

# 尽享电网投资加大带来的好处

## ——平高电气价值投资分析报告

李新渠  
86 10 5836 2760  
lixq@bhq.com

### 核心观点:

- 电网投资增幅远超预期带来行业性投资机会
- 公司受益电网投资加大明显
- 产能释放正逢其时
- 原材料价格下降对公司提升盈利能力更加有利

### 投资要点:

#### ● 电网投资增幅远超预期带来行业性投资机会

国家电网和南方电网近期调整了未来 2-3 年的投资计划,与原有规划相比,增幅在 40% 左右,远超出此前市场的预期,受此影响,我们认为输配电尤其是高端输配电企业将迎来一次行业性的投资机会,预期相关公司明后两年的盈利能力将大幅提升。

#### ● 公司受益电网投资加大明显

根据我们测算,新计划中超高压电网投资在总投资中的比重超过 50%,而高压开关是电力工程系统中使用最多的设备,公司作为国内研发和制造高压、超高压开关设备的三大基地之一,将能充分享受到电网投资加大带来的好处。

#### ● 产能释放正逢其时

平高东芝二期工程已于 2007 年 11 月投产,产能扩张了一部,并具备了每年实现 30 亿元营业收入的能力。特高压产业化项目也于 08 年 7 月正式投产,单月最高能生产 200 个 GIS 间隔,达产后年销售收入将达到 25 亿元。我们认为公司产能释放正逢其时,预计未来几年业绩将迎来爆发性增长。

#### ● 原材料价格下降对公司提升盈利能力更加有利

08 年 9 月份以来,钢材等原材料价格出现了大幅的下跌,公司与下游客户签订的合同基本是闭口合同,新增订单大部分集中在 09 年执行,我们预计公司 09 年综合毛利率将有明显提高。

#### ● 投资建议

在电网投资加大的情况下,我们认为公司作为国内三大高端开关研发和制造基地之一,产品受益最大,同时,公司产能释放正逢其时,未来几年业绩增长有充分保障。预测 08-10 年 EPS 为 0.45、0.67 和 0.86 元,目标价为 16.5 元。投资建议:买入。

| (百万元,元)      | 2006A  | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入(百万元)    | 2184   | 1749  | 2425  | 3564  | 4750  |
| EBITDA(百万元)  | 243    | 99    | 212   | 336   | 443   |
| 净利润          | 162    | 176   | 230   | 343   | 442   |
| 摊薄 EPS(元)    | 0.44   | 0.48  | 0.45  | 0.67  | 0.86  |
| PE(X)        | 29.3   | 27.0  | 28.9  | 19.4  | 15.0  |
| EV/EBITDA(X) | 18.8   | 50.5  | 31.2  | 20.1  | 15.3  |
| PB(X)        | 4.2    | 3.7   | 4.4   | 3.6   | 3.0   |
| ROIC         | 10.31% | 3.47% | 6.21% | 7.92% | 8.53% |
| 总资产周转率       | 0.76   | 0.55  | 0.71  | 0.81  | 0.82  |

**评级:**
**买入**

上次评级:

首次评级

**目标价**
**¥ 16.5**
**格:**

上次预测:

¥

当前价格:

¥ 12.6

2009.01.14

### 单季度业绩

### 元/股

**1Q/2008**
**0.04**
**2Q/2008**
**0.16**
**3Q/2008**
**0.132**
**4Q/2008**
**0.12**

### 公司简介

公司是国内研发和制造高压、超高压开关设备的三大基地之一,在特高压领域里占有绝对的竞争优势。

### 相关报告

## 目 录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 1. 公司概况.....              | 3  |
| 1.1. 公司历史沿革和股权结构.....     | 3  |
| 1.2. 主营产品情况.....          | 3  |
| 2. 电网投资加速，高压开关受益匪浅.....   | 4  |
| 2.1. 电网投资迎来爆发式增长期.....    | 4  |
| 2.2. 高压电力设备受益最大.....      | 5  |
| 2.3. 公司是国内高压开关行业的排头兵..... | 7  |
| 3. 公司利润增长的动力.....         | 8  |
| 3.1. 产品结构持续优化.....        | 8  |
| 3.2. 产能释放正逢其时.....        | 9  |
| 3.3. 向管理要效益.....          | 11 |
| 4. 风险因素.....              | 12 |
| 5. 盈利预测.....              | 13 |
| 6. 估值与投资建议.....           | 14 |

## 图 表

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 1. 公司股权结构图.....            | 3  |
| 图 2. 公司产品结构.....             | 4  |
| 图 2. 电网总投资构成比例.....          | 6  |
| 图 3. 高压开关在电力系统中的应用.....      | 6  |
| 图 4. 750kv变电工程主设备造价比例.....   | 7  |
| 图 5. 220kv变电工程主设备造价比例.....   | 7  |
| 图 6. 断路器（330-550kv）市场份额..... | 7  |
| 图 7. 隔离开关（220kv）市场份额.....    | 7  |
| 图 8. 公司GIS产品近三年来的中标情况.....   | 8  |
| 图 9. 公司主要产品利润构成比例.....       | 9  |
| 图 10. 公司近年来的毛利率变化情况.....     | 9  |
| 图 11. 平高东芝对公司业绩贡献情况.....     | 10 |
| 图 12. 公司三项费用变化情况.....        | 11 |
| 图 13. 产品成本构成.....            | 12 |
| 图 14. 有色金属价格走势.....          | 12 |

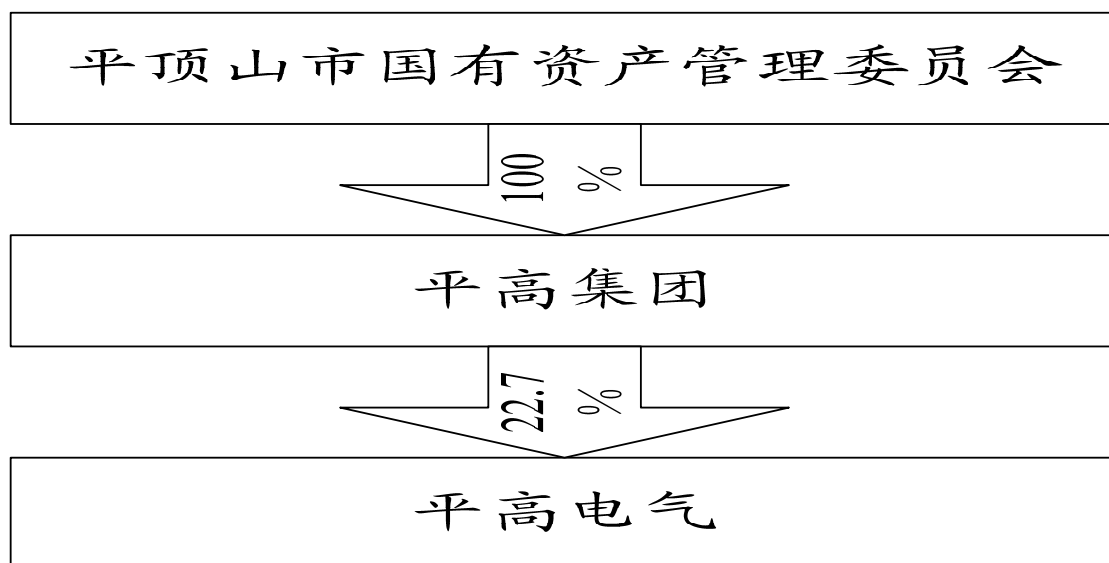
|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 表 1. 有限售条件股东持股数量及上市流通日期.....     | 3  |
| 表 2. 未来 2-3 年国家电网计划投资具体方案.....   | 4  |
| 表 3. 两家电网公司未来两年投资规模情况.....       | 5  |
| 表 4. 2008 年 40 亿元新增电网投资主要投向..... | 5  |
| 表 5. 公司主要技术领先情况.....             | 7  |
| 表 6. 特高压开关产业化项目情况.....           | 10 |

