

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel: 010-59355810

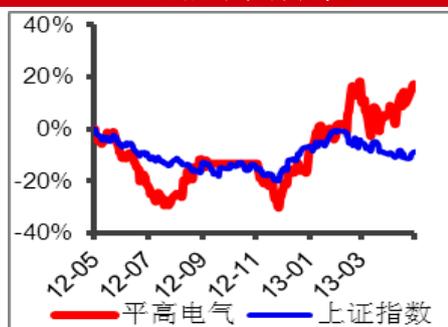
Email: fucx@chinans.com.cn

地址：北京市北四环中路 27
号盘古大观 40 层
(100101)**电力设备****投资评级**

本次评级:	买入
跟踪评级:	
目标价格:	

市场数据

市价(元)	9.98
上市的流通 A 股(亿股)	8.19
总股本(亿股)	8.19
52 周股价最高最低(元)	10.37/5.82
上证指数/深证成指	2235.57/9022.9
2012 年股息率	0

52 周相对市场表现**联系人**

马光耀 010-59355810

平高电气(600312.SH)**—特高压交流助公司业绩高增长****投资要点**

●1、根据国家电网的特高压交流规划，2013 年将核准并建设的 4 条特高压交流，分别是淮南-上海北线、浙北-福州、雅安-武汉以及蒙西-长沙。这 4 条线路总计约 143 间隔特高压组合电器，按每间隔 1 亿元计算，对应约 143 亿元的市场，按照平高电气 40%以上的市场占有率，将保证公司未来两年业绩的大幅增长。

●2、由于招标规则的改变带来的中标价格的回升以及原材料价格下降带来的成本的下降，12 年毛利率由 11 年的 19.04%回升到 20.42%。12 年较高毛利率的 GIS 所占比重由 11 年的 73.58%上升到 76.87%，未来随着特高压的放量，GIS 所占比重的增加将进一步提升公司毛利率水平。

●3、真空开关目前主要用于配网领域，市场空间广阔，也是未来高压开关产品的发展方向。目前高压开关每年的市场空间约为 200-300 亿元，中压开关市场份额高达 2000 亿元。项目的建设期预计在两年左右，预计 14 年将开始给公司贡献业绩，未来将成为公司重要的增长方向。

●5、定向增发将于 13 年完成，按增发股份为 3.18 亿股来计算，13-25 年每股收益分别为 0.42、0.588 和 0.753 元，当前股价分别对应 23.7 倍，17 倍和 13.2 倍市盈率，给予“买入”评级。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3284.22	5439.00	7235.00	8881.00
增长率(%)	30.05	65.61	33.02	22.75
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	135.41	476.09	666.81	854.37
增长率(%)	677.97	251.59	40.06	28.13
毛利率(%)	20.42	24.76	25.81	26.33
净资产收益率(%)	4.72	14.26	16.65	17.58
EPS(元)	0.17	0.42	0.59	0.75
P/E(倍)	60.36	23.77	16.97	13.25
P/B(倍)	2.84	3.38	2.82	2.32

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、	传统业务保持稳定	3
二、	特高压交流助公司业绩高增长	3
三、	毛利率将呈上升态势	6
四、	注入集团资产	9
五、	真空开关将成公司新的增长空间	10
六、	积极开拓海外市场	11
	股价预测和投资建议	12

图表目录

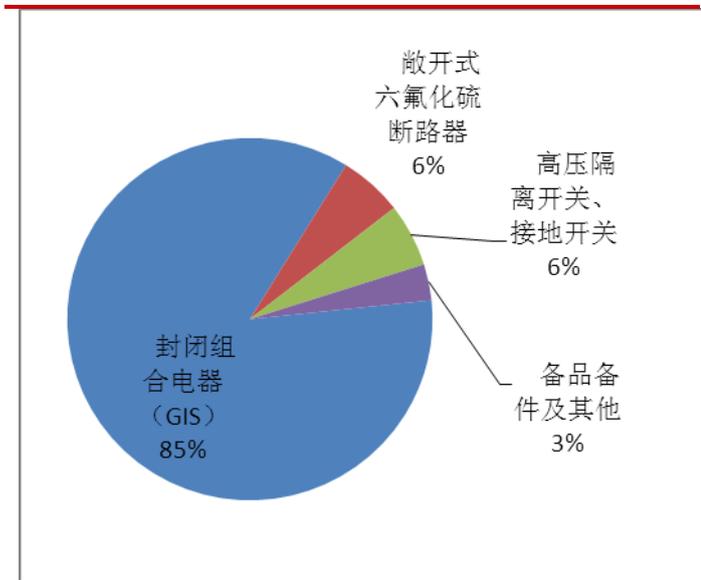
图 1:	平高电气主营业务收入占比	3
图 2:	平高电气主营业务利润占比	3
图 3:	特高压交流 GIS 中标数量统计	5
图 4:	国网“三纵三横”规划	6
图 5:	平高电气历年毛利率变化	7
图 6:	平高电气历年营收变化	7
图 7:	平高电气历年净利润和净利率变化	7
图 8:	各产品历年毛利率变化情况 (%)	8
图 9:	各产品历年收入占比%	8
图 10:	LME 铜现货价格(美元/吨)	8
图 11:	LME 铝现货价格 (美元/吨)	8
图 12:	无取向硅钢价格 (美元/吨)	9
图 13:	资产注入后平高电气股权变化	9
表 1:	我国目前在建和已建线路情况	5
表 2:	国网“三纵三横”交流线路预计核准时间	6

