

# 特高压与海外业务带来高增长 买入（维持）

## 投资要点:

- 📖 受益于特高压交流建设的推进，将大幅提升公司盈利水平
- 📖 基本面已反转，海外拓展、发展核心零部件有望成为公司新的增长点
- 📖 预计 12/13 年 EPS 为 0.22/0.49 元，维持“买入”评级

- **公司是国内无可争议的开关龙头企业。**作为国内三大开关厂之一，平高电气经过多年发展，在技术水平、历史业绩与市场占有率上均是国内无可争议的开关龙头。尤其是在特高压 GIS 领域中，公司已经成为国内乃至国际上最具实力的设备供应商。
- **我们对特高压交流的稳步推进持乐观态度。**在能源需求、电力远距离大范围调配需求以及国家鼓励具备自主技术的高端装备制造业的情况下，特高压交流仍是电网建设的必然之选。同时在国网的大力推动下，我们认为特高压交流将以每年 1~2 条的核准开工速度稳步推进。
- **平高电气是特高压交流建设的最大受益者。**在已建成及在建的两条线路中，平高电气获得了超过 40% 的市场份额，如果按照国家电网的规划，未来几年公司潜在订单达到 130 亿元；而如果按照年初国网提出今年的目标提及的 5 条特高压线路计算，平高也有望获得约 80~90 亿元的特高压 GIS 订单。我们判断，未来几个月特高压交流获得 1~2 条核准开工建设的可能性较大，平高将充分受益于此。
- **单季扭亏，基本面已反转。**凭借一次设备基本面转好以及公司管理效率的提升，二季度公司常规电压等级产品已经扭亏，而且公司后续的盈利能力将稳步持续改善。
- **海外拓展与发展核心零部件将成为新的增长点。**得益于国家电网的国际化战略，平高也正在凭借 EPC 模式积极开拓海外市场，将带动开关设备的销售；同时，公司意欲打造国际一流的开关和核心零部件专业制造企业，将对核心零部件投入研发并积极寻找并购目标，有望成为公司未来新的增长点。
- **今年每股收益 0.22 元，维持“买入”评级。**在不考虑资产整合的情况下，我们预计 12/13/14 年公司 EPS 分别为 0.22/0.49/0.71 元，目前股价对应的 PE 分别为 32.4/14.6/10.2 倍，维持对公司的“买入”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2075.53	2525.29	3302.75	4425.34	5615.96
增长率	-11.32%	21.67%	30.79%	33.99%	26.90%
母公司净利润	3.60	17.41	182.66	404.23	581.69
增长率	-97.46%	382.96%	949.39%	121.31%	43.90%
EPS	0.004	0.021	0.223	0.494	0.710
毛利率	21.96%	19.04%	21.10%	22.09%	22.48%
ROE	0.13%	0.64%	6.28%	12.20%	15.05%

## 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

## 联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

## 市场表现



## 股本结构

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: 毛利率回升, 二季度已扭亏  
2012.08.16
- 平高电气: 业绩符合预期, 走出低谷  
2012.03.04
- 平高电气: 特高压交流带来业绩弹性  
2012.02.17
- 平高电气调研报告: 特高压交流最大受益者  
2011.12.02

## 目 录

一、公司专注于高压开关业务，国内无可争议龙头.....	4
(一) 公司简介及业务概况.....	4
(二) 股权结构：已划转为国家电网二级子公司.....	5
二、特高压交流的最大受益者.....	6
(一) 特高压是我国电网建设的必然之选.....	6
(二) 特高压交流正在稳步发展，国家电网积极推动.....	8
(三) 线路规划：国网规划中今后几年进入建设高峰期.....	9
(四) 平高将充分受益于特高压交流的建设推进.....	10
三、一次设备基本面已经反转，二季度扭亏.....	12
四、海外拓展、发展核心零部件成为新的增长点.....	13
(一) 得益于国网战略，向总包方向发展.....	13
(二) 核心零部件前景不可小视.....	13
五、盈利预测与评级.....	14

## 插图

图 1: 平高电气历年营业收入与增速情况.....	4
图 2: 2012 年上半年公司分产品收入比例.....	4
图 3: 平高电气目前股权结构图.....	5
图 4: 我国电力装机容量和用电量不断上升.....	6
图 5: 我国煤炭、水能资源与负荷中心距离遥远.....	7
图 6: 我国主要风电资源分布在北部.....	7
图 7: 我国太阳能资源主要分布在西北地区.....	7
图 8: “十二五” 国网特高压交流规划线路图.....	9
图 9: 电网投资增速从 2010 年开始出现明显下滑.....	12
图 10: 公司过去几年各业务毛利率变化情况.....	12
图 11: 近几年公司单季度净利润情况.....	12