## 1. 公司概况

### 1.1. 公司历史沿革和股权结构

平高集团成立于1970年，通过30多年的发展已经成为我国高压、超高压及特高压开关重大装备研发制造基地，是首家通过“双高”认证的高压开关行业高新技术企业，拥有国家级技术中心及河南省高压电器研究所等研究开发机构。近年来公司与日本东芝合资，生产工艺水平、技术和管理水平有了很大提高，产品电压等级接近世界先进水平。公司的实际控制人为平顶山市国有资产管理委员会。

图1. 公司股权结构图



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

表1. 有限售条件股东持股数量及上市流通日期

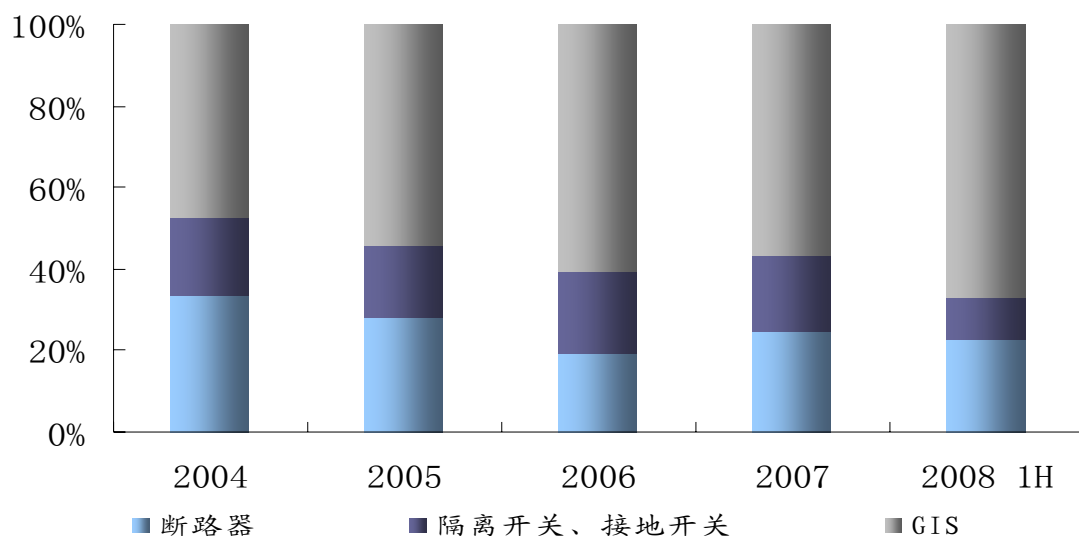
|                         | 股份数量（万股） | 股权比例（%） | 上市流通日   |
|-------------------------|----------|---------|---------|
| 平高集团                    | 11610.24 | 22.71   | 09.5.22 |
| 上海思源如高科技发展有限公司          | 3479.26  | 6.8     | 09.5.22 |
| 河南安泰达创业投资有限公司           | 1921.19  | 3.76    | 09.5.22 |
| 国联信托股份有限公司－国联汇富5号集合信托计划 | 1716.55  | 3.36    | 09.5.22 |

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

### 1.2. 主营产品情况

公司主要产品为40.5-1100kV断路器、40.5-1100kV高压隔离开关和接地开关、72.5-1100kV封闭组合电器等。公司产品广泛应用于发电厂、国家电网、城市电网、大型工矿企业、铁道电气化和农村供电等输变电系统中。

图 2. 公司产品结构



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

## 2. 电网投资加速，高压开关受益匪浅

### 2.1. 电网投资迎来爆发式增长期

电网是关系国计民生的重要基础设施，对于满足经济社会对电力的需求，保障电力供应，促进经济平稳较快增长，具有十分重要的作用。长期以来，我国电网建设投入不足，电网发展滞后，优化配置资源和抵御严重自然灾害的能力不强。今年发生的严重冰雪灾害和特大地震灾害，进一步凸显了加强电网建设的重要性和紧迫性。

同时，电网建设属于资金密集型行业，具有投资大、产业链长的特点。加大电网投资和建设力度，可以直接促进投资、消费和外贸，对冶金、建材、电气和机械制造等行业具有明显的拉动作用（以 500 千伏工程为例，每百公里线路耗钢 0.5 万吨、铝材 0.2 万吨、水泥 0.7 万立方米）。

根据国务院 11 月 5 日常务会议精神和发改委的要求，11 月 14 日，国家电网提出了未来 2-3 年投资规模、投资重点和相关建议。国家电网预计未来 2-3 年内投资规模将达到 1.16 万亿元。

表 2. 未来 2-3 年国家电网计划投资具体方案

| 单位（亿元）   | 投资金额 | 占比    |
|----------|------|-------|
| 跨国、跨地区联网 | 2400 | 20.7% |
| 大型电站送出工程 | 3100 | 26.7% |
| 城市电网改造   | 3000 | 25.9% |
| 农村电网     | 2500 | 21.6% |
| 提高抗灾能力   | 200  | 1.7%  |
| 水电建设     | 400  | 3.4%  |

资料来源：国家电网网站，渤海证券研究所

按照 06 年国家电网调整后的“十一五”规划计算，国家电网“十一五”的投资额度为 1.2 万亿元，其中，06、07 年分别完成投资 1893、2254 亿元。08 年国家电网计划完成电网投资 2520 亿元，扣除 06-08 年电网投资 6667 亿元外，09、10 年国家电网的投资额度约为 5500 亿元，平均每年为 2750

亿元。

此次国家电网计划将未来 2-3 年的电网投资额度调整为 1.16 万亿元，如果理解成 09-11 年的话，那么就意味着未来三年平均每年至少投资 3866 亿元，比原计划增加约 1116 亿元，电网投资迎来爆发式增长期。

**表 3. 两家电网公司未来两年投资规模情况**

| 电网投资规模 (亿元) |      | 2007 | 2008E  | 2009-2011 年平均 |
|-------------|------|------|--------|---------------|
| 原规划         | 国家电网 | 2254 | 2520   | 2750          |
|             | 南方电网 | 414  | 450    | 550           |
|             | 合计   | 2668 | 2970   | 3300          |
| 新增投资        | 国家电网 | -    | 120    | 1116          |
|             | 南方电网 | -    | 40.5   | 300           |
|             | 合计   | 0    | 160.5  | 1416          |
| 更改后计划       | 国家电网 |      | 2640   | 3860          |
|             | 南方电网 |      | 490.5  | 850           |
|             | 合计   | 0    | 3130.5 | 4716          |