一、传统业务保持稳定

平高电气是国内龙头高压开关生产厂商，产品覆盖输变电、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。

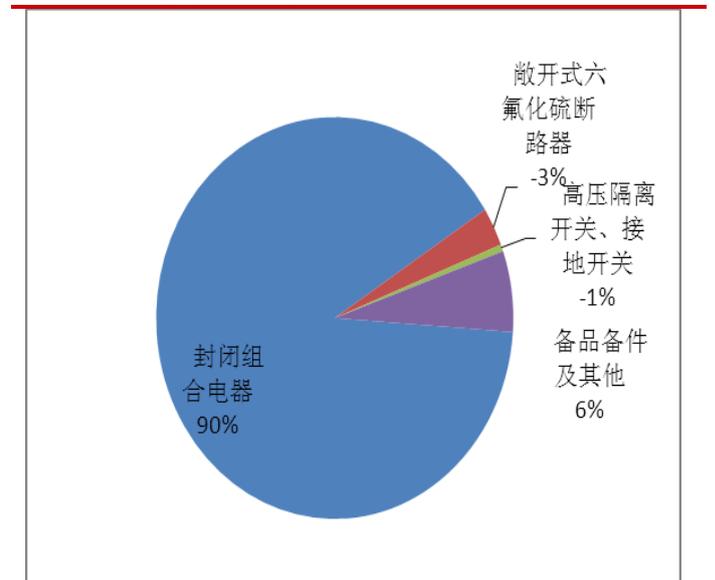
公司主要产品为 GIS 组合电器，组合电器是公司的主要收入和利润来源。公司在 13 年的第一次集中招标中，所占份额为 13.92%，排名第二。根据历次招标情况来看，公司在组合电器中维持在第二的位置，预计 13 年后续的市场份额将保持稳定。

图 1：平高电气主营业务收入占比



资料来源：公司公告，民族证券

图 2：平高电气主营业务利润占比



资料来源：公司公告，民族证券

二、特高压交流助公司业绩高增长

特高压交流输电是指 1000 千伏及以上的交流输电，具有输电容量大、距离远、损耗低、占地少等突出优势。

我国能源资源与需求分布不均衡，70%以上的能源需求集中在中东部地区，而能源资源却集中在西部和北部地区，其中 76%的煤炭集中在北部和西北部、80%的水能资源集中在西南部。发展特高压，也是发展清洁能源的需要。中国的清洁能源主要是风电和太阳能，且集中在中国的北部和西部。而这些地方，经济欠发达，用电相对较少。能源输送距离达几千公里，现有 500 千伏输电系统面临着远距离、大容量输送能力不足，走廊资源紧缺等瓶颈制约，亟待升级至 1000 千伏等级。

在国网的规划中，计划从 2013 年起的 8 年间，将投资超过 3 万亿元建设国家电网。到 2015 年、2017 年和 2020 年，分别建“两纵两横”、“三纵三横”和“五纵五横”特高压“三华”

步电网，届时，特高压输电能力将达到 4.5 亿千瓦，保证 5.5 亿千瓦清洁能源送出和消纳，每年可消纳 1.7 万亿千瓦的清洁能源，替代 5.1 亿吨标准煤，减排二氧化碳 14.2 吨，减排二氧化硫 150 万吨。2020 建 27 回特高压直流的建设规划，这些线路总投资 1.2 万亿。

发展特高压输电是推进生态环境保护，节能减排和优化能源资源配置的重要措施。

目前我国跨省输电主要采用 500 千伏交流电压，与 500kV 比较，1000kV 有如下优点：按自然传输功率计算，1 条特高压线路的传输功率相当于 4~5 条 500kV 超高压线路的传输功率(约 4000~5000MVA)；一回 1150 kV 输电线路可代替 6 回 500 kV 线路，采用特高压输电提高了走廊利用率，节省线路走廊和变电站占地面积；减少线路的功率损耗，就我国而言，电压每提高 1%，每年就相当于新增加 500 万 kW 的电力，500 kV 输电比 1200 kV 的线损大 5 倍以上；输送距离长，1000kV 特高压输送距离是 500KV 输送距离的 2-3 倍。

发展特高压有利于保护生态环境。特高压使清洁能源大规模输送成为可能。规模化开发利用大型水电、核电、可再生能源（风能、太阳能等）发电等清洁能源，可直接优化我国能源结构，推动能源低碳化进程，具有显著的环保效益。

发展特高压有利于优化能源资源配置。通过电网大范围互联，可以减少全网装机总容量，节省电力建设资金；可以发挥大电网调剂余缺、水火互济、跨流域补偿、减少弃水电量、错峰调峰、互为备用、事故救援等作用，有效提高能源资源的综合利用效率。

特高压交流技术得到认可。2013 年 1 月 18 日，“特高压交流输电关键技术、成套设备及工程应用”项目荣获国家科学技术进步奖特等奖，这是国家电网公司迄今为止获得的国家科技进步最高奖项，也是我国电工领域在国家科技奖上获得的最高荣誉，标志着特高压交流输电技术已经得到认可。目前我国已投运的特高压交流 1000 千伏晋东南—南阳—荆门特高压交流试验示范工程线路全长约 640 公里，投运 4 年以来一直保持安全稳定运行，累计向华中地区送电 296.44 亿千瓦时，替代输煤约 960 万吨，极大缓解了华中地区缺电局面，拉动 GDP 增长 3200 多亿元；向华北地区送水电 122.81 亿千瓦时，减少弃水电量 55 亿千瓦时，节约用煤 400 多万吨，减排二氧化碳 1200 多万吨，成为我国南北方向一条重要能源输送通道。晋东南—荆门线路的稳定运行为其他特高压交流项目的建设奠定了良好基础。