## 表格

表 1: 已建成与在建的特高压交流线路.....	8
表 2: 国网“十二五”特高压交流规划线路.....	10
表 3: 特高压交流 GIS 历史中标情况.....	10
表 4: “十二五”期间特高压交流 GIS 市场规模测算.....	11
表 5: 今年国网计划的特高压交流线路对 GIS 需求情况.....	11
表 6: 公司分业务盈利情况预测.....	14

## 一、公司专注于高压开关业务，国内无可争议龙头

### (一) 公司简介及业务概况

平高电气股份有限公司于 2001 年 2 月上市，是国内第一家高压开关上市公司。平高集团的前身为 1970 年沈阳高压开关厂搬迁至河南平顶山后成立的平顶山高压开关厂，经过十几年努力，在 1988 年平高跻身全国三大开关厂之列。目前，公司是我国研制和生产高压、超高压、特高压开关及电站成套设备的重要基地，国家电工行业重大技术装备支柱企业。

平高电气专注于高压开关的研发与制造，其产品定位于高端、高可靠性、高技术含量，多品种、多层次高压开关，覆盖输变电、输配电所有电压等级。主要产品类别有 72.5~1100kV SF6 气体绝缘封闭式组合电器（GIS）、72.5~1100kV 敞开式 SF6 断路器、72.5~1100kV 高压隔离开关和接地开关，共计 3 大类 15 个系列 90 多个品种。生产能力达到每年产 SF6 气体绝缘封闭式组合电器（GIS）2000 间隔、高压断路器 2000 台、隔离开关 5000 组。

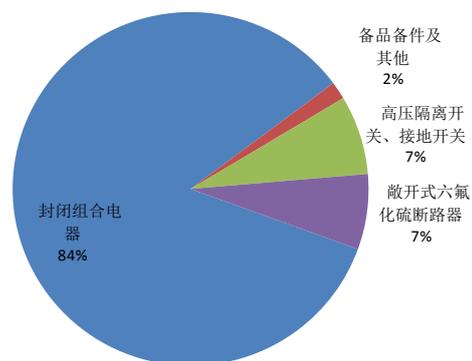
随着我国电网的发展，公司的营业收入也呈现迅速增长态势，从 1997 年的 3.46 亿元增长到 2011 年的 25.25 亿元。2012 年上半年公司实现营业收入 10.54 亿元，同比增长 3.23%，其中由于断路器与隔离开关业务仍然处于亏损状态，且随着 GIS 使用的普及，因此这两部分业务收入最近两年下降较为明显，组合电器 GIS 占据了 84% 的收入比例。从公司订单角度来看，今年上半年公司中标金额 30.45 亿元，新签合同 24.88 亿元，同比增长 166%，其中包括了皖电东送的 16.05 亿元的特高压订单。

图 1：平高电气历年营业收入与增速情况



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 2：2012 年上半年公司分产品收入比例



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

## （二）股权结构：已划转为国家电网二级子公司

公司于 2001 年上市，其控股股东一直为平高集团，目前平高集团持有公司 24.91% 的股权。

2010 年 2 月，国资委批复国家电网公司关于划转平高集团国有产权的申请，平高集团 100% 的股权由平顶山国资委划转至国家电网全资子公司国网国际技术装备有限公司，即此后的中电装备。自此，平高集团及平高电气正式成为国家电网旗下公司之一，国家电网成为平高电气实际控制人。

2012 年 5 月，国家电网对平高集团的股权控制做出进一步变更，将平高集团 100% 股权由中电装备上划至国家电网直接持有，目前公司的股权结构关系如下：

图 3：平高电气目前股权结构图



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

从业务层面上来看，此次划转使国家电网对平高的控制减少了中电装备这一层级，提升了平高电气及平高集团在国家电网产业中的地位，提高平高作为开关设备制造商的专注度，有利于减少管理层级、降低重复营销及研发、提升集团与上市公司的管理效率，有望使平高电气获得更多国家电网各方面的支持。

