

电力设备

报告原因：深度报告

2012年5月15日

市场数据：2012年5月15日

总股本/流通股本(亿股)	8.19/8.19
收盘价(元)	8.11
流通市值(亿元)	66.42

基础数据：2011年12月31日

资产负债率	46.64%
毛利率	9.57%
净资产收益率(摊薄)	-1.79%

相关研究

《平高电气(600312) 2012 订单值得期待，业绩拐点初现——(增持)》 2012年3月5日

《平高电气(600312) 调研简报-特高压交流的最大受益者，业绩敏感度可观——(增持)》 2012年3月20日

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

平高电气 (600312)

维持

特高压交流的最大受益者，业绩改善可期

增持

公司研究/深度报告

投资要点：

① **皖电东送特高压交流订单有望获得可观利润。**公司中标皖电东送特高压交流 14 个间隔，金额在 16 亿以上，中标价格基本稳定。本次中标国产化比率将进一步提高，有利于降低成本，预计毛利率在 30%以上。考虑到集中中标费用较少，预计销售净利率在 10%以上，贡献公司净利润在 1.6 亿以上，对应每股收益在 0.2 元左右。皖电东 GIS 计划 2013 年投产，交货时间将在今年下半年至明年上半年，预计今年确认 7-10 台，保守估计今年贡献每股收益 0.1 元左右。

② **国网计划今年确保四条特高压交流通过审批，潜在订单巨大。**国网年度会议上提出 2012 年国家电网将集中力量推进特高压前期工作，确保 4 项特高压交流工程获得国家核准并开工。四交即锡盟至南京、淮南至上海、蒙西至长沙、雅安至皖南特高压交流工程。上述工程一旦核准 GIS 市场容量 180 亿，按照公司 40%的市场份额，公司潜在订单 72 亿。我们预计今年最有可能通过审批的是锡盟至南京线路，共 5 个变电站 3 个开关站，GIS 间隔 45 个左右，公司有望获得 40%-50%的份额，贡献订单金额超过 20 个亿。特高压项目的盈利水平远高于公司传统业务，公司业绩对特高压项目及其敏感。我们认为特高压项目在“十二五”期间逐步推进，公司业务将有望持续增长。

③ **中长期看有望成为整合平台。**国家电网通过股权划拨已经将平高集团、许继集团划归中电装备。平高电气拥有全套高压交直流开关的生产能力，作为开关设备整合平台比较确定。集团部分中低压开关以及零部件业务，未来有望装入上市公司，预计产值超过 10 个亿，有利于解决同业竞争及关联交易。

④ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 0.22、0.44 元，对应 PE 分别为 36、18 倍。“十二五”期间特高压项目逐步推进的确定性较大，特高压项目竞争环境较为缓和，毛利率水平较高，公司业绩对特高压项目较为敏感。此外国家电网入主后管理效率及成本控制能力有望大幅提升，公司盈利能力有望逐步增强，且存在整合预期，综合考虑给予公司“增持”的投资评级。

