



特高压 GIS 龙头，业绩现拐点

——平高电气(600312)调研报告

电力设备新能源行业

分析师

桂方晓 021-61683506

执业证书编号 S1070511070001

投资评级: 强烈推荐(首次)

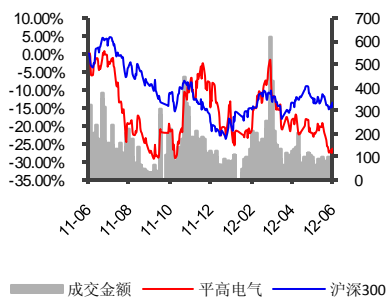
市场数据

目前股价	7.64
总市值(亿元)	62.57
流通市值(亿元)	62.57
总股本(亿股)	8.19
流通股本(亿股)	8.19
12个月最高/最低	10.81/7.21

公司盈利预测

	2012E	2013E	2014E
营业收入	3680	6097	8372
(+/-%)	45.7%	65.7%	37.3%
净利润	205	490	770
(+/-%)	1077.4%	139.0%	57.3%
摊薄 EPS	0.25	0.60	0.94
PE	30.5	12.8	8.1

股价表现图



数据来源: Wind 资讯

投资建议:

我们预测公司 12、13、14 年营业收入分别为 36.8、60.9、83.7 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.25、0.60、0.94 元，对应当前股价 PE 分别为 30.5、12.8、8.1 倍，我们认为目前公司业绩处于拐点，合理价值为 13 年 20 倍市盈率，对应目标股价为 12 元，给予“强烈推荐”投资评级。

要点:

- **特高压 GIS 龙头:** 特高压交流 GIS 技术难度高，参与者少，目前上市公司中只有平高电气、中国西电、东北电气参加，属于寡头垄断市场。三家厂商基本三分天下，平高略占优势。
- **股权及管理层变动影响积极深远:** 国网国际装备和中电装备作为过渡上级单位，对于平高的营销能力增强、产业发展转型、管理水平提升、与国网的文化融合等方面都起到了积极作用；平高电气渡过了与国网的磨合期，步入新的发展阶段，功能定位清晰，公司除延续我国传统三大高压开关中心之一的地位外，还将成为国网超高压和特高压开关业务平台；国网积极参与公司管理，并对公司进行业绩考核，公司管理水平、管理效率、费用控制等有望改善，业绩有望逐步释放。
- **特高压与海外市场是未来主要增长点:** 一次能源和用电负荷逆向分布是发展特高压的重要原因，特高压输电具有明显的经济效益。根据国家电网的规划，到 2015 年，将通过特高压交流网架将华北、华东和华中区域电网连接起来，形成“三纵三横”的“三华同步电网”，到 2020 年建成五纵六横的格局。根据国网年度工作会议精神，今年将确保“四交三直”获得核准并开工。我们认为随着淮南-皖南-浙北-上海线的核准，特高压线路审批或将提速。海外市场方面，随着国网的海外扩张，委内瑞拉和巴西等国的输变电建设将为国网旗下企业带来蛋糕。
- **管理效率提升，业绩现拐点:** 平高电气渡过与国网的磨合期后，管理效率有所提升，11 年管理费用率和销售费用率均同比下降，我们认为在国网业绩考核机制下未来两年平高的期间费用率仍有下降空间。
- **风险提示:** 特高压审批进度不达预期，公司治理改善及费用控制低于预期。

有别于市场的观点：

我们认为平高集团股权归属的变动以及管理层的变化将给平高电气带来积极而深远的影响，公司订单获取能力、海外市场开拓、管理能力、费用控制等有望提升；

平高电气度过与国网的磨合期后进入发展新阶段，在特高压及海外收入占比提升、期间费用率不断改善等因素下，有望在未来两年逐步释放业绩；

由于特高压交流电网一直受到安全性和效率上的质疑，市场对特高压线路审批进度不乐观，我们认为随着淮南-皖南-上海线开工，未来特高压线路审批或将提速。

1. “上层建筑”变动影响深远

平高集团股权近期直接划归国网，考虑到去年底国网空降管理层至平高集团，直接参与公司日常管理，我们认为这些“上层建筑”的变化将对公司产生积极而深远的影响。

2012年5月10日，公司发布公告，称接到控股股东平高集团有限公司通知，根据国家电网公司近日下发的有关文件，国家电网公司决定将其全资子公司中国电力技术装备有限公司所持平高集团有限公司100%的股权上划至国家电网公司直接持有。本次股权划转事项完成后，国家电网公司将成为平高集团有限公司的唯一股东。

