

## 经营改善可期，有望再领开关行业风骚

### 投资要点:

- **国网入主国内三大高压开关设备基地之一:** 作为国内三大高压开关设备研发、制造基地之一，公司产品覆盖 72.5~1100KV 所有电压等级；2009 年公司本部和平高东芝合计收入近 43 亿元，在 GIS、断路器和隔离开关领域市场份额分别为 24.39%、6.57% 和 10.22%。2010 年 4 月 1 日，通过集团股权无偿划转，国家电网入主成为公司实际控制人。
- **高压开关行业呈现高壁垒高利润，外资品牌占据高端:** 目前，国内高压开关市场容量约 480 亿元；由于高压开关（尤其是超高压和特高压）在技术、资金和资质方面要求较高，高壁垒造成行业竞争度较低，呈现高壁垒高利润状态；整体上，国内品牌同外资品牌在质量和可靠性方面仍存在差距，外资品牌占据了高端市场，如在 09 年国网招标中，外资在占据 70% 的断路器市场。
- **平高电气未来机遇和挑战并存:** 依据技术优势，公司将受益于特高压建设；国家对自主品牌的扶持将带来平高等内资优势企业市场份额的提升；公司目前整体经营效率较低，国网入主将给公司带来经营管理和技术的提升；来自国内后起同行的激烈竞争将是公司未来面临的最大挑战。
- **维持公司“中性”评级:** 预计公司 10~12 年的 EPS 分别为 0.30、0.37 和 0.43，结合绝对估值和相对估值，考虑到公司突出的产业价值，公司合理价值区间为 12.58~15.10 元，相当于 2011 年 34~40 倍的市盈率，维持公司“中性”投资评级。
- **股价表现催化剂:** 特高压新的项目招标结果公布；国家电网对旗下电力设备企业整合；智能电网规划出台。
- **主要风险:** 特高压建设进度滞后的风险；新产品开发风险；产品质量风险。

### 主要财务指标

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	2620	2340	2625	3051	3512
销售收入增长(%)	49.79%	-10.67%	12.16%	16.24%	15.10%
净利润(百万元)	207	142	207	255	294
净利润增长(%)	17.76%	-31.49%	45.71%	23.23%	15.32%
摊薄 EPS(元)	0.41	0.21	0.30	0.37	0.43
PE(X)	35.3	68.8	47.2	38.3	33.2
EV/EBITDA(X)	30.0	68.5	45.8	36.1	28.8
PB(X)	4.9	3.5	3.3	3.1	2.9
ROE	13.93%	5.15%	7.06%	8.14%	8.75%

资料来源: 中国银河证券研究所

中性 维持评级

合理估值: 12.58~15.10 元

### 分析师

沈文春

✉: shenwenchun@chinastock.com.cn

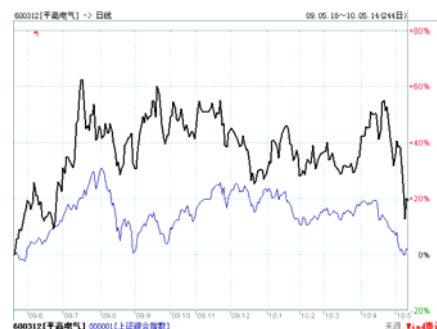
☎: (8610) 6656 8173

执业证书编号: S0130207091558

### 市场数据 时间 2010.05.14

A 股收盘价(元)	14.31
A 股一年内最高价(元)	20.28
A 股一年内最低价(元)	11.57
上证指数	2696.63
市净率	3.54
总股本(万股)	68247.18
实际流通 A 股(万股)	68247.18
限售 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	97.66

### 相对上证指数表现图



### 相关研究

1. 电气设备行业 2010 年投资策略报告 2009.12.31
2. 平高电气 08 年报点评 2009.3.12
3. 平高电气调研简报 2009.2.15
4. 平高电气调研报告 2006.11.27

## 目 录

<b>一、关键假设</b> .....	<b>2</b>
<b>二、公司估值</b> .....	<b>3</b>
(一) DCF 绝对估值 .....	3
(二) 相对估值 .....	3
(三) 维持“中性”投资评级 .....	3
<b>三、国网入主国内三大高压开关设备基地之一</b> .....	<b>4</b>
<b>四、行业呈现高壁垒高利润，外资品牌占据高端</b> .....	<b>5</b>
高压开关市场规模达到 480 亿元 .....	5
GIS 成为发展的重要趋势 .....	6
行业呈现高壁垒高利润，外资品牌占据高端 .....	6
<b>五、平高电气未来机遇和挑战并存</b> .....	<b>7</b>
平高电气将受益于特高压建设 .....	7
平高电气还将受益于国家对自主品牌的扶持 .....	9
期待国网入主后对公司经营管理和技术的提升 .....	9
平高电气未来面临同行的激烈竞争 .....	10
<b>六、公司股价表现的催化剂</b> .....	<b>11</b>
特高压新的项目招标结果公布 .....	11
国家电网对旗下电力设备企业整合 .....	11
智能电网规划出台 .....	11
<b>七、主要风险因素</b> .....	<b>11</b>
特高压建设进度滞后的风险 .....	11
新产品开发风险 .....	11
产品质量风险 .....	11

## 一、关键假设

**表 1: 营业收入增长和毛利率假设**

产 品 (单位: 百万元)		2008	2009	2010E	2011E	2012E
敞开式六氟化硫 断路器	营业收入	548	571	599	659	692
	同比增长	38.33%	4.14%	5.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	26.97%	14.30%	16.00%	18.00%	20.00%
高压隔离开关及 接地开关	营业收入	239	188	207	217	228
	同比增长	-20.91%	-21.35%	10.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	15.40%	11.96%	12.00%	13.00%	15.00%
封闭式组合电器 (GIS)	营业收入	1,714	1,445	1,661	1,993	2,392
	同比增长	87.77%	-15.73%	15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	22.95%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
其他	营业收入	119	138	158	182	200
	同比增长	-13.74%	15.37%	15.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	28.09%	27.21%	27.21%	27.21%	27.21%
合计	营业收入	2,620	2,340	2,625	3,051	3,512
	同比增长	49.79%	-10.67%	12.16%	16.24%	15.10%
	综合毛利率	22.63%	20.21%	20.79%	21.46%	22.13%

数据来源: 公司报告, 中国银河证券研究所

**表 2: 平高东芝的收入和盈利假设**

年 份	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (万元)	160547.0	192600.0	231120.0	265788.0	292366.8
净利润 (万元)	24194.0	25542.0	27734.4	29236.7	29236.7
股权比例	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
贡献投资收益	12097.0	12771.0	13867.2	14618.3	14618.3

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究所

## 二、公司估值

### (一) DCF 绝对估值

经过计算，DCF (WACC = 8.14, g = 3%) = 11.36，敏感性分析的合理估值区间是 (9.84, 13.63)。具体估值过程见附表。

表 3: 绝对估值敏感性分析

11.36		g				
		2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
WACC	6.64%	13.47	14.62	16.08	18.01	20.68
	7.14%	12.13	13.02	14.11	15.51	17.36
	7.64%	11.04	11.74	12.58	13.63	14.97
	8.14%	10.14	10.70	11.36	12.17	13.18
	8.64%	9.39	9.84	10.37	11.01	11.78
	9.14%	8.74	9.12	9.55	10.06	10.67
	9.64%	8.19	8.50	8.86	9.27	9.76

数据来源: 中国银河证券研究所

### (二) 相对估值

预计公司 10、11 和 12 年的 EPS 分别为 0.30、0.37 和 0.43 元，根据行业发展前景和公司成长性，考虑到公司的产业投资价值，我们认为公司的合理相对估值为按 2011 年动态市盈率 34~40 倍，对应股价为 12.58~15.1 元。公司估值比较见报告后的电气设备公司估值表。

表 4: 开关行业上市公司估值比较

公司	代码	股价	总市值	EPS			PE			EPS CAGR
		2010.5.14	百万元	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	10-11
平高电气	600312.SH	14.31	9766	0.21	0.30	0.37	68.8	47.2	38.3	34%
中国西电	601179.SH	6.81	31714	0.27	0.35	0.44	25.7	19.4	15.5	28.64%
思源电气	002028.SZ	28.45	12509	2.16	1.00	1.18	13.2	28.6	24.0	-25.94%
东源电器	002074.SZ	11.65	1640	0.24	0.29	0.34	48.5	39.5	33.9	19.65%
森源电气	002358.SZ	37.77	3248	0.70	0.95	1.29	54.0	40.0	29.2	35.73

数据来源: 中国银河证券研究所, Wind 资讯

### (三) 维持“中性”投资评级

综合以上两种估值方法，结合目前市场整体估值水平，考虑到公司的产业投资价值，我们认为公司的合理估值区间为 12.58~15.1 元，相当于 2011 年 34~40 倍的市盈率，维持公司“中性”的投资评级。

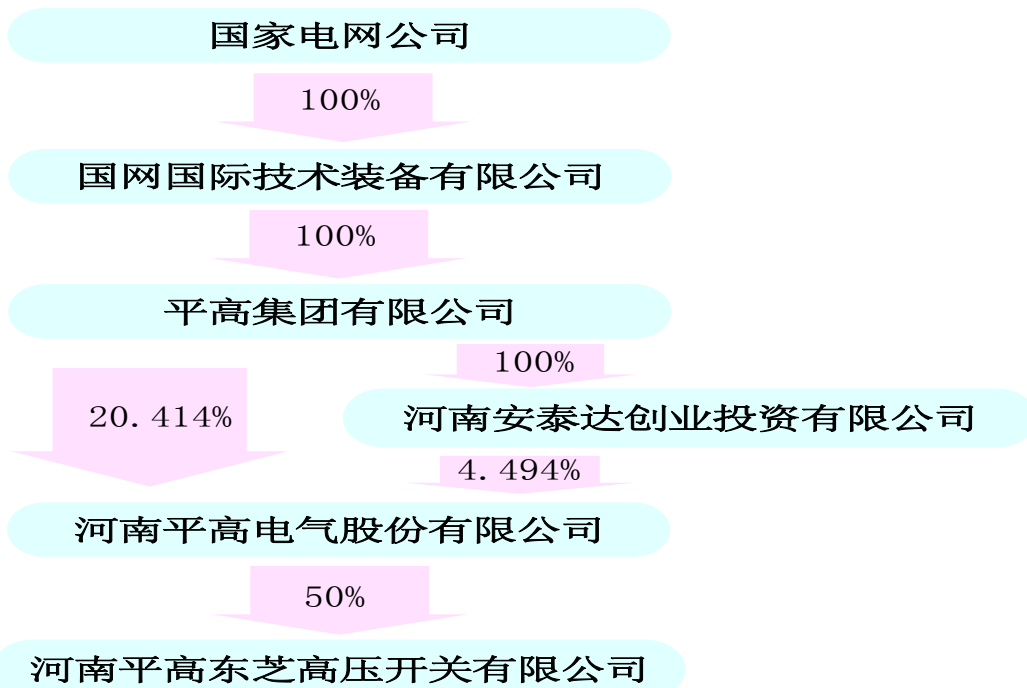
### 三、国网入主国内三大高压开关设备基地之一

河南平高电气股份有限公司是国内高压开关行业的骨干企业，全国三大高压开关设备研发、制造基地之一。平高电气集科研、产品研发、设备制造、销售和服务于一体，是我国高压、超高压、特高压开关及电站成套设备的研发和制造基地。公司主要产品有 72.5~1100KV SF6 气体绝缘封闭组合电器（GIS）、72.5~1100KV 敞开式 SF6 断路器、72.5KV~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。另外，公司持股 50% 的合营公司河南平高东芝高压开关有限公司是平高电气与日本国株式会社东芝合资组建的世界一流的封闭式组合电器生产企业。

2009 年，公司本部实现营业收入 23.41 亿元，平高东芝实现营业收入 19.26 亿元；在 2009 年国家电网高压开关集中招标中，按数量，平高电气本部在 GIS、断路器和隔离开关方面的市场份额分别为：18.70%、6.57% 和 10.22%，平高东芝在 GIS 市场的份额为 5.69%。

平高电气的控股股东为平高集团，直接持有公司 20.414% 的股权，通过其全资子公司河南安泰达创业投资有限公司间接持有公司 4.494% 股权，合计持有公司 24.909% 股权，为公司单一最大股东。在 2010 年 4 月 1 日之前，平顶山市国有资产管理委员会持有平高集团 100% 股权，为公司实际控制人。2009 年 7 月 17 日，平顶山市国有资产管理委员会与国网国际技术装备有限公司签署了《关于划转平高集团有限公司 100% 股权之国有产权无偿划转协议》平顶山国资委将其所持平高集团 100% 股权无偿划转给国网装备公司。2010 年 2 月 11 日，国家电网公司收到国务院国资委《关于平高集团有限公司国有产权无偿划转有关问题的批复》，同意上述国有产权无偿划转。2010 年 4 月 1 日，上述相关工商变更手续已经完成，平高集团股东由“平顶山国资委”变更为“国网装备公司”，实际控制人为国家电网公司。

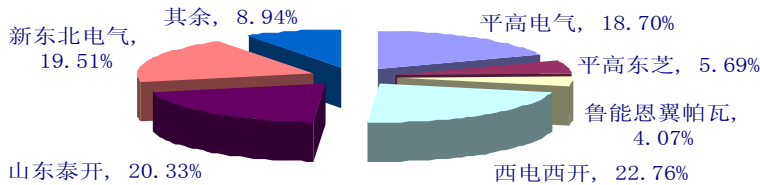
图 1：平高电气股权控制结构



资料来源：公司报告，中国银河证券研究所

图 2: 2009 年国网集中招标 GIS 市场分布 (按数量)

2009年国网集中招标GIS市场分布 (按数量)



资料来源: 国家电网网站, 中国银河证券研究所

## 四、行业呈现高壁垒高利润, 外资品牌占据高端

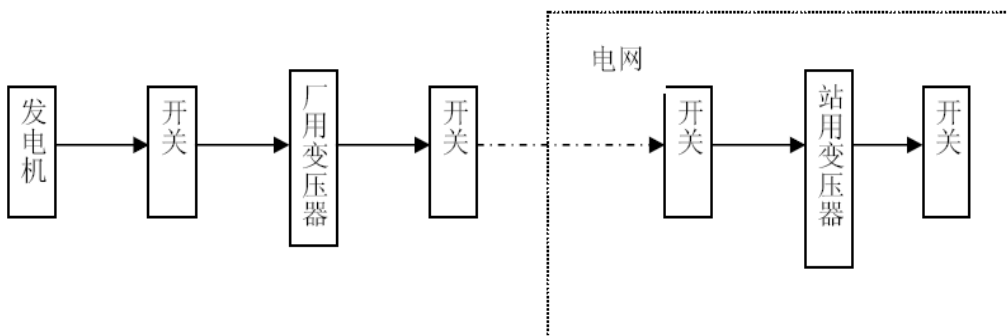
开关主要用来关合与开断正常电路和故障电路, 或用来隔离电源、实现安全接地的电器设备, 对电路起到控制和保护作用。开关根据电压等级可分为低压、中压和高压设备, 具体的划分业界并不统一, 一般把 3KV 以下的电压等级称为低压开关, 3KV (包括 3KV) 至 72.5KV 电压等级称为中压开关, 72.5KV 及以上电压等级称为高压开关, 平高电气的产品分布在高压开关领域。

在开关领域, 电压等级越高, 产品的技术、资金和资质壁垒越高, 相应竞争程度降低, 利润率越高。在低压和中压开关领域, 由于壁垒较低, 竞争激烈, 行业参与主体以民营企业为主, 普遍企业规模不大, 行业的利润率较低; 在高压领域, 由于存在较高行业壁垒, 竞争程度低, 存在一些规模较大的企业, 行业的利润率较高, 目前也是各路资金进入的重点。由于平高电气的产品集中在高压领域, 我们以下的分析主要针对高压开关。

### 高压开关市场规模达到 480 亿元

高压开关主要用于电力系统发电、输变电和配电的各个环节, 是电力系统用量最多的电力设备, 发电机所发电力出厂后凡是经过主设备的地方前后至少要用一组高压开关, 详细应用见图 3。根据有关数据分析, 高压开关在电网投资中占 16%, 按照近些年电网投资约每年 3000 亿元的规模, 我国高压开关市场规模约 480 亿元。

图 3: 高压开关在电力系统中的应用



资料来源: 中国银河证券研究所整理

## GIS 成为发展的重要趋势

高压开关设备主要包括隔离开关、断路器、接地开关及跟其配套电流互感器、避雷器等。上世纪 80 年代以后，随着国际范围内制造工艺的改善，将隔离开关、断路器、接地开关、电流互感器等产品组合在一起制造成封闭式组合电器(GIS)。GIS 产品由于具有高电压、大容量、小型化的特点，在目前的高压开关设备上得到广泛应用，成为高压开关发展方向之一。