⑤ **投资风险。**公司对特高压项目的推进较为敏感，特高压项目审批持续低于预期，将影响公司长期业绩增长；原材料价格大幅上涨积压公司盈利能力。



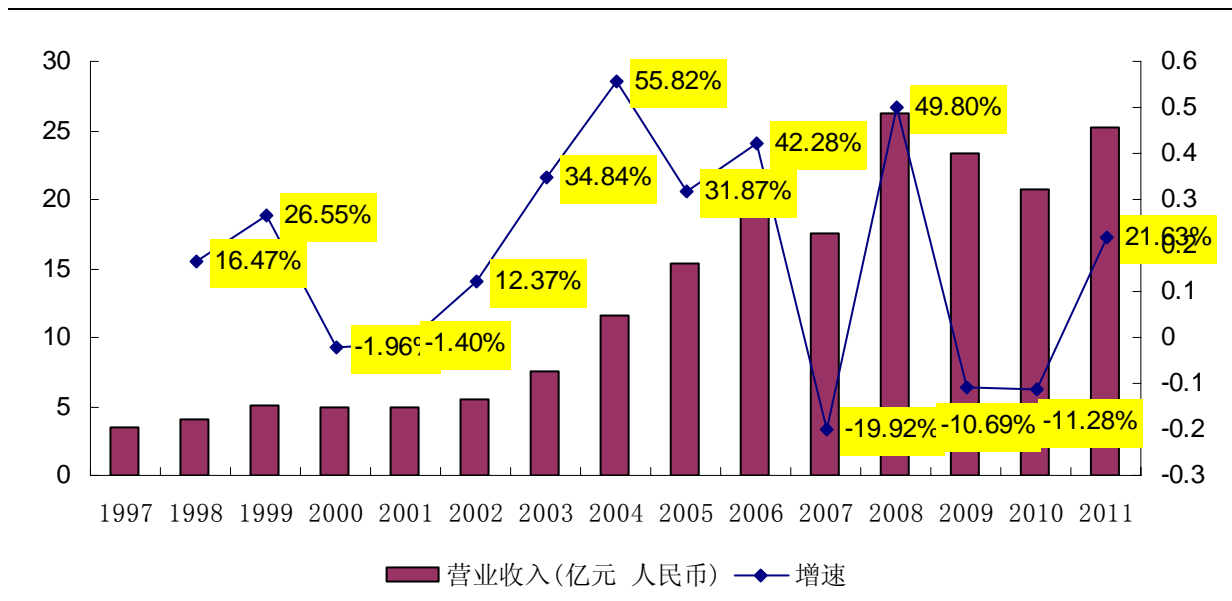
目 录

一、	公司基本情况	3
二、	特高压交流最大受益者	3
(一)	特高压规划	3
(二)	皖电东送特高压交流订单有望获得可观利润	4
(三)	国网计划今年确保四条特高压交流通过审批，潜在订单巨大	5
(四)	其他高压线路，潜在订单不容忽视	6
三、	国际订单值得期待	7
四、	盈利能力有望提升	7
五、	管理效率有望提升，费用率有望下降	9
六、	中长期看有望成为整合平台	10
七、	盈利预测及投资建议	11
八、	投资风险	13

一、公司基本情况

平高电气是中国重大技术装备制造重点企业，全国三大高压开关设备研发、制造基地之一，主要产品包括组合电器、断路器、隔离开关和接地开关等。公司的高压开关产品在国内处于领先地位，并在晋东南—南阳—荆门特高压示范线路得到应用。

图1：营业收入及增速



资料来源：Wind

二、特高压交流最大受益者

(一) 特高压规划

中国的能源分布及消耗地区的不平衡产生对超特高压电网的需求。中国的主要能源基地距离负荷中心约 800-3000 公里，而 500KV 交流接力送电很难完成如此长距离的电传输。能源消耗及分布不平衡产生了远距离、大规模、大容量输送电力的需求，特高压电网是目前解决这一需求的最好解决办法。

国家电网对特高压仍充满信心，战略并未改变。在 2011 智能电网国际论坛上，国家电网公司再次展示了中国特高压与智能电网的宏伟蓝图，国家电网今后 5 年计划投资 2500 亿美元（约合 1.6 万亿元人民币）建设联接我国大型能源基地和主要用电负荷中心的“三纵三横”结构的特高压骨干网架；到

2020 年形成“五纵六横”特高压输电骨干网架。可以看到，虽然特高压交流仍在争议中艰难前行，但国网公司依然对特高压输电网的建设充满了信心。

“晋东南—荆门”特高压交流扩建工程试验在 2011 年年底取得圆满的效果。2011 年 12 月 17 日，国家电网公司承建的 1000 千伏晋东南-南阳-荆门特高压交流试验示范工程扩建工程正式投产，单回线路输送能力达到 500 万千瓦，输送能力大幅提升，这意味着我国特高压远距离输电技术的日臻成熟，特高压的建设审批很可能在今年提速。

表 1：“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—苏州—淮南	淮南 泰州 苏州 上海 浙北	1300
合计			9250