图 1：公司股权变动前后对比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

无独有偶，2011年11月，国网公司下属中国电科院副院长李永河空降平高集团，任集团执行董事、总经理，这是国网控股平高后首次空降高层。

图 2：公司近年发生的重大事项



资料来源：长城证券研究所

我们认为：1. 根据国网统筹推进公司直属单位改革重组、做强做优直属产业的战略部署，平高集团最终直属国网。在此之前，国网国际装备和中电装备作为过渡上级单位，对于平高的营销能力增强、产业发展转型、管理水平提升、与国网的文化融合等方面都起到了积极作用；2. 平高电气渡过了与国网的磨合期，步入新的发展阶段，功能定位清晰，公司除延续我国传统三大高压开关中心之一的地位外，还将成为国网超高压和特高压开关业务平台；3. 一方面，国网积极参与公司管理，另一方面，直属国网后平高将受到国网的业绩考核，公司管理水平、管理效率、费用控制等有望改善，业绩有望逐步释放。

2. “特高压”方兴未艾，海外市场亦可期待

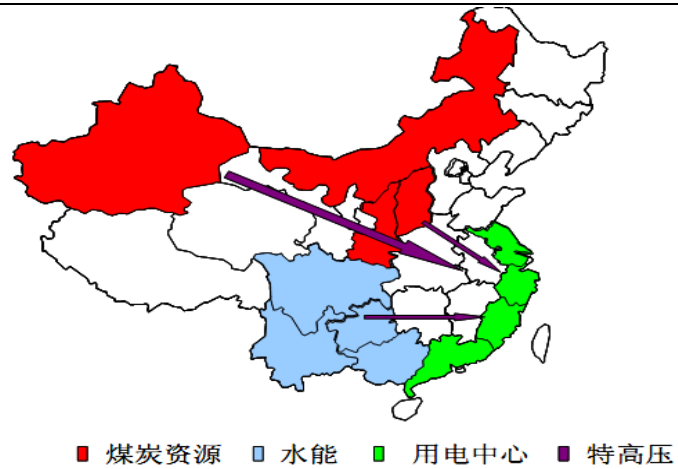
特高压可有效解决一次能源与用电负荷逆向分布问题

一次能源和用电负荷逆向分布是发展特高压的重要原因。我国的一次能源集中分布于东北、西北和西南地区，而负荷中心集中于东南沿海地区，一次能源和负荷的逆向分布，导致存在大范围调配能源的需求。

特高压输电具有明显的经济效益。据估计，1条1150千伏输电线路的输电能力可代替5~6条500千伏线路，或3条750千伏线路；可减少铁塔用材三分之一，节约导线二分之一，节省包括变电所在内的电网造价10~15%。1150千伏特高压线路走廊约仅为同等输送能力的500千伏线路所需走廊的四分之一，可节省大量土地资源。

因此，发展特高压电网是我国突破远距离输电技术，实现能源的大范围优化配置的必经之路。

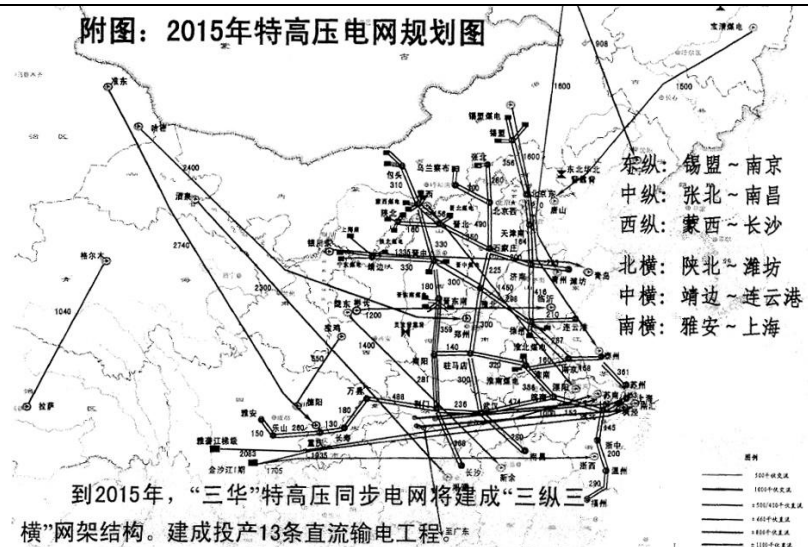
图 3: 我国一次能源与用电负荷逆向分布



资料来源: 长城证券研究所

根据国家电网的规划, 到 2015 年, 将通过特高压交流网架将华北、华东和华中区域电网连接起来, 形成“三纵三横”的“三华同步电网”, 到 2020 年建成五纵六横的格局。

