



特高压必常态化发展，中压配电高附加值定位，未来业绩预期良好

——平高电气（600312）调研快报

2013年5月10日

强烈推荐/维持

平高电气

调研快报

分析师：侯建峰

弓永峰

联系人：侯建峰 李根 陈鹏 刘斐

执业证书编号：S1480513040001

执业证书编号：S1480111020051

010-66554043

Houjf@dxzq.net.cn

事件：

近日，我们调研了平高电气，与公司主要高管对公司日常的经营情况和后续地工作安排和业绩预期进行了详细沟通。我们对事件点评如下：

主要观点：

1、特高压交流建设常态化确定性加强，今年有望3条都获得批复。

在2013年1月7日-1月9日国家电网两会期间，国家电网正式提出未来的特高压建设规划。基本确定2015年建成2纵2横特高压交流，2017年3纵3横，2020年5纵5横，2020建27回特高压直流的建设规划，这些线路总投资1.2万。

在这些特高压线路规划中，按照国家电网前一阵召开“社会责任电话会议”中提到的预计2013年核准并建设的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条线路总共155个特高压GIS，形成近160亿的市场空间，按照平高电气40%-45%的市场占有率，将有效提升平高电气未来业绩增长潜力。

从平高电气目前的产能建设情况来看，公司特高压GIS的产能在3-4个/月，预计明年应该达到5个/月，良好的产能投放以及公司在重点工程项目的预投必将为公司后续线路订单的获取奠定坚实基础。

从线路进展情况来看，浙北-福州预计在5月底6月初开始设备竞争型谈判，这条线路涉及的四个站所需的特高压GIS分别为10、9、7、3，按照公司目前的产能储备远大于竞争对手中国西电和新东北电气以及公司在重点项目上特高压GIS的预投，公司有望中标2个站的特高压间隔，继续保持公司较高的产品中标率。随着国家电网后续线路工作的推进，雅安-武汉以及淮南-上海有望陆续获得发改委核准，其中需要注意的是雅安-武汉这条线，从中能建相关设计院了解到雅安站在地震后需要作复核，预计所需时间在1-2月，因此这条路预计将会从乐山站开始建设，这条线路的核准开建将有效保证公司2013年、2014年业绩的实现。我们预计公司今年这三条线路获得国家发改委核准开建的概率较大，而这些线路的建设业将进一步打消后续线路开建的疑虑，特高压建设常态化开建成为必然，确定性增强将打消市场疑虑，特高压带来公司业绩的释放将有望提升公司估值。

2、非公开发行已获国资委备案，天津工业园中压配电产品定位高端，盈利能力较强

从注入资产的情况来看，主要是以前和上市公司形成关联交易的开关器件类资产，这些资产的注入将有效减少集团与上市公司的关联交易，进而进一步降低上市公司的产品成本。

同时集团通过注入资金来建设天津工业园将是公司未来业绩能否持续快速发展最重要看点，而公司定位于高端的布局将成为公司后续中压开关快速做大市场的决定性因素。我们认为对于天津工业园项目有如下几点值得关注：（1）天津工业园属于国家电网重点工业工程项目，在项目建设的进度和建成后的效果给了公

司较大的压力。(2)天津工业园立足于通过掌握核心的真空灭弧室、断路器等关键技术、制造和生产工艺，掌握中压开关后续做大做强战略基础。我国的中压市场目前处于混沌的状态，区域割据明显，而这些在区域中占据优势的企业由于缺乏核心器件的支撑和对中压先进技术的持续投入，在整个中压市场形成的品牌效应不明显，而平高电气在天津工业园的建设上定位于建设世界上最好的中压开工厂，为公司在中压开关可以与国外 abb、西门子抗衡的强势品牌建立至关重要。(3)公司在天津工业园的建设和生产安排上采取边建设边生产的方式，我们预计公司 2013 年形成订单、2014 年形成收入、2015 年爆发式增长，预计 2015 年全年业绩营收达到 30 亿左右，由于公司定位于高端，良好的盈利将带来公司 2015 年后盈利的大幅提升。(4)从公司年报战略可以看出，公司提出了四化+四阶段+“十二五末”国际一流的高压开关设备和核心零部件专业制造企业的战略目标。从公司四阶段来看，公司目前的只处于第一阶段补全公司中压业务阶段，而第二阶段公司交、直流开关全产业链目标的推进将要求公司在资产整合和并购重组方面有进一步方案的推进。

3、管理改善、毛利率提升将继续推进，传统产品盈利反转已确立。

在李永河董事长掌管上市公司后，在国家电网业绩考核的压力和自身价值实现的情况下进行了较多的公司管理制度方面的革新，这些管理制度的有效执行为公司后续效益的提升奠定基础。

