路建设的重启，公司业绩反转时机即将到来。

图表三：公司营收、净利润及同比变化

单位：百万元/%



资料来源：公司公告，群益证券

我国不平衡的煤电布局是特高压建设的大背景

2011年我国火电的装机在电源结构中的比例约为72%，发电量约81%，其中，电煤约占全国一半的煤炭消费量，而我国一次能源资源分布与能源消费呈现典型的逆向分布格局，大型能源基地与负荷中心的距离高达1000~3000公里，形成了北煤南运、西煤东运的格局。

这样直接导致的结果就是：煤电运输紧张的矛盾更加严峻，煤电价格循环上涨，中东部环境问题日益恶化，中东部地区已无法承受更多的火电机组，过分强调就地平衡，有违低碳、高效、安全、可靠的电力可持续发展原则，因此要加快我国的特高压和智能电网建设，以确保我国的能源安全和环境安全。

用电负荷的持续增长是特高压电网形成和发展的基本条件

从2008年以来，受我国经济的快速发展，全社会用电量持续增长。尽管我国在经济结构调整需求下，未来全社会用电量增长趋于缓和，但根据中电联测算，未来电力与GDP弹性系数仍将维持在1.0以上，“十二五”期间年均增速仍将维持在8~9%的水平，用电负荷的持续增长将要求我国大容量、特大容量电厂的建设和发展，特高压交/直流突出特点是大容量、远距离输电，且占地少，联网能力强。

示范工程及其扩建工程是加速我国特高压交流建设的催化剂

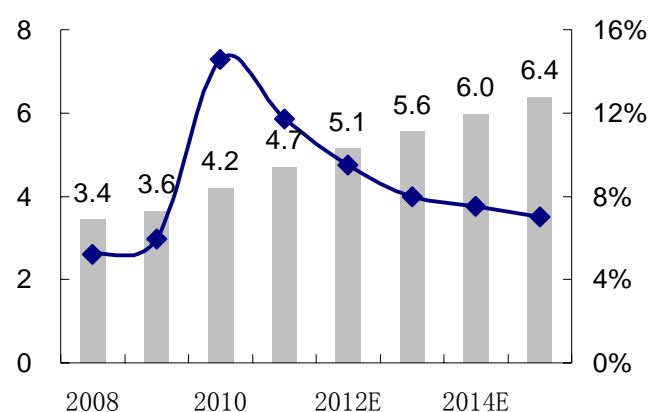
2009年1月6日，国家电网自主研发、设计、建成的世界上第一条特高压交流试验示范工程--晋东南--荆门1000千伏特高压交流试验示范工程投产，2011年12月16日，扩建工程也正式投运，成为世界上运行电压最高、输电能力最强、技术水平最先进的交流输电工程。

截止目前，示范工程连续安全稳定运行37个月，累计送电超过300亿千瓦时，它进一步验证了特高压输电的安全性、可行性和优越性，进一步确立了我国在特高压输电领域的领先优势。

图表三：我国能源呈现逆向分布

单位：% 图表四：全社会用电量持续增长

单位：亿千瓦时%



资料来源：网络资料，群益证券

资料来源：中电联，群益证券

特高压交流建设未来4年有望给公司带来年均超40亿元合同订单，淮南--上海特高压交流招标重启，公司有望成为最大赢家

根据国家电网“十二五”规划，我国将建设形成“三横三纵一环网”的特高压交流线路，根据已有的示范工程线路投资统计，晋东南—南阳—荆门单回路静态投资额48亿元计算，未来4年特高压交流线路投资规模约2330亿元。

特高压交流线路建设中，变电站投资约占总投资份额约54%，其中特高压开关(GIS)将是投资占比最大部分，约为35%，据此测算，“十二五”期间特高压交流变电站特高压开关(GIS)市场需求将达到440亿元的规模。公司作为我国特高压开关主要制造商，在示范工程中获得40%的市场份额，未来4年有望获得170亿元的订