图 4: 2015 年特高压电网规划



资料来源: 国家电网, 长城证券研究所

2011 年 12 月, 晋东南-荆门特高压交流示范扩建线路正式投运, 达到预定 500 万千瓦运输能力, 市场对于特高压线路运输能力低于设计标准的质疑逐渐减少。我们认为随着淮南-皖南-浙北-上海线的核准, 特高压线路审批或将提速。根据国网年度工作会议精神, 今年将确保“四交三直”获得核准并开工, 即锡盟-南京、淮南-南京-上海、蒙西-长沙、雅安-淮南特高压交流工程, 哈密南-郑州、溪洛渡-浙西、哈密西-重庆特高压直流工程。此外还

要力争浙北-福州特高压交流，淮东-四川、锡盟-泰州特高压直流工程在年内获得核准。

特高压交流 GIS 竞争格局：寡头垄断

特高压交流 GIS 技术难度高，参与者少，目前上市公司中只有平高电气、中国西电、东北电气参加，属于寡头垄断市场

特高压 GIS 不进行公开集中招标，而是采取竞争性谈判（议标）形式，由于竞争较小，产品毛利可达 30%左右，比普通电压等级 GIS 产品高出 10 个百分点，相关厂商的盈利能力较有保障。

我们统计了目前为止 3 次特高压 GIS 市场份额，我们的结论是三家厂商基本三分天下，平高略占优势。

表 1: 特高压交流 GIS 间隔数市场份额对比

	晋东南-荆门	晋东南-荆门扩建	淮南-皖南-浙北-上海
平高电气	2	3	14
中国西电	2	3	9
东北电气	2	3	10
共计	6	9	33

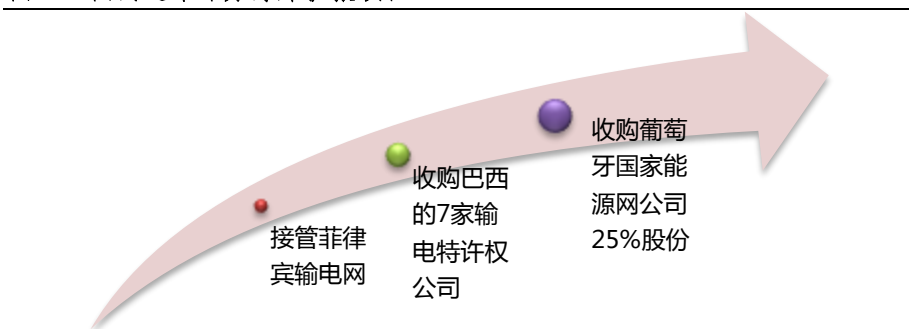
资料来源：国家电网，长城证券研究所整理

根据国网规划，“十二五”交直流特高压合计投资约 3500 亿元，其中交流约 2250 亿元，直流 1250 亿元。变电站投资占总投资额 50%左右，即 1750 亿元。GIS 占变电站投资 12%左右，即 210 亿元，市场容量年均超过 40 亿元。

海外市场值得期待

自 2007 年至今，在四年多时间里，国家电网公司相继在菲律宾、巴西、葡萄牙等国以参股或全资的形式运营当地输电网。海外电网的新建、扩建、维护等将为国内电力设备企业开辟一块新天地。

图 5: 国网近年部分海外扩张项目



资料来源：长城证券研究所

巴西水力资源丰富,且政府对电网建设持开放态度,国网除收购巴西的输电线路特许权外,还与巴西国家电力公司在特高压直流输电技术方面进行合作。我们认为巴西市场的特高压直流项目以及将来通过交流落地和配网等工程对于国网下属输变电设备企业来说是一块不小的蛋糕。

2011年11月,中方项目联营体与委内瑞拉电力公司成功签署托科马-乌里帮托(T-U)输变电工程项目意向书,委内瑞拉总统查韦斯及中国部委领导见证了签字仪式,意向书在原1297km、400kV双回线路及7座新建、1座扩建400kV变电站的T-U本体项目的基础上,又增加了650km、765kV单回输电线路及3座扩建765kV变电站的T-U扩展工程,整个T-U项目投资估算约41.2亿美金。