资料来源：山西证券

（二）皖电东送特高压交流订单有望获得可观利润

公司中标皖电东送特高压交流 14 个间隔，金额在 16 亿以上，中标价格基本稳定。本次中标国产化比率将进一步提高，有利于降低成本，预计毛利率在 30% 以上。考虑到集中中标费用率较少，预计销售净利率有望在 10% 以上，贡献公司净利润在 1.6 亿以上，对应每股收益在 0.2 元左右。

皖电东 GIS 计划 2013 年投产，交货时间将在今年下半年至明年上半年，预计今年确认 7-10 台，保守估计今年贡献每股收益 0.1 元左右。

表 2：历次特高压中标情况及市场份额

		中国西电	新东北电气	平高电气	合计
晋东南-荆门	数量	2	2	2	6
	份额	33.33%	33.33%	33.33%	100.00%
晋东南扩建线路	数量	3	3	3	9
	份额	33.33%	33.33%	33.33%	100.00%
皖电东送	数量	9	10	14	33
	份额	27.27%	30.30%	42.42%	100.00%

资料来源：国家电网，山西证券整理

(三) 国网计划今年确保四条特高压交流通过审批，潜在订单巨大

国网年度会议上提出 2012 年国家电网将集中力量推进特高压前期工作，确保 4 项特高压交流工程获得国家核准并开工。四交即锡盟至南京、淮南至上海、蒙西至长沙、雅安至皖南特高压交流工程。上述工程一旦核准 GIS 市场容量 180 亿，按照公司 40% 的市场份额，公司潜在订单 72 亿。

我们预计今年最有可能通过审批的是锡盟至南京线路，合计 5 个变电站 3 个开关站，GIS 间隔在 45 个左右，公司有望获得 40%-50% 的份额，潜在订单金额超过 20 个亿。

特高压项目的盈利水平远高于公司传统业务，公司业绩对特高压项目及其敏感。从以往招标的情况来看，在交流特高压 GIS 上，平高电气的市场份额在 40% 左右。根据我们了解的资料，平高的 GIS 在特高压交流示范的表现最为出色，在后续的招标中有可能分享到更大的市场份额。我们认为特高压项目在“十二五”期间逐步推进，公司业务将有望持续增长。

表 3：2012 年特高压预计审批情况

	规划线路	预计审批情况
交流	锡盟-南京、淮南（南京）-上海	确保核准
	蒙西-长沙	确保核准
	雅安至皖南	确保核准
	浙北-福州	力争核准
直流	哈密南至郑州	确保核准
	溪洛渡至浙西	确保核准
	密西至重庆	确保核准
	准东-四川	力争核准
	锡盟-泰州	力争核准

资料来源：国家电网，山西证券整理

表 4：2011 年特高压审批情况

	规划线路	实际获批时间
交流	淮南（皖南）-上海	9月核准
	锡盟-南京、淮南（南京）-上海	计划核准，未核准
	蒙西-长沙	计划核准，未核准
	靖边-连云港	计划核准，未核准
直流	溪洛渡-浙西	6月核准
	哈密-河南	5月核准

资料来源：国家电网，山西证券整理

(四) 其他高压线路，潜在订单不容忽视

除特高压外，西北第二通道订单也值得关注，新疆与西北主网联网 750 千伏第二通道输变电工程被甘肃公司确定为 2012 年度重点工程，目前已经开工。据悉，新疆-西北主网联网 750 千伏第二通道工程途经新疆、甘肃、青海，新建线路长度 2180 公里、变电容量 360 万千伏安，工程总投资 95.56 亿元。计划 2013 年竣工投产。

目前部分段已经进入招标阶段，下表为新疆与西北主网联网 750 千伏第二通道输变电工程（青海段）GIS 的需求情况，青海段合计需求 GIS 间隔 15 个，2013 年 3 月交货。公司在 750 电压等级的竞争力也较强，预计市场份额也超 40%。综合考虑新疆、甘肃、青海段，我们预计该项潜在 GIS 订单预计在 15-20 亿左右，按照公司 40% 的市场份额计算，预计公司潜在订单在 6-8 亿。