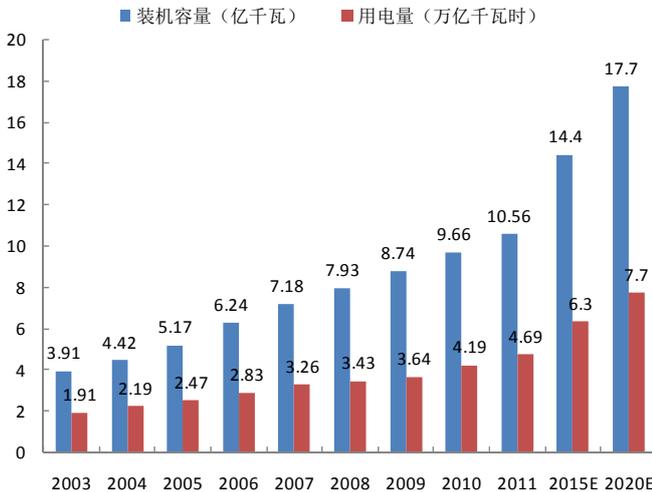
## 二、特高压交流的最大受益者

### (一) 特高压是我国电网建设的必然之选

在我们此前的特高压专题报告中，我们论述了特高压建设的必要性，主要基于以下三方面的理由：

首先，是电网建设要跟上电力建设的步伐。目前，我国的人均电力装机量仅为世界平均水平的 50%，人均用电量也仅为世界平均水平的 50%，而仅为发达国家的 1/5 到 1/10，因此电力建设在未来一段时间内仍会保持较高增速。根据电力部门的预测，到 2015 和 2020 年，我国电力装机有望分别达到 14.4 和 17.7 亿千瓦，电力装机的上升要求电网能够对电力进行远距离、大容量的输送，而特高压是解决该问题的重要手段。

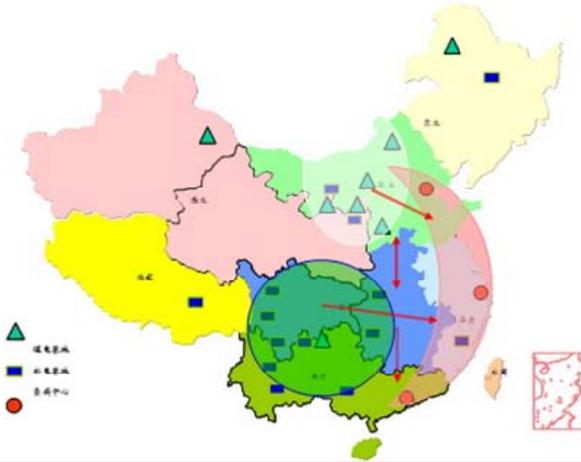
图 4：我国电力装机容量和用电量不断上升



资料来源：中电联，宏源证券研究所

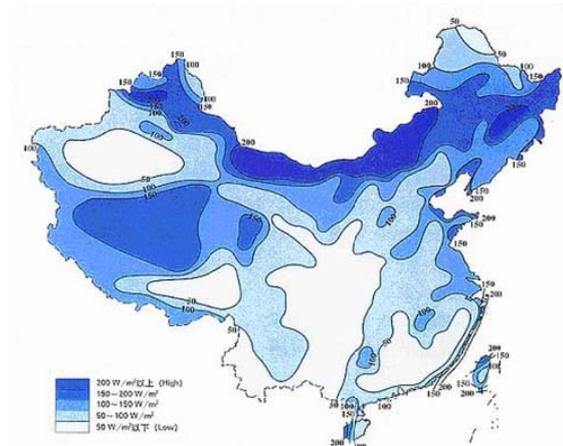
其次，是由我国能源分布特点决定的。我国目前的发电结构中，以煤炭发电和水电为主，2010 年底约占发电装机的 73% 和 20%，而二者均主要分布在西部和北部地区；新能源包括风电、太阳能资源也大多分布在西、北部地区；同时用电负荷中心又在中部与东南部地区。因此我国的发电装机的发展路径一直是大规模集中开发、远距离外送的方式，并将延续该策略。而特高压能够进行远距离、大规模、大容量的电力传输，因此成为我国能源分布不均衡的现实情况下的最优选择。

图 5: 我国煤炭、水能资源与负荷中心距离遥远



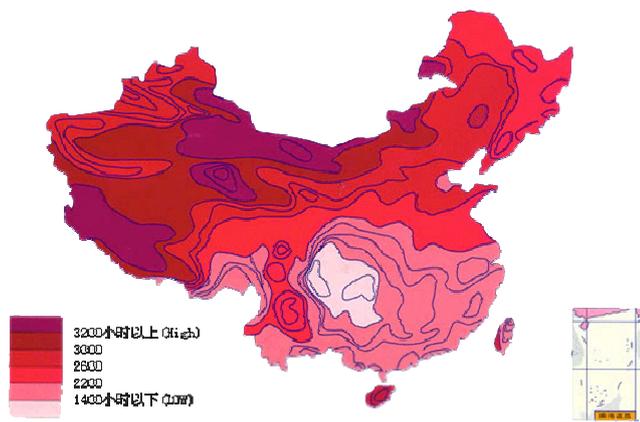
资料来源: 国家电网, 宏源证券研究所

图 6: 我国主要风电资源分布在北部



资料来源: 国家电网, 宏源证券研究所

图 7: 我国太阳能资源主要分布在西北地区



资料来源: 国家气象局, 宏源证券研究所

第三, 关于特高压的争议已经日渐缓和。在特高压两种输电方式中, 特高压直流的争议较小, 因此审批及建设的阻力也较小, 过去两年的项目与工程进度也基本符合预期; 但特高压交流从诞生之初就争议不断, 总体来看主要围绕其经济性、技术瓶颈和安全性几方面展开。