作为国网的开关业务平台,我们认为以上海外国家的输变电项目将为平高带来潜在市场。海外项目对平高的意义重大,国网在海外无需像国内一样进行集中招标,因此海外项目毛利率普遍比国内项目高。

3. 收入结构与费用率不断改善,业绩现拐点

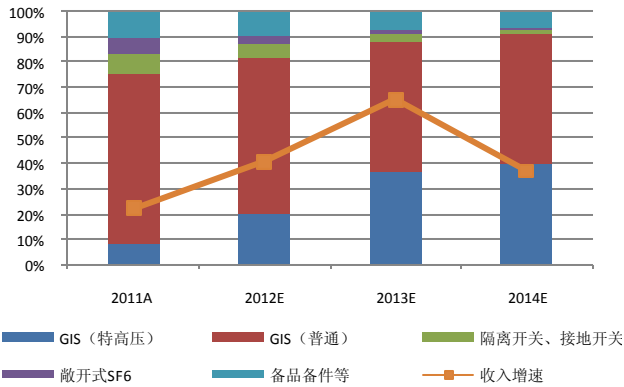
核心假设

平高电气渡过与国网的磨合期后,管理效率有所提升,11年管理费用率和销售费用率均同比下降,我们认为在国网业绩考核机制下未来两年平高的期间费用率仍有下降空间。

由于晋东南-荆门示范线路及后续扩建工程招标规模较小,公司11年销售收入中,来自特高压交流GIS的部分我们测算仅有2-3亿元。2012年3月,公司发布公告,称在皖电东送淮南至上海特高压交流输电示范工程中共计中标14个间隔及母线设备4套,中标金额约16亿元,我们预计今年交货进度可完成订单的50%左右,即2012年公司销售收入中来自特高压交流GIS的部分约8亿元。

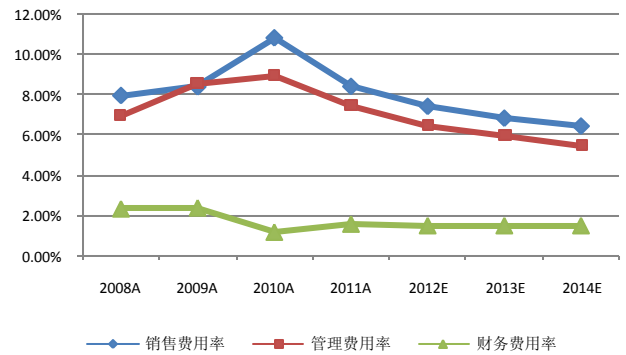
我们从国网“十二五”特高压建设规划出发,认为从当前时间节点至明年年底至少会有2-3条特高压交流线路获批,其中2条线路可在明年底前完成设备招标。因此我们认为明年公司来自特高压交流GIS的收入除淮南至上海线的剩余50%外,还有至少2条线的收入,按间隔数计算,我们预计2013年公司可完成20个间隔。目前公司特高压GIS生产能力约每月2个间隔,预计配套设施完全跟上后产能可提升至每月4-5个间隔。

图 6: 公司未来三年收入结构预测



资料来源: 长城证券研究所

图 7: 公司未来三年期间费用率预测



资料来源: 长城证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们预测公司 12、13、14 年营业收入分别为 36.8、60.9、83.7 亿元, 摊薄 EPS 分别为 0.25、0.60、0.94 元, 对应当前股价 PE 分别为 30.5、12.8、8.1 倍, 我们认为目前公司业绩处于拐点, 合理价值为 13 年 20 倍市盈率, 对应目标股价为 12 元, 给予“强烈推荐”投资评级。

表 2: 一次设备公司估值对比

证券代码	证券简称	2011PE	2012PE	2013PE	PB	PS
601179.SH	中国西电	(32.6)	66.0	25.6	1.2	1.5
600089.SH	特变电工	16.2	12.6	10.2	1.5	1.1
600517.SH	置信电气	45.8	25.4	16.4	6.0	5.9
002028.SZ	思源电气	33.6	20.9	15.7	1.9	2.6
601616.SH	广电电气	21.2	15.6	13.0	1.7	3.7
002298.SZ	鑫龙电器	40.3	24.1	16.6	5.2	3.4
002358.SZ	森源电气	31.6	22.1	16.5	4.1	5.8
002452.SZ	长高集团	30.7	19.3	17.6	1.5	4.4
002074.SZ	东源电器	44.8	30.3	26.8	3.7	2.7
601877.SH	正泰电器	19.2	14.8	11.6	3.3	1.9
平均		25.1	25.1	17.0	3.0	3.3
600312.SH	平高电气	375.9	30.5	12.8	2.4	2.6