为了落实国家西部大开发“十二五”规划 西北电网加快电力外送通道建设。国家电网规划到 2015 年，西北 750 千伏电网线路长度超过 2 万千米、外送电总规模将达 9811 万千瓦。西北电网“十二五”期间 750 千伏电网投资规模加大，而公司在 750 千伏的竞争优势较大，有望受益于此。

此外，随着皖电东送特高压交流特高压建设的推进，其他落地项目也相继审批招标，为公司带来一些高压线路的订单机会。

表 5：新疆与西北主网联网 750 千伏第二通道输变电工程（青海段）

包号	工程电压等级	物资名称	物资描述	单位	数量	交货日期
包 1	750kV	750kV GIS 组合电器, 50kA, 3/2 接线开关间隔, 5000A, 户外	气体绝缘封闭式组合电器 (GIS) - 电压等级: AC750kV, 额定开断电流: 50kA, 接线类型: 3/2 接线开关间隔, 额定电流: 5000A, 使用环境: 户外	间隔	9	2013-03-30
包 1	750kV	750kV GIS 组合电器, 50kA, 母线设备间隔, 5000A, 户外	气体绝缘封闭式组合电器 (GIS) - 电压等级: AC750kV, 额定开断电流: 50kA, 接线类型: 母线设备间隔, 额定电流: 5000A, 使用环境: 户外	间隔	2	2013-03-30
包 2	750kV	750kV GIS 组合电器, 50kA, 3/2 接线开关间隔, 5000A, 户外	气体绝缘封闭式组合电器 (GIS) - 电压等级: AC750kV, 额定开断电流: 50kA, 接线类型: 3/2 接线开关间隔, 额定电流: 5000A, 使用环境: 户外	间隔	4	2013-03-30
合计					15	

资料来源：国家电网，山西证券整理

三、国际订单值得期待

公司的实际控制人是国家电网旗下的中电装备，国家电网经过重组，将中电装备定位为国家电网旗下的一次设备生产企业。平高电气的主营业务 GIS 组合电器、高压隔离开关、接地开关、短路器等，考虑到避免同业竞争问题，预计中电装备旗下的 GIS 组合电器及高压隔离开关等业务均由平高电气来做。

目前国网提出走出去的战略，国家电网收购菲律宾电网以及葡萄牙的 REN，平高电气有望随中电装备拓展国际市场。

据报道，中电装备有望与委内瑞拉政府签订电网建设总包协议，此次签订的合同为交流 400kV 电站及 1279 公里 400kV 输电线路，合同总额 30 多亿美元，预计平高集团将承担高压开关部分订单，而平高电气有望获得分包订单，预计潜在合同金额有望超过 10 亿元，订单执行周期在 2012-2013 年。