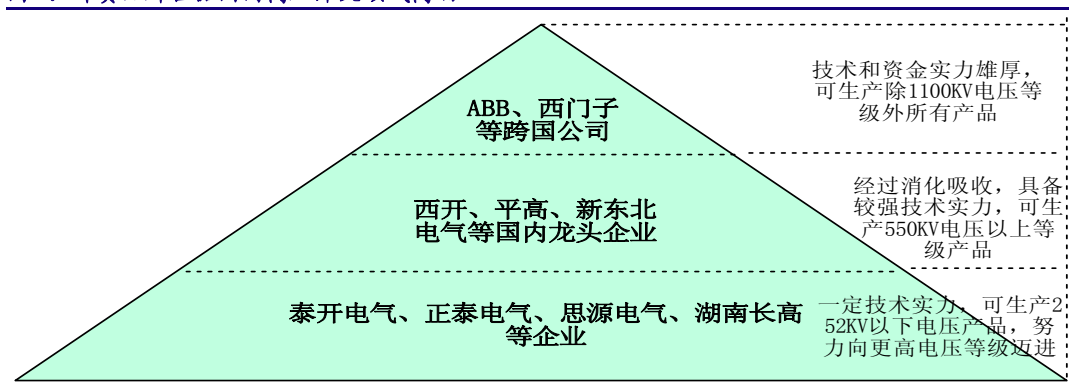
## 行业呈现高壁垒高利润，外资品牌占据高端

在高压开关领域，根据不同电压等级又分为高压、超高压和特高压，把 72.5KV~252KV 电压等级称为高压，363KV~800KV 称为超高压，把 ±800KV 直流和 1100KV 交流及以上称为特高压。由于高压开关的性能和质量关系到整个电力系统的安全和稳定，相应对其生产、研究主体的技术、资金和资质要求也很高，整体上高压开关领域呈现高壁垒高利润状态。同整个开关领域的竞争态势一样，在高压开关领域，电压等级越高，技术、资金和资质壁垒越高，竞争程度越低，利润越丰厚。

在高压领域，特别是超高压领域，国内企业同外资品牌仍有一定差距，这种差距主要体现在原材料的研究应用，关键零部件的制造水平和现场工艺技术水平等方面，由此带来产品性能和可靠性的差距。

目前国内高压开关领域呈现三个梯队：以 ABB、西门子等外资品牌为代表的合资企业依据资金、技术和品牌优势占据了市场的高端；国内传统优势企业如西电西开、平高电气和新东北电气高压开关处于第二梯队，他们经过消化吸收国外技术，已经具备较强的实力，可以生产 550KV 以上的产品，是 1100KV 等特高压产品国产化的主力；数量众多的国有和民营企业，已经可以生产 252KV 及以下电压等级开关产品，具备一定技术实力，正在向更高电压等级迈进。

图 4：外资品牌占据国内高压开关领域高端

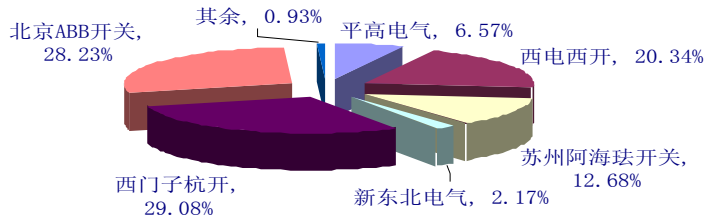


资料来源：中国银河证券研究所

从国网 2009 年集中招标(以 220KV 及以上产品为主)的市场分布看：在壁垒较高的断路器市场，前六名的市场集中度达到 99%以上，基本上是一个垄断市场，外资品牌占据约 70% 的市场份额，说明目前这些领域仍是外资品牌天下；在技术壁垒相对较低的隔离开关领域，前八名的市场集中度为 96.8%，也是比较高的，国内品牌占据优势。

图 5: 断路器市场是外资企业唱主角

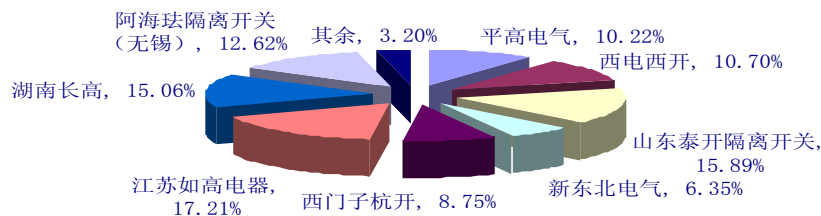
2009年国网集中招标断路器市场分布（按数量）



资料来源: 国家电网网站, 中国银河证券研究所

图 6: 国内企业在技术壁垒较低的隔离开关占据优势

2009年国网集中招标隔离开关市场分布（按数量）



资料来源: 国家电网网站, 中国银河证券研究所

## 五、平高电气未来机遇和挑战并存

### 平高电气将受益于特高压建设

未来, 国内电网投资增长将趋缓, 电网投资重在结构调整, 特高压将是电网投资重点之一, 作为国内主要的特高压和超高压开关设备提供商, 平高电气受益于特高压建设。

2009年, 整体电网投资规模为3847亿元, 同比增长32.89%, 比2008年加快了15.7个百分点。其中国家电网投资规模约2932亿元, 增长16.35%; 南方电网投资规模915亿元, 同比增长86.73%。2010年, 我们预计两家电网公司的投资规模都会有所下降, 其中国家电网预计为2400亿元, 南方电网投资规模预计为900亿元。1月14日, 国家电网在2010年工作会议上公布了2010年投资规模仅为2274亿元, 甚至比我们预计的还要低。

截至2009年底, 我国电力总装机达到约8.7亿千瓦, 各省和地区主干网基本形成, 发电端和用电端电网接入基本不存在障碍, 可以说我国电力短缺问题基本解决。我国电网投资从2004年开始经过六年的快速增长, 至2009年达到3847亿元, 已经处于比较高的水平; 经过前期的大规模投资, 电力的送出和传输问题基本解决, 未来电网投资增速将趋缓。



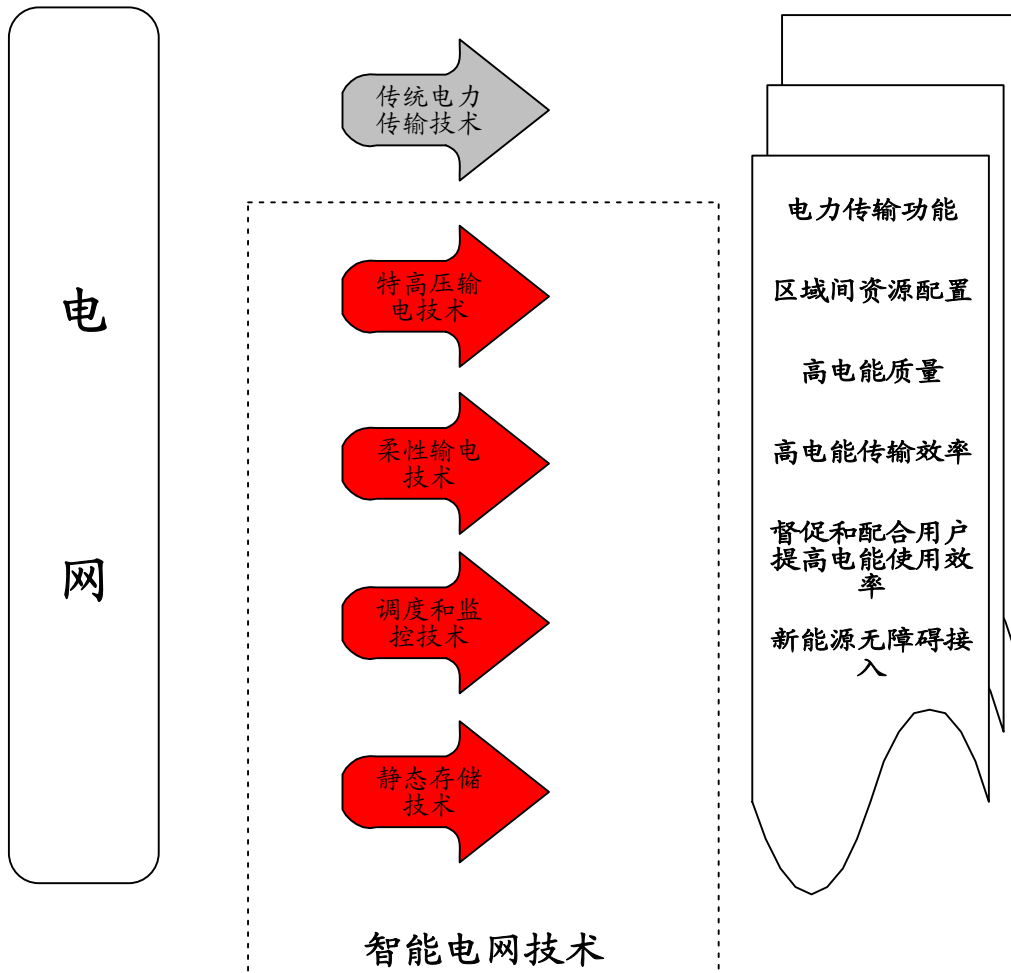
但是，电网作为电力传输的载体，承担的不仅仅是电力输送任务，电网还有很多其他的功能需要承担：比如地区间能源配置功能，满足用户更高电能质量的要求，自身传输效率提升，督促和配合用户能源利用效率的提升，电力系统可持续发展——新能源无障碍接入等等。

因此，我们认为在电网完成基本电力传输任务后，适应电网未来发展需要，电网投资的重点将转向增强电网需要承担的以上我们提到的其他功能。目前国家电网提出建设“统一坚强智能电网”正是积极适应未来电网发展的需要，主动调整投资结构，迎接挑战。

综上所述，未来电网投资重在结构调整，以下领域将是发展重点：提高资源区域间配置能力的特高压技术和设备，提高电能质量和输送效率的柔性输电技术和设备，提高新能源承载能力和电能使用效率的调度、监控技术，静态存储技术等等。

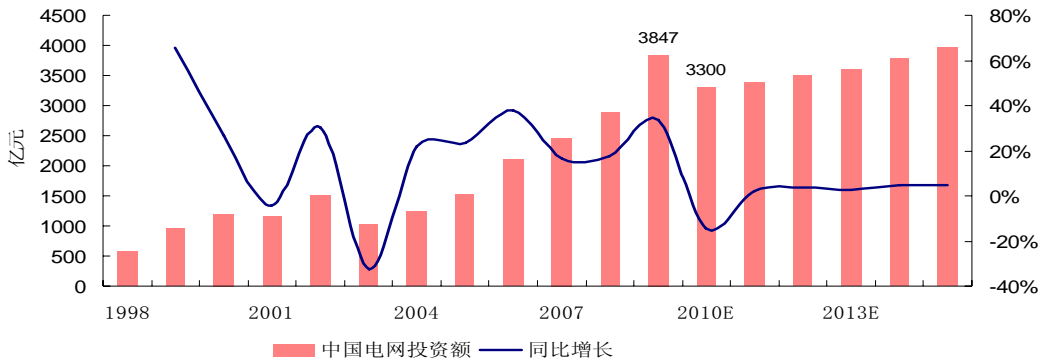
随着电网投资增长趋缓，整体上未来国内高压开关行业的增长也将趋缓，但是由于特高压输电是发展重点，特高压和超高压开关的增长将快于行业整体增速。相对来说，平高电气是特高压开关设备三大厂商之一，超高压领域也具备一定的优势，将受益于特高压的建设。

图 7：智能电网技术和设备是未来电网投资重点



资料来源：中国银河证券研究所

图 8: 预计未来电网投资增长趋缓



资料来源: 中国银河证券研究所

## 平高电气还将受益于国家对自主品牌的扶持

目前,我国一些中高端高压开关市场仍主要为外资品牌所占据,如2009年国网集中招标的断路器外资品牌占据70%的市场份额。形成这种局面的原因很复杂,有国产品牌的质量和可靠性问题,也有部分招标主体盲目崇洋的原因,但是主要还是国内品牌产品质量不过硬,可靠性不高造成的。未来,随着国内品牌质量控制水平提升,产品可靠性提高,在国家对自主品牌产品的扶持下,国产品牌的市场份额有望进一步提升,国产品牌增长将快于行业平均水平。

近些年,国家对自主品牌的扶持力度很大,特别是在特高压和GIS产品方面:特高压设备目前主要为国内品牌研制,GIS产品国内品牌占据了主导,相信在国家扶持和国内企业努力下,未来在整个高压开关领域,国内品牌将占据市场主导。平高电气也将受益于国家对自主品牌的扶持。

## 期待国网入主后对公司经营管理和技术的提升

尽管充满争议,但是国家电网公司最终通过国网国际技术装备公司相对控股了平高电气,我们期待国网入主后对公司经营管理和技术方面的提升。

### ● 技术方面跟国网相关部门沟通和交流会更加顺畅

由于进入了国网系统,相对以前在系统外,平高电气跟国网相关部门的沟通会更加顺畅,对国网在技术、标准和政策方面进展的理解都更加到位,这对公司未来进行有针对性的研发和推出适合国网需要的产品更加有利。

### ● 在经营管理方面的提升值得期待

相对同行,平高电气(本部)近些年的经营状况不太理想,没有出现市场期待中的经营提升,财务上反映的情况是:毛利率偏低,费用偏高,整体盈利水平很低。

我们期待在国网入主后,公司能够在经营管理方面有所提升:在国内市场方面,在巩固GIS和隔离开关市场份额同时,提高公司在断路器市场的份额;在国际市场方面,借助国网出海,开拓国际市场;在经营效率方面,切实控制费用和成本,提升本部的盈利水平。

**表 5: 相对同行, 公司经营效率较低**

项 目	平高电气 (本部)	中国西电 (开关部分)	思源电气 (开关部分)
收入 (万元)	234047	516949	60660
净利润 (万元)	1434	36051	10096
毛利率	20.21%	26.73%	45.74

资料来源: 公司公告

**表 6: 在国网招标中国内三大开关厂的市场份额**

企业	GIS		断路器		隔离开关	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
中国西电	12.14%	22.76%	14.49%	20.34%	11.26%	10.70%
新东北电气	32.04%	19.51%	6.32%	2.17%	13.80%	6.35%
平高电气	19.42%	19.70%	16.55%	6.57%	8.10%	10.22%

资料来源: 国家电网网站

### ● 短期不对国网资金和资产注入有过高期望

对于平高电气来说, 目前最紧迫的是提高经营效率, 而不是扩大产能, 在国内市场增长趋缓, 国际市场目前还不可能大规模启动情况下, 产能的大幅扩张只会加剧国内市场的竞争, 带来行业生存环境的恶化, 因此我们认为国网在资金投入方面会考虑到这些因素, 短期大规模资金投入不太现实。

国网在旗下一次设备的整合方面是一个比较长期的过程, 是否以平高为平台尚无成熟思路, 并且我们认为即使资产注入也是在平高经营效率提升以后的事情。

综合来看, 我们认为短期不对国网资金和资产注入有过高期望。

## 平高电气未来面临同行的激烈竞争

从 2004 年开始, 我国电网投资经历了一个高速增长期, 带来对高压开关的旺盛需求, 市场容量不断增长, 行业较高的壁垒也保证了业内企业的较高盈利水平。近些年, 垂涎于高压开关领域丰厚的利润, 不断有企业进入这个领域, 有民营企业也有部分国有装备制造企业, 拥有技术和资金优势的外资品牌更是把中国作为投入的重点, 在这种情况下, 行业竞争不断加剧, 部分企业已经出现利润率下滑的迹象。

平高电气近些年注重研发, 利用技术优势, 不断开拓更高电压等级如超高压和特高压市场, 在传统断路器和隔离开关增长趋缓同时, 全力占领 GIS 市场。但是, 公司不断向更高电压等级和 GIS 拓展业务同时, 传统优势领域如 110KV、220KV 断路器和隔离开关却不断被行业的后起之秀如山东泰开、江苏如高以及外资品牌蚕食, 因此并没有带来收入和利润的明显增长, 公司技术的优势没有转化为收入和利润的增长。公司如果不能扭转这种局面, 未来发展形势不容乐观。

## 六、公司股价表现的催化剂

### 特高压新的项目招标结果公布

根据国网的规划，将在 2012 年以前完成“两纵两横”的特高压骨干网建设，随着期限的临近，目前仅完成了不到一半，我们预计在今年下半年进行剩余特高压线路设备招标的可能性非常大。根据目前市场份额情况，平高电气预计占据约三分之一，届时招标结果的公布将刺激公司股价。

