

分析师: 符彩霞  
执业证书编号: A0220200010018  
Tel: 010-59355924  
Email: fucx@chinans.com.cn  
地址: 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



# 平高电气(600312.SH)

翘首以盼特高压

## 投资要点

● **国网十二五特高压建设投资5000亿元。**由于国内对特高压交流建设存在较大分歧,使特高压交流一度陷入停滞,这种状况从2010年7月后出现转机。国网公司最新公布的十二五规划计划特高压建设投资5000亿元,预计将带动高压开关需求600亿元左右。

● **平高电气有望获得1/3左右的特高压交流GIS市场份额。**公司在晋东南—荆门试验线中获得2个间隔的GIS,市场占有率在1/3左右。公司已中标晋东南—荆门扩建线的3个间隔,金额超过3亿元。明年可能招标的锡盟—南京线预计公司至少可中标15个间隔,金额大约将超过15亿。公司特高压项目2011年全部投产,按照特高压GIS生产周期及预计交付情况,我们估计公司2011年可能确认10个亿的特高压收入。未来5年每年平均有望获得20亿元以上的特高压订单。

● **国网后续可能整合旗下一次设备业务。**国网公司入主平高集团,后续可能以平高电气作为平台,整合旗下一次设备业务,平高电气也有望借助国网平台实现出口业务增长。

● **传统业务有所好转。**2010年受国网招标价格下滑影响,本部和东芝传统业务盈利微薄,预计未来情况将有所好转。

● **估值与评级。**结合相对估值法与绝对估值法,我们认为公司未来12个月的合理估值为12.0元—15.12元,给予谨慎推荐评级。风险在于一是国内特高压交流建设不如预期;二是国网旗下资产整合存在不确定性。

## 机械设备

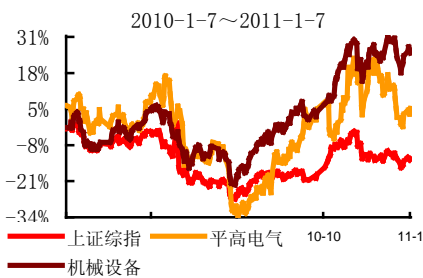
### 投资评级

本次评级:	谨慎推荐
跟踪评级:	未评级
目标价格:	15.12

## 市场数据

市价(元)	13.91
上市的流通A股(亿股)	8.19
总股本(亿股)	8.19
52周股价最高最低(元)	8.35-19.0
上证指数/深证成指	2838.80/12599.66
2010年股息率	0.68%

## 52周相对市场表现



## 相关研究

《平高电气09年中报点评:期待下半年订单恢复》 2010-01-07  
《特高压系列研究一:1000kV交流线路投资机会》,2009年6月26日。

## 公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2340.47	1989	2984	3730
增长率(%)	-10.67	-15	50	25
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	142.05	-18	136	284
增长率(%)	-31.49	-112.94	846.87	108.67
毛利率(%)	20.21	20	24.16	26.03
净资产收益率(%)	5.16	-0.68	4.89	9.26
EPS(元)	0.23	-0.03	0.2	0.42
P/E(倍)	80.20			
P/B(倍)	0.00			

来源:公司年报、民族证券

## 正文目录

一、公司将显著受益于特高压建设 .....	3
1、特高压交流建设正在破冰前行 .....	3
2、国网十二五特高压建设投资 5000 亿元.....	3
3、平高电气有望获得 1/3 左右的特高压交流 GIS 市场份额 .....	4
4、十二五公司每年有望获得 20 亿元以上的特高压订单.....	4
二、国网公司下一步可能整合旗下一次设备业务.....	4
三、传统业务有所恢复 .....	5
四、公司盈利预测 .....	5
五、公司估值与投资评级 .....	5
六、公司风险因素 .....	6
附录：财务预测表 .....	7

## 图表目录

表 1：十二五期间国内特高压线路建设相关设备需求.....	3
表 2：晋东南—南阳—荆门 1000kV 交流线路主要企业订单情况.....	4
表 3：公司盈利预测表 .....	5
表 4：公司自由现金流预测 .....	6
附录：财务预测表 .....	7

平高电气的看点主要在三个方面：一是国内特高压交流建设的全面铺开，二是国网公司对旗下一次设备业务的整合，三是传统业务的恢复。

## 一、公司将显著受益于特高压建设

### 1、特高压交流建设正在破冰前行

2008 年国网公司开工建设了 1000kV 晋东南—南阳—荆门特高压交流试验示范工程，该线路输电容量为 640 万千瓦，输电距离 645 公里，总投资 60.9 亿元。目前该示范线路已经竣工投产。