首条特高压交流工程——晋东南-南阳-荆门特高压交流试验示范工程，已经建成投运并一直保持安全稳定运行。该工程 2006 年 8 月获得国家核准后开工建设，2008 年 12 月全面竣工，2009 年 1 月 6 日正式投入运行。工程连接华北和华中两大电网，起于山西晋东南(长治)变电站，经河南南阳开关站，止于湖北荆门变电站，全线单回路架设、线路全长 640km，额定电压 1000kV，最高运行电压 1100kV。该工程的扩建工程于 2010 年 12 月获得国家核准，2011 年 12 月 16 日建成投产，实现了稳定输送 500 万千瓦电力的目标，成为世界上输电能力最强的交流输电工程。工程投运四年多来，经受了冰冻、雷击、暴雨、大风、高温等各种气象条件考验，验证了特高压的安全性、可靠性、经济性和环境友好性。2010 年工程通过国家验收。工程荣获了“国家优质工程金质奖”、“中国工业大奖”等多个奖项。

第二条特高压交流工程——皖电东送淮南至上海工程，正按计划有序建设。该工程是我国首个同塔双回路特高压交流输电工程，新建淮南、皖南、浙北、沪西四座变电站，线路全长 656 公里，全线同塔双回路架设，全部采用钢管塔。工程于 2011 年 9 月获得国家核准，计划 2013 年 10 月建成投产。目前，工程变电站土建主体施工和构架组立完成，全面开始电气

设备安装；线路工程基础完成，组塔完成 70%以上，开始架线施工。

表 1：我国目前在建和已建线路情况

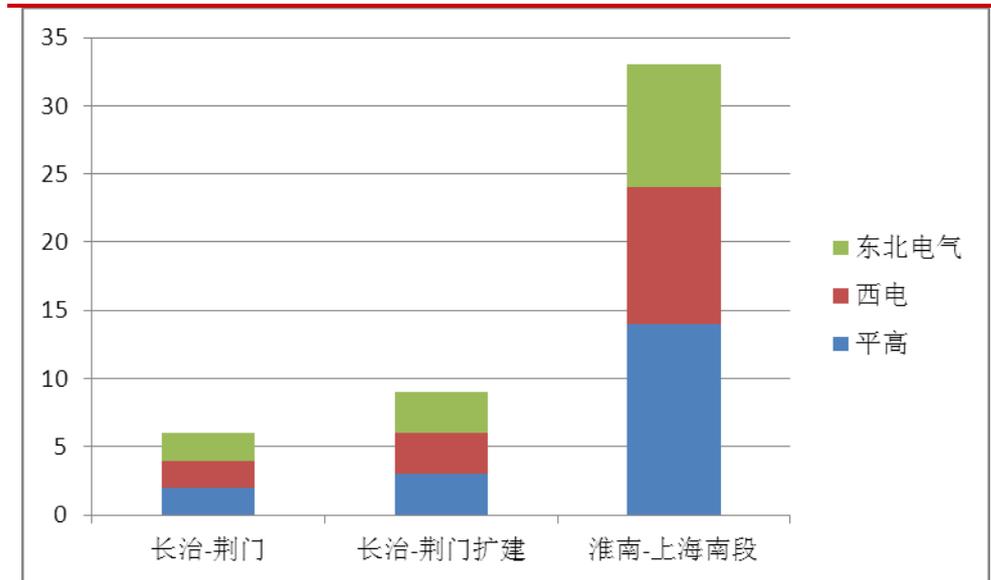
线路	核准时间	投运时间	总投资亿元	组合电器数量
长治荆门	06 年 8 月	09 年 1 月	59	6
长治-荆门扩建	10 年 12 月	11 年 12 月	43	9
淮南-上海南段	11 年 9 月	13 年 10 月	185	33

民族证券

特高压交流将继续稳步推进

特高压 GIS 组合电器主要生产厂家有平高电气，中国西电和东北电气，在前三条特高压交流线路的招标中，平高电气共中标 19 个间隔，西电电气中标 16 个间隔，东北电气中标 14 个间隔，占比分别为 39%，33%和 28%。

图 3：特高压交流 GIS 中标数量统计



资料来源：民族证券

根据国家电网的特高压规划，2013 年将核准并建设的 4 条特高压交流，分别是淮南-上海北线、浙北-福州、雅安-武汉以及蒙西-长沙。这 4 条线路总计约 143 间隔特高压组合电器，按每间隔 1 亿元计算，对应约 143 亿元的市场，按照平高电气 40%以上的市场占有率，将保证公司未来两年业绩的大幅增长。

目前浙北-福州线路已经获得发改委核准，即将开工建设。我们预计本年度“雅安-武汉”“淮南-南京-上海”都将获得发改委的批准并开工建设。

浙北～福州特高压交流输变电工程起于浙北特高压变电站，经浙中、浙南特高压变电站，止于福州特高压变电站，新建浙中、浙南和福州变电站，扩建浙北变电站，变电容量 1800 万千瓦安，新建线路 2×603 公里(浙江境内 2×428 公里，福建境内 2×175 公里)，预计 2015 年 3 月建成投产。该工程是我国继晋东南～南阳～荆门特高压交流试验示范工程、淮南～浙北～