四、盈利能力有望提升

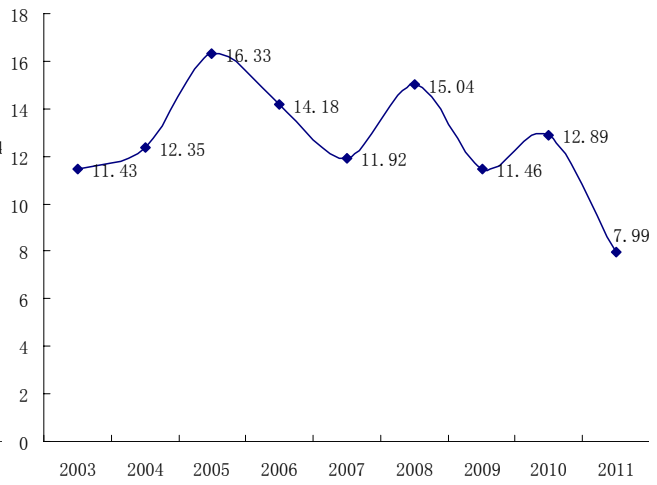
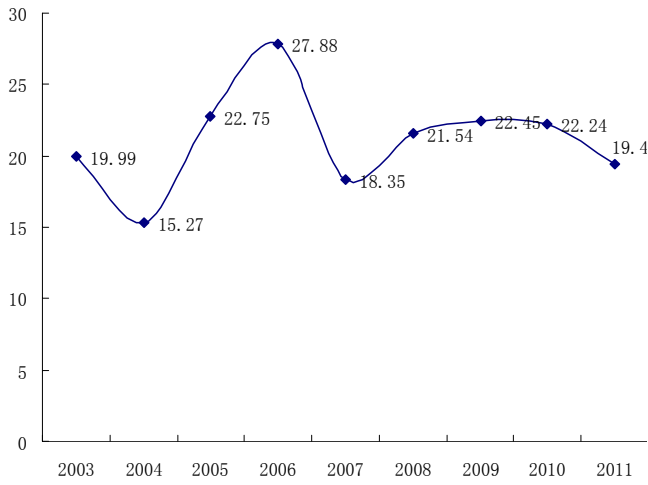
近两年公司受上游原材料价格上涨及下游产品招标价格下降双重冲击，毛利率呈下降趋势，部分产品的毛利率水平已经为负。国家电网已经意识到底价招标的危害，已经改变了招标规则，招标价格有所回升，2011 年 126 GIS 历史最低价达到 40 万/个，目前价格已经回升到 50 万以上，考虑到目前原材料成本地位徘徊，预计传统产品毛利率水平有望提升。

特高压盈利能力较强。根据历史情况看特高压的毛利在 30%以上，皖电东送特高压交流的中标价格也并未下降，而国产化比例提升，综合考虑特高压仍能维持高毛利率。

随着特高压收入确认增多，公司综合毛利率有望提升，考虑到百万伏下半年交货，三季度盈利拐点将显现。

图 2: 封闭组合电器毛利率情况

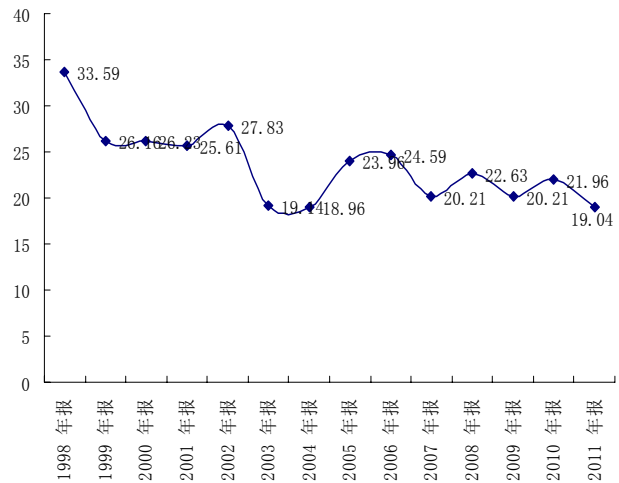
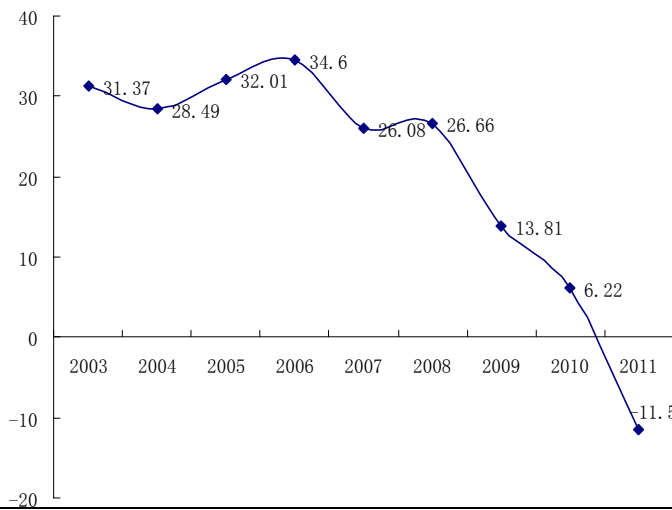
图 3: 高压隔离开关、接地开关毛利率情况



