

# 发展战略明晰，开关航母加速前行

## 买入 维持

### 投资要点:

- 📖 公司未来发展战略是从高压开关延伸至高中低压全套开关
- 📖 特高压、天津中压开关基地及国际拓展为公司提供高速发展
- 📖 维持 13/14 年摊薄后 EPS 为 0.41/0.73 元，维持“买入”评级

- **公司发展战略明晰，梳理体制效果渐显。**去年的一年里，公司在体制梳理方面做了大量工作，包括组织架构、管控模式的调整，体现至财务报表上可以看出期间费用率的大幅下降，而今年将进一步体现为毛利率的上升。同时，确立了公司未来发展战略，即以现有高压开关为基础，向中压及低压开关拓展，打造国际一流的全套开关及核心零部件专业制造企业；同时积极在相关领域进行拓展，创造远期的增长点。
- **特高压交流常态化建设提供最近几年最重要增长点。**如我们一直强调的，今年特高压交流将进入常态化建设，其为公司提供了爆发式增长的行业条件。我们判断年内雅安-武汉与淮南-南京-上海均将核准开工并进行招标，而浙北-福州招标在即，判断公司有望获得 12~13 个间隔订单。同时公司为特高压的发展储备了充足的产能，目前应已具备年产超过 30 个间隔 GIS 的能力，明年产能扩大至 50 个以上，能够满足特高压交流建设的需求。
- **天津开关基地前景光明，提供未来增长极。**公司拟投资 25.3 亿元建设包括真空灭弧室、固封极柱等在内的开关核心零部件，以及开关成套设备等，项目建成后将成为世界上最先进的中压生产基地。项目采取边建设边销售的策略，预计年底建成，明年 6 月部分达产；推断年内有望取得订单，明年将贡献收入。
- **海外市场空间广阔，国际业务即将开花结果。**公司及集团的国际业务今年进入平稳快速发展阶段，战略是开发总包项目与合作设立分支机构并行，而海外市场包括亚洲、非洲等电网建设需求的增加提供了广阔的发展空间。
- **13/14 年摊薄 EPS 预计为 0.41/0.73 元，维持“买入”评级。**预计资产注入将于今年完成，我们预测 2013/14/15 年摊薄后的 EPS 分别为 0.41/0.73/1.07 元。维持对公司的“买入”评级，目标价 14.6 元。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2525.29	3284.22	4638.35	6705.72	8936.46
增长率	21.67%	30.05%	41.23%	44.57%	33.27%
母公司净利润	17.41	135.41	469.65	821.94	1216.79
增长率	382.96%	677.97%	246.83%	75.01%	48.04%
EPS	0.021	0.165	0.414	0.725	1.073
市盈率	467.1	59.5	23.7	13.5	9.1

### 分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

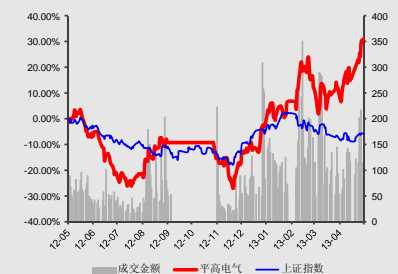
Email: zhaoxi@hysec.com

### 研究助理: 徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

### 市场表现



### 公司数据

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: 管理改革已见成效, 迈入高成长期 2013.03.31
- 平高电气深度报告: 集团资产注入, 开关航母启航 2013.01.10
- 平高电气: 资产注入提升控股比例, 意在未来 2012.12.01
- 平高电气深度报告: 特高压与海外业务带来高增长 2012.08.31

## 一、公司发展战略明晰，定位准确

平高电气目前的主营业务主要是高压开关的研发与制造，而通过近两年对战略的研究及发展，公司战略定位于以高压开关业务为基础，向中压开关及低压开关进行拓展，打造国际一流的全套开关及核心零部件专业制造企业。其中中压开关包括集团业务及天津的开关基地，集团中压开关业务去年发展迅速；低压开关公司目前尚未涉足，但推断可能采取收购或合作等方式补全产业链。同时，公司和集团也将在相关领域进行拓展，创造远期的增长点。