单合同，年均超 40 亿元的订单给公司业绩反转注入最大动力。

2012 年电网投资重点将围绕特高压和农配电建设,解决“两头薄弱”问题。国网将集中力量推进特高压前期工作,确保 4 项特高压交流工程和 3 项特高压直流工程获得国家核准并开工。其中 4 项特高压交流工程是指锡盟至南京、淮南至上海、蒙西至长沙、雅安至皖南特高压交流工程。

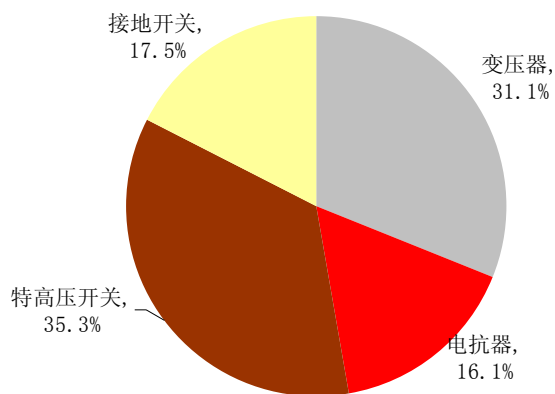
淮南--上海特高压交流线路今年将招标,共有 3 个包,共计 33 个 GIS 间隔,我们预计公司有望获得 40%~50%的份额,金额约 14~16 亿元,有望成为此轮招标中的最大赢家。

表一：“十二五”1000KV 交流特高压规划

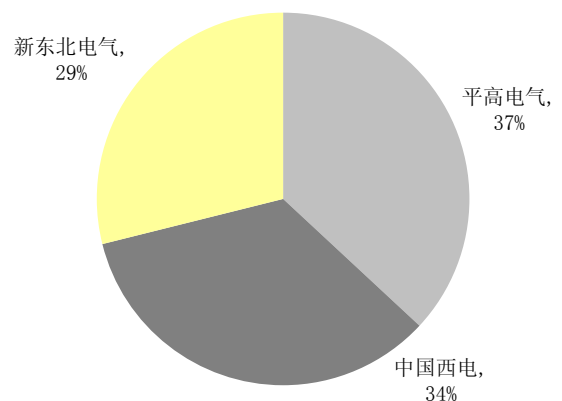
线路	新增变电站							新增线路长度(Km)
三纵	锡盟--南京	锡盟	北京东	天津南	济南	徐州	南京	1550
	张北--南昌	张北	北京西	石家庄	豫北	驻马店	武汉 南昌	1800
	蒙西--长沙	蒙西	晋中	长沙				900
三横	蒙西--潍坊	晋北	潍坊					900
	晋中--徐州							700
	雅安--皖南	雅安	乐山	重庆	长寿	万县	皖南	2100
一环网	淮南--上海--淮南	淮南	泰州	苏州	上海	浙北		1300

数据来源：国家电网 群益证券

图表五：特高压交流变电站设备投资占比明细 单位：% 图表六：首条特高压交流线路 GIS 市场份额 单位：%



资料来源：群益证券



资料来源：群益证券

开关设备招标价格普遍回升, 其他产品盈利能力提升

公司主营产品中有组合电器、断路器和高压隔离开关等。2011 年公司封闭组合电气、隔离开关、断路器分别实现营收 18.58 亿元(YOY+56.8%)、1.52 亿元(YOY-60.9%)、1.94 亿元(YOY-21.5%)，呈现明显分化格局。