上海工程之后的第三个特高压交流工程，也是福建省首个特高压交流输电工程，是福建电网电压从 500 千伏超高压向 1000 千伏特高压跨越升级的重要标志。浙北-福州特高压于 2012 年下半年获准开展前期工作，2013 年中旬获发改委核准；计划 2015 年 3 月建成投产。工程变电容量 1800 万千伏安，新建浙中、浙南和福州变电站，扩建浙北变电站，新建线路 2×603 千米（浙江境内 2×428 千米，福建境内 2×175 千米），静态投资 188 亿元。工程建成后，近期输电能力将达 680 万千瓦，远期输电能力可进一步提高到 1050 万千瓦以上。

图 4：国网“三纵三横”规划



资料来源：民族证券

表 2：国网“三纵三横”交流线路预计核准时间

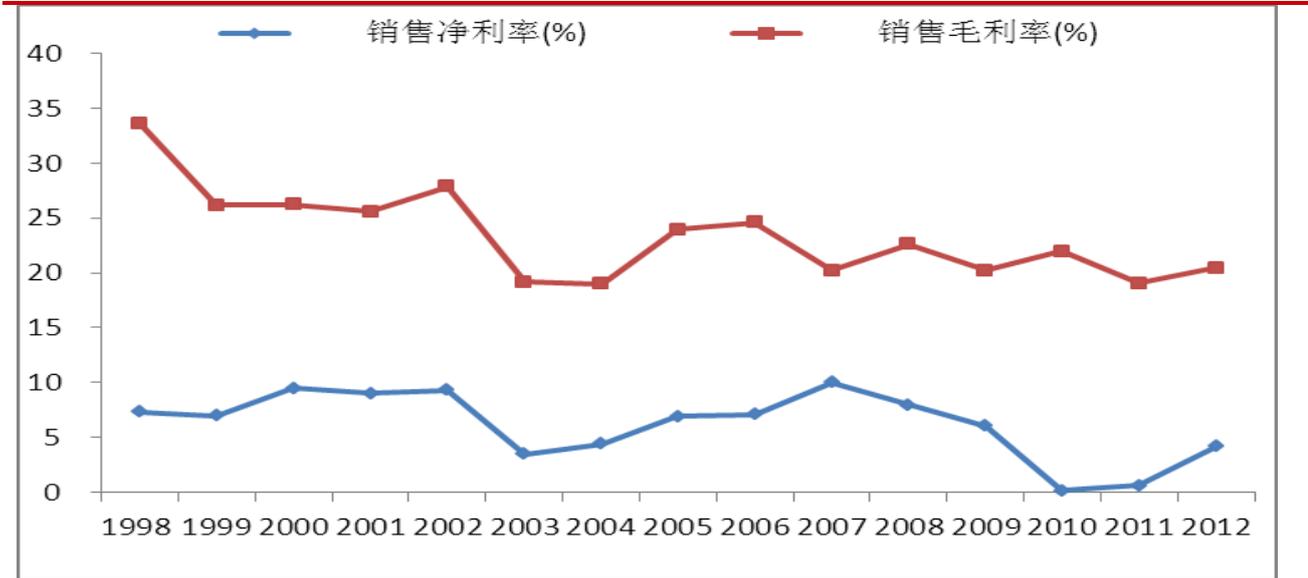
线路	变电站/开关站 数量	线路长度 km	总投资 亿元	核准时间	GIS 数量
东纵：锡盟-南京	6	2×1419	480	2014	48
中纵：张北-南昌	7	2×1772.5		2015	56
西纵：蒙西-长沙	9	2×2158	260	2013	27
北横：靖边-潍坊	5	2×1093	300	2014	40
中横：陇彬-连云港	6	2×1280	200	2015	48
南横：雅安-武汉	8	2×2070	300	2013 年	50
环网南段：淮南-浙北-上海	4	2×656	185	2011 年	33
环网北段：淮南-南京-上海	5	2×780	200	2013	34
华东延伸：浙北-福州	4	2×603	188.7	2013 年	32