资料来源：国家电网网站，南方电网网站，渤海证券研究所

## 2.2. 高压电力设备受益最大

从具体投资方向看，未来 2-3 年新增电网投资将重点投向城农网建设和改造。由于当前城网主网架为 220kv 线路，高电压等级逐渐深入城市负荷中心是城市改造的一大目标，因此未来城网建设和改造的 3000 亿元投资重点是 220kv 城市主干网的构建等，而农网 2500 亿元投资则主要用于 110kv 及以下电网投资。

**表 4. 2008 年 40 亿元新增电网投资主要投向**

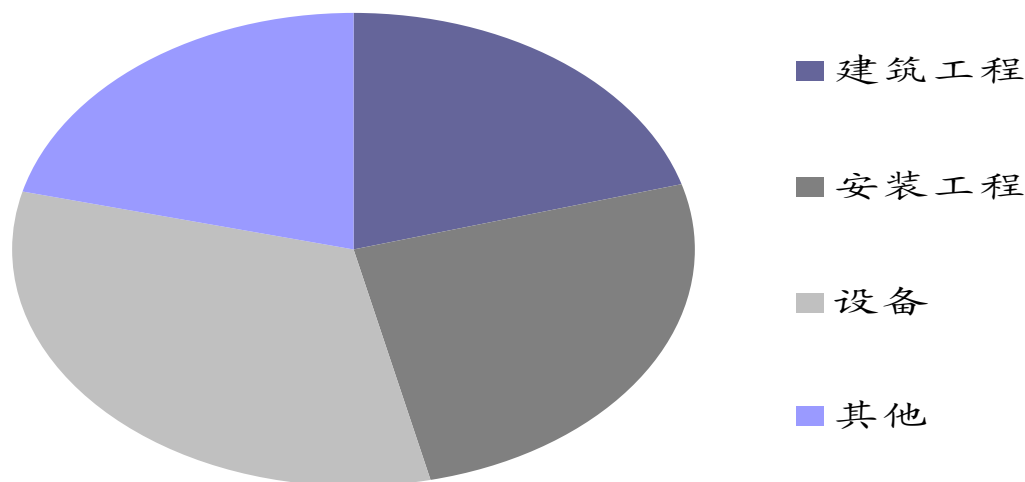
| 单位：亿元      |                                                                                                                                                                | 国家电网 | 南方电网                      |
|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------------------|
| 中央预算内资本金投资 |                                                                                                                                                                | 27.3 | 8.1                       |
| 资本金投向      | 西部城网建设与改造、中西部农网建设与改造                                                                                                                                           |      | 西部城网改造 5 亿元，西部农网改善 3.1 亿元 |
| 配套总投资      |                                                                                                                                                                | 120  | 40.5                      |
| 已确定的项目     | 西部城市电网：220KV 线路 2072 公里、变电容量 1002 万千伏安；新建与改造 110 千伏安线路 1708 公里、变电容量 470.55 万千伏安；新建和改造 35 千伏新路 36 公里；新建和改造 10KV 线路 1877 公里、配电容量 95.86 千伏安；新建和改造 0.4 千伏线路 297 公里 |      | -                         |

资料来源：国家电网网站，南方电网网站，渤海证券研究所

但值得强调是，在城农网改造得到重视的同时，超高压电网建设金额仍然是占据了很大的比重。国家电网公司公布的计划中，用于跨国、跨地区联网以及 750 千伏、550 千伏主网架工程 2400 亿元和大型水电、煤电、风电送出工程 3100 亿元基本上均在此列，城市电网改造 3000 亿元中我们估计至少也有 1000 亿元属于超高压电网范畴。以此计算，新计划中超高压电网投资在总投资中的比重将达到 56%，这将使得超高压、特高压输变电设备制造业能够充分享受电网投资加大带来的好处。

根据以往数据统计，电网投资总额中设备类投资一般占 30% 左右的份额，因此，今后 2-3 年涉及超高压输配电设备采购额大约年均均为 650 亿元左右。

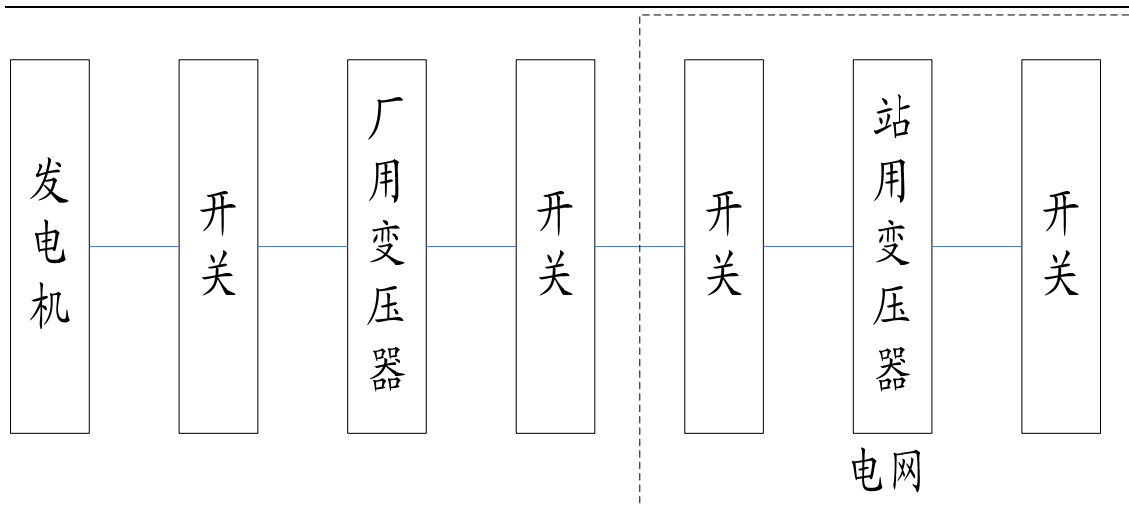
图 2. 电网总投资构成比例



资料来源：渤海证券研究所

高压开关是电力系统中使用最多的设备。发电机所发电力出厂后，凡经过主设备的地方，前后至少都要用一组高压开关。

图 3. 高压开关在电力系统中的应用



资料来源：渤海证券研究所

高压开关在工程投资中所占比例大。以 220kv 变电工程主设备造价为例，GIS 类产品在总工程投资中占有大约 17% 左右的份额。因此，加大电网投资，高压开关类产品受益最大。