关于特高压的经济性, 有过许多相关测算, 总的来说简单的结论是如果特高压输电仅能达到 50%左右的理论设计输送容量, 例如晋东南-荆门的 240 万千瓦的话, 那么其经济性低于 500kv 输电方式; 但如果能够达到或者接近 500 万千瓦的设计容量的话, 特高压的经济性就将超出 500kv 输电方式。而比较输电和输煤更是由于测算模型的不同, 可以得出不同的结论, 根据《人民日报》2011 年 3 月份发表的文章《特高压破解电网瓶颈的钥匙》, 晋陕蒙发电后走特高压到中东部的到网电价仍比当地煤电上网电价低 0.06~0.13 元/度。加上目前陆地运输成本不断上升, 因此特高压的经济型更加凸显。

关于技术瓶颈, 经过过去几年特高压的迅速发展, 国家电网目前已经全面具备了特高压交流技术能力, 包括全面掌握特高压输电系统核心技术, 自主研发成功包括变压器、GIS、绝缘子、串补等全套特高压交流设备, 建立了特高压技术标准体系, 而中国的技术标准即为世界标准。

关于特高压的安全性，一直是特高压交流争议的核心内容。“三华”百万伏交流联网是否存在风险是关注的主要问题，由于我国是首个大面积建设特高压的国家，因此并无现成的经验可循。国家电网在中国电科院建立了世界领先水平的电力系统仿真中心，从2006年开始对特高压进行了大量研究，到目前为止其结果均表明百万伏电网的结构合理，安全稳定性水平要明显优于500kV电网。

因此总体来看，我们觉得无论从能源需求角度来看，还是从高端装备制造，尤其是具备自主技术的高端装备制造角度来看，特高压都是一个很好的战略选择，在整体投资增速并不高的情况下，特高压将成为电网在“十二五”期间的重要投资方向，也是电网投资最大的增量。

## （二）特高压交流正在稳步发展，国家电网积极推动

到目前为止，我国已建成与在建的特高压交流线路共有两条，分别为已建成的晋东南-荆门线路及其扩建线路，在建的淮南-上海特高压线路。

其中，我国第一条特高压交流线路是国家电网的晋东南-南阳-荆门1000kV特高压交流示范线路，其于2006年开工，2008年正式投运，而扩建工程于2010年开工，2011年底正式投运。该线路长约654km，共设3个变电站/开关站，其中扩建工程主要在晋东南、南阳、荆门三站均装设两组容量300万千瓦的特高压主变，线路装设40%的串联补偿。根据验收结果，该工程单回线路输送能力达到500万千瓦，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。该线路的国产化率已经超过90%，500万千瓦的稳定输送能力也证实了特高压交流在技术及经济上的可行性。

第二条是国家电网的淮南-上海1000kV特高压交流线路，该工程于2011年9月底获得核准开工建设，预计2013年投运。该线路长度约为656km，静态投资185亿元，全线同塔双回建设，设计输送容量为500万千瓦，共设淮南、皖南、浙北、上海四个变电站/开关站。

**表1：已建成与在建的特高压交流线路**

线路性质	线路	变电站数量	输送容量	长度	建设时间	投资规模
特高压交流	晋东南-荆门	3 变电站/开关站	240 万千瓦	654km	2006 年开工，2008 年底完工	静态投资 57 亿元
特高压交流	扩建线路		500 万千瓦		2010 年开工，2011 年底投运	投资 43 亿元
特高压交流	淮南-上海	4 变电站/开关站	500 万千瓦	2*656km	2011 年开工，2013 年投运	静态投资 185.36 亿元

资料来源：国家电网，宏源证券研究所

对于特高压交流线路建设的推进速度低于市场预期，我们认为包含两方面的原因。其一是技术原因，目前虽然设备国产化率已经大幅提升，但仍然有部分核心零部件需要依赖国外技术，其限制了特高压的建设速度；其二是政策原因，即在存在反对声音的情况下，政策不能过于激进，而是持续考察特高压交流示范线路的运行效果，等待总结经验、技术成熟再进行大范围推广。

如我们此前报告中所提及，去年的晋东南-荆门扩建线路的投运及升压试验的成功，铺平了特高压交流发展的道路，同时包括特高压GIS、特高压变压器、电抗器等设备国产化的完全完成，我们判断，今后几年特高压交流仍然会持续推进。

虽然今年目前为止尚无新的特高压交流线路批复,但国家电网仍在不断努力推进特高压交流的建设。8月26日,在法国巴黎举行的国际大电网委员会(CIGRE)年会上,国家电网总经理刘振亚在开幕式上作了题为“构建洲际输电大通道,推动全球能源优化配置”的主旨发言。基于全球能源短缺、能源不平衡等现状,提出了建设跨洲特高压工程、构建洲际输电大通道的战略构想。该发言提出采用先进的特高压交流和直流输电技术,构建洲际输电大通道,建立洲际电力市场,推动全球能源优化配置,是保障能源安全、实现全球能源可持续发展的重大战略选择。

