

中国：能源设备与服务

2015年09月08日

**投资建议：**
**持有-超越同业** (初次报告)

目标价隐含涨/跌幅：0.0%

日期 2015/06/19

收盘价	<b>RMB22.08 (除息)</b>
十二个月目标价	<b>RMB22.10</b>
前次目标价	<b>RMBN.A.</b>
上海A股指数	<b>3,227.4</b>

**信息更新：**

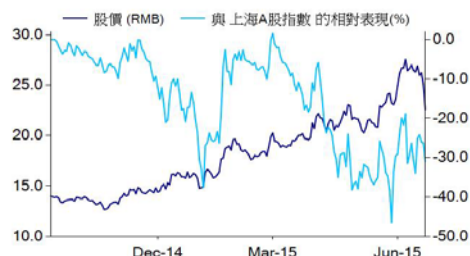
- ▶ 初次将平高电气纳入研究范围，给予“持有-超越同业”评级，目标价人民币 22.1 元，系以 21 倍 2016 年预估目标市盈率推得。
- ▶ 本中心预估其 2015/16/17 年每股收益将同比增长 39%/24%/42%至人民币 0.85/1.05/1.50 元。

**本中心观点：**

- ▶ 本中心认为平高电气为主要特高压设备业者，特高压产品营收占比达 30%以上。
- ▶ 虽然公司长期增长动能稳健，但因国企改革利好已反映，故短线股价上涨空间恐有限。

**公司简介：** 平高电气主要生产高压电设备，包括组合电器、断路器、隔离开关等。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	<b>RMB25,684.4 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>RMB777.7 百万元</b>
总股本股数 (百万股)	<b>1,137.5</b>
流通 A 股股数比例	<b>72.0%</b>
自由流通股数比例	<b>47.3%</b>
大股东；持股比例	平高集团有限公司, <b>45.9%</b>
净负债比率	<b>2.7%</b>
每股净值 (2015F)	<b>RMB5.51</b>
市净率 (2015F)	<b>4.10 倍</b>

**简明损益表(RMB 百万元)**

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	4,606	5,472	6,399	8,067
营业利润**	811	1,258	1,554	2,179
税后净利润*	693	966	1,196	1,702
每股收益(元)	0.61	0.85	1.05	1.50
每股收益同比增长率 (%)	25.2	39.3	23.9	42.3
每股股利(元)	0.50	0.50	0.50	0.50
市盈率 (倍)	36.2	26.0	21.0	14.7
股利收益率(%)	2.2	2.2	2.2	2.2
净资产收益率 (%)	11.8	15.4	17.4	21.2

\* 归属母公司税后净利润

\*\* 经分析师调整

**报告分析师：**
**苏育慧**

+886 2 3518 7963

claire.su@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

**吴英瑜**

+886 2 35187961

jessie.y.wu@yuanta.com

## 平高电气 (600312 CH)

### 特高压主要受惠者，但股价已反映国企改革题材

**初次纳入研究范围，给予持有-超越同业评级：** 本中心认为平高电气为主要特高压受惠者，预估其 2014-17 年盈利年复合增长率达 35%。虽然公司长期增长动能稳健，但考虑 1) 该股目前估值偏高，可能已反映资产注入利好；及 2) 自 6 月底停牌，“幸运”躲过大盘回调，一旦恢复交易，股价可能面临调整压力，故我们对该股短线股价表现存有疑虑。本中心以市盈率目标倍数 21 倍乘上 2016 年预估每股收益，得出目标价人民币 22.1 元，给予“持有-超越同业”评级。

**主要特高压设备业者，特高压产品营收占比达 30%以上：** 平高电气在中国特高压产业中具有竞争优势，享有特高压组合电器 (GIS) 设备市场 47% 的市占率。公司搭上特高压产业快速增长的特快车，预估 2014-17 年其特高压组合电器业务营收年复合增长率将达 36%，并成为公司中长期的主要增长动能。我们预估其特高压组合电器营收占全年总营收的比重，将从 2014 年的 33% 升至 2017 年的 48%。研究中心据此推估其 2015/16/17 年盈利将增长 39%/24%/42%。

**资产注入利好可能已反映于股价：** 平高电气自 6 月 23 日起停牌，系因公司正在进行资产注入和非公开发行股票。根据公司最新公告，将接受母公司平高集团的部分资产。考虑平高电气在此次资产注入后，国企改革利好的影响将进入尾声，目前停牌股价可能也已经反映该题材。本中心认为平高电气复牌后(可能于 10 月底至 11 月初)，短期股价上涨空间恐有限。

**分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。**

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

## 首次纳入研究范围，给予“持有-超越同业”评级

首次将平高电气纳入研究范围，给予“持有-超越同业”评级，目标价人民币 22.1 元，系以 21 倍 2016 年预估目标市盈率推得。

### 财务展望

展望 2015 年下半年，考虑下半年特高压组合电器出货量将增多，本中心预估平高电气 2015 年 3/4 季度营收将分别同比增长 52%/5%。毛利率方面，我们预估 2015 年 3/4 季度毛利率将相对持平，分别维持在 34.8%/34.9%，每股收益将同比增长 60%/50%达人民币 0.24/0.35 元。

长远来看，我们预估在营收增长和毛利率扩张的带动下，2015/16/17 年盈利将同比增长 39%/24%/42%。在电网投资暂缓的情况下，我们预计特高压组合电器设备仍将是公司的主要增长动能，有助于缓解非特高压组合电器设备营收增长疲软的不利影响。整体而言，我们预计平高电气 2015/16/17 年总营收将分别稳定同比增长 19%/17%/26%，也预估公司毛利率和营业利润率将持续攀升，主要归功于高毛利率的特高压组合电器设备贡献增加。综合而言，我们预估 2015/16/17 年公司每股收益将分别达人民币 0.85/1.05/1.50 元。

我们预计特高压组合电器仍将是公司的主要增长动能，有助于缓解非特高压产品营收增长疲软的不利影响。

### 投资风险

- 1) 特高压输电线路的许可若有延迟，将导致公司营收和盈利增长放缓。
- 2) 资产注入计划若陷入僵局或终止，将对公司股价表现造成负面影响。

### 股票估值

平高电气目前处于停牌状态，系因公司正在进行资产注入和非公开发行股票。在 2015 年 6 月 23 日停牌之前，该股股价相当于 2015/16 年预估市盈率 26/21 倍，相较于国内同业 2016 年预估市盈率 13-24 倍，该股估值偏高。

平高电气估值偏高系因 a) 国企改革题材带动股价上涨；及 b) 因停牌而避开 7-8 月中国股市的全面下跌。

- 1) 关于国企改革题材带动股价回升，享有国企改革题材的个股大多在改革落实前皆享有估值溢价。但是，平高电气一旦复牌，短期股价上涨空间恐有限。
- 2) 平高电气于 2015 年 6 月 23 日停牌，当时 A 股大盘尚未回调。6 月 23 日上证综指收在 4,576 点，较 9 月 2 日的 3,160 点高出 45%。