公司的业务战略简单而言，以“专业化、系列化、精品化、国际化”为核心理念，即在高压开关尤其是特高压开关领域做深做专，实现专业化；同时为了提升抗风险能力、取得更宽广发展空间，进行系列化发展；精品化方面，充分考虑到开关在一次设备乃至电网运行中安全性的重要性，保证产品的技术可靠性与质量安全性；国际化方面，从技术引进消化吸收、合作合资建厂、进行融资建设总包项目等方面进行发展。

市场战略领域，公司以电网业务为核心，积极拓展系统外业务及国际市场。计划十二五末电网业务、系统外业务及国际业务分别各占三分之一，降低下游客户较为单一的潜在风险，使系统外业务与国际业务提供新的增长点。

## 二、体制梳理效果渐显，内部挖潜持续提升盈利能力

如我们此前报告所提到的，2012 年是公司采取众多措施进行体制梳理的一年。此前由于历史的原因，公司在采购、管控、公司治理等方面较为落后导致在行业情况不佳的大背景下盈利能力低下。而去年通过组织架构及管控模式的调整，实现了费用率的迅速下降，采取了管控上收、经营下沉的原则，公司的部门减少了 30%，管理人员减少约 50%。从去年年报至今年一季报的数据来看，2012 年管理费用中技术研发费用由于加大研发投入及未采用 2011 年的联合研发模式，使其增加 7722 万至 1.15 亿，其余包括工资、职工福利、差旅、劳务费用等均呈大幅下降；销售费用中代理咨询费进一步下降 1162 万至 810 万，使销售费用率下降 2.51 个百分点至 5.90%；而今年一季度的费用率达到了近年来的最低水平，其中固然包含了特高压产品费用率较低的因素，但下降幅度之大体现了公司在管理改善落实之后的优秀费用控制能力，其中销售、管理及财务费用率分别下降 4.65、12.67 及 2.67 个百分点至 5.06%、7.41% 及 1.44%。

我们判断，今年公司的管理改善和内部挖潜将从两方面持续提升公司盈利能力，一是进一步降低期间费用率，预计有望从去年的 15.3% 下降至 14% 左右；二是通过集约化采购、改进产品设计、转变销售策略等方法，提升公司的毛利率，辅以特高压的影响，预计公司综合毛利率有望从去年的 20.4% 提升至 25% 左右。

## 三、特高压交流进入常态化建设，近两年最重要增长点

今年特高压交流预计开工 3~4 条线路，目前浙北-福州已经获批，近期有望开始竞争性谈判，该线路新建/改造 4 座变电站，对 GIS 的需求分别为 10 个、9 个、7 个和 3 个，推断公司有望中标 12~13 个间隔；雅安-武汉受雅安地震影响，正在进行技术复审，我们预计约 2 个月左右后将核准开工；淮南-南京-上海随后也有望通过核准开工并在年内进行

招标。这三条线路估算 GIS 总需求量约为 112 个，按照 40% 的市场份额计，有望给公司带来约 45 个间隔的订单，保证了今明两年特高压业务的高速增长。

在特高压交流技术获得国家科技进步特等奖后，我们即判断特高压交流今年进入常态化建设，随着上述三条线路的获批，后续线路也将陆续进入顺利审批阶段，按照国家电网此前的规划，2017 年建成三横三纵的特高压交流网架，估算未来 5 年每年 GIS 的需求达到约 100 个间隔，而我们对公司今明两年特高压业务的测算分别是 16 个间隔和 30 个间隔，因此后续随着 2020 年规划五横五纵的特高压交流线路以及其他公司主变等设备产能的提升，未来几年设备交货仍将逐步提升，2015~2020 年仍然有稳步增长。

公司的产能方面，目前已经具备月产 3 个间隔的能力，同时分别将在下半年和明年达到每月 4 个和 5 个间隔的产能，不构成该业务快速发展的瓶颈。

#### 四、天津基地定位中压开关及核心零部件，空间广阔

天津的中压开关基地拟投入 25.3 亿元，其中此次增发募投项目投入 9 亿元。该项目作为国家电网与天津市政府签订的重大合作项目，依托于真空技术及气体绝缘技术，以真空灭弧室、固封极柱等核心零部件为核心，在此基础上发展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。项目建成后，凭借后发优势，将成为世界上最先进的中压开关生产基地，并对国外产品进行大规模进口替代，而全国中压开关及其零部件产业链每年的市场空间高达 2000 亿元且市场集中度非常低，发展空间广阔。