### 国家电网对旗下电力设备企业整合

未来很长一段时间，国家电网将持续对旗下电力设备产业进行整合，从而不断强化在电力设备领域的研发生产能力和成套能力，国网对旗下电力设备的每一次整合，不管是否涉及平高电气，都会引起市场遐想，带来公司股价的波动。

### 智能电网规划出台

智能电网是未来电网发展的方向，智能电网规划只是由于方案不太成熟迟迟未能公布，我们预计今年下半年公布可能性很大。智能电网的公布将使特高压发展前景更加确定，整体电网投资也会加强，这些都将刺激公司股价。

## 七、主要风险因素

### 特高压建设进度滞后的风险

国家电网公司全力推进特高压电网建设，但是，关于发展特高压电网，在国家层面不同部委之间仍存在分歧，这会造成特高压建设的滞后，从而带来风险。

### 新产品开发风险

高压开关领域技术更新很快，新产品和新技术不断推出，如果公司的新产品开发不能跟上行业技术进步或开发失败，面临产品落伍被淘汰的风险。

### 产品质量风险

高压开关设备关系到电网的安全与稳定运行，一旦出现大的质量事故将产生很大的负面经济和社会影响，电网公司的处罚也会相当严厉，甚至很长时间不能参与新的投标。

表 7: 公司报表和主要财务指标预测表

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	644	1773	1552	1504	1593	营业收入	2620	2340	2625	3051	3512
应收票据	48	32	36	42	48	营业成本	2027	1867	2079	2396	2735
应收账款	1221	1405	1438	1672	1924	营业税金及附加	9	11	13	15	17
预付款项	216	86	65	41	14	销售费用	208	196	210	244	281
其他应收款	42	30	34	40	46	管理费用	182	200	210	244	281
存货	749	506	563	649	741	财务费用	62	56	4	-7	-7
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	17	15	17	20	23
长期股权投资	390	442	442	442	442	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	434	423	519	607	651	投资收益	121	128	139	146	146
在建工程	47	161	138	169	134	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	236	121	231	285	328
无形资产	46	257	11	9	8	营业外收支净额	6	9	11	12	14
长期待摊费用	1	1	0	0	0	税前利润	242	130	241	297	343
资产总计	3931	5189	4798	5175	5601	减: 所得税	34	-11	36	45	51
短期借款	255	421	0	0	0	净利润	208	141	205	252	291
应付票据	408	441	491	566	646	归属于母公司的净利润	207	142	207	255	294
应付账款	815	558	684	788	899	少数股东损益	1	-1	-2	-3	-3
预收款项	389	297	428	581	756	基本每股收益	0.41	0.21	0.30	0.37	0.43
应付职工薪酬	2	1	1	1	1	稀释每股收益	0.41	0.21	0.30	0.37	0.43
应交税费	-7	22	22	22	22	<b>财务指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
其他应付款	10	10	10	10	10	成长性					
其他流动负债	396	500	394	235	63	营收增长率	49.8%	-10.7%	12.2%	16.2%	15.1%
长期借款	170	170	170	170	170	EBIT 增长率	218.5%	-66.5%	74.3%	34.3%	30.6%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	17.8%	-31.5%	45.7%	23.2%	15.3%
负债合计	2442	2430	2210	2384	2580	盈利性					
股东权益合计	1489	2760	2930	3133	3363	销售毛利率	22.6%	20.2%	20.8%	21.5%	22.1%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	销售净利率	7.9%	6.1%	7.9%	8.4%	8.4%
净利润	208	141	205	252	291	ROE	13.9%	5.1%	7.1%	8.1%	8.7%
折旧与摊销	43	61	70	82	92	ROIC	8.70%	2.09%	3.10%	3.90%	4.77%
经营活动现金流	299	155	297	48	96	估值倍数					
投资活动现金流	-148	-31	-59	-54	46	PE	35.3	68.8	47.2	38.3	33.2
融资活动现金流	4	1004	-459	-43	-54	P/S	2.8	4.2	3.7	3.2	2.8
现金净变动	154	1129	-220	-48	88	P/B	4.9	3.5	3.3	3.1	2.9
期初现金余额	429	644	1773	1552	1504	股息收益率	0.8%	0.7%	0.3%	0.5%	0.6%
期末现金余额	584	1773	1552	1504	1593	EV/EBITDA	30.0	68.5	45.8	36.1	28.8

数据来源: 公司报告, 中国银河证券研究所

表 8: 公司 DCF 估值表

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	6481.3	11295.3	15172.8	19815.7	21692.7	23634.2	25381.4	27261.1	29283.8	31460.3	31751.1
所得税	-525.1	1694.3	2275.9	2972.4	3253.9	3545.1	3807.2	4089.2	4392.6	4719.0	4762.7
NOPLAT	16655.0	7006.4	9601.0	12896.9	16843.4	18438.8	20089.0	21574.2	23172.0	24891.2	26741.3
营运资金净变动	51626.1	3874.7	12420.6	-13402.7	-13405.7	-17002.5	-3695.8	-55.7	-116.1	-184.2	-260.7
资本支出	-10293.7	-20000.0	-20000.0	-10000.0	-8000.0	-8000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0
自由现金流	6657.2	9054.4	-12291.6	2592.8	3341.7	18953.8	27581.7	29545.4	31584.7	33358.3	55824.5

WACC	8.1%	Ke	12.05%
永续增长率	3%	Kd	6.50%
终值	17379.2	t	15.00%
企业价值	818489.6	Rf	2.25%
非核心资产价值	146266.9	E(Rm)	11.00%
债务价值	42967.82	Rm - Rf	8.75%
股权价值	775521.8	D/A	4.21%
股本	68247.18	E/A	95.79%
每股价值	11.36	Beta	1.12

		11.36	g				
			2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
WACC	6.64%	13.47	14.62	16.08	18.01	20.68	
	7.14%	12.13	13.02	14.11	15.51	17.36	
	7.64%	11.04	11.74	12.58	13.63	14.97	
	8.14%	10.14	10.70	11.36	12.17	13.18	
	8.64%	9.39	9.84	10.37	11.01	11.78	
	9.14%	8.74	9.12	9.55	10.06	10.67	
	9.64%	8.19	8.50	8.86	9.27	9.76	

数据来源: 中国银河证券研究所

表 9: 电气设备行业相对估值表

行业	公司	代码	评级	货币	股价	总市值	EPS				PE			
					14-May	百万美元	08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E
常规发电设备	东方电气	600875.SH	推荐	CHY	47.04	6902	0.18	1.57	2.50	3.03	267.2	30.0	18.8	15.5
	东方电气	1072.HK	推荐	HKD	51.2	6576	0.18	1.57	2.50	3.03	290.8	32.6	20.5	16.9
	上海电气	601727.SH	中性	CHY	8.34	15277	0.21	0.20	0.21	0.24	39.8	41.7	38.8	34.2
	上海电气	2727.HK	推荐	HKD	3.49	5596	0.21	0.20	0.21	0.24	16.6	17.5	16.2	14.3
	哈动力	1133.HK	-	HKD	5.62	992	0.76	0.47	0.54	0.58	7.4	12.1	10.4	9.7
	阿尔斯通	ALO.FP	-	EUR	41.11	14513	3.91	4.19	3.82	3.70	10.5	9.8	10.8	11.1
	西门子	SIE.GR	-	EUR	74	78689	6.82	4.83	5.75	6.31	10.9	15.3	12.9	11.7
	通用电气	GE.N	-	USD	17.64	188097	1.79	1.00	1.07	1.36	9.9	17.6	16.5	13.0
风力发电设备	中值													
	金风科技	002202.SZ	推荐	CHY	21.89	7181	0.41	0.78	1.00	1.22	53.6	28.1	21.9	17.9
	VESTAS	VWS.DC	-	EUR	41.41	10314	2.37	2.74	2.20	3.02	17.5	15.1	18.8	13.7
	GAMESA	GAM.SM	-	EUR	8.114	2393	1.26	0.53	0.46	0.71	6.4	15.3	17.5	11.4
	NORDEX	NDX1.GR	-	EUR	7.03	577	0.73	0.35	0.40	0.75	9.6	19.9	17.4	9.4
	SUZLON	SUEL.IN	-	INR	65.6	2174	7.10	2.00	2.15	5.00	9.2	32.8	30.5	13.1
	中值													
	平高电气	600312.SH	中性	CHY	14.31	1430	0.30	0.21	0.30	0.37	47.2	68.8	47.2	38.3
输配电设备	国电南瑞	600406.SH	中性	CHY	37.56	1403	0.49	0.98	1.21	1.53	76.4	38.3	31.1	24.6
	特变电工	600089.SH	推荐	CHY	17.46	4596	0.54	0.85	0.93	1.06	32.6	20.5	18.7	16.4
	天威保变	600550.SH	谨慎推荐	CHY	23.49	4018	0.81	0.50	0.76	0.94	29.1	46.8	30.8	25.1
	思源电气	002028.SZ	推荐	CHY	28.45	1832	0.79	2.16	1.00	1.18	36.1	13.2	28.6	24.0
	置信电气	600517.SH	推荐	CHY	17.41	1578	0.34	0.41	0.55	0.68	51.1	42.2	31.6	25.8
	智光电气	002169.SZ	谨慎推荐	CHY	15.44	375	0.16	0.24	0.33	0.43	94.8	65.2	47.2	35.8
	许继电气	000400.SZ	中性	CHY	32.79	1817	0.10	0.61	0.71	0.75	326.4	54.2	45.9	43.8
	正泰电器	601877.SH	推荐	CHY	20.88	3073	0.39	0.52	0.71	0.90	54.1	40.2	29.3	23.2
	国电南自	600268.SH	推荐	CHY	21.21	588	0.43	0.47	0.60	0.79	49.6	45.1	35.5	26.9
	荣信股份	002123.SZ	谨慎推荐	CHY	33.02	1083	0.58	0.83	1.17	1.48	56.8	40.0	28.1	22.3
	中国西电	601179.SH	推荐	CHY	6.81	4345	0.23	0.27	0.35	0.44	29.5	25.7	19.4	15.5
	ABB	ABB	-	USD	18.02	41255	1.34	1.26	1.08	1.42	13.4	14.3	16.7	12.7
	施耐德	SU.FP	-	EUR	80.29	25199	6.86	3.39	5.08	6.46	11.7	23.7	15.8	12.4
	阿海珐	CELP	-	EUR	350.45	15213	25.74	10.55	27.71	17.37	13.6	33.2	12.6	20.2
其他电气设备	中值													
	卧龙电气	600580.SH	谨慎推荐	CHY	17.98	751	0.45	0.69	0.90	1.13	39.7	26.0	19.9	16.0
	泰豪科技	600590.SH	谨慎推荐	CHY	16.27	904	0.24	0.36	0.50	0.60	67.5	44.7	32.5	27.1
	金自天正	600560.SH	中性	CHY	16.15	235	0.39	0.45	0.40	-	41.4	35.9	40.4	-

数据来源: 中国银河证券研究所

## 分析师简介

### 沈文春

银河证券研究所电气设备行业分析师。

金融学硕士，机械制造行业六年的从业经验，电气设备行业和机械制造行业 5 年行业和公司研究经历。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908