资料来源: Wind

图 4: 敞开式六氟化硫断路器毛利率情况

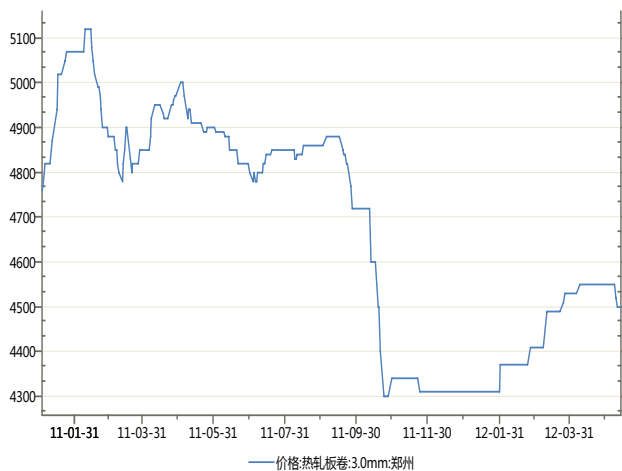
图 5: 公司综合毛利率情况



资料来源: Wind

图 6: 钢材价格走势

图 7: 铜价格走势



数据来源: Wind资讯



数据来源: Wind资讯

资料来源: Wind

五、管理效率有望提升，费用率有望下降

国网入主有望提升管理效率，降低费用率。公司销售费用率自 2003 年以来持续上升，在 2010 年达到高点，2011 年中电装备入住后有所下降，管理费用率也有所下降，2011 年公司费用率同比下降 3.5 个百分点。我们认为中电装备入主后，公司的管理会进一步精细化，成本控制能力提高，费用率仍有一定下降空间。

特高压推进有利于降低费用率。皖电东送特高压交流公司一次性中标超过 16 亿，订单规模较大，其对应的费用率将大大减少。我们认为随着特高压项目的推进，公司的费用率仍有很大下降空间。

联合研发提升业绩。2011 年公司与集团签订的 1.7 亿联合研发合同，提升了公司业绩。今年中电装备和集团研发合同达 3 个亿，预计公司有望获得一半左右的联合研发合同，将有效提升公司业绩。

图 8：销售费用率情况

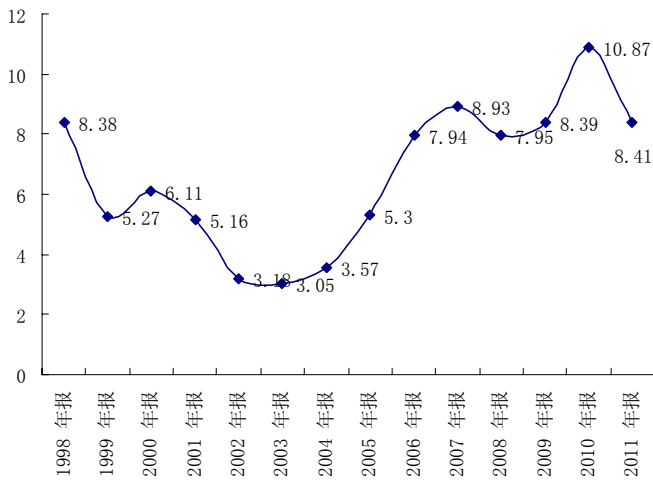
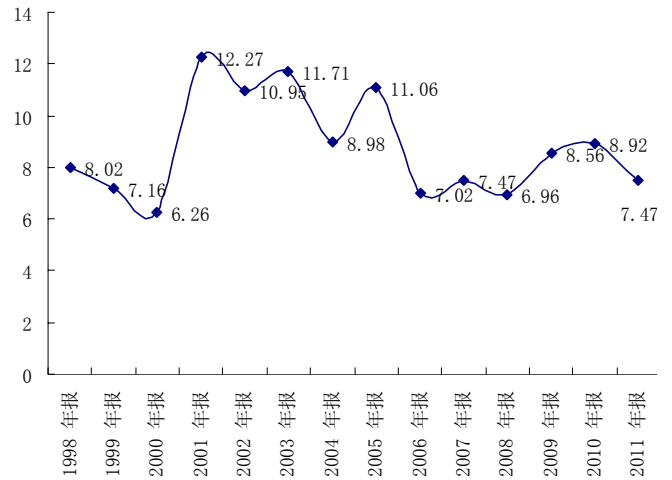


