

# 特高压中标仅仅是开始

**评级: 买入-B**

上次评级: 买入-B

**目标价格: 21.00 元**

期限: 12 个月 上次预测: 18.00 元

现价: 15.59 元

**报告日期: 2010-11-28**
**报告关键点:**

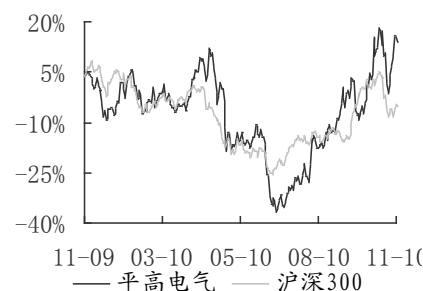
- 中标特高压扩建工程仅仅是开始, 期待后续特高压工程中标和资产整合
- 假定后续特高压如期建设, 我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.03元、0.38元、0.7元, 目标价位上调到21元。维持“买入-B”投资评级

**报告摘要:**

- 平高电气发布公告, 中标1000KV 晋东南-南阳-荆门特高压交流试验示范工程扩建工程晋东南变电站1100KV GIS 3 个间隔。我们对此进行点评:
- 预计中标GIS金额最高:** 本次扩建工程扩建GIS间隔9个, 平高电气中标3个, 从数量上占1/3, 预计西开和沈开各中标3个, 由于晋东南站采用GIS, 南阳和荆门站采用H-GIS, 因此在GIS的中标金额上预计平高电气最高。
- 后续特高压交流工程可以期待:** 锡盟-南京特高压交流线路已经获准开始前期工作, 我们预计明年一季度将进行招标, 考虑内蒙煤电、风电送出, 预计明年还会有线路获得批准。根据我们前期的报告《特高压, 大范围能源调配的磐石》(2010-10-10), 如果国网规划的特高压交流“三纵三横一环网”都如期建设, 平高电气预计可以获得80亿元的GIS订单。由于平高电气的收入规模较小, 特高压交流工程对业绩的弹性是最大的。
- 预计一次设备毛利率明年三季度回升:** 近期国网公司的招标规则开始变化, 招标价格开始回升, 根据交货时间预计明年一次设备毛利率上半年最低, 三季度将回升。国网明年将试点工程总包方式, 我们预计总包方式招标的工程设备价格将高于单独设备招标的价格, 国网国际公司继承了原中电技的工程总包资格, 作为关联公司平高电气将受益。
- 盈利预测与公司评级:** 假定后续特高压如期建设, 我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.03元、0.38元、0.7元, 目标价位上调到21元。维持“买入-B”投资评级。
- 风险提示:** 如后续特高压交流工程不能如期建设, 平高电气业绩将不达预期。市场预期平高电气将成为国网公司高压一次设备资产整合平台, 如果不能实现则公司的市盈率将显著降低。

**市场数据**

总市值(百万元)	12,767.68
流通市值(百万元)	12,767.68
总股本(百万股)	818.97
流通股本(百万股)	818.97
12 个月最高/最低	8.35/19.00 元
十大流通股东(%)	38.55%
股东户数	49,517

**12 个月股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.24	26.08	18.82
绝对收益	8.27	37.84	13.27

**研究员**

**黄守宏** 高级行业分析师  
010-66581627 huangsh@essence.com.cn  
证书编号 S1450210030003

**汲亚飞** 行业分析师  
010-66581629 jiyf@essence.com.cn

**财务和估值数据摘要**

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,620.2	2,340.5	1,794.3	3,671.0	5,644.9
Growth(%)	49.8%	-10.7%	-23.3%	104.6%	53.8%
净利润	207.3	142.0	20.0	260.3	475.6
Growth(%)	17.8%	-31.5%	-85.9%	1199.4%	82.7%
毛利率(%)	22.6%	20.2%	19.9%	22.3%	23.3%
净利润率(%)	7.9%	6.1%	1.1%	7.1%	8.4%
每股收益(元)	0.25	0.17	0.03	0.38	0.70
每股净资产(元)	1.82	3.37	4.07	4.37	4.93
市盈率	61.6	89.9	531.2	40.9	22.4
市净率	8.6	4.6	3.8	3.6	3.2
净资产收益率(%)	14.0%	5.1%	0.7%	8.7%	14.1%
ROIC(%)	17.7%	15.6%	2.9%	17.4%	20.6%
EV/EBITDA	22.9	40.7	138.1	27.1	16.9
股息收益率	0.3%	0.4%	0.0%	0.5%	0.9%

**前期研究成果**

平高电气: 短期业绩下降, 前途光明  
2009-07-28

平高电气: 交货延期, 平高东芝利润大幅度增长  
2009-04-21

平高电气: 受益特高压, 明年收入达 50 亿元  
2009-04-17

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-11-28
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>2,620.2</b>	<b>2,340.5</b>	<b>1,794.3</b>	<b>3,671.0</b>	<b>5,644.9</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	2,027.2	1,867.5	1,437.7	2,853.9	4,332.1	营业收入增长率	49.8%	-10.7%	-23.3%	104.6%	53.8%
营业税费	8.6	11.4	3.6	7.3	11.3	营业利润增长率	59.1%	-48.7%	-102.4%	-10028.0%	84.9%
销售费用	208.3	196.4	161.5	194.6	299.2	净利润增长率	17.8%	-31.5%	-85.9%	1199.4%	82.7%
管理费用	182.5	200.4	179.4	330.4	508.0	EBITDA 增长率	58.9%	-31.3%	-70.4%	441.0%	68.3%
财务费用	61.7	56.1	25.0	24.1	26.8	EBIT 增长率	68.3%	-40.5%	-87.5%	1324.9%	79.2%
资产减值损失	17.0	15.5	10.1	10.5	11.1	NOPLAT 增长率	32.5%	-27.1%	-76.5%	507.0%	77.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-16.9%	24.2%	2.5%	49.9%	36.6%
投资和汇兑收益	121.0	127.7	20.0	40.0	80.0	净资产增长率	14.8%	85.4%	0.6%	7.5%	12.8%
<b>营业利润</b>	<b>235.9</b>	<b>120.9</b>	<b>-2.9</b>	<b>290.2</b>	<b>536.5</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	6.4	9.4	22.0	9.0	9.0	毛利率	22.6%	20.2%	19.9%	22.3%	23.3%
<b>利润总额</b>	<b>242.3</b>	<b>130.3</b>	<b>19.1</b>	<b>299.2</b>	<b>545.5</b>	营业利润率	9.0%	5.2%	-0.2%	7.9%	9.5%
减: 所得税	33.8	-10.6	-1.0	38.9	69.8	净利润率	7.9%	6.1%	1.1%	7.1%	8.4%
<b>净利润</b>	<b>207.3</b>	<b>142.0</b>	<b>20.0</b>	<b>260.3</b>	<b>475.6</b>	EBITDA/营业收入	12.9%	9.9%	3.8%	10.1%	11.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	11.4%	7.6%	1.2%	8.6%	10.0%
货币资金	643.7	1,772.7	2,126.8	1,848.3	1,837.4	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	48	66	114	75	53
应收帐款	1,262.9	1,435.8	997.7	2,041.2	3,138.7	流动营业资本周转天数	72	38	33	46	81
应收票据	48.3	32.0	24.6	50.3	77.3	流动资产周转天数	360	520	746	399	331
预付帐款	216.3	86.2	57.4	0.3	-86.3	应收帐款周转天数	160	202	240	147	163
存货	749.2	505.7	393.9	586.4	890.2	存货周转天数	89	97	90	48	47
其他流动资产	0.0	3.4	3.4	3.4	3.4	总资产周转天数	483	701	1,034	551	433
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	192	218	320	198	183
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	389.6	442.3	412.3	412.3	412.3	ROE	14.0%	5.1%	0.7%	8.7%	14.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.3%	2.7%	0.4%	4.3%	6.4%
固定资产	433.8	422.8	709.4	827.9	849.3	ROIC	17.7%	15.6%	2.9%	17.4%	20.6%
在建工程	47.4	161.3	72.3	34.5	16.9	<b>费用率</b>					
无形资产	46.4	257.1	252.3	247.7	243.2	销售费用率	7.9%	8.4%	9.0%	5.3%	5.3%
其他非流动资产	22.8	33.3	32.0	32.0	32.0	管理费用率	7.0%	8.6%	10.0%	9.0%	9.0%