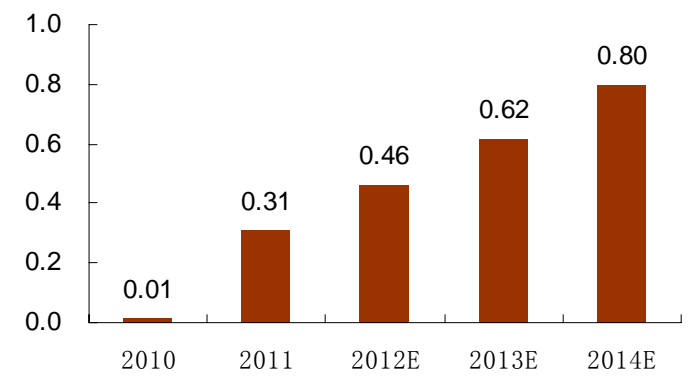
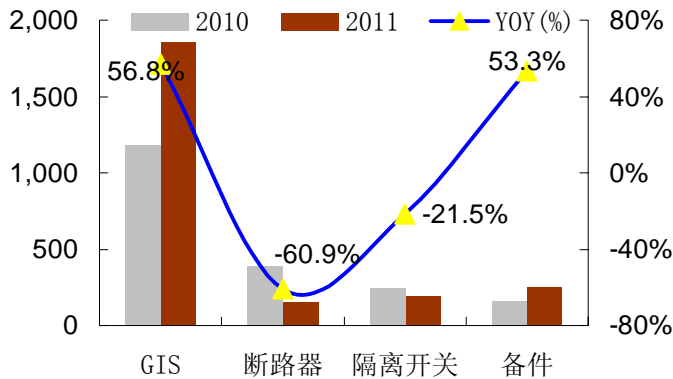
组合电气产品大幅增长 56.8%主要原因在于，一方面公司在国家电网一次设备 220-500KV 组合电气市占率稳定提高，从 2010 年 17%提高至 22%；另一方面，特高压示范工程的扩建工程有贡献 3.00 亿元左右的收入。

断路器与隔离开关收入分别出现较大幅度下降的因素主要是由于断路器与隔离开关招标数量未见增长，110~220KV 招标竞争激烈。展望未来，目前隔离开关与组合电气集中招标价格普遍回升 20%左右，开关设备行业整体经营环境回暖有利于公司业务的稳健回升。

公司合资公司平高东芝(公司持股比例 50%)主要经营 72.5~550kV 电压等级的

全封闭组合电器、罐式断路器及复合电器产品的制造与销售。2010年受日元汇率升值及原材料价格因素影响，经营陷入困境。根据我们的了解，一方面220~500KV招标数量稳步回升；另一方面，招标价格的普遍回升为公司经营环境的好转带来契机，2011年为公司带来投资收益约1500万元，未来有望逐步增加。

图表七：公司分产品营收及增长明细 单位：百万元/% 图表八：平高东芝净利润明细及预测 单位：亿元



资料来源：公司公告，群益证券

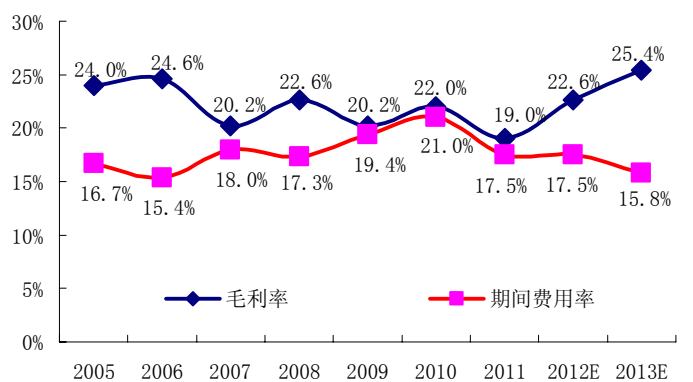
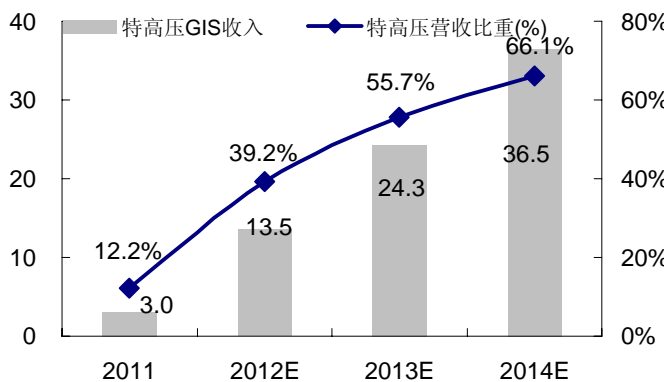
资料来源：公司公告，群益证券

