

# 等待春天

## ——平高电气（600312）调研快报

2010年12月31日

中性/首次

电力设备

调研快报

周宏宇 电力设备行业研究员  
010-6650 7323

执业证书编号：S1480510120009

E-mail: zhouhy@dxzq.net.cn

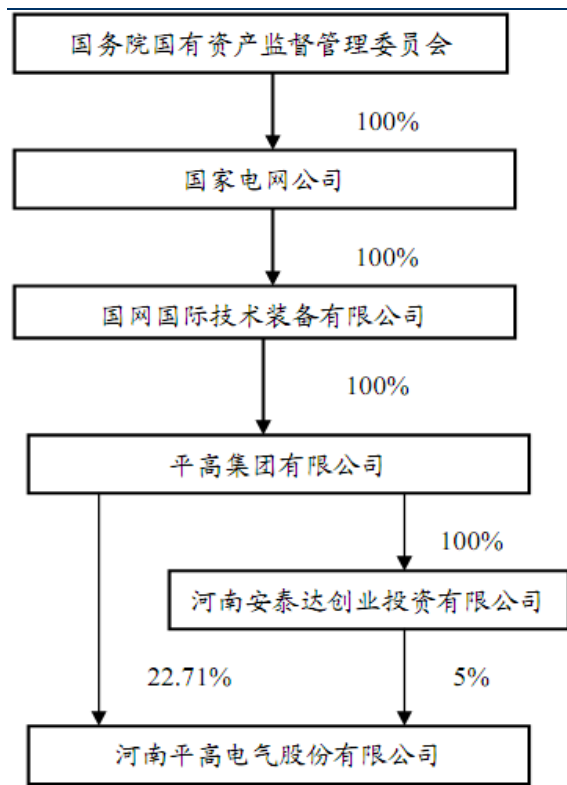
### 事件：

12月29日拜访平高电气（600312）董秘程占彪，就公司的经营情况进行交流并参观公司GIS装配生产线。

问题一：公司实际控制人变更为国网国际装备有限公司（中电装备），对公司未来的发展会带来哪些影响？

中电装备将来准备做中国西电类似的企业，各下属企业专业化分工，包括变压器类、开关类、二次设备、铁塔、电线电缆，相继收购了许继、平高、常州东芝、廊坊东芝等企业，主要面向海外业务。西电成套能力强，海外主要是交钥匙工程。平高海外业务不足，国网主要通过中电装备拿合同，交给下属企业生产。十二五末，要求中电装备及下属企业国际、国内合同各占一半。国家电网相继收购了菲律宾、巴西等国电网的特许经营权，对公司海外业务发展会起到提升作用。

图 1 实际控制人变更后平高电气股权结构



问题二：“十二五”特高压建设启动，会对公司经营业绩的提升起到多大作用？

“十二五”期间，国家电网建设计划总投资 1.7 万亿元，其中，特高压投资 5000 亿元，明显高于“十一五”期间。目前符合开工条件 2 条线路，淮南-上海西，锡盟-南京特高压工程，招标尚未启动。特高压工程开关类产品占总投资的 8-10%。特高压建设会提升公司毛利率水平，取决于国网特高压推进进度。550KV 以上产品毛利率也还行，敞开式开关 110KV 到 500KV 毛利率比较低。500KV GIS 西电，东北电气每年都有 10 多亿的合同，平高 500KV GIS 产品在平高东芝，价格偏高导致中标份额降低。特高压交流第一条线路没有达到设计参数，输送容量，第一条工程首先保证成功，影响运行效率。特高压扩建工程增加旁路开关，提高输送能力。平高中标了 3 台 GIS，其它 2 家为 HGIS，价格与第一次持平。特高压直流项目对公司影响不大，直流换流阀占比较高，直流断路器占比较小，一个站 1 亿多。

问题三：公司定向增发项目进展情况，何时可以全部达产？

增发项目年底建设期结束，开关已经搬入，明年开始释放一部分产能，达产主要看合同情况。

问题四：目前，GIS 占开关类产品市场份额的比例大概是多少，未来发展趋势，价格走势和毛利率情况？

GIS 目前占开关类产品比重 70%左右，未来还会提高。09 年到现在，11 万 GIS 价格下降了 40%，22 万 GIS 价格也下降了 30%多。交货周期：从 3 个月到 1 年不等。

问题五：特高压产品的国产化率情况，需要进口的原材料和零部件主要有哪些？

目前特高压开关产品国产化率都在 70%以上，需要进口的零部件包括：瓷套（NGK），绝缘件、操作机构、液压机构（东芝）。

问题六：国家电网和南方电网公司招标模式及对公司利润空间的影响？

国家电网 2010 年第四批招标模式变更（由原来的最低价中标改为平均价以下中标），原来的低价中标模式导致毛利率持续下滑，招标模式变更后会对产品毛利率回升起到一定的作用，但预计上升空间不大。南方电网最近也开始统一招标（原来为南方电网 5 省分别招标），价格方面比国网好一些。

结论：

- 公司实际控制人变更为国网国际装备有限公司 (中电装备) 后, 对公司海外业务发展会起到提升作用, 一是, 中电装备的成套能力明显提升, 有利于承接海外交钥匙工程; 二是, 国家电网海外扩张步伐加快, 相继获得了菲律宾国家输电网 25 年特许经营权、巴西 3000 公里输电线路 30 年特许经营权, 对中电装备承接海外业务提供了空间。
- “十二五” 期间, 特高压建设总投资高达 5000 亿元, 按开关类产品占总投资的 8-10% 测算, 未来 5 年特高压开关设备市场容量约为 400-500 亿元, 年均 80-100 亿元, 鉴于该市场为典型的寡头垄断格局, 平高电气、中国西电、新东北电气三家企业平均每年可以分到 30 亿元左右的市场份额, 对公司业绩会有比较明显的提升作用。

### 盈利预测与投资建议:

预测 2010-2012 年每股收益分别为: 0.08、0.17、0.23 元, 分别对应 170 倍、76 倍、56 倍 PE, 给予“中性”评级。

**表 1 关键预测指标**

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	2,620	2,340	1,477	2,216	2,659
主营收入增长率	50%	-11%	-37%	50%	20%
净利润 (百万元)	207	142	63	141	192
净利润增长率	18%	-31%	-56%	123%	37%
ROE	14%	5%	2%	5%	6%
EPS (元)	0.41	0.23	0.08	0.17	0.23
P/E	32	57	170	76	56
P/B	4.5	3.2	3.7	3.6	3.5

### 分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士, 清华大学工商管理硕士, 多年电力行业工作经验。2008 年加盟东兴证券研究所, 从事电力及电力设备行业研究。

### 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, 本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

表 2 预测财务报表

利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,620	2,340	1,477	2,216	2,659
营业成本	2,027	1,867	1,196	1,770	2,097
营业费用	208	196	118	177	213
管理费用	182	200	118	177	213
财务费用	62	56	10	2	4
投资收益	121	128	40	80	100
营业利润	236	121	52	143	204
利润总额	242	130	74	165	226
所得税	34	(11)	11	25	34
净利润	208	141	63	141	192
归属母公司所有者的净利润	207	142	63	141	192
NOPLAT	256	191	53	124	177
资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	644	1,773	1,150	821	773
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,221	1,405	809	1,214	1,457
预付款项	216	86	86	86	86
存货	749	506	328	485	575
流动资产合计	2,920	3,836	2,412	2,665	2,961
非流动资产	1,010	1,353	1,588	1,688	1,649
资产总计	3,931	5,189	4,000	4,353	4,611
短期借款	255	421	0	0	0
应付帐款	815	558	328	485	575
预收款项	389	297	297	297	297
流动负债合计	2,267	2,256	898	1,181	1,343
非流动负债	175	174	174	174	174
少数股东权益	8	7	7	7	7
母公司股东权益	1,481	2,753	2,921	2,991	3,087
净营运资本	653	1,580	1,514	1,484	1,619
投入资本 IC	770	1,078	1,448	1,847	2,491
现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	208	141	63	141	192
折旧摊销	43	63	0	129	139
净营运资金增加	103	927	(66)	(30)	135
经营活动产生现金流	299	(28)	21	(92)	67
投资活动产生现金流	(148)	(566)	(313)	(165)	(15)
融资活动产生现金流	4	1,314	(331)	(72)	(100)
现金净增 (减)	154	720	(623)	(329)	(48)

## 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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深300指数为基准指数。