在建设晋东南—荆门这条特高压交流线路的同时，国网公司提出了未来特高压建设规划，原计划 2009 年开工建设淮南—上海、锡盟—上海、陕北—长沙 3 条特高压交流输电工程，在 2009 年—2010 年间，完成特高压交流建设投资 570 亿元，到 2010 年末，形成“两纵两横”的特高压骨干电网。

2008 年 1 月，国网公司《关于转变电网发展方式、加快电网建设的意见》中提到，到 2020 年，建成特高压交流变电站 53 座，变电容量 3.36 亿 kVA，线路长度 4.45 万公里，总投资 2560 亿元。而之前的规划是，2020 年建交流变电站（包括开关站）45 座，交流输电线路 3.15 万公里。

2009 年 5 月 22 日，《中国证券报》报道，在 21 日召开的特高压国际大会上，国家电网公司有关人士透露，到 2020 年国家电网公司对特高压电网的投资将超过 6000 亿元，大大高于之前 4060 亿元的规划。新的规划中，特高压交流变电站将达到 61 座，变电容量约 5.8 亿 kVA。

但实际上，在过去两年里，由于国内对 1000kV 特高压交流建设始终存在较大分歧，除了晋东南—荆门的这条试验线外，并没有新的特高压交流线路开工建设，国网公司提出的 2010 年“两纵两横”规划已经落空，国内特高压交流建设一度陷入停滞状态。

自 2010 年 7 月以来，特高压交流建设迎来新的转机。首先是国内有关部门对晋东南—荆门试验线路进行了验收，之后锡盟—南京线获得发改委批文，晋东南—荆门扩建线也开始实施，停滞了一年多的特高压交流建设出现破冰前行的迹象。

### 2、国网十二五特高压建设投资 5000 亿元

根据国网公司最新的十二五规划，十二五期间特高压建设投资计划为 5000 亿元，到 2015 年国网公司将建成“三纵三横”的特高压交流骨干网架和 11 项特高压直流输电工程。参照已经完成的晋东南—荆门试验线的情况，预计十二五期间国内特高压建设将带动高压开关需求 600 亿元左右，带动变压器、电抗器产品需求 700 亿元左右。

表 1：十二五期间国内特高压线路建设相关设备需求

线路	投资额	变压器、电抗器需求	开关需求	变压器、电抗器需求占比	开关需求占比
晋东南—南阳—荆门	60.9 亿元	6.32 亿元	10 亿元	10.2%	16.4%
直流向上线	180 亿元	30 亿元	27.8①	16.67%	15.44
直流云广线	137 亿元	24.54 亿元	12.8①	17.91%	9.34
十二五期间	5000 亿元	700 亿元	600 亿元	14%左右	12%左右

资料来源：民族证券研发中心。①为直流线路换流站所需的除平波电抗器、滤波电抗器外的交流设备，其中开关应占主要部分。

### 3、平高电气有望获得 1/3 左右的特高压交流 GIS 市场份额

在晋东南—南阳—荆门 100kV 的特高压交流输电线路中，设备国产化率超过 90%，参与企业有 100 多家，其中主要企业的订单情况详见表 2。控制保护、监控、计量系统分别被许继电气、北京四方和南瑞继保获得。

表 2：晋东南—南阳—荆门 1000kV 交流线路主要企业订单情况

企业名称	订单金额（亿元）	订单明细
特变沈变	2.27	荆门站 4 台 100 万 kVA 主变压器 1.66 亿元，4 台 20 万 kVA 并联电抗器 0.61 亿元
天威保变	1.81	长治站 4 台 100 万 kVA 主变压器 1.81 亿元
西电集团	4.25	长治站 4 台 32 万 kVA 并联电抗器，南阳站 7 台 24 万 kVA 并联电抗器，计约 2.25 亿元。荆门站 HGIS 共 2 个间隔约 2 亿元
平高电气	2.23	长治站 GIS 共 2 个间隔 2.23 亿元
新东北电气	1.7	南阳站 HGIS 共 2 个间隔约 1.7 亿元，南阳、荆门备用开关组各 1 套
北京电力设备厂	-	晋东南、荆门站 4 组接地开关
许继集团	-	控制保护
北京四方	-	控制保护
南瑞继保	-	控制保护

资料来源：民族证券研发中心。

由表 2 知，平高电气与西电集团、新东北电气一起瓜分了晋东南—荆门线的 6 个高压开关间隔订单，3 家公司各获得 2 个间隔，从数量上看是一样的，从金额看平高电气略高，可以说平高电气的市场占有率至少在 1/3 以上。