资料来源: wind, 长城证券研究所整理

利润表(百万元)					主要财务指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2525	3680	6097	8372	成长性				
营业成本	2045	2875	4580	6210	营业收入增长	21.7%	45.7%	65.7%	37.3%
销售费用	212	272	415	536	营业成本增长	26.2%	40.6%	59.3%	35.6%
管理费用	189	239	366	460	营业利润增长	-126.9%	5672.3%	157.2%	60.2%
财务费用	40	29	96	158	利润总额增长	580.7%	685.1%	139.0%	57.3%
投资净收益	16	23	28	35	净利润增长	383.0%	1077.4%	139.0%	57.3%
营业利润	4	211	544	870	盈利能力				
营业外收支	27	30	33	36	毛利率	19.0%	21.9%	24.9%	25.8%
利润总额	31	241	576	906	销售净利率	0.7%	5.6%	8.0%	9.2%
所得税	15	36	86	136	ROE	0.6%	7.0%	14.3%	18.3%
少数股东损益	-1	0	0	0	ROIC	1.3%	7.8%	13.2%	15.4%
净利润	17	205	490	770	营运效率				
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	销售费用、营收	8.4%	7.4%	6.8%	6.4%
流动资产	3157	4024	6827	9066	管理费用、营收	7.5%	6.5%	6.0%	5.5%
货币资金	674	368	610	837	财务费用、营收	1.6%	0.8%	1.6%	1.9%
应收帐款	1520	2319	3903	5224	投资收益、营利	434.5%	10.6%	5.2%	4.0%
应收票据	92	129	256	316	所得税、利润总额	48.1%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	680	941	1585	2082	应收帐款周转率	1.7%	1.9%	2.0%	1.8%
非流动资产	1814	2130	2457	3239	存货周转率	3.2%	3.5%	3.6%	3.4%
固定资产	993	1224	1495	2206	流动资产周转率	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%
资产总计	4971	6154	9284	12305	总资产周转率	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%
流动负债	2094	3182	5823	8073	偿债能力				
短期借款	200	200	200	200	资产负债率	44.9%	52.2%	63.0%	65.8%
应付款项	1126	1493	2333	3246	流动比率	1.51	1.26	1.17	1.12
非流动负债	138	28	28	28	速动比率	1.18	0.97	0.90	0.87
长期借款	110	0	0	0	每股指标(元)				
负债合计	2233	3211	5851	8102	EPS	0.02	0.25	0.60	0.94
股东权益	2738	2943	3433	4204	每股净资产	3.34	3.59	4.19	5.13
股本	819	819	819	819	每股经营现金流	0.05	-0.55	-0.89	0.75
留存收益	1916	2121	2611	3381	每股经营现金、EPS	2.5	-2.2	-1.5	0.8
少数股东权益	4	4	4	4	估值	2011A	2012E	2013E	2014E
负债和权益总计	4971	6154	9284	12305	PE	359.5	30.5	12.8	8.1
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	PEG	0.33	0.22	0.22	-
经营活动现金流	43	-446	-729	616	PB	2.3	2.1	1.8	1.5
营运资本减少	614	-760	-1361	-351	EV、EBITDA	2.75	2.57	2.88	2.30
投资活动现金流	-196	-425	-469	-978	EV、SALES	15.88	26.26	39.47	35.79
其中资本支出	-227	-425	-469	-978	EV、IC	0.17	0.28	0.44	0.44
融资活动现金流	53	-110	0	0	ROIC、WACC	0.13	0.78	1.32	1.54
净现金总变化	-99	-982	-1199	-362	REP	1.33	0.35	0.34	0.29

数据来源: WIND 长城证券研究所 备注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者

研究员介绍及承诺:

桂方晓: 清华大学自动化系毕业, 2011 年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
马 珂: 0755-83516433, 18665383680, make@cgws.com
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wuyan@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
陈方园: 021-61680360, 18607195599, chenfy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>