图 4. 750kv 变电工程主设备造价比例

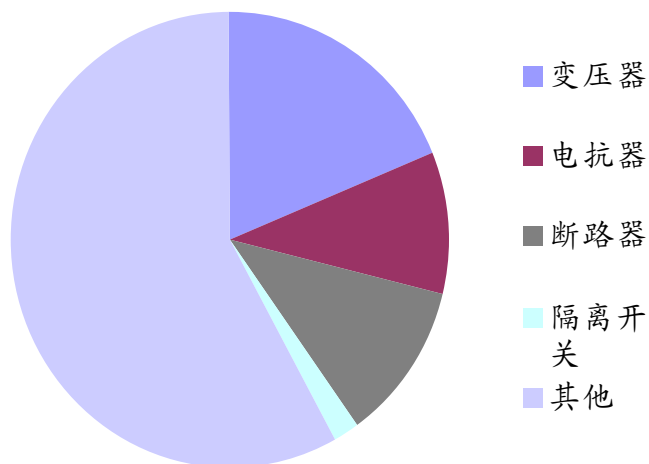
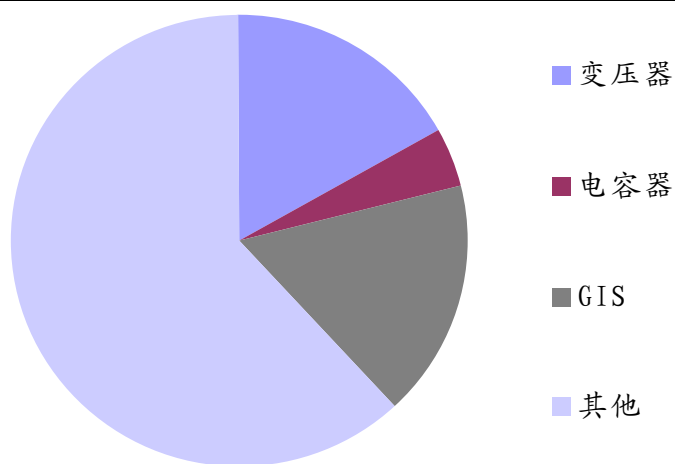


图 5. 220kv 变电工程主设备造价比例



资料来源：国家电网，渤海证券研究所

### 2.3. 公司是国内高压开关行业的排头兵

公司是国内研发和制造高压、超高压开关设备的三大基地之一，市场占有率高，在特高压领域基本与西安开关、新东北电气三分天下。

表 5. 公司主要技术领先情况

| 产品                 | 规格                    | 技术优势                               |
|--------------------|-----------------------|------------------------------------|
| 特高压交流隔离开关          | GW27-1100(W)/J4000-63 | 填补国内 1100kV 相关产品空白，性能达到国内先进水平      |
| 特高压交流接地开关          | JW8-1100(W)/J50       | 国内先进水平                             |
| 高压交流隔离开关           | GW46-550(W)/J4000-63  | 国内先进水平                             |
| 自能式六氟化硫断路器         | LW35-252/T4000-50     | 国内先进水平                             |
| 气体绝缘金属封闭开关设备 (GIS) | ZF27-800(L)/Y5000-50  | 填补国内 800kV GIS 的空白，性能达到国内领先、国际先进水平 |
| 罐式六氟化硫断路器          | LW55-550/Y4000-50     | 国际先进水平                             |

资料来源：渤海证券研究所

图 6. 断路器 (330-550kv) 市场份额

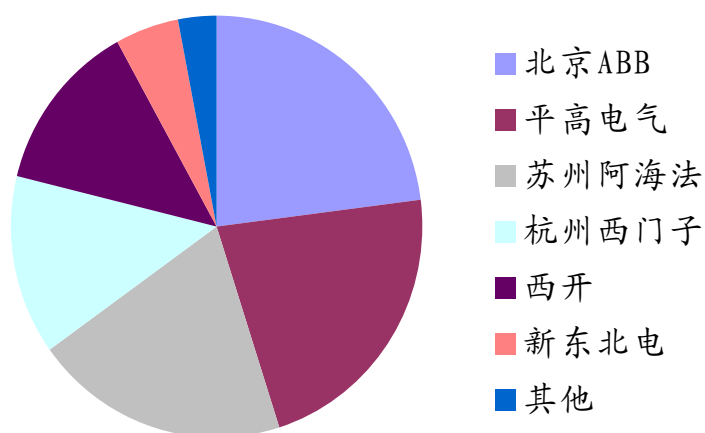
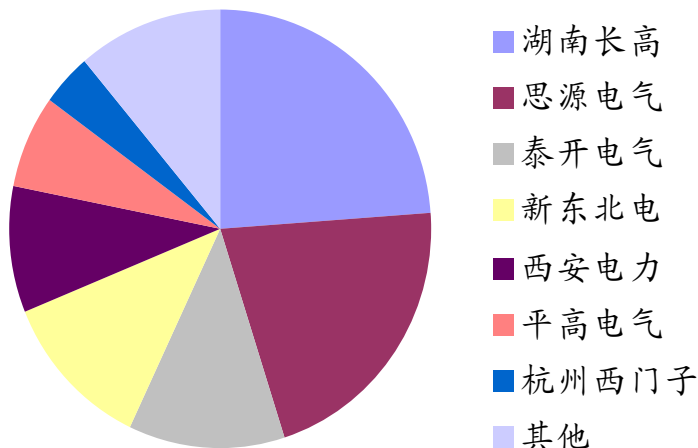


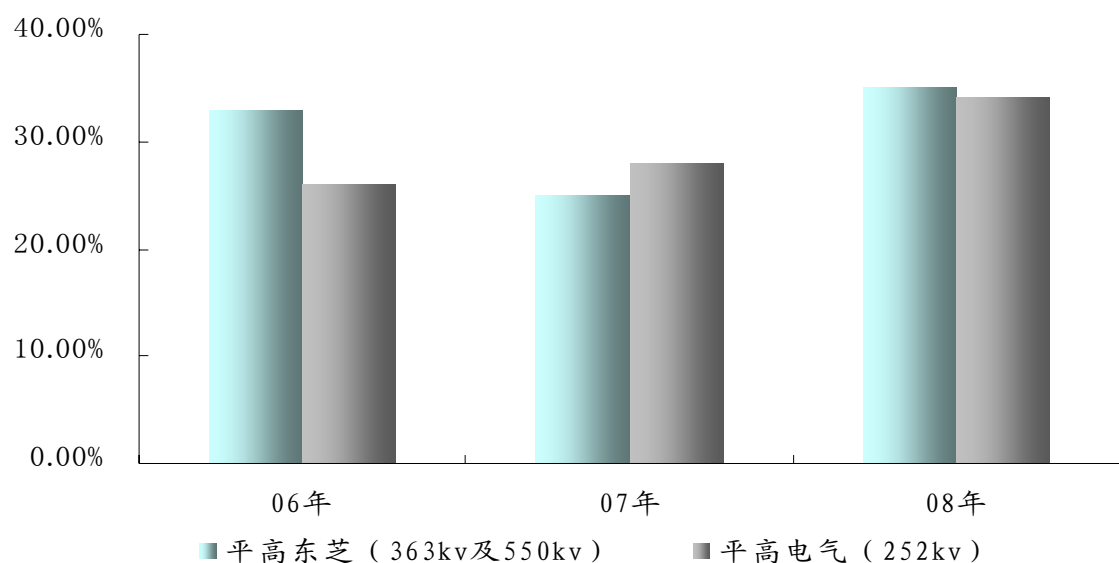
图 7. 隔离开关 (220kv) 市场份额



资料来源：国家电网，渤海证券研究所

GIS 产品是公司目前最主要的收入和利润来源，竞争优势明显。在国内，“三大开”依托特高压示范工程展开 1100 千伏开关设备的研制。平高电气为特高压晋东南变电站研制 1100 千伏 GIS，另外两家：西安西开高压电气股份有限公司、新东北电气（沈阳）高压开关有限公司分别为荆门站、南阳站研制 H-GIS，其中公司负责的晋东南变电站最为关键，为国内首条 1100 千伏特高压交流示范线路，这同时也显示了公司在此领域内的实力。2008 年 7 月，公司生产出我国首台套 1100 千伏 GIS，标志着国内特高压开关产品研制实现历史性跨越。该产品无论是电压等级、设备参数、还是制造难度都达到了世界最高技术水平，与西开和新东北电气同类产品相比优势也非常明显，预计未来在特高压开关项目招标中，公司会占有较高的市场份额。

图 8. 公司 GIS 产品近三年来的中标情况



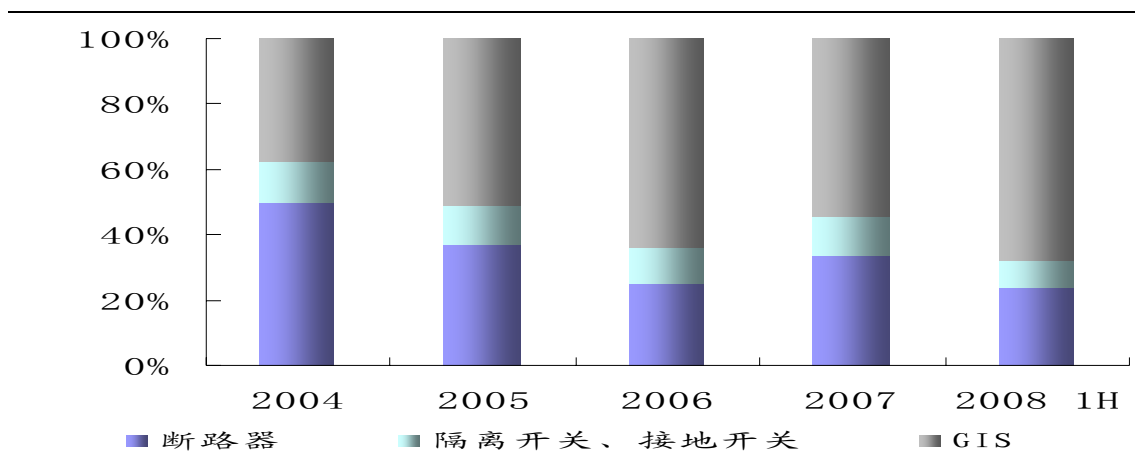
资料来源：渤海证券研究所

### 3. 公司利润增长的动力

#### 3.1. 产品结构持续优化

公司产品结构优化包括两个方面，一是产品类型的变化，组合电器在收入结构中的比例不断上升。04 年以前，平高电气主营以六氟化硫断路器为主，之后，随着将平高东芝纳入合并范围，公司主营产品中的组合电器产品收入占比逐年提高，06 年到达 61%。即使在不合并平高东芝报表的情况下，公司生产的组合变压器也占到 08 年上半年总收入的 66%，并成为公司利润的主要来源。从目前市场需求情况看，断路器市场略有回暖，隔离开关市场未见改观，但组合电器产品依然保持高速增长，因此我们预计未来几年组合电器产品仍将是公司利润增长的最主要动力。

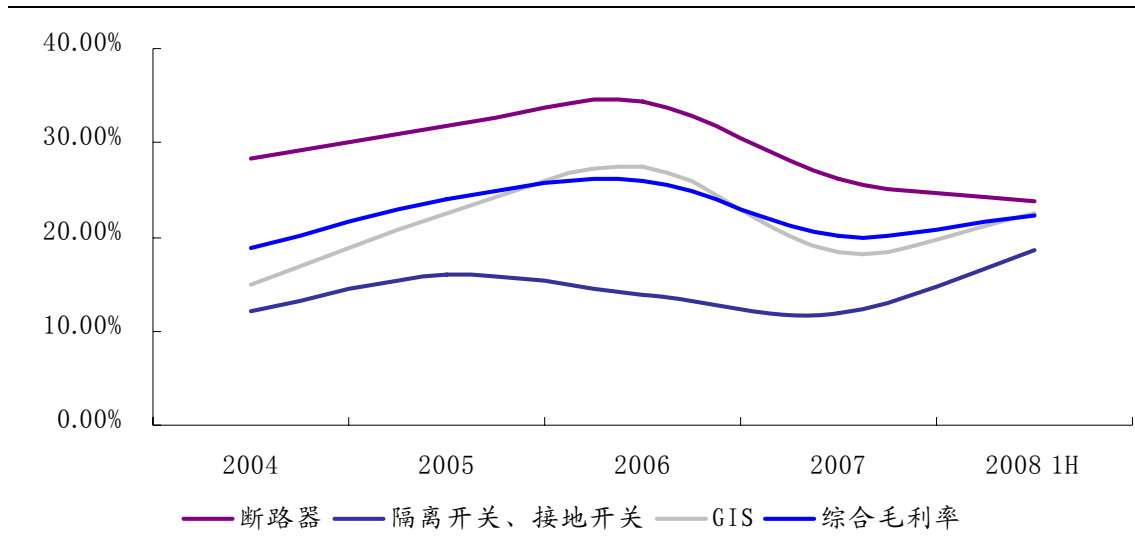
图 9. 公司主要产品利润构成比例



资料来源：渤海证券研究所

二是特高压等级的产品比重不断上升。目前公司收入中 252kV 组合电器占比上升，尤其是随着国内特高压输配电市场的快速发展，特高压产品 800kV 封闭组合电器（GIS）和 800kV 罐式断路器也开始凸显较强的赢利能力。其中，800kV GIS 产品相继中标官亭变电站二期、三期、四期扩建工程、宝鸡第二电厂项目，800kV 罐式断路器中标大坝发电厂。公司 GW27-800 型隔离开关和 JW8-800 型接地开关相继中标银川东、兰州东、官亭变、兰州东三期和大坝发电厂。由于特高压等级的产品具有产值高、附加值高、转嫁成本能力强的特点，因此尽管受到原材料价格处于高位所带来的成本压力，但公司的综合毛利率仍能够保持稳定并略有上升。

图 10. 公司近年来的毛利率变化情况



资料来源：渤海证券研究所

考虑到此次新计划中超高压电网投资在总投资中的比重将达到 56%，因此，公司超高压、特高压产品今后一段时期将迎来前所未有的发展机遇，综合毛利率的提升仍有较大的空间。

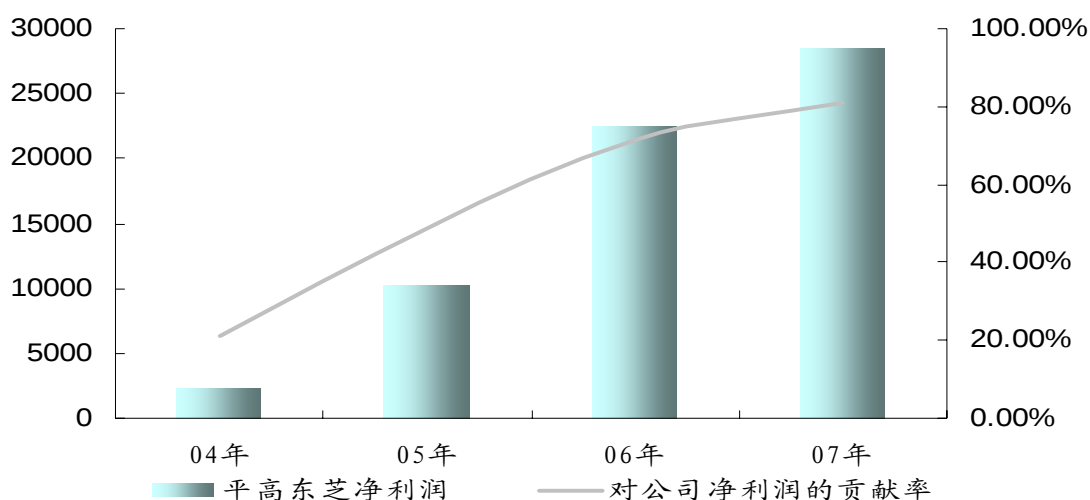
### 3.2. 产能释放正逢其时

平高东芝二期工程已于 2007 年 11 月投产，产能扩张了一部，并具备了每年实现 30 亿元营业收入的能力。前期由于零部件配套能力没有跟上产能的增长，平高东芝二期产能并未完全释放，但随着东

芝在常州设立的机构件配套基地的产能在 08 年下半年开始释放，公司目前的有效产能迅速得到提高，预计平高东芝 08 年全年有望实现 2.8 亿元的利润指标。

河南平高东芝高压开关有限公司成立于 2000 年 9 月 8 日，是公司与日本东芝共同投资组建而成（各占 50%），2002 年 3 月正式投产，2006 年公司与日本国株式会社东芝对其等比例增资，增资后注册资本 2500 万美元。其主要经营 72.5 - 550kV 电压等级的全封闭组合电器、罐式断路器及复合电器产品的设计、制造、组装、试验、销售及售后服务等项业务。自 04 年平高东芝开始实现盈利以来，对平高电气的业绩贡献逐年增加。

图 11. 平高东芝对公司业绩贡献情况



资料来源：渤海证券研究所

本部特高压项目产能进入释放阶段。05 年国家电网公司提出了加快建设以百万伏级交流和  $\pm 800$  千伏级直流系统特高压电网为核心的国家电网，为适应市场需求，公司于 05 年 9 月变更了原“SF6 气体绝缘输电管道产业化”、“高强度高精度有色铸造厂”、“达克罗涂敷生产线”等募集资金项目，投入“特高压开关产业化”项目。该项目已于 08 年 7 月正式投产，单月最高能生产 200 个 GIS 间隔，直接提升了公司 GIS 的装配能力，达产后年销售收入将达到 25 亿元。我们认为公司产能释放正逢其时，预计未来几年业绩将迎来爆发性增长。

表 6. 特高压开关产业化项目情况

| 建设内容                   | 单位 | 设计产能 |
|------------------------|----|------|
| 1100KV GIS             | 间隔 | 3    |
| 550kV GIS              | 间隔 | 10   |
| 252kV GIS              | 间隔 | 380  |
| 126kV GIS              | 间隔 | 750  |
| 126 - 1100kV GCB       | 台  | 1900 |
| 126 - 1100kV 隔离开关、接地开关 | 组  | 7310 |

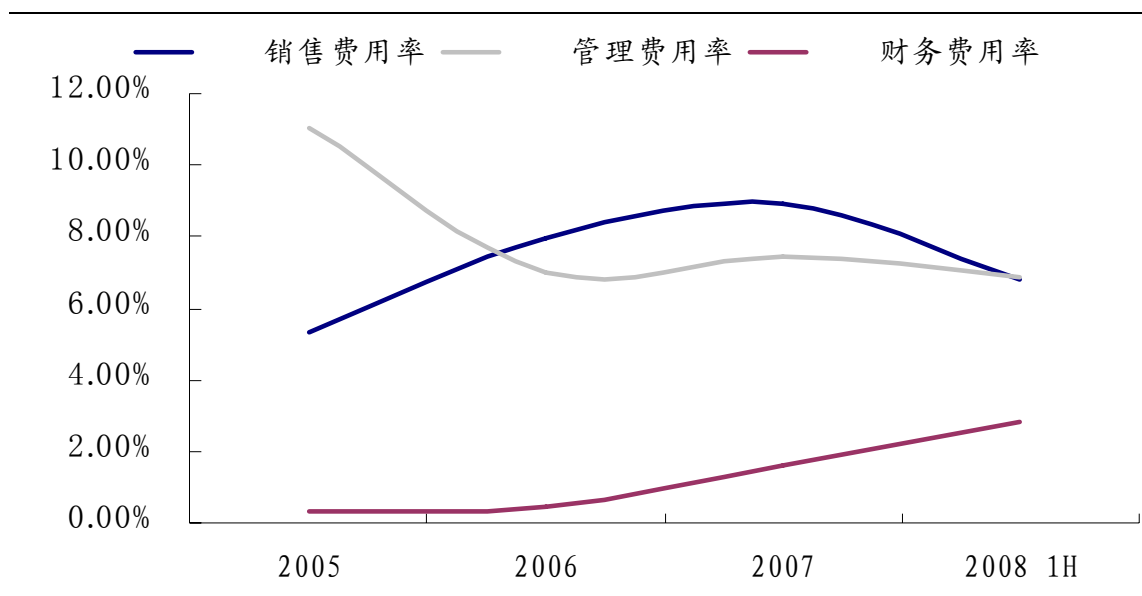
资料来源：公司公告，渤海证券研究所

值得注意的是，目前平高东芝和平高本部的主要产品虽然存在一定的竞争，但侧重不同，而且受国产化率的要求，未来 800kV 及以上电压等级的产品将主要由本部来生产，比如，在 GIS 产品中，126KV、252KV、800KV、1000KV 电压等级是公司主要产品，而平高东芝将主要生产 72.5-550K 电压等级的产品，这有助于减少本部对平高东芝的业绩依赖。

### 3.3. 向管理要效益

08 年 3 月，公司完成了董事会换届，经理班子也做了相应调整，加强了公司的执行力考核，4 月，进行了较大范围的中层干部调整，使管理团队更加专业化和年轻化，在管理上更注重机制的完善。在采购方面，对原有的机制和人员进行了调整，通过比价原则确定性价比高的供货方，杜绝超计划采购，同时与集团的关联交易定价逐步市场化，有效降低了采购成本，仅此预计能使公司综合毛利率提高 1 个百分点左右；销售方面，公司以前的销售模式为直销与代理相结合，由于公司客户主要以两大电网公司为主，销售全部是招投标，因此，08 年以来，公司对销售模式进行了变革，产品销售全部转为直销。我们认为，直销模式更适合所处行业的特点，预计公司销售费用比率将有所下降；07 年公司研发费用达到 7000 多万元，占营业费用的 52%，由于特高压 GIS 技术已研制成功，预计 08 年研发费用将有大幅下降。