### 4、十二五公司每年有望获得 20 亿元以上的特高压订单

目前正在建设的晋东南—荆门扩建线，共有 9 个 GIS 间隔，公司中标了 3 个间隔，参照晋东南—荆门的试验线，金额应超过 3 亿元。明年可能招标的锡盟—南京线按设计要求要用 45 个 GIS 间隔，预计公司至少可中标 15 个间隔，金额应超过 15 亿元。公司特高压项目 2011 年全部投产，按照特高压 GIS 生产周期及预计交付情况，我们估计公司 2011 年可能确认 10 个亿的特高压收入，毛利率 25%—30%，净利 1 亿元左右。未来 5 年每年平均有望获得 20 亿元以上的特高压订单。

## 二、国网公司下一步可能整合旗下一次设备业务

市场一直预期国网公司对平高电气有后续的资产整合动作，事实上平高的总经理程总已调往国网公司。我们估计未来国网公司对公司有两种方案，一种是将国网旗下的开关公司全部纳入平高，一种是将所有的一次设备公司纳入平高。

此外，国网近年收购了菲律宾、巴西等国的电网资产，还与俄罗斯电网有密切合作，未来平高电气完全可能借助国网公司的平台实现出口增长，这将给公司业绩带来额外惊喜。

### 三、传统业务有所恢复

公司本部受国网低价中标的不利影响，尽管业务量没有减少，但由于价格明显下滑，使收入和盈利受到影响，预计 2010 年只能盈利有限。国网 2010 年下半年招标改变了低价中标的策略，中标价格有所回升，公司下半年订单情况有好转，预计 2011 年本部经营状况将有所好转。

平高东芝以往是公司盈利的主要来源，利润率一度高达 20% 左右，2010 年受产品价格下滑、订单数量下滑以及汇率损失等几方面的综合影响，预计贡献的盈利也有限，2011 年平高东芝的恢复情况还取决于未来订单恢复情况。

### 四、公司盈利预测

根据上述分析，预计 2011 年—2012 年公司特高压交流业务收入分别为 10 亿元和 15 亿元左右；本部 2010 年收入增长-15% 左右，2011 年基本持平，2012 年增长 20% 左右，但盈利会有回升；平高东芝 2010 年—2012 年收入增长分别为-30%、0% 和 20%，贡献利润分别为 100 万元、2900 万元和 5600 万元左右。

据此初步预计公司 2010 年-2012 年收入分别为 19.89 亿元左右、29.84 亿元左右和 37.3 亿元左右，分别增长-15%、50% 和 25%，净利分别为-0.18 亿元、1.36 亿元和 2.84 亿元，每股收益分别为-0.03 元和 0.20 元和 0.42 元左右，详见表 3。

表 3：公司盈利预测表

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,620	2,340	1,989	2,984	3,730
主营业务成本	2,027	1,867	1,592	2,263	2,759
主营业务税金及附加	9	11	9	13	17
营业费用	208	196	199	269	317
管理费用	182	200	199	269	317
财务费用	62	56	30	39	42
资产减值损失	17	15	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	121	128	1	29	56
营业利润	236	121	-38	160	334
营业外收支	6	9	20	0	0
税前利润	242	130	-18	160	334
所得税费用	34	-11	0	24	50
净利润	208	141	-18	136	284
少数股东损益	1	-1	0	0	0
母公司所有者净利润	207	142	-18	136	284
EPS (元)	0.41	0.21	(0.03)	0.20	0.42

资料来源：民族证券。

### 五、公司估值与投资评级

相对估值法。考虑到公司未来业绩有所好转，可给予 30 倍 PE，以此计算，公司未来一年

的合理价值为 12.6 元左右。绝对估值法。无风险收益率取 10 年期国债收益率为 4.0%左右，市场风险溢价 8.5%，边际税率 15%，付息债务占比 50.0%， $\beta$  值取公司过去 2 年对沪深 300 指数的值为 0.79，则公司的加权资金成本为 10.94%。采取二阶段增长模型，2015 年—2019 年增长率假设为 9%，永续增长率为 3%。得出公司的每股价值为 9.99 元，详见表 4。综合相对估值法和绝对估值法，公司未来一年的合理估值为 9.99 元—12.6 元之间。再考虑到国网公司可能对公司注入资产，给予 20%左右的溢价，则公司合理估值区间为 12.0 元—15.12 元之间，给予谨慎推荐评级。

表 4：公司自由现金流预测

单位：%	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	(9)	145	272	415	519
资产减值损失	0	0	0	0	0
折旧摊销	93	116	111	103	99
资本支出	(308)	(66)	(36)	(66)	(62)
营运资本支出	150	(84)	(56)	(78)	(59)
<b>公司自由现金流</b>	<b>(74)</b>	<b>111</b>	<b>290</b>	<b>374</b>	<b>497</b>