民族证券

三、 毛利率将呈上升态势

由于招标规则的改变带来的中标价格的回升以及原材料价格下降带来的成本的下降，公司 12 年公司毛利率止跌回升，由 11 年的 19.04% 回升到 20.42%。

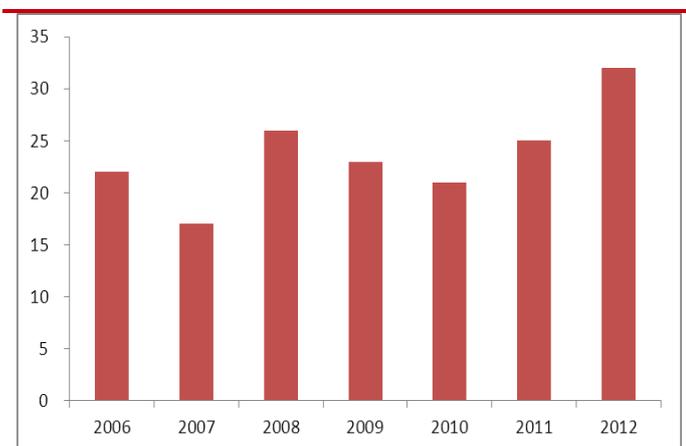
图 5：平高电气历年毛利率变化



资料来源：WIND,民族证券

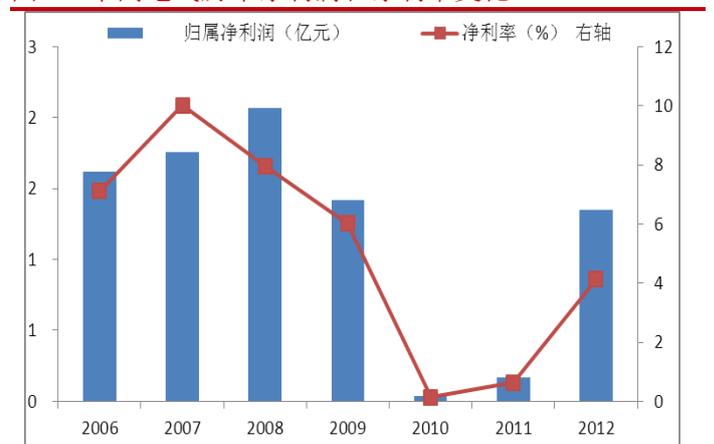
招标规格的变化有助于中标价格的提升。之前由于国网在集中招标中采用最低价中标的原则，开关行业大打价格战，使得 09-10 年公司中标价格大幅下降，严重影响公司的盈利能力。随着国网在招标中将最低价中标逐步转变为二次平均价中标，目前采用 55%的价格分，35%的技术分以及 10%的履约分的方法，产品的价格开始逐步恢复。GIS 的招标价格已经从较最低点上涨 20%以上。13 年国网对常规 GIS 中标上限进行了设定，根据不同的电压等级，上限设定为 10-15%，这也有利于中标价格的上升。

图 6：平高电气历年营收变化



资料来源：民族证券

图 7：平高电气历年净利润和净利率变化



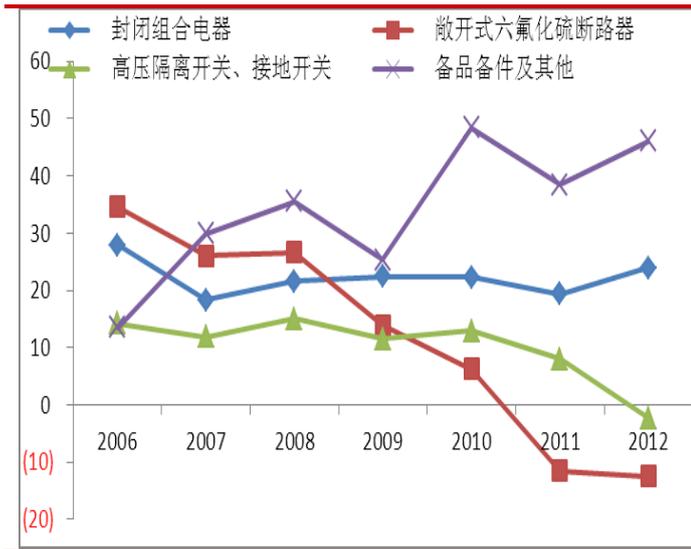
资料来源：民族证券

毛利率较高的 GIS 组合电器占比的提升将抬高公司毛利率。在公司的 GIS 组合电气、敞

开式六氟化硫断路器以及隔离开关、接地开关等产品中，GIS 的毛利率最高。12 年 GIS 所占比重由 11 年的 73.58% 上升到 76.87%，未来随着特高压的放量，GIS 在公司业务中所占的比重将进一步提升。同时特高压 GIS 的毛利率相对更高一些。GIS 所占比重的增加将进一步提升公司毛利率水平。

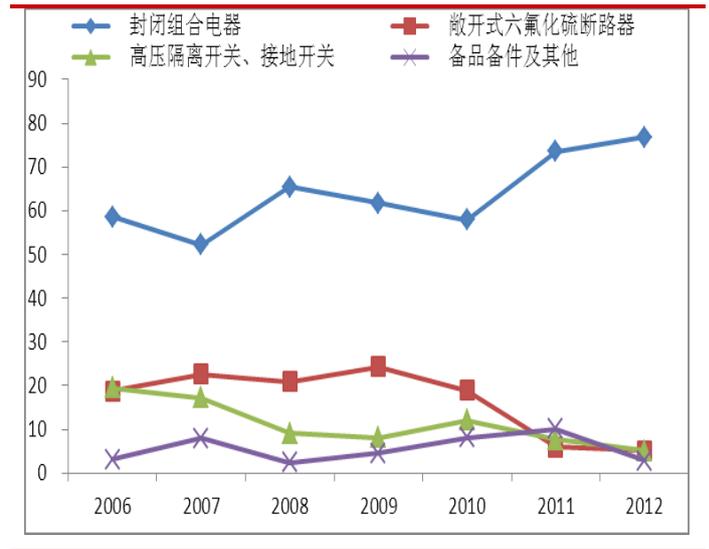
特高压产品门槛较高，且特高压 GIS 受技术壁垒和运行资质等的限制，外企和民企目前较难进入，市场格局和毛利率将保持稳定。

图 8：各产品历年毛利率变化情况（%）



资料来源：民族证券

图 9：各产品历年收入占比%



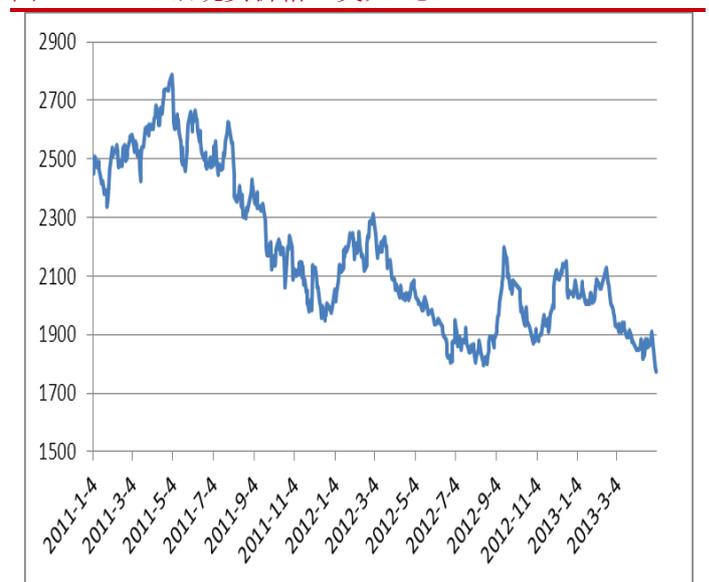
资料来源：民族证券

高压开关原材料主要包括铜铝硅钢等。自 11 年以来，铜铝以及无取向硅钢的价格出现了较大幅度下滑，分别下滑 30%，24% 和 33%，价格的下滑明显降低了公司的生产成本和改善公司的毛利率水平。

图 10：LME 铜现货价格(美元/吨)



图 11：LME 铝现货价格（美元/吨）



资料来源：PV Insights，民族证券

资料来源：PV Insights，民族证券

图 12：无取向硅钢价格（美元/吨）



资料来源：PV Insights，民族证券

四、注入集团资产

2012 年 11 月，平高电气公布定向增发预案，向控股股东平高集团增发预计不超过 31635 万股，其中：部分股份由平高集团以其持有的高压、超高压、特高压开关配套零部件相关经营性资产作价 87,939.55 万元认购；部分股份由平高集团以 140,000 万元现金认购，用于平高电气天津智能真空开关科技产业园项目及补充公司流动资金；其余股份由平高集团以平高电气根据相关政策收到的应转为国有资本金的重大技术装备进口退税税款 3,305.5597 万元认购。

本次发行价格为 7.31 元，其为定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价。此次定向增发完成后，如按照发行 3.16 亿股计算，国家电网通过平高集团对公司的控股比例从 24.91% 提升至 46%。

图 13：资产注入后平高电气股权变化



资料来源：民族证券

完善公司开关产业链，为公司实现开关领域的全产业链布局打下基础。本次认购股份资产主要包括平高集团为平高电气配套生产高压、超高压、特高压开关零部件涉及的经营性资产，含固定资产、无形资产、存货、经营性应收应付款项，主要生产产品为金属结构件、数字化保护及控制设备、大功率弹簧机构、大型壳体、高端绝缘制品、精密冲压件、气液工程装置等。收购完成后，公司将有效控制产品质量和降低产品生产成本，提升公司的产品质量和盈利能力。

平高集团 14 亿元的现金注入中，5 亿元将用于补充公司的流动资金，降低公司的资产负债率和财务费用。

解决关联交易问题，平高电气 2012 年与平高集团发生的关联交易额为 5.5 亿元，这次集团将为平高电气配套生产高压开关相关零部件涉及的经营性资产注入，将有效解决关联交易的问题。

大股东控股比例提升，将使控股股东与上市公司利益更为一致，将获得大股东更大力度的扶持，资产注入反应公司对未来经营的信心。

按照国家电网公司的承诺，公司将为国网旗下唯一的开关专业化运营平台，考虑到避免同业竞争问题，未来国网体系内的开关业务具备进一步注入预期，期待后续资产整合。

五、真空开关将成公司新的增长空间

真空开关在中压领域占主导地位，随着电网容量不断地扩大以及电压等级的不断提高,对用于电力系统控制和保护的开关设备提出了更苛刻的要求,真空开关以高真空作为灭弧和绝缘介质,触头与灭弧系统简单、具有使用寿命长、检修间隔时间长、易于维护、适合频繁操作、体积小、重量轻等特点,在中压领域占主导地位。

真空灭弧室，是中高压电力开关的核心部件，主要是通过管内真空优良的绝缘性使中高压电路切断电源后能迅速熄弧并抑制电流，避免事故和意外的发生，主要应用于电力的输配电控制系统，还应用于冶金、矿山、石油、化工、铁路、广播、通讯、工业高频加热等配电系统。具有节能、节材、防火、防爆、体积小、寿命长、维护费用低、运行可靠和无污染等

特点。真空灭弧室从用途上又分为断路器用灭弧室和负荷开关用灭弧室，断路器灭弧室主要用于电力部门中的变电站和电网设施，负荷开关用灭弧室主要用于电网的终端用户。

真空灭弧室是用密封在真空中的一对触头来实现电力电路的接通与分断功能的一种电真空器件，是利用高真空绝缘介质。当其断开一定数值的电流时，动、定触头在分离的瞬间，电流收缩到触头刚分离的某一点或某几点上，表现电极间电阻剧烈增大和温度迅速提高，直至发生电极金属的蒸发，同时形成极高的电场强度，导致剧烈的场致发射和间隙的击穿，产生了真空电弧，当工作电流接近零时，同时触头间距的增大，真空电弧的等离子体很快向四周扩散，电弧电流过零后，触头间隙的介质迅速由导体变为绝缘体，于是电流被分断，开断结束。