鉴于 a) 平高电气目前正进行国企改革活动；及 b) “幸运”躲过大盘调整，待公司完成资产注入并复牌时，公司股价可能面临压力。

但是，若暂不考虑短期波动(如果存在)而从较远的角度观之，平高电气的盈利表现确实极具竞争力，预计 2014-17 年每股收益年复合增长率将达 35%。我们因此给予平高电气 21 倍目标市盈率，较产业平均值 19 倍享有 10%的溢价。

考虑 1) 2014-17 年公司盈利年复合增长率将达 35%；及 2) 该股三年市盈率区间为 12-32 倍，我们认为本中心市盈率倍数系属合理。我们以 21 倍目标市盈率乘上 2016 年预估每股收益，推算出平高电气目标价为人民币 22.1 元。

图 1：中国国内特高压设备同业估值比较表

		在特高压交流 价值链的份额	在特高压直流 价值链的份额	2014 年负债/ 资产杠杆比率	1 年 Beta 值	3 年历史市盈 率区间	2015 估 市盈率对增长 比	2016 估 市盈率对增长 比	2014-17 预估 年复合增长率
平高电气	600312 CH	6.0%	--	8%	--	12-32x	0.7	0.9	35%
中国西电	601179 CH	7.4%	7.7%	1%	1.47	20-65x	0.6	0.5	44%
特变电工	600089 CH	4.9%	4.0%	25%	1.09	10-28x	0.5	0.6	27%
许继电气	000400 CH	--	6.3%	6%	1.15	5-55x	--	--	11%
保变电气	600550 CH	3.8%	4.0%	28%	1.31		0.4	0.1	87%

资料来源：公司资料、元大

图 2：同业估值比较表

公司	代码	评级	股价	市值 (百万美元)	每股收益			市盈率(倍)			每股收益增长率(%)		
					2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F
平高电气	600312 CH	持有-超越 同业	RMB22.08	4,041.0	0.61	0.85	1.05	36.2	26.0	21.0	25.2	39.3	23.9
中国国内特高压设备同业													
特变电工	600089 CH	买入	10.81	5,583	0.51	0.70	0.88	21.2	16.0	13.0	0.9	37.2	26.3
中国西电	601179 CH	买入	7.02	5,719	0.13	0.18	0.33	52.6	34.3	23.6	104.9	35.2	80.4
许继电气	000400 CH	持有-超越 同业	17.80	2,853	1.05	0.34	1.27	16.9	42.7	17.7	-28.9	-67.8	273.3
保变电气	600550 CH	未评级	6.90	1,683	0.05	0.21	0.42	140.8	57.3	21.7	-101.3	328.6	100.0
平均					0.44	0.36	0.72	53.6	35.2	19.4	-6.08	83.3	120.0
全球特高压设备同业													
ABB	ABB US	未评级	18.3	42,429	1.13	1.14	1.30	16.2	16.4	14.2	-6.6	0.9	14.2
Siemens	SIE GR	未评级	86	83,620	6.37	6.27	6.97	13.5	13.4	12.4	25.4	-1.6	11.3
Hitachi	6501 JP	未评级	632	24,847	85.69	56.16	70.97	7.4	11.3	9.0	129.9	-34.5	26.4
Toshiba	6502 JP	未评级	353	12,157	12.00	29.63	43.44	29.4	--	7.8	-34.3	146.9	46.6
Mitsubishi	8306 JP	未评级	732.3	84,397	68.28	74.12	76.83	10.7	9.9	9.4	15.7	8.6	3.6
平均								15.4	12.7	10.6	26.0	24.1	20.4

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

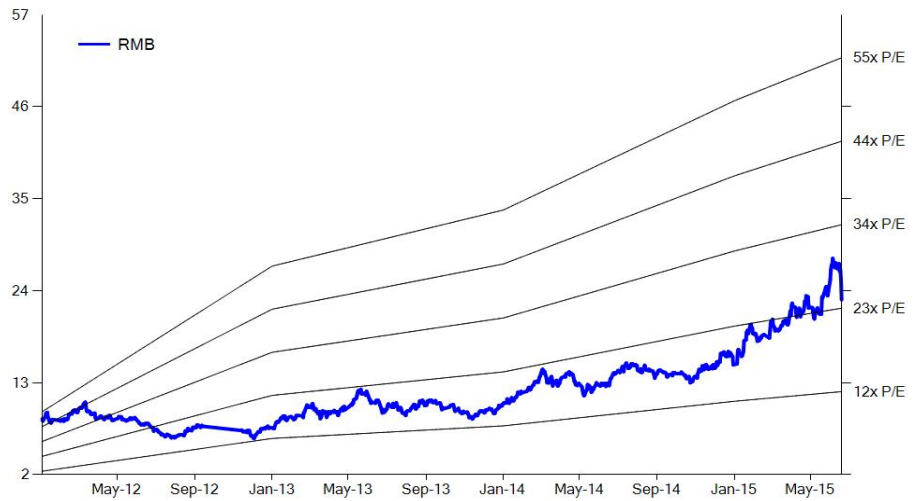
注：每股收益数字均以当地货币计算。

图 3：同业估值比较表 (续)

公司	代码	评级	股价	市值 (百万美元)	净资产收益率(%)			每股净值			市净率(倍)		
					2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F
平高电气	600312 CH	持有-超越 同业	RMB22.08	4,041.0	11.8	15.4	17.4	5.16	5.51	6.06	4.1	3.9	3.5
中国国内特高压设备同业													
特变电工	600089 CH	买入	10.81	5,583	8.4	10.7	12.4	6.5	7.0	7.6	1.7	1.6	1.4
中国西电	601179 CH	买入	7.02	5,719	3.8	5.1	8.9	3.7	3.7	3.8	1.9	1.9	1.8
许继电气	000400 CH	持有-超越 同业	17.80	2,853	18.7	5.8	18.0	6.2	6.4	7.6	2.9	2.7	2.4
保变电气	600550 CH	未评级	6.90	1,683	13.8	--	--	0.6	--	--	11.6	8.6	6.2
平均					11.2	7.2	13.1	4.2	5.7	6.3	4.4	3.7	3.1
全球特高压设备同业													
ABB	ABB US	未评级	18.3	42,429	14.8	16.5	18.5	7.2	7.0	7.3	2.5	2.6	2.5
Siemens	SIE GR	未评级	86	83,620	18.2	16.7	17.3	37.1	38.6	41.7	2.3	2.2	2.1
Hitachi	6501 JP	未评级	632	24,847	17.4	10.9	12.6	553	609	665	1.1	1.0	0.9
Toshiba	6502 JP	未评级	353	12,157	4.5	12.5	12.7	290	326	362	1.2	1.3	1.0
Mitsubishi	8306 JP	未评级	732.3	84,397	8.0	7.2	7.1	895	989	1139	0.8	0.7	0.6
平均					12.6	12.8	13.6				1.6	1.6	1.4

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

图 4：平高电气 - 12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 5：平高电气 - 12 个月预期市净率区间图



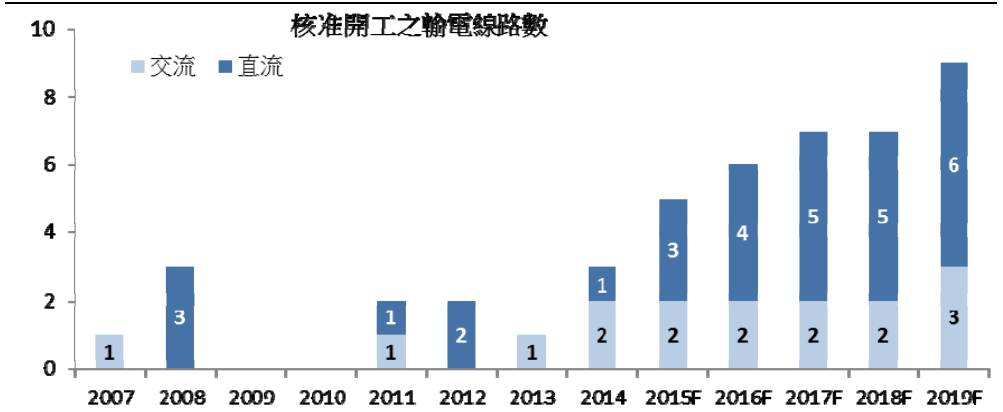
资料来源：公司资料、元大

## 特高压产业受惠者，特高压设备带动营收增长

### 中国正在加快特高压输电网建设

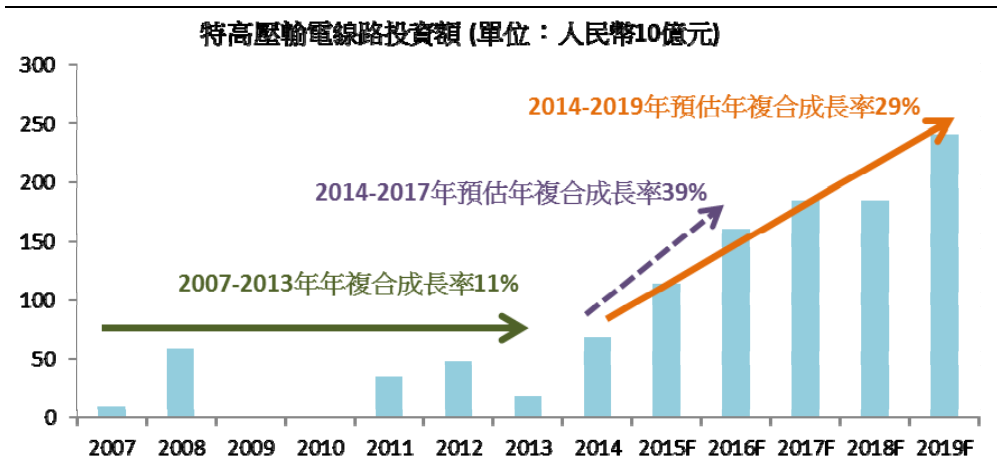
为了减少空气污染与提高新能源使用效率，中国正在加快特高压输电网建设。中国政府计划2015年兴建至少5条输电线路，相比2014年的3条大幅增加。长远而论，我们预估国家电网将于2016/17/18/19年开工6/7/7/9条特高压输电线路，相当于2014-19年特高压设备总投资额年复合增长率达29% (详细内容请参见[本中心产业报告](#))。

图 6：中国发改委自 2014 年起加快特高压线路的核准开工



资料来源：元大

图 7：中国特高压输电线路总投资额 2014-19 年预估年复合增长率将达 29%，远高于 2007-13 年的 11%

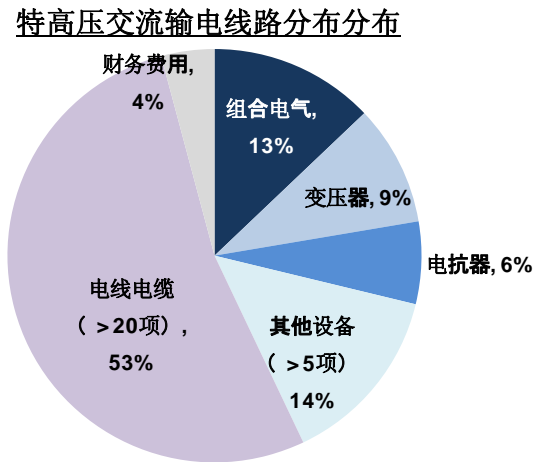


资料来源：元大

### 平高电气在特高压组合电器设备市场中居龙头地位

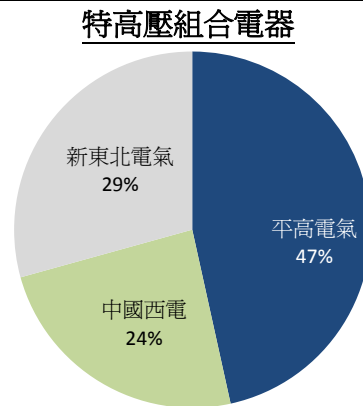
就特高压输电线路建设而言，在特高压交流输电线路价值链中，组合电器的成本占比最高 (13%) (参见图 8)。平高电气是中国有能力供应高压开关的三家供货商之一，并在特高压组合电器设备市场中居龙头地位，市占率达 47%，而其余两家业者中国西电 (601179 CH) 和新东北电气 (未上市) 合计市占率则为 53% (参见图 9)。

图 8：在特高压交流输电线路中，特高压组合电器成本占比最高



资料来源：元大

图 9：平高电气以 47% 的市占率居特高压组合电器市场龙头地位



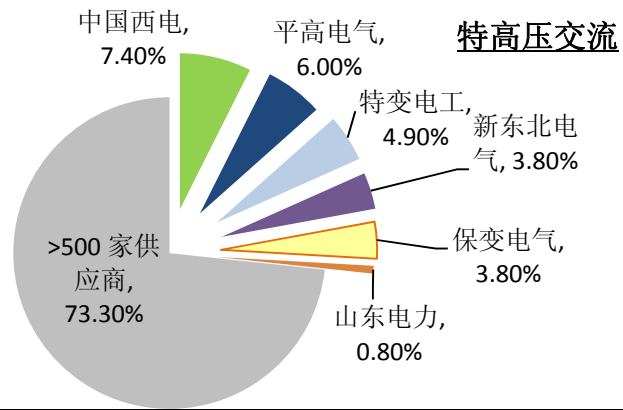
资料来源：元大

在中国特高压市场增长之际，我们预计可以吃下较大块饼的设备供货商将从同业中脱颖而出。经本中心深入分析中国特高压供应链各供货商的成本分布及市占率后，我们认为平高电气为中国特高压交流输电市场的第二大设备商，在价值链中享有 6.0% 的市占率 (参见图 10)。详细分析请参见 [本中心特高压产业初次报告](#)。

我们接着以平高电气交流输电线路市占率 6.0%，乘以特高压交流输电网建设的总投资额，计算特高压业务对平高电气的营收贡献度。公司搭上特高压产业快速增长的特快车，预计 2014-17 年特高压组合电器营收年复合增长率将达 36%，将成为中长期的主要增长动能。我们预计 2017 年特高压组合电器设备营收占总营收比重将由 2014 年的 33% 上升至 48%，并据此预计平高电气 2015/16/17 年盈利将分别增长 39%/24%/42%。

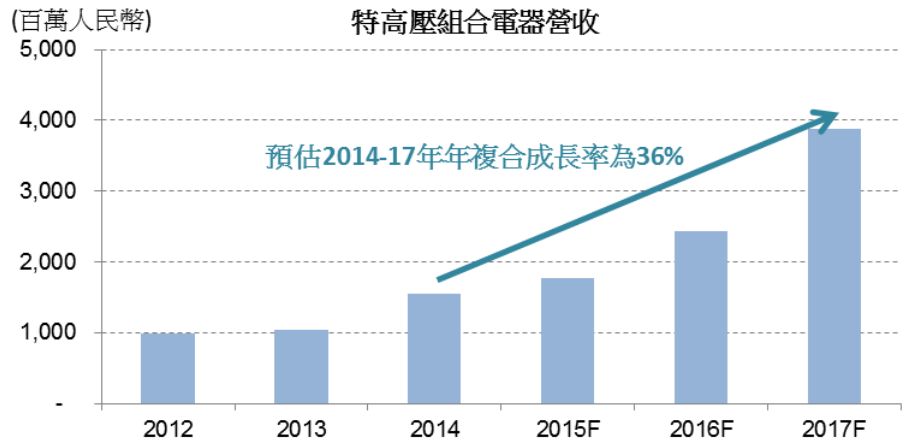
**我们预计 2017 年平高电气特高压组合电器设备营收将占总营收的 48%。**

图 10：平高电气是特高压交流输电建设的第二大受惠者



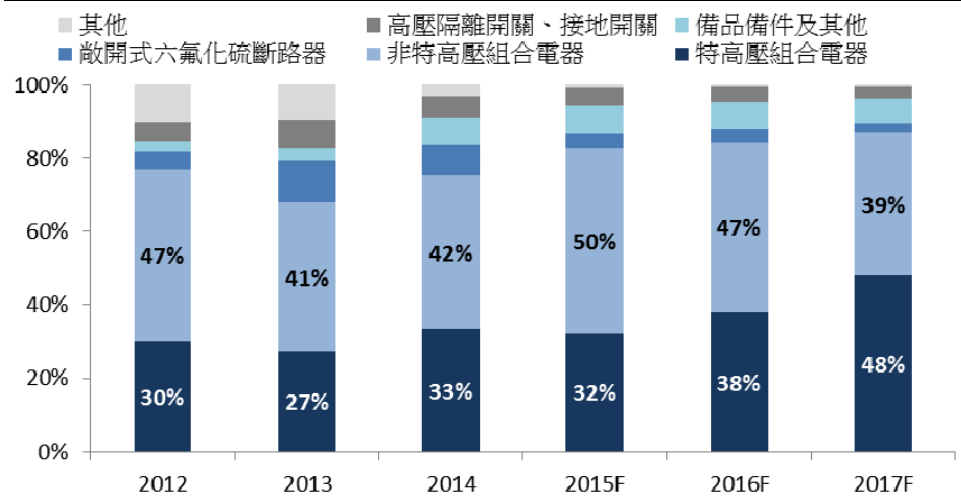
资料来源：元大

图 11：我们预估平高电气 2014-17 年特高压组合电气营收年复合增长率将达 36%



资料来源：元大

图 12：平高电气 2012-17 年产品组合



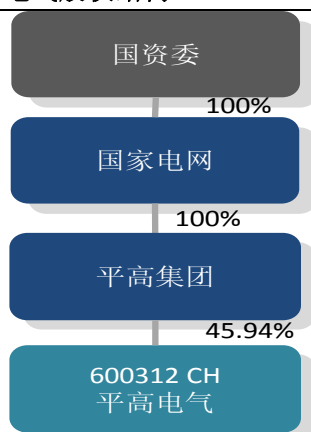
资料来源：元大

## 资产注入利好可能已反映于股价

中国自 2015 年开始加快国企改革步伐。继 2015 年上半年中国北车和中国南车成功合并后，8 月 8 日中国海运集团和中远集团旗下 5 家航运公司也因产业整合而停牌。除了并购，资产注入是另一种可以提高国有资产证券化率的国企改革形式。由于特高压相关公司大部分属于国有，部分主要公司如平高电气等已实施一系列国企改革措施。

平高电气为平高集团子公司，而平高集团直属于国家电网和国资委。2014 年国家电网在工作会议上表示将加快旗下子公司资产证券化速度。平高电气为准备资产重组，于 2015 年 6 月 23 日开始停牌，再次印证国家电网先前的声明。

图 13：平高电气股权结构



资料来源：公司资料、元大

图 14：平高电气前十大股东

排名	股东	持股比例 (%)
1	平高集团有限公司	45.94
2	香港中央结算有限公司	3.17
3	中华联合财产保险股份有限公司-传统保险产品	0.84
4	全国社保基金一零四组合	0.72
5	前海人寿保险-自有资金华泰组合	0.68
6	新华人寿保险-分红-个人分红-018L - FH002 沪	0.52
7	忻子焕	0.46
8	中国建设银行-信达澳银领先增长股票型证券投资基金	0.4
9	纽伯格伯曼欧洲有限公司-路博迈中国 A 股基金	0.37
10	马丁可利投资管理有限公司-客户资金	0.32

资料来源：公司资料、TEJ、元大

平高电气在 6 月下旬停牌之前，市场猜测公司将获得下列两项资产之一：

- 1) **平高集团内未上市资产**：平高电气有望成为母公司平高集团的上市平台。
- 2) **国家电网的开关业务**：平高电气有望成为国家电网开关业务的上市平台，公司将不仅获得平高集团的开关资产，也将获得许继集团和南瑞集团的开关资产。这两家公司均为国家电网的子公司。

根据平高电气 7 月 6 日公布的官方声明，平高集团将注入资产至平高电气。根据本中心渠道调查，注入的资产可能是开关相关业务和平高集团的海外工程总包 (EPC) 业务。我们也列出了资产注入的潜在目标，如图 15 所示。



**图 15：平高集团旗下潜在资产注入目标**

潜在目标	公司名称(中文)	公司名称(英文)	业务
V	平高集团通用电气公司	Pinggao Group General Electric	高压开关设备
V	平高集团威海高压电气有限公司	Pinggao Group Weihai High Voltage Electric	高压及低压开关
	河南龙源平高科技发展有限公司	Henan Longyuan Science and Technology Development	配电设备
V	平顶山平高安川开关电器有限公司	Pingdingshan Pinggao Yaskawa switch Electric	高压开关设备
	平高集团智慧电气有限公司	Pinggao group Intelligent Electric	变压器
V	湖南平高开关有限公司	Hunan Pinggao Switch	中低压开关设备
	郑州平高自动化有限公司	Zhengzhou Pinggao Automation	电力自动化系统
	平高东芝(廊坊)避雷器有限公司	PG Toshiba (Langfang) Arrester	避雷器
V	平高东芝(河南)开关零部件制造有限公司	PG Toshiba (Henan) Switch Parts Manufacturing	开关组件
	平顶山市高压福利机械厂	Pingdingshan High Voltage Switchgear Factory	动触头
V	上海天灵开关厂有限公司	Shanghai Tianling Switchgear	高压及低压开关
	平高集团系统集成公司	Pinggao Group Systems Integration company	配电自动化
	电力工程公司	Pinggao Group Power Engineering Company	电力工程项目
V	国际工程公司	Group International Engineering Company	海外 EPC 项目

资料来源：公司资料、元大

我们发现国企改革题材股通常在改革落实前皆享有估值溢价。但是，不论国企改革是否成功，公司一旦复牌，短期股价上涨空间恐有限。以下列举两个实例印证本中心论点：

- 1) **图 16**：去年成飞集成 (002190 CH) 资产注入失败；
- 2) **图 17**：中国北车 (601299 CH，退市) 和中国南车 (601766 CH，更名为中国中车) 合并成功。

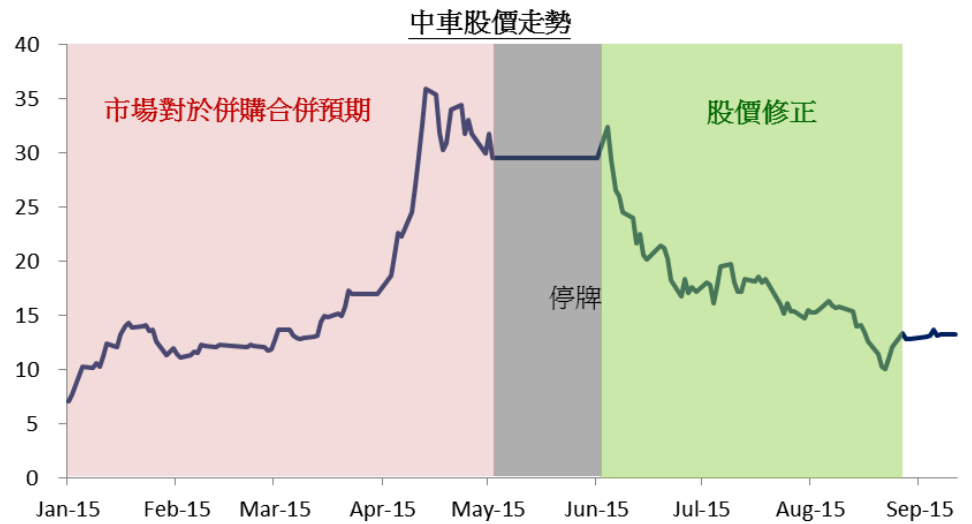
平高电气自 6 月 23 日起停牌，系因公司正在进行资产注入和非公开发行股票。公司表示其将接受母公司平高集团的部分资产。考虑平高电气在此次资产注入后，国企改革利好的影响将进入尾声，本中心担忧目前停牌股价可能也已经反映该题材。本中心认为平高电气复牌后 (可能于 10 月底至 11 月初)，短期股价上涨空间恐有限。

图 16：成飞集成股价走势



资料来源: Wind、元大

图 17：中国中车股价走势



资料来源: Wind、元大

## 盈利展望

**2015年2季度回顾:** 2015年2季度平高电气营收同比增长28%/环比增长97%，系因1)以超高压组合电器为主业的子公司河南平芝营收贡献上升；及2)2季度特高压组合电器出货量季增率提高。2015年2季度平高电气出货特高压组合电器5个间隔，出货量高于1季度的1个间隔，2季度营收因而强劲增长。当季毛利率增加12.8个百分点至34.3%，主要归功于产能利用率提高和产品组合改善(特高压组合电器比重提高)。整体而言，2015年2季度每股收益由2015年1季度/2014年2季度的人民币0.02/0.16元增加至人民币0.24元。

**2015年下半年展望:** 我们预估2015年3/4季度营收将分别同比增长52%/5%，主要受惠于下半年出货量增加。平高电气2015年3/4季度将出货特高压组合电器5/9个间隔，下半年总出货量超过2014年下半年/2015年上半年的9/6个间隔。我们预估2015年3/4季度毛利率将相对持平，维持在34.8%/34.9%，每股收益将同比增长60%/50%，达人民币0.24/0.35元。

图 18: 平高电气 - 季度及年度简明损益表(合并)

(人民币百万元)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	654	1,288	1,299	2,231	5,472	975	1,585	1,442	2,396	6,399
销货成本	(513)	(846)	(847)	(1,453)	(3,659)	(669)	(1,045)	(947)	(1,566)	(4,227)
营业毛利	140	442	452	778	1,813	306	540	496	830	2,172
营业费用	(106)	(99)	(110)	(240)	(555)	(111)	(130)	(136)	(241)	(618)
营业利润	34	343	342	538	1,258	195	410	360	589	1,554
业外利益	(4)	(4)	(9)	(41)	(57)	(14)	(11)	(9)	(41)	(75)
税前净利润	30	340	333	497	1,201	181	400	351	548	1,479
少数股东权益	(5)	(14)	(14)	(21)	(53)	(7)	(17)	(14)	(23)	(61)
所得税费用	(5)	(53)	(50)	(75)	(182)	(27)	(60)	(53)	(82)	(222)
归属母公司税后净利润	21	273	270	402	966	146	323	284	443	1,196
每股收益(依加权稀释股数)(人民币)	0.02	0.24	0.24	0.35	0.85	0.13	0.28	0.25	0.39	1.05
加权平均股数	1,137	1,137	1,137	1,137	1,137	1,137	1,137	1,137	1,137	1,137
<b>重要比率</b>										
营业毛利率	21.5%	34.3%	34.8%	34.9%	33.1%	31.4%	34.1%	34.4%	34.6%	33.9%
营业利润率	5.3%	26.7%	26.4%	24.1%	23.0%	20.0%	25.9%	24.9%	24.6%	24.3%
税前净利润率	4.7%	26.4%	25.7%	22.3%	21.9%	18.6%	25.2%	24.3%	22.9%	23.1%
有效所得税率	15.6%	15.6%	15.0%	15.0%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>季增率(%)</b>										
营业收入	(69.1%)	97.0%	0.9%	71.8%	18.8%	(56.3%)	62.5%	(9.0%)	66.2%	16.9%
营业利润	(91.1%)	898.3%	(0.3%)	57.3%	55.2%	(63.8%)	110.4%	(12.4%)	63.7%	23.5%
税后净利润	(92.2%)	1,201.2%	(1.2%)	49.2%	39.3%	(63.6%)	120.8%	(12.3%)	56.2%	23.9%
每股稀释盈余	(92.2%)	1,201.2%	(1.2%)	49.2%	39.3%	(63.6%)	120.8%	(12.3%)	56.2%	23.9%
<b>营收分布(人民币百万元)</b>										
组合电器	526	1,037	1,125	1,833	4,520	842	1,323	1,253	1,986	5,404
敞开式断路器	34	67	40	81	222	32	63	38	77	211
备品备件	44	87	93	195	419	53	104	111	214	483
隔离开关、接地开关	41	81	37	110	269	40	78	36	107	261
其他	8	17	5	12	42	8	16	5	12	40
总计	654	1,288	1,299	2,231	5,472	975	1,585	1,442	2,396	6,399
<b>营收分布(%)</b>										
组合电器	80%	80%	87%	82%	83%	86%	83%	87%	83%	84%
敞开式断路器	5%	5%	3%	4%	4%	3%	4%	3%	3%	3%
备品备件	7%	7%	7%	9%	8%	5%	7%	8%	9%	8%
隔离开关、接地开关	6%	6%	3%	5%	5%	4%	5%	2%	4%	4%
其他	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	1%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