资料来源：民族证券

## 六、公司风险因素

公司风险因素主要在以下方面：一是国内特高压交流建设不如预期；二是国网旗下资产整合存在不确定性。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	<b>3,836</b>	<b>3,492</b>	<b>4,255</b>	<b>5,030</b>
现金	1,773	1,880	1,865	2,052
应收账款	1,437	1,090	1,635	2,044
预付账款	86	82	123	153
其他应收款	30	27	41	51
存货	506	411	588	726
其他	3	2	3	4
<b>非流动资产</b>	<b>1,353</b>	<b>1,557</b>	<b>1,540</b>	<b>1,518</b>
长期投资	442	443	466	511
固定资产	0	0	0	0
无形资产	879	1,094	1,044	970
其他	32	20	30	37
<b>资产总计</b>	<b>5,189</b>	<b>5,049</b>	<b>5,795</b>	<b>6,547</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,256</b>	<b>2,105</b>	<b>2,803</b>	<b>3,336</b>
短期借款	421	500	500	500
应付账款	999	821	1,176	1,451
其他	835	784	1,126	1,385
<b>非流动负债</b>	<b>174</b>	<b>253</b>	<b>200</b>	<b>135</b>
长期借款	170	249	194	127
其他	4	4	6	7
<b>负债合计</b>	<b>2,430</b>	<b>2,358</b>	<b>3,003</b>	<b>3,471</b>
少数股东权益	7	7	7	7
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	2,753	2,683	2,785	3,069
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,189</b>	<b>5,049</b>	<b>5,795</b>	<b>6,547</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	<b>156</b>	<b>266</b>	<b>169</b>	<b>317</b>
净利润	142	-18	136	284
折旧摊销	63	93	116	111
财务费用	56	30	39	42
投资损失	-128	-1	-29	-56
营运资金变动	21	150	-84	-56
其它	2	12	-10	-7
<b>投资活动现金流</b>	<b>-266</b>	<b>-308</b>	<b>-60</b>	<b>-25</b>
资本支出	-344	-308	-66	-36
长期投资	0	0	0	0
其他	78	0	6	11
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,239</b>	<b>149</b>	<b>-123</b>	<b>-105</b>
短期借款	166	79	0	0
长期借款	0	79	-56	-66
普通股增加	1,166	0	0	0
资本公积增加				
其他	-93	-81	-73	-42
<b>现金净增加额</b>	<b>1,129</b>	<b>107</b>	<b>-15</b>	<b>187</b>

资料来源：公司报表、民族证券

**利润表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>2,340</b>	<b>1,989</b>	<b>2,984</b>	<b>3,730</b>
营业成本	1,867	1,592	2,263	2,759
营业税金及附加	11	9	13	17
营业费用	196	199	269	317
管理费用	200	199	269	317
财务费用	56	30	39	42
资产减值损失	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	128	1	29	56
<b>营业利润</b>	<b>121</b>	<b>-38</b>	<b>160</b>	<b>334</b>
营业外收支	9	20	0	0
<b>利润总额</b>	<b>130</b>	<b>-18</b>	<b>160</b>	<b>334</b>
所得税	-11	0	24	50
<b>净利润</b>	<b>141</b>	<b>-18</b>	<b>136</b>	<b>284</b>
少数股东损益	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>142</b>	<b>-18</b>	<b>136</b>	<b>284</b>
EBITDA	128	84	286	431
EPS (元)	0.21	(0.03)	0.20	0.42

**主要财务比率**

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-10.67%	-15.00%	50.00%	25.00%
营业利润	-48.73%	-131.52%	520.14%	108.67%
归属母公司净利润	-32.40%	-112.94%	846.87%	108.67%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.21%	20.00%	24.16%	26.03%
净利率	6.02%	-0.92%	4.56%	7.62%
ROE	5.12%	-0.68%	4.89%	9.26%
ROIC	4.24%	-0.52%	3.85%	7.57%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.82%	46.71%	51.82%	53.01%
净负债比率				
流动比率	1.70	1.66	1.52	1.51
速动比率	1.48	1.46	1.31	1.29
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.22	2.54	1.94	1.76
应收帐款周转率	0.61	0.55	0.55	0.55
应付帐款周转率	0.43	0.41	0.39	0.39
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.21	(0.03)	0.20	0.42
每股经营现金	0.23	0.39	0.25	0.46
每股净资产	4.03	3.93	4.08	4.50
<b>估值比率</b>				
P/E	65.44	0	68.27	32.72
P/B	3.38	3.46	3.34	3.03
EV/EBITDA	86.95	132.55	38.94	25.89

## 分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

研究员负责公司举例：天威保变、许继电气、平高电气、东方电气、中国南车、时代新材、昆明机床和柳工等。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn