



中以博胜 小求精当

特高压中标17.7亿远超市场预期，奠定今、明两年业绩翻番增长基础

2013年12月30日

强烈推荐/维持

平高电气

点评报告

——平高电气（600312）点评报告

分析师：侯建峰

弓永峰

联系人：侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣

执业证书编号：S1480513040001 010-66554043 hujf@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480111020051

中小市值团队：弓永峰 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣

事件：

平高电气发布公告，在浙北-福州特高压交流线路招投标中，公司中标2个站16个间隔，中标金额17.7亿，远超市场预期的中标1个站10个间隔。我们点评如下：

点评：

1. 中标远超市场预期，确保今年业绩超额实现且体现明显估值优势，明年上半年业绩高增长确定。

从这次中标的情况来看，公司中标远超市场预期的10个间隔。我们按照公司生产的进度估算，公司目前已经完成6个间隔的生产，估计公司今年完成交货5个左右，将确保公司2013年3.88亿以上净利润的实现，同比2013年净利润增长187.4%，对应的EPS 0.47-0.49元，对应的PE在20-21倍，估值优势明显。

同时，由于这次中标16个间隔，结转到明年的特高压GIS间隔在11个左右，按照去年1季度和2季度特高压间隔确认的情况来看分别确认3个和2个，由于浙北-福州线路要求2014年年底建成，因此，2014年上半年确认的间隔数将远多于2013年上半年确认的间隔数，公司2014年上半年业绩高增长格局已定。未来随着新的线路的批复和推进，公司2014年业绩有望继续保持翻番的增长态势。

2. 公司特高压GIS产能释放充分将确保公司后续特高压订单份额保持40%高位，甚至有可能进一步提高。

从这次公司中标的情况来看，由以前市场预期的1个站10个间隔提升到现在的2个站16个间隔，我们认为主要有如下几个原因决定：（1）从特高压GIS的竞争厂家来看，目前只有平高电气、中国西电、新东北电气能够提供。而这三家的产能只有平高释放较为充分，目前平高每个月的产能在3-4个间隔，中国西电的产能在1-2个间隔/月，新东北电气的产能在不到1个间隔/月。平高电气已经充分做好了特高压大规模、常态化开建的准备。（2）特高压属于定制化产品，如果产能没有释放，在线路加快建设对设备要求大规模供应的时候，将很难保证产品的质量。去年新东北电气供应的特高压GIS出现过一定的质量问题，这也是这次国家电网通过综合考虑，把任务交给拥有更多产能的平高电气的最为主要的因素。（3）浙北-福州由于要求2014年年底建成，因此对于设备供货的进度有严格的要求，需要有充足的产能的保证。

我们认为，未来随着特高压交流建设的稳步推进，特高压建设将步入爆发式、常态化发展，现在释放较多的产能的公司将在未来的项目中标中占据明显的优势，平高电气有望凭借自己前瞻性的布局，在后续的线路中标中继续保持40%以上的中标份额。

3. 明年多条线路有望开工，2014年公司业绩有望继续保持翻番增长。

从特高压交流线路的进展情况来看，目前已经建成两条，在建一条。目前淮南-上海北环已经获得中

咨公司评审通过，等待上报能源局核准，雅安-武汉以及锡盟-南京已经准备好材料计划上报中咨公司评审，蒙西-天津有望上半年获的小路条等等，整体的线路推进速度较快。我们估算明年上面提到的线路都有望获得核准，随着这些线路的核准，2014年特高压交流将步入爆发式增长，为后续特高压常态化发展奠定基础。

我们估算随着这些线路建设的推进，公司特高压订单中标的持续增加，公司2014年的业绩将有望继续保持100%左右的增长。同时，公司2014年天津配网中压开关产业园的投产以及海外业务的放量也是公司业绩有望保持翻番的重要支撑。

4. 特高压建设应上升到国家战略的高度来看待，是满足我国能源结构调整战略、大环保战略、电能替代战略以及能源装备走出去战略的重要支撑。

为了改变我国以前粗放式发展带来的环境污染以及不可再生资源大量消耗和利用低下的问题，国家在近几年提出了“能源结构调整战略”、“大环保战略”、国家电网提出的支撑这两大战略的“电力替代战略”以及近期能源局在公开会议上提出的“能源装备走出去战略”等。这些战略的推进在很大程度上都将推动特高压建设的加快进行。