财务分析：受益高毛利产品结构比重上升，毛利率回升，费用率将趋降

近两年公司受上游原材料价格上涨及下游产品招标价格下降双重冲击，毛利率呈下降趋势。但我们认为随着下游招标价格的回暖及特高压产品收入比重的上升，特高压产品毛利率基本在30%以上，且由于技术门槛高，较长时期能保持高盈利水准。公司综合毛利率稳中回升是大概率事件。

费用率上看，国家电网2009年以来主要输变电设备实施集中招标以来，公司期间费用率有上升趋势，主要原因在于受前期招标竞争激烈及公司内部整合因素所致。2011年公司费用率同比下降3.5个百分点。我们认为，一方面，随着公司内部整合趋近结束，特高压业务为主导的发展格局基本形成，有利于发挥内部协同效应；另一方面集中招标经验成熟，公司作为一次设备输变电设备企业，在高新技术门槛集中招标中有一定优势，因此公司销售、管理费用率方面仍有下降空间。

图表九：特高压收入比重大幅提升 单位：亿元/% 图表十：公司毛利率、期间费用率及预测 单位：%



资料来源：群益证券

资料来源：公司公告，群益证券

盈利预测

综合而言，我们认为公司作为特高压领域最具竞争力企业之一，随着特高压交流建设的重启，业绩反转指日可待。公司作为国网中电装备技术公司旗下子公司，未来仍有其他重要看点：一，公司通过国家电网进入海外市场，根据公司最新年报披露，海外输变电设备市场容量超 1000 亿美元；二，公司作为中电装备旗下开关资产主要整合平台，未来优质资产注入预期较强。

预计公司 2012-2014 年分别实现营收 34.47、43.66、55.12 亿元，分别同比增长 36.5%、26.7%、26.2%，实现净利润 1.66、3.62、5.04 亿元，分别同比增长 871%、118%、39%，EPS0.20、0.44、0.62 元，当前股价对应 2012-2014 年动态 PE50、23X、16X，考虑公司作为特高压交流业绩弹性最大品种，首次评级给予“买入”建议，目标价 13.20 元(对应 2013 年动态 PE 30X)。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
营业收入	2,076	2,525	3,447	4,366	5,512
经营成本	1,620	2,045	2,620	3,250	4,044
营业税金及附加	14	18	29	33	42
销售费用	226	212	277	314	379
管理费用	185	189	258	285	347
财务费用	24	40	67	92	128
资产减值损失	21	34	28	20	35
投资收益	0	16	23	31	40
营业利润	-14	4	190	403	578
营业外收入	27	36	33	40	36
营业外支出	9	9	6	6	6
利润总额	5	31	217	437	608
所得税	2	15	42	57	85
少数股东损益	-1	-1	9	18	18
归属于母公司所有者的净利润	4	17	166	362	504

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
货币资金	780	674	742	890	1,068
应收帐款	1,695	1,763	1,816	2,089	2,297
存货	613	680	714	800	896
流动资产合计	3,129	3,157	3,313	3,825	4,314
长期投资净额	368	353	371	401	433
固定资产合计	468	680	748	860	989
在建工程	373	313	353	258	259
无形资产	1,549	1,814	1,878	1,938	2,145
资产总计	4,679	4,971	5,191	5,763	6,459
流动负债合计	1,705	2,094	2,408	2,722	3,075
长期负债合计	250	138	120	100	101
负债合计	1,956	2,233	2,528	2,822	3,176
少数股东权益	5	4	8	10	11
股东权益合计	2,718	2,735	2,655	2,932	3,272
负债和股东权益总计	4,679	4,971	5,191	5,763	6,459

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	-362	43	112	235	282
投资活动产生的现金流量净额	120	-196	-88	56	112
筹资活动产生的现金流量净额	-293	53	43	-143	-216
现金及现金等价物净增加额	-536	-99	67	148	178

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。