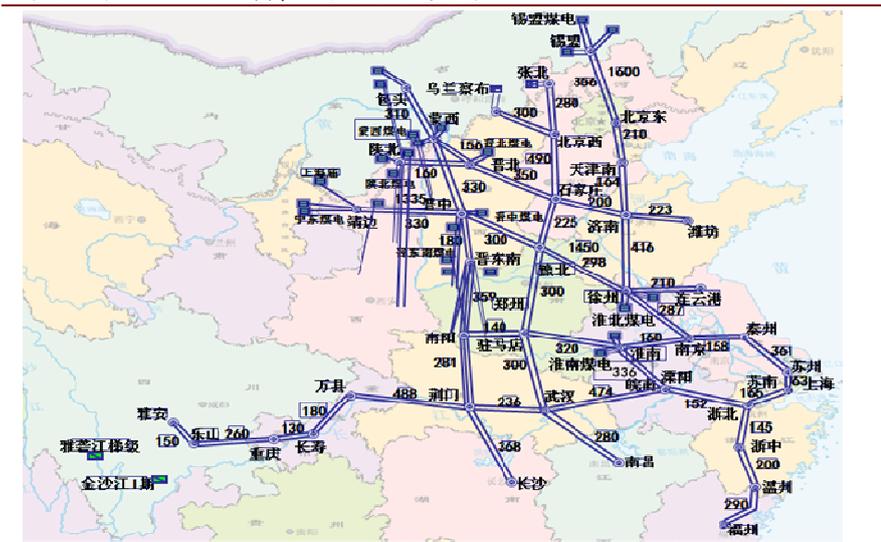
按照该发言的构想,通过特高压直接输电和接力输电两种方式,可将中国新疆、哈萨克斯坦、俄罗斯西伯利亚等地的清洁能源,远距离输送到欧洲负荷中心,有效解决欧洲能源供应和电力保障问题,优化能源结构、促进低碳发展。随着欧洲超级电网的建设,可以通过特高压将电力输送到欧洲超级电网,再通过超级电网配置到欧洲各个国家。洲际输电每条线路每年输送电量可达660亿千瓦时左右。先期可将新能源与常规能源打捆输送;后期随着新能源效率的提高、新材料和储能等技术的突破,可直接将中亚、中东、北非等地区的新能源大规模输送到欧洲。同时,特高压技术还可应用于亚洲、美洲、欧洲、非洲等洲内和洲际能源资源优化配置。

另外,浙北-福州特高压交流线路的可行性报告在7月通过了国家电网的内审,也可以看出国家电网正在大力推动特高压的前行。

### (三) 线路规划: 国网规划中今后几年进入建设高峰期

按照国网此前的规划,“十二五”期间特高压交流投资约为2800亿元,建设成为“三横三纵一环网”的格局,规划建设总长度约为11048km(扣除晋东南-荆门示范线路),约40座变电站/开关站。

图8: “十二五”国网特高压交流规划线路图



资料来源: 国家电网, 宏源证券研究所

**表 2: 国网“十二五”特高压交流规划线路**

线路走向	线路	变电站数量	长度	变电站/开关站
东纵	锡盟-南京	6 变电站/开关站	2*1433km	锡盟、北京东、天津南、济南、徐州、南京
中纵	张北-南昌	7 变电站/开关站	2*1875km	张北、北京西、石家庄、豫北、驻马店、武汉、南昌
西纵	蒙西-长沙	6 变电站/开关站	2*1518km	蒙西、晋中、晋东南、南阳、荆门、长沙
北横	陕北-潍坊	5 变电站/开关站	2*933km	陕北、晋北、石家庄、济南、潍坊
中横	靖边-连云港	5 变电站/开关站	2*1138km	靖边、晋中、豫北、徐州、连云港
南横	雅安-上海	10 变电站/开关站	2*2235km	雅安、乐山、重庆、长寿、万县、荆门、武汉、皖南、浙北、上海
环网	淮南-上海-淮南	7 变电站/开关站	2*1935km	淮南、南京、泰州、苏州、上海、浙北、皖南
华东延伸	浙北-福州	4 变电站/开关站	2*635km	浙北、浙中、温州、福州

资料来源: 国家电网, 宏源证券研究所

按此规划, 未来三到四年将是特高压交流的建设高峰, 但从目前的时点上来看, 由于受限于此前进展缓慢、争议及阻力较多等因素, 按时完成“三横三纵一环网”可能性不大, 预计将以每年 1~2 条线路的进度稳步推进。