目前在高压领域 SF6 电气设备还占有绝对优势，但京都议定书把 SF6 气体列为一种严重温室效应气体，规定到 2030 年将禁用 SF6 断路器及有关用到 SF6 气体的设备。真空开关将是一个重要的选择。

公司于 2012 年 11 月 23 日公告，拟以自筹资金 2 亿元设立天津平高智能电气有限公司，主要业务为研发制造高电压、大容量高端真空灭弧室、固封极柱，以及以智能气体绝缘金属封闭开关为代表的高端智能化开关及成套设备，实施全系列真空开关产品布局、专业化发展和规模化经营。天津平高共计划投资 25.3 亿元，其中募集资金投入 9 亿元。设计产能为真空灭弧室 50 万只/年，固封极柱 13.5 万只每年，智能柱上真空开关 4 万只/年，智能气体绝缘封闭开关 1.6 万只/年。

天津工业园旨在以高电压、大容量真空灭弧室制造为核心业务，以智能、环保、节能、长寿命、免维护的智能气体绝缘金属封闭开关设备等高端智能化成套开关为核心产品。项目建成后，公司的产业链将从扩展到配电领域，完善了公司的产业链结构，该项目将助公司打造开关领域的全产业链布局。

根据智能电网重大科技产业化工程“十二五”专项规划要求，真空开关产品将逐渐向智能化、多功能、小型化、大容量、高电压等方向发展。高端真空开关被列入国家《产业结构调整指导目录》，高压真空开关是未来高压开关产品的发展方向。

真空灭弧室市场空间广阔，配电网投资是未来电网投资的主要方向。目前高压开关每年的市场空间约为 200-300 亿元，中压开关市场份额高达 2000 亿元。项目的建设期预计在两年左右，预计 14 年将开始给公司贡献业绩，未来将成为公司重要的增长方向。

六、积极开拓海外市场

国际化战略是国家电网公司的重要发展战略，国家电网公司从 2004 年确立国际化战略以来，先后收购菲律宾国家输电网、巴西输电公司、葡萄牙国家能源网公司，并与俄罗斯电网企业、美国电力公司等签署合作协议。目前国家电网公司在国外的投资已经超过了 50 亿美元，总资产达到 80 亿美元以上，在建境外工程技术服务项目 60 余个，境外工程项目分布在印度、巴基斯坦、斯里兰卡、越南、印尼、菲律宾等南亚、东南亚国家，叙利亚等中东国家，苏丹、尼日利亚、赤道几内亚、肯尼亚等非洲国家及部分东欧和美洲国家等共 30 余个国家。根据国家电网“十二五”规划，到 2020 年，将争取在国外的资产能够占现有资产总量的 10% 左右，“十二五”期间将全面加快国际化发展，积极参与海外电力投资，后续国际化方面的投入将继续增加。投资主要集中在电网、电工电气等方面，净资产的回报率在两位数以上，

是国内投资回报的三到五倍。

国家电网公司国际化历程

2007年12月，国家电网公司等三方联营体以39.5亿美元中标菲律宾国家输电网25年特许经营权项目。

2009年1月15日，新组建的菲律宾国家电网公司（NGCP）正式接管运营菲律宾国家输电网。

2010年5月16日，国家电网公司在京签署协议，正式收购巴西7家特许权公司。同年12月15日正式接管运营巴西7家输电特许权公司。

2012年6月，国家电网公司及另两家中资公司的联合体与委内瑞拉国家电力公司签署了“托库玛-乌里帮托及扩展输变电工程”项目一期商务合同，工程范围包括委内瑞拉首都加拉加斯及西部城市乌里帮托附近的输变电设施，总金额13.15亿美元。该项目是中国公司在委内瑞拉承揽的合同金额最大的输变电工程，也是国家电网公司在海外承揽的第一个大型输变电EPC工程总承包项目，是国家电网在国际业务领域取得的又一重要突破。

2013年2月，葡萄牙政府正式宣布国家电网中标该国国家能源网公司股权私有化项目。在本次收购中，国家电网出资约3.87亿欧元收购葡萄牙国家能源网公司25%股份。

国家电网的海外收购，将有效带动中国机电产品出口及工程承包服务的输出。而此次成功进入欧洲市场，更有利于中国机电产品在该地区打开市场。

在国网海外战略的大背景下，平高集团积极拓展国际市场。平高集团在积极开展单机设备出口的同时，加大了国际EPC项目的跟踪和投标力度，积极开展产品认证及国际项目合作。

12年在印度市场进展迅速，在765千伏封闭式组合电器（GIS）招标中，平高集团获得开标第一名。在坎普尔电站EPC项目中标2.9亿元人民币，在Thiruvallur及Kolhapur电站EPC项目中标约2亿元人民币。12年，除印度市场外，平高集团还重点开发了巴基斯坦、非洲、中东、俄罗斯等市场。12年平高集团在巴基斯坦中标1770万美元EPC项目，并以这些项目为基础，积极推广和宣传品牌，达到持续跟进市场的目的。