由于资源禀赋的差异，适合发展可再生能源的地方的往往属于国内经济欠发达的地区，而经济发达身份由于地域稀缺以及人口密度的限制也制约了这些可再生能源的开发。因此对于能源结构战略调整应该区分为两个角度去看：（1）能源总量中可再生能源占比的增加，这主要通过总量控制的大型地面、集中电站和分布式电站联合推动。（2）从分区域来看，由于经济发达地区可再生能源的资源禀赋不足以及可再生能源发达的地域和人口密度限制，对于这些地区能源结构调整的方式，可以通过外送清洁能源进入的方式，降低当地高污染电力供应来解决。

根据国家电网和专家联合测算的2020年京津冀鲁地区电力流情况为，京津冀地区将接受新增内蒙古、山西、陕西等送电规模由原规划的1200万千瓦提高到2100万千瓦，远期可能进一步提高到2700万千瓦；山东接受新增内蒙古、山西、陕西等送电规模由原规划的800万千瓦提高到2000万千瓦。到2020年，京津冀鲁地区接受外来电力规模将达到7500万千瓦左右，占2020年最大负荷的三分之一。2020年长三角电力流情况为，江浙沪地区将接受新增区外送电3300万千瓦，共计接受电力8200万千瓦左右。2020年珠三角电力流情况为，该地区将新增送电规模1400万千瓦，共计接受电力3250万千瓦。以北京、天津为例，北京计划关停所有的燃煤机组，除了部分用燃气电站替代外，其它主要的电力需求通过外送电力来满足，北京到2017年外送电的比重提升到70%，天津有现在的17%提升到2020年的40%。

京津冀的特高压外送电方式已经获得能源局的认可，有望复制到别的地区。能源局局长吴新雄在9月22日首度大气污染防治落实会议上公开提到电力外送通道建设，并提到具体外送通道。增加东部地区外来电力供应。在内蒙古、山西等煤炭资源富集地区建设大型坑口煤电基地，进一步扩大向北京输电规模。确定了锡盟-北京东-山东（特高压交流）、蒙西-天津（特高压交流）等输电通道项目，并对项目建设任务和目标进度提出要求。9月底能源局副局长王禹民赴内蒙专门调研电力通道建设和煤化工情况。国家能源局已就电力通道建设项目审批问题做了大量研究，提出内蒙古的电力通道建设更要“快事快办”，争取尽快取得突破，让内蒙古电力尽快在北京、天津、河北、山东等地落地，为配合国家大气污染防治计划和华北地区雾霾治理，内蒙古已经和北京、天津、河北、山东等地达成协议，加快清洁能源输出，为相关地区用清洁能源替代燃煤提供保障。王禹民说：内蒙古能源发展的第一要务仍然是通道的建设，特别是电力外送通道建设要“快事快办”，争取解决内蒙古电力外送通道建设滞后、部分重点项目久拖不决的问题。第二

是电源布局。配套外送通道要抓紧布局电源项目，近期也将出台电源建设的管理办法。内蒙外送规划三条特高压线路，锡盟-南京、蒙西-天津、呼伦贝尔-山东（直流、十三五）。

对于京津冀地区特高压外送电力通道建设的推进将复制到别的地区，如果京津冀支撑了特高压交流的建设，那么别的地区通过特高压增加外送电的比例将没有进一步反对的理由。

5. 平高电气产业链布局初具雏形，特高压+配网+器件+海外的产业链和市场布局支撑公司长期成长。

公司特高压+配网+器件+海外的产业布局切合国家电网的投资方向，后续几块业务未来的成长性特征明显。由于电力设备行业属于投资驱动的行业，公司产业布局在保证公司业绩快速成长的同时，与国家电网投资重心较好的契合也有望降低公司未来企业的经营风险。

公司依托原有的高压开关产品，逐步进入到特高压、超高压产品的生产，并且快速占据市场龙头地位。

估算，随着明年1季度公司非公开发行的完成，公司天津配网开关产业园将有望在明年7月左右顺利投产，公司将从原有的66kv以上高压开关生产企业逐步渗透到35kv以下中压开关的生产。同时，公司配合中压配网开关产业投产高端真空灭弧室，立足配网开关高端产品市场，成为国内唯一一家具备真空灭弧室生产的中压开关企业。真空灭弧室属于中压开关的核心器件，以前的高端产品基本上掌握在外资企业手中，公司投产高端真空灭弧室产品，将有效的打破国外企业的垄断，且把握核心器件的生产，为公司后续国内市场份额的扩大和国外市场的开拓奠定坚实的基础。