#### (四) 平高将充分受益于特高压交流的建设推进

在已建成与在建的两条线路中, 特高压的 GIS 均由三个公司提供, 分别为平高电气、中国西电与新东北电气, 无论从中标间隔数还是中标金额来看, 平高电气均获得了最高的市场份额, 其中, 平高共中标 19 个间隔, 市占率约为 40%; 而从金额上看, 共获得 21.77 亿元的特高压 GIS 合同, 市占率超过 50%。

**表 3: 特高压交流 GIS 历史中标情况**

	间隔数			金额 (单位: 亿元)		
	平高电气	中国西电	新东北电气	平高电气	中国西电	新东北电气
晋东南-荆门	2	2	2	2.23	1.70	2.00
扩建线路	3	3	3	3.49	2.31	2.60
淮南-上海	14	9	10	16.05	10.32	~11.00
<b>市场份额</b>	<b>39.58%</b>	<b>29.17%</b>	<b>31.25%</b>	<b>53.49%</b>	<b>35.21%</b>	<b>11.30%</b>

资料来源: 国家电网, 公司公告, 宏源证券研究所

而对于整个“十二五”期间的特高压交流的规划来说, 按照我们此前分别根据主设备占总投资比例和设备单价假设两个方法对特高压设备的市场规模的测算, 特高压 GIS 的市场容量将达到约 340 亿元。当然, 由于各条线路最终的建设方案大多尚未确定, 因此该测算与实际情况肯定会有一些出入, 但偏差应不会太远。而对于平高电气而言, 假设推进顺利, 未来几年有望获得总计达到 130 元左右的订单, 将大幅提升公司收入及盈利水平。

**表 4：“十二五”期间特高压交流 GIS 市场规模测算**

项目	按设备投资比例测算		按设备单价假设测算		
	金额（亿元）	测算依据	金额（亿元）	设备单价假设	设备需求量
总投资	约 2800				
变电站投资	1176	约占总投资的 42%			
GIS	352.80	约占变电站的 30%	376.00	1.0 亿/间隔	47*8 个间隔

资料来源：宏源证券研究所

今年年初国家电网的年度会议上提出，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，力争浙北-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。按照该计划这 5 条特高压交流线路共新增及扩建变电站 29 个，我们预计对 GIS 需求将约为 197 个间隔，保守按照平高电气获取其中 40% 市场份额计算，其潜在的订单将达到 80~90 亿元的水平。

**表 5：今年国网计划的特高压交流线路对 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
锡盟-南京	6	57	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	27	200	2*780km	
雅安-皖南	7	58	350	2*1768km	
浙北-福州	4	29	200	2*603km	
总计	30	197	1312	2*5448km	

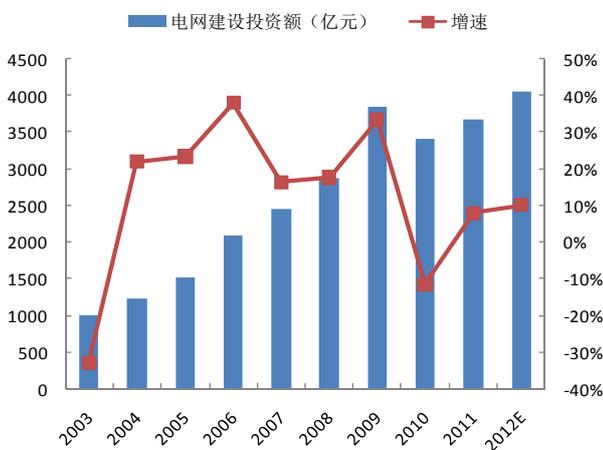
资料来源：国家电网，宏源证券研究所

我们判断，下半年国家电网特高压交流线路获得 1~2 条批复的可能性较大，在上市公司中平高电气无论从收入还是从利润上来看对特高压无疑都具备最高的弹性，将充分受益于特高压交流建设的推进。

### 三、一次设备基本面已经反转，二季度扭亏

2010年，在电网投资结构变化、国网统一招标及竞争加剧等因素共同影响下，一次设备经历了价格和毛利率快速下滑的一个过程，相关厂家的盈利能力受到巨大挑战。这种情况一直持续到去年的下半年，此后一次设备的基本面出现了好转，首先，原材料成本的下降使企业盈利能力有所好转，开关中原材料成本占比约为30%；其次，国网招标体系的逐步完善使中标价格有所提升。根据国网统一招标的情况，开关的价格低点在2010年年底，而到今年上半年为止价格提升了约15%~20%，这大幅提升了一次设备的毛利率水平。