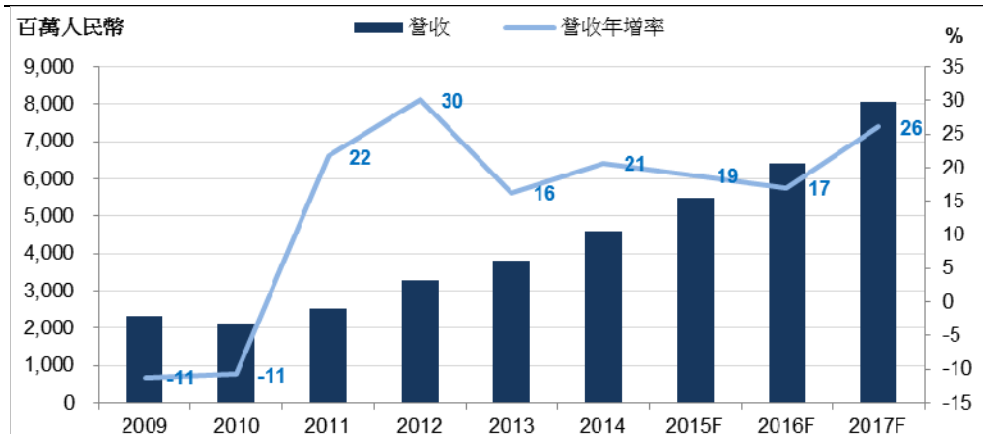
资料来源: 公司资料、元大预估

注: 标“A”为元大汇整之历史数据

本中心预估，公司  
2015/16/17 年总营收将稳定  
同比增长 19%/17%/26%。

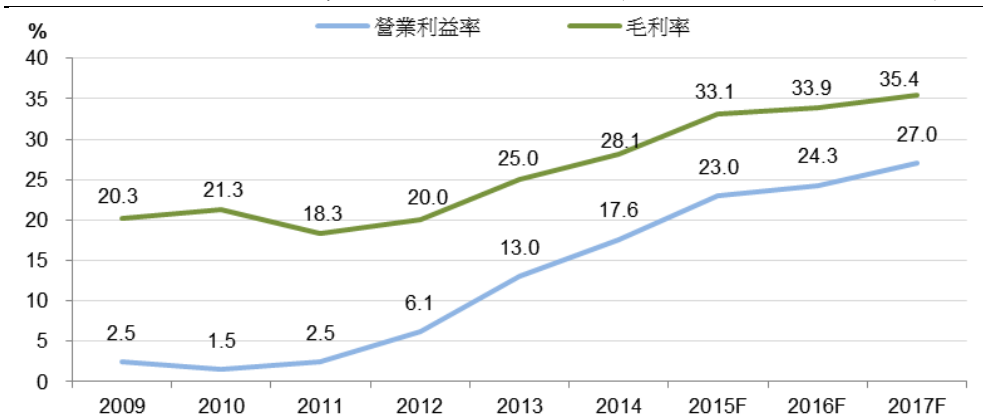
**2015/16/17 年展望：**长远来看，我们预估在电网投资暂缓的情况下，特高压组合电器仍将是公司的主要增长动能，有助于缓解非特高压组合电器营收增长疲软的不利影响。整体而言，我们预计平高电气 2015/16/17 年总营收将分别稳定同比增长 19%/17%/26%，也预估公司毛利率和营业利润率将持续攀升，主要归功于高毛利率的特高压组合电器设备贡献增加。我们预估在营收增长和毛利率扩张的带动下，2015/16/17 年公司每股收益将分别同比增长 39%/24%/42% 至人民币 0.85/1.05/1.50 元。

图 19：平高电气 - 2015/16/17 年营收有望稳健增长



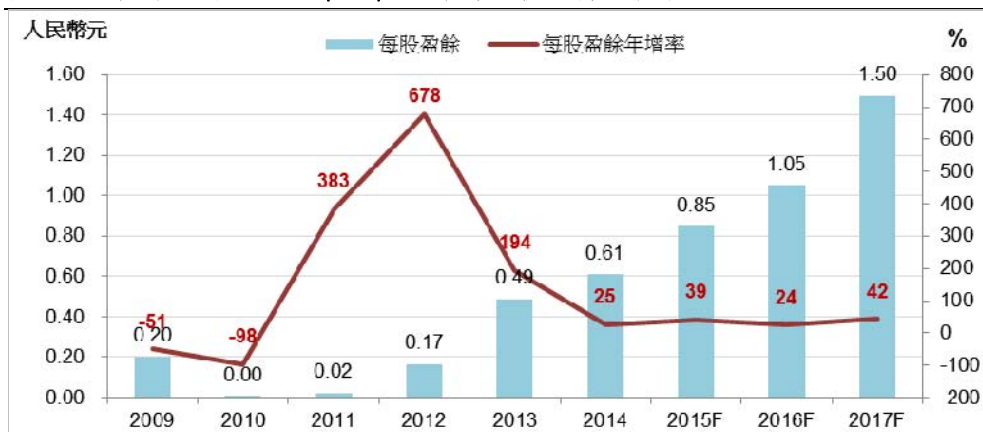
资料来源：公司资料、元大

图 20：平高电气 - 2016/17 年毛利率有望提升 (毛利率与营业利润率比较)



资料来源：公司资料、元大

图 21：平高电气 - 2015/16/17 年每股收益将强劲增长



资料来源：公司资料、元大

# 公司简介

## 公司背景

平高电气以 47% 的市场率主导特高压组合电器设备市场。

平高电气成立于 1998 年，2001 年上市，是中国有能力供应高压开关的三家供货商之一。平高电气在特高压组合电器设备市场中位居龙头，市占率达 47%，其余两家业者中国西电 (601179 CH) 和新东北电气 (未上市) 合计市占率则为 53%。

平高电气拥有 7 家主要子公司和 3 家研究所 (检测中心)，均从事开关设备的研发与制造。

图 22：平高电气 7 家子公司详细资料

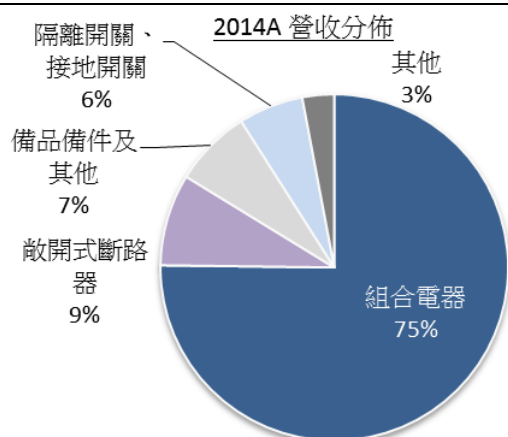
子公司	持股比例 (%)	2014 年营收 (人民币百万)	2014 年税后净利润 (人民币百万)	主要业务
天津平高智能电气有限公司	100%	0.02	-13.2	中压开关设备
河南平芝高压开关有限公司	75%	1,102.3	92.3	高压开关设备
河南平高电气销售有限责任公司	90%	3.5	1.7	开关设备销售
平高集团高压开关修试有限公司	100%	1.1	0.0	开关设备测试
广州平高高压开关维修有限公司	100%	9.4	1.6	开关设备维修
天津平高电气设备检修有限公司	100%	18.1	4.5	开关设备维修
四川平高高压开关维修有限公司	100%	4.8	0.5	开关设备维修

资料来源：公司资料、元大

## 产品组合与毛利率组合

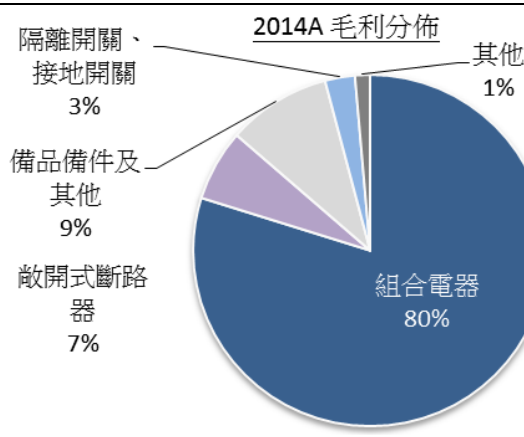
平高电气主要开关设备产品包括组合电器、敞开式断路器和隔离开关、接地开关，分别占 2014 年营收的 75%/9%/6%。组合电器业务的毛利率约为 30%，远高于断路器/隔离开关的 22%和 13%。组合电器中，特高压组合电器的毛利率在 40% 以上，而非特高压组合电器毛利率则为 20-32%。对于备件业务，虽然其 2014 年毛利率为 37%，高于公司平均水平，但由于其为其他项目的辅助产品，过去 10 年间毛利率波动性大。

图 23：平高电气 - 2014 年营收分布



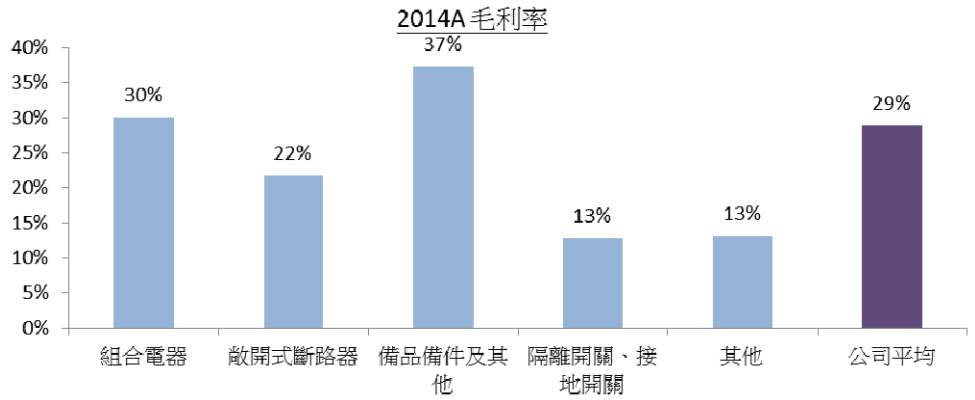
资料来源：公司资料、元大

图 24：平高电气 - 2014 年毛利分布



资料来源：公司资料、元大

图 25：平高电气 - 2014 年毛利率

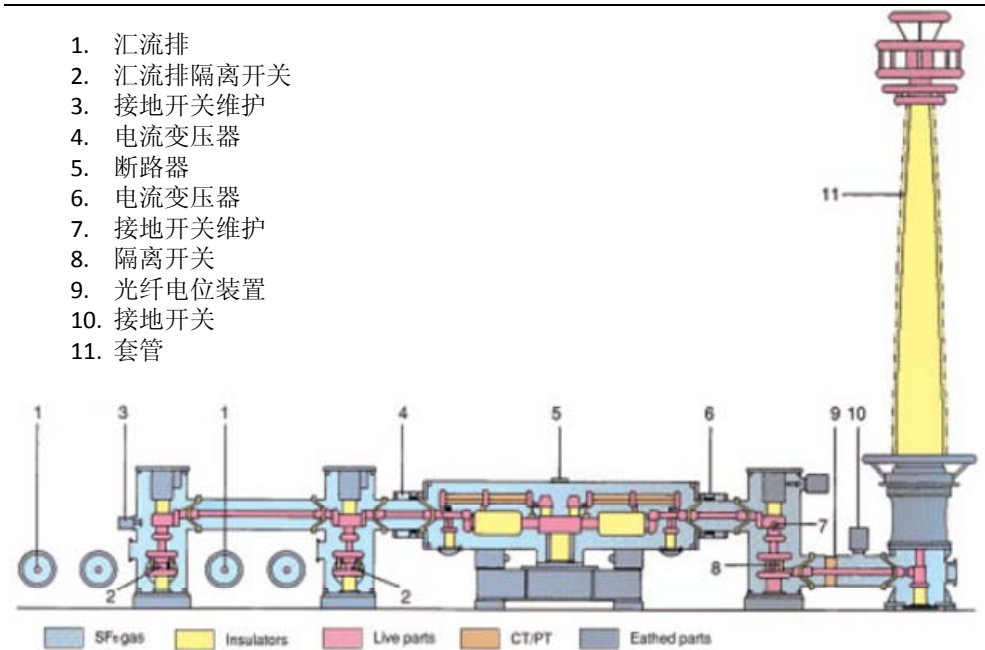


资料来源：公司资料、元大

### 组合电器简介

组合电器内含高压组件，安置在金属密封容器内，可确保组件在封闭空间内安全运作。主要组件包括断路器和隔离开关，可在超负荷或短路时切断电流。公司认为凭借组合电器的完善功能，该产品未来将成为开关设备市场的主要产品线。

图 26：特高压气体绝缘开关设备(特高压组合电气)



资料来源：东芝、元大

## 资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	245	558	663	953	1,444
存货	969	1,309	1,237	1,658	1,769
应收帐款及票据	2,839	4,272	4,123	4,993	6,057
其他流动资产	392	361	533	512	806
<b>流动资产</b>	<b>4,444</b>	<b>6,500</b>	<b>6,556</b>	<b>8,116</b>	<b>10,075</b>
长期投资	384	0	0	0	0
固定资产	1,638	2,124	2,526	2,588	2,630
什项资产	760	1,287	1,300	1,300	1,300
<b>其他资产</b>	<b>2,782</b>	<b>3,412</b>	<b>3,826</b>	<b>3,888</b>	<b>3,930</b>
<b>资产总额</b>	<b>7,226</b>	<b>9,912</b>	<b>10,381</b>	<b>12,004</b>	<b>14,005</b>
应付帐款及票据	1,359	1,828	1,680	2,373	2,624
短期借款	661	799	841	890	983
什项负债	961	1,186	1,364	1,618	2,142
<b>流动负债</b>	<b>2,980</b>	<b>3,813</b>	<b>3,886</b>	<b>4,881</b>	<b>5,749</b>
长期借款	398	0	0	0	0
其他负债及准备	33	10	10	10	10
<b>长期负债</b>	<b>432</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>负债总额</b>	<b>3,412</b>	<b>3,823</b>	<b>3,896</b>	<b>4,891</b>	<b>5,758</b>
股本	819	1,137	1,137	1,137	1,137
资本公积	1,921	3,024	3,024	3,024	3,024
保留盈余	1,071	1,708	2,105	2,732	3,866
换算调整数	0	0	0	0	0
<b>额归属母公司之权益</b>	<b>3,811</b>	<b>5,869</b>	<b>6,266</b>	<b>6,893</b>	<b>8,027</b>
<b>少数股权</b>	<b>3</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>220</b>
<b>股东权益总额</b>	<b>3,814</b>	<b>6,089</b>	<b>6,486</b>	<b>7,113</b>	<b>8,247</b>