图 12. 公司三项费用变化情况

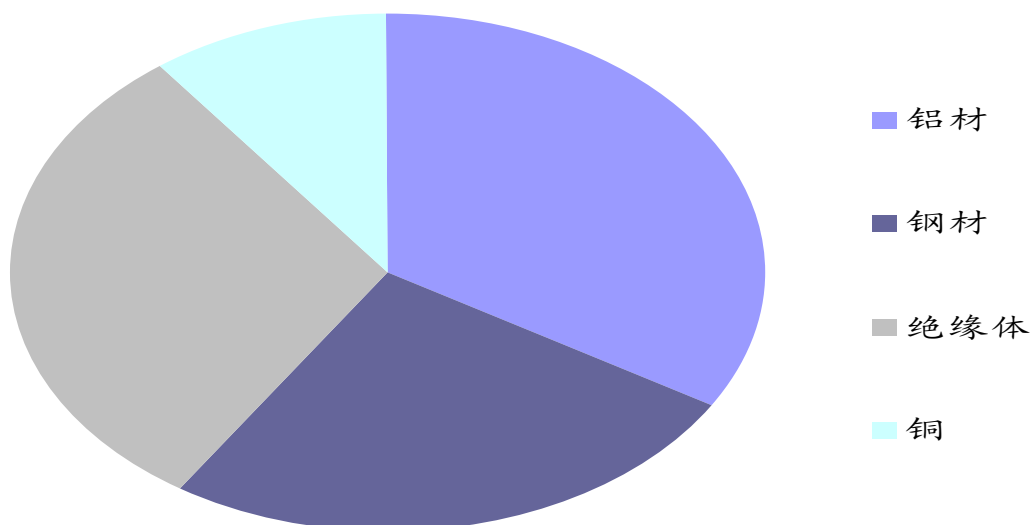


资料来源：渤海证券研究所

原材料价格下降对公司提升盈利能力更加有利

公司所需原材料主要为钢材、铝材、绝缘体等，公司本部所需零部件 70%以上通过对外采购获得，自制部分不足 30%，零部件采购对象主要有平高集团、外协厂家以及具有长期合作关系的零部件代理商。

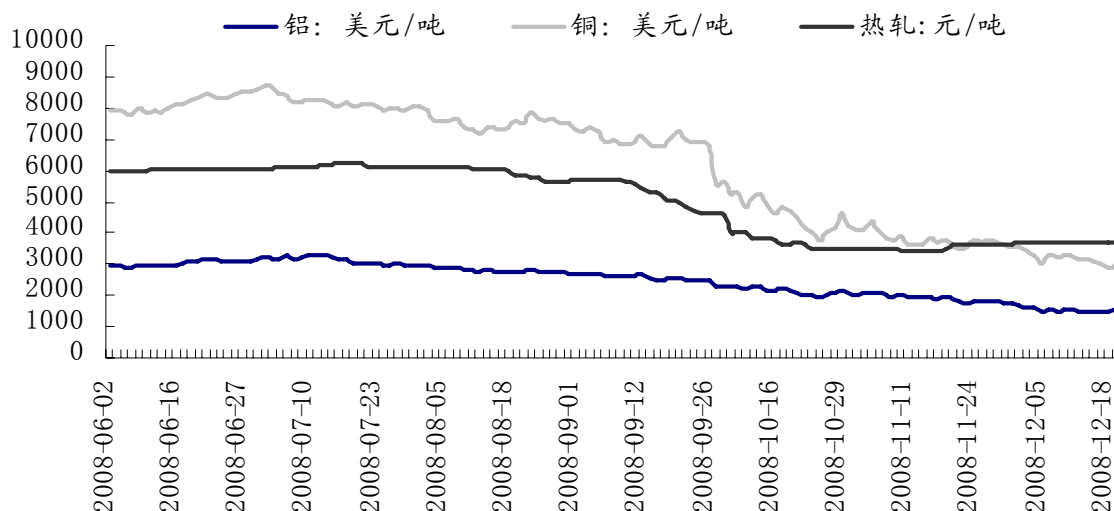
图 13. 产品成本构成



资料来源：渤海证券研究所

08 年 9 月份以来，钢材等原材料价格出现了大幅的下跌，由于公司采购原材料大部分提前三个月左右，而与下游客户签订的合同基本是闭口合同，且根据公司目前新增订单执行情况看，大部分集中在 09 年生产，因此我们预计公司 09 年综合毛利率将有明显提高。

图 14. 有色金属价格走势



资料来源：Wind，渤海证券研究所

## 4. 风险因素

由于公司产品配套的零部件众多，在目前外协、集团公司工序间合作、自制件三种配套方式情况下，容易产生个别零部件和关键工序瓶颈而影响成套进度。07 年底，平高东芝二期扩建竣工，产能提高一倍，08 年 7 月，本部特高压项目建成投产，产能迅速扩大，势必分流更多的资源，可能会恶化公司产能瓶颈。同时，公司 800kV GIS 及 1100kV GIS 已完成研发，开始履约生产，由于该类属于新产品，且一些关键部件加工难度大，精度要求高，供应商选择范围有限，在生产流程中，任何一个环节、任何一个部件意外，都有可能对公司整体经营成果造成很大影响。

公司拟采取的措施：加快培养资质高、信誉好的合格供方，尤其是同一种零部件采取多家供货，向供方外派监造，及时沟通信息，适当加大资金倾斜，适当增加预投零部件力度等，将外协配套风险降到最低；公司内部继续为关键零部件的加工扩产，非特别关键零部件加大外协量。

## 5. 盈利预测

关键数据假设

|           |          | 2006      | 2007     | 2008E     | 2009E     | 2010E     |
|-----------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 断路器       | 销售收入（万元） | 39296.40  | 39605.50 | 51487.15  | 66933.30  | 80319.95  |
|           | 销售成本     | 25817.73  | 29276.39 | 39130.23  | 50199.97  | 60239.97  |
|           | 毛利率      | 34.30%    | 26.08%   | 24.00%    | 25.00%    | 25.00%    |
| 隔离开关、接地开关 | 销售收入（万元） | 40785.80  | 30199.40 | 25669.49  | 28236.44  | 31060.08  |
|           | 销售成本     | 35161.44  | 26599.63 | 20920.63  | 22730.33  | 25003.37  |
|           | 毛利率      | 13.79%    | 11.92%   | 18.50%    | 19.50%    | 19.50%    |
| 封闭组合电器    | 销售收入（万元） | 123027.40 | 91293.60 | 159763.80 | 255622.08 | 357870.91 |
|           | 销售成本     | 89133.35  | 74541.22 | 123816.95 | 195550.89 | 273771.25 |
|           | 毛利率      | 27.55%    | 18.35%   | 22.50%    | 23.50%    | 23.50%    |
| 其他        | 销售收入（万元） | 6663.98   | 13824.02 | 5529.61   | 5640.20   | 5753.00   |
|           | 销售成本     | 5085.29   | 9155.71  | 4202.50   | 4286.55   | 4372.28   |
|           | 毛利率      | 23.7%     | 33.8%    | 24.0%     | 24.0%     | 24.0%     |
|           | 营业收入（万元） | 209,774   | 174,923  | 242,450   | 356,432   | 475,004   |
|           | 主营收入增长率% | 36.7%     | -16.6%   | 38.6%     | 47.0%     | 33.3%     |
|           | 营业成本     | 155,198   | 139,573  | 188,070   | 272,768   | 363,387   |
|           | 综合毛利率    | 26.02%    | 20.21%   | 22.43%    | 23.47%    | 23.50%    |