对于天津中压开关产业园我们需要说的另一点是，市场不应该简单的、静态的理解天津中压开关产业园的投产，天津中压开关产业园后续有望成为上市公司中压配网产业的整合平台。

海外业务是一直被市场所忽略的市场，但是从公司近年来对海外业务的布局来看，公司未来的海外营收的占比将大幅增加。据不完全统计和估算目前集团海外业务的金额已经超过20亿达近30亿人民币（含波兰项目），从布局来看，除了单纯的做产品的出口外，公司逐步渗透到产品成套、工程总包业务以及在海外建厂和与国外企业成立合资公司等。其中比较典型的的就是2013年11月5日，平高集团与波兰国家电网公司（PSE）就波兰400kV日多沃-凯尔兹科沃-斯武普斯克输电线路及400/110kV日多沃及凯尔兹科沃变电站项目建设总承包合同在PSE总部举行签字仪式，合同总金额4.3亿兹罗提，约合人民币8.5亿元。以及11月21日，公司与巴西伊萨公司签署合作协议标志着平高集团与巴西伊萨公司就建立巴西合资公司一事正式拉开帷幕。

投资建议：

浙北-福州线路中标远超市场预期，按照一个间隔贡献公司净利润 2000 万-2100 万来估算，多出的 6 个间隔将增厚公司净利润 1.2 亿-1.3 亿，增厚公司 EPS 0.15 元左右，有望提升公司股价 3 元左右。同时我们估算明年一季度将会有新的特高压交流线路核准招标，新的线路的核准招标将支撑公司 2014 年实现摊薄后 0.7 元左右的 EPS。综合估算公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.49、0.67（摊薄）、1.01（摊薄），对应的 PE 分别为 20.2、14.7、9.8。提升公司未来三个月目标价由 12 元到 15 元，未来 6 个月目标价由 15 元到 18 元。

投资风险：

1. 特高压建设投资低预期的风险，电网投资低预期的风险。

表 1：盈利预测和估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1055	1216	536	676	营业收入	3284	3520	5676	9786
应收款项	1962	2183	3406	5872	营业成本	2614	2672	4221	7122
存货净额	1061	965	1457	2413	营业税金及附加	14	25	40	49
其他流动资产	277	176	284	489	销售费用	194	180	295	675
流动资产合计	4355	4540	5682	9450	管理费用	291	265	414	784
固定资产	1114	1176	1777	2519	财务费用	47	47	72	101
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	143	185	238
资产总计	6404	6640	8372	12870	营业利润	148	460	794	1258
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	1382	1996	3967	利润总额	150	470	804	1268
其他流动负债	962	595	949	1669	所得税费用	14	71	121	190
流动负债合计	3041	2876	3345	6035	少数股东损益	0	1	3	4
长期借款及应付债券	457	457	957	1602	归属于母公司净利润	135	398	761	1159
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	3366	4334	7670	净利润	135	398	761	1159
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	3269	4030	5189	折旧摊销	113	118	145	189
负债和股东权益总计	6404	6640	8372	12870	公允价值变动损失	34	45	65	80
					财务费用	47	47	72	101
关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E	营运资本变动	199	(965)	(854)	(937)
每股收益	0.17	0.49	0.67	1.02	其它	1	35	3	4
每股红利	0.08	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	482	(403)	120	495
每股净资产	3.50	3.99	3.55	4.57	资本开支	(170)	(180)	(800)	(1000)
ROIC	6%	10%	15%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	5%	12%	19%	22%	投资活动现金流	(188)	(180)	(800)	(1000)
毛利率	20%	26%	27%	28%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	15%	16%	14%	负债净变化	(50)	0	500	645
EBITDA Margin	12%	18%	18%	16%	支付股利、利息	(62)	0	0	0
收入增长	30%	7%	61%	72%	其它融资现金流	311	744	(500)	0
净利润增长率	678%	194%	91%	52%	融资活动现金流	87	744	0	645
资产负债率	55%	51%	52%	60%	现金净变动	380	161	(680)	140
息率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	674	1055	1216	536
P/E	59.8	20.3	14.8	9.7	货币资金的期末余额	1055	1216	536	676

P/B	2.8	2.5	2.8	2.2	企业自由现金流	411	(583)	(751)	(563)
EV/EBITDA	30.3	17.9	15.0	11.9	权益自由现金流	672	120	(812)	(4)

资料来源：东兴证券

分析师简介

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、节能环保行业研究。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。

东兴证券中小市值团队简介

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。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备、节能环保行业研究。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。

高坤 研究员

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋凯 研究员

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

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。