非洲市场也是平高集团新开发市场的重点，12年，平高集团在北非及南非进行了布点，目前正在积极与南非 Eskom 电力公司开展产品认证工作。同时，利用国家优惠贷款，积极跟进南非能源局组织的市政电网改造项目。平高集团以南非为突破点，积极开拓周边市场，今年还在肯尼亚、埃塞俄比亚、尼日利亚、赞比亚等市场参投了多个EPC或供货项目。

为取得国际市场“绿色通行证”，平高集团积极开展产品国际认证工作，多种断路器、高压交流隔离开关产品在意大利CESI国际电工试验站和荷兰KEMA电力试验所取得认证标志，为平高产品走向国际市场创造了有利条件。

目前国内电力设备市场供需过剩，海外市场的盈利状况要好于国内，随着公司海外业务的持续推进，将提升公司的收入和盈利能力。

股价预测和投资建议

定向增发将于13年完成，按增发股份为3.18亿股来计算，13-25年每股收益分别为0.42、0.588和0.753元，当前股价分别对应23.7倍，17倍和13.2倍市盈率，给与“买入”评级。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	4354.94	4997.80	6095.10	7194.61
现金	1054.73	-393.52	-1038.81	-1539.19
应收账款	1927.57	3278.30	4360.82	5352.93
其他应收款	277.13	429.16	562.94	686.15
预付账款	34.13	74.51	99.11	121.66
存货	1061.38	1609.35	2111.03	2573.06
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2049.42	3201.81	4169.20	5003.57
长期投资	370.96	370.96	370.96	370.96
固定及无形资产	1453.38	2459.47	3302.26	4025.00
其他	225.07	371.38	495.98	607.61
资产总计	6404.35	8199.61	10264.30	12198.17
流动负债	2694.52	3533.76	4795.39	5725.98
短期借款	156.35	156.35	156.35	156.35
应付账款	2312.66	3151.50	4378.17	5270.31
其他	225.51	225.91	260.88	299.32
非流动负债	489.16	514.21	530.25	548.54
长期借款	457.28	457.28	457.28	457.28
其他	31.88	56.92	72.97	91.26
负债合计	3183.68	4047.97	5325.65	6274.52
少数股东权益	4.14	6.53	9.88	14.17
归属母公司股东权益	2872.89	3348.98	4015.80	4870.16
负债和股东权益	6060.70	7403.48	9351.32	11158.85

现金流量表

2012A	2013E	2014E	2015E	
经营活动现金流	511.55	-126.63	583.51	666.79
净利润	135.88	478.49	670.16	858.66
折旧摊销	113.37	176.22	231.16	281.75
财务费用	47.03	70.71	94.06	115.45
投资损失	-27.66	-28.00	-28.00	-28.00
营运资金变动	213.05	-853.77	-436.46	-631.77
其他	29.88	29.73	52.59	70.70
投资活动现金流	-317.60	-1275.96	-1150.79	-1070.01
资本支出	-327.60	-1303.96	-1178.79	-1098.01
其他投资	10.00	28.00	28.00	28.00
筹资活动现金流	186.38	-45.66	-78.01	-97.16
短期借款	233.41	25.05	16.05	18.29
新发股份	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-47.03	-70.71	-94.06	-115.45
现金净增加额	380.34	-1448.24	-645.29	-500.38

利润表

单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3284.22	5439.00	7235.00	8881.00
营业成本	2613.54	4092.30	5368.01	6542.85
营业税金及附加	13.95	32.63	43.41	53.29
销售费用	193.75	277.39	397.93	488.46
管理费用	261.65	407.93	542.63	666.08
财务费用	47.03	70.71	94.06	115.45
资产减值损失	33.58	54.39	72.35	88.81
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	27.66	28.00	28.00	28.00
营业利润	148.38	531.65	744.63	954.07
利润总额	150.29	531.65	744.63	954.07
所得税	14.41	53.17	74.46	95.41
净利润	135.88	478.49	670.16	858.66
少数股东损益	0.47	2.39	3.35	4.29
归属母公司净利	135.41	476.09	666.81	854.37
EBITDA	281.12	750.58	1041.84	1323.27
EPS（元）	0.165	0.420	0.588	0.753

主要财务比率

	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	30.05%	65.61%	33.02%	22.75%
营业利润	-1085.71%	317.19%	42.29%	29.23%
归属母公司净利	677.97%	251.59%	40.06%	28.13%
获利能力				
毛利率	20.42%	24.76%	25.81%	26.33%
净利率	4.14%	8.80%	9.26%	9.67%
ROE	4.72%	14.26%	16.65%	17.58%
ROIC	7.05%	12.49%	13.26%	13.57%
偿债能力				
资产负债率	55.08%	59.08%	60.78%	59.96%
净负债比率	-14.22%	31.71%	42.86%	45.94%
流动比率	143.34%	115.43%	106.77%	106.35%
速动比率	1.08	0.78	0.70	0.68
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.66	0.70	0.73
应收帐款周转率	1.70	1.66	1.66	1.66
应付帐款周转率	1.30	1.49	1.39	1.44
每股指标(元)				
每股收益	0.165	0.420	0.588	0.753
每股经营现金	0.57	-0.11	0.51	0.59
每股净资产	3.51	2.95	3.54	4.29
估值比率				
P/E	60.36	23.77	16.97	13.25
P/B	2.84	3.38	2.82	2.32
EV/EBITDA	28.79	17.02	12.94	10.61

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、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受任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。