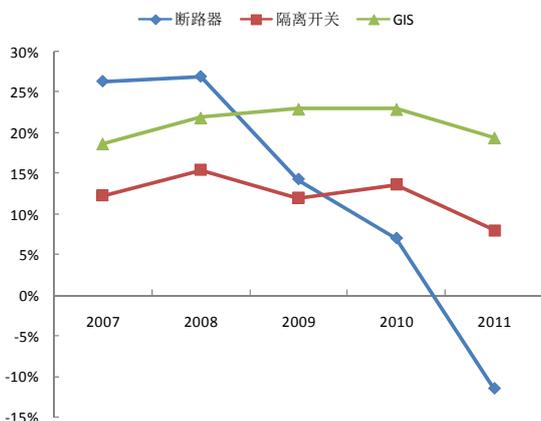
图9：电网投资增速从2010年开始出现明显下滑



资料来源：国家电网，南方电网，宏源证券研究所

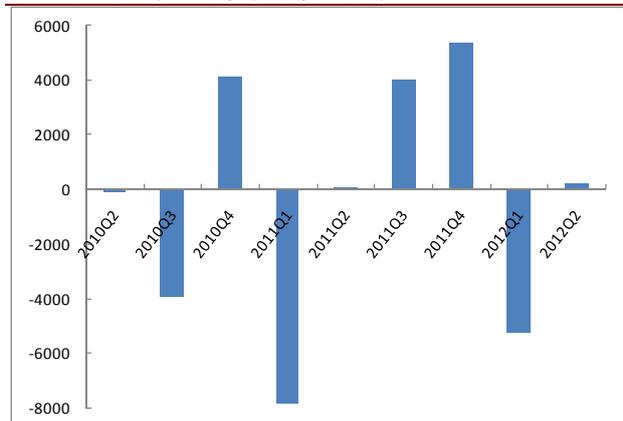
具体到上市公司层面，平高电气从2010年二季度开始亏损，常规电压等级的该状况一直持续到了今年的一季度（去年下半年盈利主要来源于特高压交货），但今年二季度，在无特高压GIS交货的情况下，随着毛利率的回升已经扭亏为盈，其中，断路器、隔离开关及GIS毛利率分别同比增加1.83、2.90和2.50个百分点，使综合毛利率同比上升1.85个百分点至13.39%。公司二季度单季度净利润约为237.66万元，可以看出，公司常规电压等级开关的基本面已经出现反转。

图10：公司过去几年各业务毛利率变化情况



资料来源：国家电网，宏源证券研究所

图11：近几年公司单季度净利润情况



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

除价格及成本带来的毛利率改善之外，公司在经历了几次划转之后，目前已经成为国家电网的二级子公司，而划归国家电网后公司对管理的改善已经逐步显现。从今年上半年情况来看，管理与销售费用率均有明显下降，代理咨询费进一步从 966 万下降至 160 万，体现了公司治理的成果，使管理费用率下降 1.25 个百分点至 6.75%，提升了公司盈利能力。

展望下半年，在公司加强全面的预算控制和成本控制的情况下，销售费用及管理费用率均仍有一定下降空间，原材料价格趋稳，且由于交货期的原因，下半年常规产品毛利率将有进一步提升；加上下半年的特高压 GIS 的交货将大幅提升公司业绩。

## 四、海外拓展、发展核心零部件成为新的增长点

### （一）得益于国网战略，向总包方向发展

随着国内电网投资增速的放缓以及自身实力的提升，平高电气与平高集团确定了向海外拓展业务的战略方向。顺应国际上电网建设的方式，平高正在从纯粹的设备制造商向工程总承包 EPC 模式方向发展。

目前，集团公司已经具备了较强的从设计、制造、配套、工程建设一系列的能力，即已经基本具备了工程总承包能力。虽然目前已经从中电装备划出，但并不影响其在海外或单独进行投标，或与中电装备联合进行投标的运作模式。尤其是在划归国家电网直接管理后，更将受益于国家电网公司国际化的战略布局，正在逐步打开局面。

### （二）核心零部件前景不可小视

在开关领域，包括特高压 GIS、智能化开关及直流场设备等领域均已达到国内与国际的先进水平，但部分灭弧、操作机构等核心零部件仍需要依赖进口，而这些零部件大多定价较高，获得远超过开关产品的盈利能力。

公司就此提出“打造国际一流的开关设备和核心零部件专业制造企业”的战略目标，一方面通过加大研发力度，争取突破核心零部件的技术壁垒；另一方面，积极寻找优质零部件企业进行整合。

在核心零部件领域的拓展一方面将大幅提升公司的收入与盈利水平，另一方面也将延长公司的产业链，加强其在开关领域的领先优势。

## 五、盈利预测与评级

基于对行业和公司基本面的判断，我们盈利预测的关键假设如下：

- 特高压稳步进展，公司获得其中超过 40% 的市场份额，且价格略有下降；
- 皖电东送的 14 个 GIS 间隔今年下半年交货 7 个，明年 7 个；
- 常规产品订单稳定增长，市场份额较为稳定；
- 随着订单价格回升及原材料成本的趋稳，常规产品的毛利率继续逐步恢复；
- 海外市场逐步拓展，EPC 业务带动开关的销售；
- 管理改善带来期间费用率的进一步下降。