<b>资产总额</b>	<b>3,930.9</b>	<b>5,189.2</b>	<b>5,122.0</b>	<b>6,124.3</b>	<b>7,454.3</b>	财务费用率	2.4%	2.4%	1.4%	0.7%	0.5%
短期债务	255.0	420.9	350.0	200.0	200.0	三费/营业收入	17.3%	19.4%	20.4%	15.0%	14.8%
应付帐款	824.5	567.9	716.9	1,423.1	2,160.1	<b>偿债能力</b>					
应付票据	408.4	441.4	315.1	625.5	949.5	资产负债率	62.1%	46.8%	45.8%	51.3%	54.9%
其他流动负债	383.6	320.2	284.8	212.3	100.8	负债权益比	164.0%	88.0%	84.5%	105.2%	121.6%
长期借款	170.0	170.0	170.0	170.0	170.0	流动比率	1.29	1.70	1.66	1.53	1.50
其他非流动负债	4.7	4.0	4.3	4.3	4.3	速动比率	0.96	1.48	1.48	1.33	1.27
<b>负债总额</b>	<b>2,442.1</b>	<b>2,429.6</b>	<b>2,346.3</b>	<b>3,140.4</b>	<b>4,089.9</b>	利息保障倍数	4.83	3.15	0.88	13.05	21.04
<b>少数股东权益</b>	<b>8.2</b>	<b>7.1</b>	<b>7.1</b>	<b>7.1</b>	<b>7.1</b>	<b>分红指标</b>					
股本	511.2	682.5	682.5	682.5	682.5	DPS(元)	0.04	0.06	0.01	0.08	0.14
留存收益	969.4	2,070.1	2,086.1	2,294.3	2,674.9	分红比率	17.6%	36.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,488.9</b>	<b>2,759.6</b>	<b>2,775.6</b>	<b>2,983.9</b>	<b>3,364.4</b>	股息收益率	0.3%	0.4%	0.0%	0.5%	0.9%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	208.5	140.9	20.0	260.3	475.6	EPS(元)	0.25	0.17	0.03	0.38	0.70
加: 折旧和摊销	42.9	63.5	46.6	57.3	62.1	BVPS(元)	1.82	3.37	4.07	4.37	4.93
资产减值准备	17.0	15.5	10.1	10.5	11.1	PE(X)	61.6	89.9	531.2	40.9	22.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.6	4.6	3.8	3.6	3.2
财务费用	63.2	53.3	25.0	24.1	26.8	P/FCF	55.7	15,765.0	-117.1	-15.3	-26.0
投资收益	-121.0	-127.7	-20.0	-40.0	-80.0	P/S	4.9	5.5	5.9	2.9	1.9
少数股东损益	1.1	-1.1	-	-	-	EV/EBITDA	22.9	40.7	138.1	27.1	16.9
营运资金的变动	451.9	-62.3	566.0	-271.1	-403.3	CAGR(%)	7.7%	50.0%	213.7%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>298.9</b>	<b>-27.9</b>	<b>647.7</b>	<b>41.1</b>	<b>92.4</b>	PEG	8.0	1.8	2.5	-0.4	-0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-148.4</b>	<b>-566.0</b>	<b>-190.4</b>	<b>-93.4</b>	<b>18.6</b>	ROIC/WACC	1.8	1.6	0.3	1.8	2.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>3.9</b>	<b>1,314.2</b>	<b>-99.9</b>	<b>-226.1</b>	<b>-121.9</b>	REP	3.4	3.8	19.7	2.4	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

黄守宏, 执业证书编号 S1450210030003, 电力设备与新能源行业高级分析师, 华中理工大学工学学士, 北京大学工商管理硕士。高级工程师, 16年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

汲亚飞, 执业证书编号 S1450110040335, 电力设备与新能源行业分析师, 清华大学工学硕士, 3年电力行业工作经验。2010.4 加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险, 未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律焯	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层