该项目公司采取边建设边实验边销售的战略，从建设进度来看，我们估计年内土建完成，明年 6 月完成所有设备安装及调试，下半年一期将部分达产。推断今年将有合同签订，明年实现收入，2015 年实现爆发式增长，成为公司新的重要增长点。

#### 五、海外市场开拓顺利，即将开花结果

平高十几年前就进行了海外市场的试水，但由于投入不够等原因，从海外收益最大的是从东芝等引进和学习了先进技术，但市场方面发展较慢。进入国家电网体系后，公司加大了投入，重新调整架构，并借助国家电网海外的平台进行了海外拓展，今年已经进入平稳快速发展阶段。公司发展方向包括两个，其一是在印度、南非、巴西等国家洽谈合作乃至建厂等；其二是以中电装备或集团或上市公司独立为主体，通过融资，在国际上做总包项目，一方面带动公司开关设备的销售，另一方面大幅提升公司收入规模。

#### 六、今明两年业绩确定性强，维持“买入”评级

根据我们对公司分业务的拆分，今年特高压交货、毛利率回升、费用率下降构成今年业绩大幅增长的因素；明年增长一方面来源于特高压 GIS 交货的近翻倍的增长，另一方面来源于天津开关基地的部分达产；而 2015 年增长预计来源于天津开关基地产品的成熟化后带来收入与盈利大幅上升、特高压的稳定增长以及海外合同的逐步交货。我们预计公司增发年内完成，2013/14/15 年的摊薄后每股收益分别为 0.41/0.73/1.07 元，维持对公司的“买入”评级，目标价 14.6 元。

附表1 财务报表预测 (增发于2013年完成)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	4,696	5,375	6,540	7,361	营业收入	3,284	4,638	6,706	8,936
货币资金	1,024	977	1,113	1,109	营业成本	2,614	3,513	5,018	6,673
应收与预付款项	2,239	2,822	3,473	3,952	营业税金及附加	14	28	40	54
存货	1,061	1,205	1,583	1,929	销售费用	194	230	288	340
<b>非流动资产</b>	1,643	2,069	2,445	2,971	管理费用	262	320	409	465
固定资产在建工程	1,114	1,559	1,954	2,500	财务费用	47	33	38	45
无形资产待摊费用	528	509	490	471	资产减值损失	34	30	30	30
<b>资产总计</b>	6,339	7,444	8,985	10,332	投资收益	28	40	50	50
<b>流动负债</b>	2,475	3,197	4,048	4,348	利润总额	150	528	935	1,384
短期借款	156	306	456	606	所得税	14	58	112	166
应付与预收账款	2,319	2,891	3,591	3,742	净利润	136	470	823	1,218
长期借款	457	457	457	457	少数股东损益	0	0	1	1
<b>非流动负债</b>	989	989	989	989	归属母公司净利	135	470	822	1,217
<b>负债合计</b>	3,464	4,186	5,037	5,337	<b>EPS (元)</b>	0.165	0.414	0.725	1.073
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	714	1,136	1,876	2,971	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	4	5	5	7	营业收入	30.05%	41.23%	44.57%	33.27%
归属于母公司权益	2,870	3,293	4,033	5,128	净利润	752.94%	245.97%	75.01%	48.04%
<b>负债股东权益合计</b>	6,339	7,484	9,075	10,472	<b>获利能力</b>				
					毛利率	20.42%	24.27%	25.16%	25.33%
<b>现金流量表</b>					净利率	4.14%	10.14%	12.27%	13.63%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	4.72%	14.26%	20.38%	23.73%
<b>经营活动现金流</b>	476	376	605	710	<b>偿债能力</b>				
净利润	110	432	776	1,171	资产负债率	54.65%	56.24%	56.06%	51.66%
折旧摊销	113	44	94	144	流动比率	1.45	1.35	1.36	1.44
资产减值损失	34	30	30	30	速动比率	1.10	1.03	1.01	1.04
利息费用	51	25	33	40	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-250	-502	-503	-703	总资产周转率	0.52	0.62	0.75	0.86
<b>融资活动现金流</b>	-21	78	35	-11	应收账款周转率	1.70	1.86	2.16	2.54
<b>现金流量净额</b>	206	-47	137	-5	存货周转率	2.46	2.92	3.17	3.46

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。

主要研究覆盖公司: 平高电气、许继电气、置信电气、国电南瑞、森源电气、北京科锐、合康变频、四方股份等

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。