表 6: 公司分业务盈利情况预测

年份	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>收入</b>					
断路器	38,783.32	15,161.17	18,193.40	20,922.41	24,060.78
隔离开关	24,762.14	19,439.68	24,299.60	27,944.54	32,136.22
GIS	118,477.97	185,828.02	250,867.83	351,214.96	456,579.45
其中特高压		34,900.00	80,000.00	200,000.00	250,000.00
备品备件	16,550.03	25,370.81	29,176.43	33,552.89	38,585.82
其他业务	5,988.49	6,728.86	7,738.19	8,898.92	10,233.76
总收入	204,561.96	252,528.54	330,275.45	442,533.72	561,596.03
<b>毛利率</b>					
断路器	7.02%	-11.53%	2.00%	8.00%	9.00%
隔离开关	13.63%	7.99%	9.00%	12.00%	12.00%
GIS	22.90%	19.42%	20.80%	21.50%	22.00%
其中特高压			26.00%	26.00%	26.00%
备品备件	48.44%	38.44%	38.00%	38.00%	38.00%
其他业务	73.85%	36.00%	50.00%	50.00%	50.00%
综合毛利率	22.33%	19.04%	21.10%	22.09%	22.48%
<b>增速</b>					
断路器	-32.02%	-60.91%	20.00%	15.00%	15.00%
隔离开关	31.82%	-21.49%	25.00%	15.00%	15.00%
GIS	-17.98%	56.85%	35.00%	40.00%	30.00%
备品备件	56.12%	53.30%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	89.78%	12.36%	15.00%	15.00%	15.00%
总收入增速	-12.60%	23.45%	30.79%	33.99%	26.90%

资料来源：宏源证券研究所

据此，在不考虑资产整合的情况下，我们预计 12/13/14 年公司 EPS 分别为 0.22/0.49/0.71 元，目前股价对应 11/12/13 年 PE 分别为 32.4/14.6/10.2 倍，维持对其的“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	2011A	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	3,521	3,662	4,655	5,313	营业收入	2,525	3,303	4,425	5,616
货币资金	685	794	906	1,341	营业成本	2,045	2,606	3,448	4,353
应收与预付款项	1,803	1,892	2,640	2,873	营业税金及附加	18	23	31	39
存货	680	623	756	745	销售费用	212	271	327	388
<b>非流动资产</b>	1,429	1,312	1,145	963	管理费用	189	228	279	326
固定资产在建工程	993	926	810	677	财务费用	40	24	13	6
无形资产待摊费用	436	386	336	286	资产减值损失	34	30	30	30
<b>资产总计</b>	4,950	4,974	5,801	6,276	投资收益	16	25	33	43
<b>流动负债</b>	1,500	1,449	1,904	1,870	利润总额	31	196	470	677
短期借款	200	0	0	0	所得税	15	14	66	95
应付与预收账款	1,300	1,449	1,904	1,870	净利润	16	183	404	582
长期借款	110	110	110	110	少数股东损益	-1	0	0	0
<b>非流动负债</b>	712	638	638	638	归属母公司净利	17	183	404	582
<b>负债合计</b>	2,212	2,087	2,542	2,508	<b>EPS (元)</b>	0.021	0.223	0.494	0.710
股本	819	819	819	819					
资本公积	1,337	1,337	1,337	1,337	<b>主要财务比率</b>				
留存收益	578	752	1,156	1,709	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	4	4	4	4	营业收入	21.67%	30.79%	33.99%	26.90%
归属于母公司权益	2,735	2,908	3,313	3,865	净利润	455.02%	1046.54%	121.31%	43.90%
<b>负债股东权益合计</b>	4,950	4,999	5,859	6,377	<b>获利能力</b>				
					毛利率	19.04%	21.10%	22.09%	22.48%
<b>现金流量表</b>					净利率	0.63%	5.53%	9.13%	10.36%
单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE	0.64%	6.28%	12.20%	15.05%
<b>经营活动现金流</b>	42	364	36	354	<b>偿债能力</b>				
净利润	5	112	252	403	资产负债率	44.68%	41.96%	43.83%	39.96%
折旧摊销	84	187	197	202	流动比率	1.53	1.70	1.79	2.09
资产减值损失	34	30	30	30	速动比率	1.20	1.38	1.47	1.78
利息费用	45	-7	-17	-25	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-196	-54	59	86	总资产周转率	0.51	0.66	0.76	0.89
<b>融资活动现金流</b>	53	-202	17	-4	应收账款周转率	1.57	1.95	1.90	2.20
<b>现金流量净额</b>	-101	108	112	435	存货周转率	3.01	4.18	4.56	5.84

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**

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	021-51782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	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, 任何机构和个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。