图 9：管理费用率情况



资料来源：Wind

六、中长期看有望成为整合平台

国家电网通过股权划拨已经将平高集团、许继集团划归中电装备。中电装备 2010 年公司资产规模近 300 亿人民币，年营业收入超过 150 亿元。中电装备拥有中国机械工业交流高压开关设备工程研究中心，中国机械工业和特高压 GIS 工程实验室；拥有省级继电保护及自动化重点实验室、风力发电装备工程技术研究中心、高压交流输变电设备工程技术研究中心、高压电器研究所。

平高电气拥有全套高压交直流开关的生产能力，作为开关设备整合平台比较确定，集团部分中低压开关以及零部件业务，未来有望装入上市公司，预计产值超过 10 个亿，有利于解决同业竞争及关联交易。

图 10: 公司大股东情况



资料来源：山西证券，公司公告

七、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 0.22、0.44 元，对应 PE 分别为 36、18 倍。“十二五”期间特高压项目逐步推进的确定性较大，特高压项目竞争环境较为缓和，毛利率水平较高，公司业绩对特高压项目较为敏感，有望持续改善。此外国家电网入主后管理效率及成本控制能力有望大幅提升，公司盈利能力有望逐步增强，且存在整合预期，综合考虑给予公司“增持”的投资评级。



表 6：盈利预测假设

报告期	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
封闭组合电器	11.85	18.58	26.01	37.72
备品备件及其他	1.66	2.54	3.81	5.33
高压隔离开关、接地开关	2.48	1.94	2.91	3.49
敞开式六氟化硫断路器	3.88	1.52	1.52	1.52
营业收入增速				
封闭组合电器	-17.99%	56.79%	40%	45%
备品备件及其他	56.60%	53.01%	50%	40%
高压隔离开关、接地开关	31.91%	-21.77%	50%	20%
敞开式六氟化硫断路器	-32.05%	-60.82%	0%	0%
毛利率				
封闭组合电器(%)	22.24%	19.42%	22%	23%
备品备件及其他(%)	48.44%	38.44%	38%	38%
高压隔离开关、接地开关(%)	12.89%	7.99%	12%	12%
敞开式六氟化硫断路器(%)	6.22%	-11.53%	5%	5%

资料来源：山西证券

表 7：盈利预测

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入	20.76	25.25	34.25	48.06
增速	-11.28%	21.63%	35.65%	40.32%
营业成本	16.2	20.45	26.66	36.87
毛利率	21.97%	19.01%	22.18%	23.30%
营业税金及附加	0.14	0.18	0.24	0.34
销售费用	2.26	2.12	2.88	4.04
管理费用	1.85	1.89	2.08	2.29
财务费用	0.24	0.4	0.5	0.6
资产减值损失	0.21	0.34	0	0
投资净收益	0	0.16	0.208	0.2912
营业利润	-0.14	0.04	2.10	4.22
营业外收入	0.27	0.36	0	0
营业外支出	0.09	0.08	0	0
利润总额	0.05	0.31	2.10	4.22
所得税	0.02	0.15	0.284498	0.5898
净利润	0.03	0.16	1.82	3.63
少数股东损益	-0.01	-0.01	0	0
归属于母公司所有者的净利润	0.04	0.17	1.82	3.63
每股收益：	0.00	0.02	0.22	0.44
增速	-97.18%	325.00%	970.68%	99.62%

资料来源：山西证券



八、投资风险

公司对特高压项目的推进较为敏感，特高压项目审批持续低于预期，将影响公司长期业绩增长；原材料价格大幅上涨挤压公司盈利能力。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。