平高电气以前管理粗放，跑冒滴漏比较多，公司历年的期间费用一直居高不下，但是随着公司管理细化的深入，公司的期间费用控制明显，以公司的销售费用和管理费用来看，销售费用在公司收入增长 30% 的情况下，比去年下降 8.8%，管理费用在公司 2012 年没有获得集团的研发补助的情况下只增长 38%，基本与收入增长持平，此外公司为了为后续海外市场开拓奠定基础 2012 年进行了大批量的产品海外认证工作也是公司管理费用增长的主要原因之一，这个影响在 2013 年将对业绩产生正贡献。特别需要说明的一点是在公司销售费用中的业务招待费表现比较明显，从公司 2010 以及 2011 年的期间费用情况来看，2010 年占销售总额的比重在 4.03%，2011 年占销售总额的比重在 2.54%，2012 年的占比在 1.31%，有了较大幅度的下降。而从公司一季报的情况来看，公司一季报在营收实现大幅增长的情况下，公司一季的期间费用比去年一季度绝对值下降 600 多万。

我们估算随着公司管理改善措施的进一步推进以及事业部成立后收入、盈利、成本等落实到责任人等的执行，公司的成本和期间费用将继续进一步下降。我们估算公司 2013 年全年的期间费用率有望控制在 13% 左右，而对于去年业绩造成较大拖累的隔离开关和断路器的毛利率有望比去年大幅提升 10% 以上。

基本结论和投资建议:

我们认为公司的产业布局是真正决定公司未来市场空间和成长性的关键因素。从公司高压+特高压+配网+海外+后续国家电网平台整理和集团整体上市指引下的产业布局支撑公司未来业绩的高成长性和可预见性。随着特高压交流后续建设的常态化发展，在公司传统业务盈利反转持续变好奠定良好基础的前提下，中压开关业务的内生和外延发展的双重驱动将把公司的营收带向另一高度，多重因素支撑公司未来业绩保持非常高的复合增长率。我们测算考虑这次非公开发行股份摊薄的情况下，公司 2013 年到 2015 年对应的 EPS 分别为 0.40 元、0.65 元、0.93，对应的 PE 分别为 23.5、14.5、10.2，公司兼具题材与价值，给予“强烈推荐”。

表 1: 盈利预测和估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1055	1002	672	1057	营业收入	3284	4272	5397	8248
应收款项	1962	2648	3238	4949	营业成本	2614	3262	4003	5939
存货净额	1061	1188	1379	2002	营业税金及附加	14	30	38	41

其他流动资产	277	214	270	412	销售费用	194	218	281	569
流动资产合计	4355	5051	5560	8420	管理费用	291	319	395	663
固定资产	1114	1176	1777	2519	财务费用	47	48	72	100
无形资产及其他	339	328	317	305	投资收益	28	30	40	45
投资性房地产	225	225	225	225	资产减值及公允价值变动	(34)	(45)	(65)	(80)
长期股权投资	371	371	371	371	其他收入	30	148	183	231
资产总计	6404	7151	8250	11841	营业利润	148	528	767	1132
短期借款及交易性金融负债	156	900	400	400	营业外净收支	2	10	10	10
应付款项	1923	1700	1889	3291	利润总额	150	538	777	1142
其他流动负债	962	730	899	1388	所得税费用	14	81	117	171
流动负债合计	3041	3331	3189	5079	少数股东损益	0	2	2	4
长期借款及应付债券	457	457	957	1602	归属于母公司净利润	135	456	738	1052
其他长期负债	32	32	32	32					
长期负债合计	489	489	989	1634	现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
负债合计	3530	3820	4178	6713	净利润	135	456	738	1052
少数股东权益	4	6	8	12	资产减值准备	(1)	(34)	0	0
股东权益	2870	3326	4064	5116	折旧摊销	113	118	145	189
负债和股东权益总计	6404	7151	8250	11841	公允价值变动损失	34	45	65	80
					财务费用	47	48	72	100
关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E	营运资本变动	199	(1237)	(480)	(586)
每股收益	0.17	0.40	0.65	0.93	其它	1	35	2	4
每股红利	0.08	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	482	(617)	471	739
每股净资产	3.50	2.93	3.58	4.50	资本开支	(170)	(180)	(800)	(1000)
ROIC	6%	11%	14%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	5%	14%	18%	21%	投资活动现金流	(188)	(180)	(800)	(1000)
毛利率	20%	25%	27%	29%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	14%	16%	15%	负债净变化	(50)	0	500	645
EBITDA Margin	12%	17%	19%	18%	支付股利、利息	(62)	0	0	0
收入增长	30%	30%	26%	53%	其它融资现金流	311	744	(500)	0
净利润增长率	678%	236%	62%	43%	融资活动现金流	87	744	0	645
资产负债率	55%	53%	51%	57%	现金净变动	380	(53)	(329)	384
息率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	674	1055	1002	672
P/E	56.9	23.5	14.5	10.2	货币资金的期末余额	1055	1002	672	1057
P/B	2.7	3.2	2.6	2.1	企业自由现金流	411	(797)	(400)	(319)
EV/EBITDA	29.3	20.5	14.7	11.9	权益自由现金流	672	(94)	(461)	241

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

联系人简介

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，10 年工作经验，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

新兴产业小组简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、循环经济、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，10年工作经验，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被

误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。