资料来源：公司资料、元大

## 现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	397	703	1,018	1,257	1,789
折旧及摊提	137	182	328	399	419
本期营运资金变动	(1,464)	(1,048)	80	(325)	(692)
其他营业资产	(28)	(50)	0	0	0
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>(958)</b>	<b>(213)</b>	<b>1,426</b>	<b>1,332</b>	<b>1,516</b>
资本支出	(624)	(628)	(600)	(300)	(300)
本期长期投资变动	15	434	0	0	0
其他资产变动	(233)	(568)	(141)	(161)	(161)
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(841)</b>	<b>(762)</b>	<b>(741)</b>	<b>(461)</b>	<b>(461)</b>
股本变动	543	1,571	(622)	(630)	(656)
本期负债变动	447	(284)	42	49	93
其他调整数	0	0	0	0	0
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>990</b>	<b>1,288</b>	<b>(580)</b>	<b>(581)</b>	<b>(563)</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>(810)</b>	<b>313</b>	<b>105</b>	<b>290</b>	<b>492</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>(1,800)</b>	<b>(974)</b>	<b>685</b>	<b>871</b>	<b>1,055</b>

资料来源：公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>营业收入</b>	<b>3,818</b>	<b>4,606</b>	<b>5,472</b>	<b>6,399</b>	<b>8,067</b>
销货成本	(2,866)	(3,312)	(3,659)	(4,227)	(5,212)
<b>营业毛利</b>	<b>953</b>	<b>1,294</b>	<b>1,813</b>	<b>2,172</b>	<b>2,855</b>
营业费用	(457)	(483)	(555)	(618)	(676)
<b>营业利润</b>	<b>496</b>	<b>811</b>	<b>1,258</b>	<b>1,554</b>	<b>2,179</b>
利息收入	9	10	6	10	10
利息费用	(54)	(42)	(24)	(52)	(52)
利息收入净额	(45)	(32)	(18)	(42)	(42)
投资利益(损失)净额	28	50	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	(15)	(20)	(39)	(33)	(33)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	464	809	1,201	1,479	2,105
所得税费用	(67)	(106)	(182)	(222)	(316)
少数股权净利	1	(10)	(53)	(61)	(87)
归属母公司之净利	399	693	966	1,196	1,702
税前息前折旧摊销前净利	632	993	1,586	1,953	2,598
每股收益 (RMB)	0.49	0.61	0.85	1.05	1.50
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.49	0.61	0.85	1.05	1.50

资料来源：公司资料、元大

## 主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>同比增长长率 (%)</b>					
营业收入	16.3	20.6	18.8	16.9	26.1
营业利润	146.2	63.6	55.2	23.5	40.3
税前息前折旧摊销前净	101.2	57.0	59.7	23.1	33.0
税后净利润	194.4	73.9	39.3	23.9	42.3
每股收益	194.36	25.21	39.28	23.91	42.29
<b>盈利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	25.0	28.1	33.1	33.9	35.4
营业利润率	13.0	17.6	23.0	24.3	27.0
税前息前 折旧摊销前净利率	16.6	21.6	29.0	30.5	32.2
税后净利率	10.4	15.1	17.6	18.7	21.1
资产报酬率	5.8	8.2	10.0	11.2	13.8
净资产收益率	10.5	11.8	15.4	17.4	21.2
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	27.8	13.1	13.0	12.5	11.9
净现金(负债)权益比(%)	6.4	9.2	10.2	13.4	17.5
利息保障倍数 (倍)	9.6	20.3	51.0	29.4	41.5
利息及短期债	0.7	1.0	1.4	1.6	2.1
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	59.4	25.6	29.2
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	N.A.	N.A.	1.6	1.4	1.5
流动比率 (倍)	1.5	1.7	1.7	1.7	1.8
速动比率 (倍)	1.2	1.4	1.4	1.3	1.4
净负债 (RMB 百万元)	815	241	178	(62)	(461)
每股净值 (RMB)	4.65	5.16	5.51	6.06	7.06
<b>估值指标 (倍)</b>					
市盈率	45.4	36.2	26.0	21.0	14.8
股价自由现金流量比	(10.1)	(25.8)	36.7	28.8	23.9
市净率	4.8	4.1	3.9	3.5	3.1
股价税前息前折旧摊销 前净利比	28.6	25.3	15.8	12.9	9.7
股价营收比	4.7	5.5	4.6	3.9	3.1

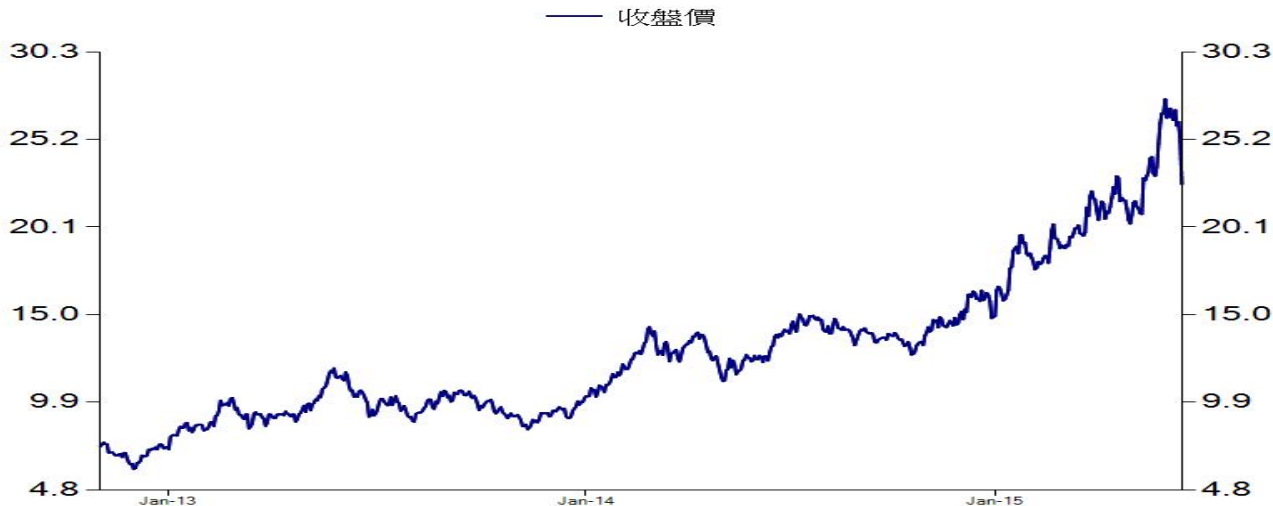
资料来源：公司资料、元大

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 平高电气 (600312 CH) - 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	179	43%
持有-超越同业	108	26%
持有-落后同业	58	14%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	5	1%
总计：	417	100%

资料来源：元大

### 投资评级说明

**买入：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

**卖出：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中：**本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级：**为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。



## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