盈利预测结果

| 利润表（百万元）   | 2006 | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 2184 | 1749 | 2425  | 3564  | 4750  |
| 营业成本       | 1647 | 1396 | 1881  | 2728  | 3634  |
| 营业税金及附加    | 8    | 6    | 8     | 12    | 16    |
| 销售费用       | 173  | 156  | 194   | 282   | 372   |
| 管理费用       | 153  | 131  | 181   | 264   | 348   |
| 财务费用       | 10   | 29   | 30    | 25    | 20    |
| 资产减值损失     | 0    | 27   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益       | 1    | 143  | 140   | 150   | 160   |
| 营业利润       | 193  | 148  | 271   | 404   | 520   |
| 营业外收支净额    | -2   | 8    | 0     | 0     | 0     |
| 税前利润       | 191  | 157  | 271   | 404   | 520   |
| 减：所得税      | 36   | -19  | 41    | 61    | 78    |
| 净利润        | 155  | 175  | 230   | 343   | 442   |
| 归属于母公司的净利润 | 162  | 176  | 230   | 343   | 442   |
| 少数股东损益     | -7   | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 基本每股收益     | 0.44 | 0.48 | 0.45  | 0.67  | 0.86  |
| 稀释每股收益     | 0.44 | 0.48 | 0.45  | 0.67  | 0.86  |

## 6. 估值与投资建议

在电网投资加大的情况下，我们认为公司作为国内三大高端开关研发和制造基地之一，产品受益最大，同时，公司产能释放正逢其时，未来几年业绩增长有充分保障。预测 08-10 年 EPS 为 0.45、0.67 和 0.86 元，目标价为 16.5 元。投资建议：买入。

### DCF 估值结果(百万元)

|             |              |
|-------------|--------------|
| 预测期 NPV     | 779485.2     |
| 非核心资产       | 149531.6     |
| 企业价值 EV     | 929016.8     |
| 债务          | 70000.2      |
| 股票价值        | 859016.6     |
| <b>每股价值</b> | <b>16.80</b> |

### DCF 估值假设条件

|                      |        |             |        |
|----------------------|--------|-------------|--------|
| 无风险利率 $R_f$ =        | 5.00%  | $V_e$ =     | 664616 |
| 目标债务比率=              | 50.00% | $V_d$ =     | 70000  |
| $R_m$ =              | 10.0%  | $K_e$ =     | 9.8%   |
| 长期增长率=               | 1.00%  | $K_u$ =     | 9.4%   |
| $\beta_e$ (levered)= | 0.95   | WACC=       | 7.00%  |
| 税前 $K_d$ =           | 5.00%  | $\beta_u$ = | 0.87   |
| 税后 $K_d$ =           | 4.25%  | 税率=         | 15%    |

### 敏感性分析

|             |       | 永续增长率 g |       |       |       |       |
|-------------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
|             | 16.80 | 0.0%    | 0.5%  | 1.0%  | 1.5%  | 2.0%  |
| 加权资本成本 WACC | 6.50% | 15.78   | 16.76 | 17.90 | 19.28 | 20.97 |
|             | 7.00% | 14.43   | 15.23 | 16.16 | 17.26 | 18.58 |
|             | 7.50% | 13.27   | 13.93 | 14.70 | 15.59 | 16.64 |
|             | 8.00% | 12.26   | 12.82 | 13.45 | 14.19 | 15.04 |
|             | 8.50% | 11.38   | 11.85 | 12.39 | 13.00 | 13.70 |
|             | 9.00% | 10.61   | 11.01 | 11.46 | 11.97 | 12.56 |
|             | 9.50% | 9.92    | 10.27 | 10.65 | 11.09 | 11.58 |

| 资产负债表        | 2006        | 2007        | 2008E        | 2009E        | 2010E        | 利润表 (百万元)   | 2006        | 2007        | 2008E        | 2009E        | 2010E        |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金         | 655         | 429         | 727          | 1069         | 1425         | 营业收入        | 2184        | 1749        | 2425         | 3564         | 4750         |
| 应收票据         | 23          | 42          | 53           | 78           | 104          | 营业成本        | 1647        | 1396        | 1881         | 2728         | 3634         |
| 应收账款         | 1136        | 1111        | 1328         | 1953         | 2603         | 营业税金及附加     | 8           | 6           | 8            | 12           | 16           |
| 预付款项         | 118         | 130         | 149          | 176          | 213          | 销售费用        | 173         | 156         | 194          | 282          | 372          |
| 其他应收款        | 58          | 62          | 73           | 107          | 143          | 管理费用        | 153         | 131         | 181          | 264          | 348          |
| 存货           | 786         | 551         | 618          | 897          | 1195         | 财务费用        | 10          | 29          | 30           | 25           | 20           |
| 其他流动资产       | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失      | 0           | 27          | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资       | 0           | 339         | 339          | 339          | 339          | 公允价值变动收益    | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产         | 336         | 268         | 311          | 351          | 388          | 投资收益        | 1           | 143         | 140          | 150          | 160          |
| 在建工程         | 39          | 85          | 93           | 96           | 98           | 汇兑收益        | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 工程物资         | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 营业利润        | 193         | 148         | 271          | 404          | 520          |
| 无形资产         | 29          | 15          | 14           | 12           | 11           | 营业外收支净额     | -2          | 8           | 0            | 0            | 0            |
| 长期待摊费用       | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 税前利润        | 191         | 157         | 271          | 404          | 520          |
| 资产总计         | 3218        | 3105        | 3705         | 5079         | 6517         | 减：所得税       | 36          | -19         | 41           | 61           | 78           |
| 短期借款         | 468         | 660         | 707          | 1156         | 1511         | 净利润         | 155         | 175         | 230          | 343          | 442          |
| 应付票据         |             |             |              |              |              | 归属于母公司的净利   |             |             |              |              |              |
|              | 325         | 247         | 361          | 523          | 697          | 润           | 162         | 176         | 230          | 343          | 442          |
| 应付账款         | 838         | 541         | 773          | 1121         | 1493         | 少数股东损益      | -7          | -1          | 0            | 0            | 0            |
| 预收款项         | 356         | 331         | 380          | 451          | 546          | 基本每股收益      | 0.44        | 0.48        | 0.45         | 0.67         | 0.86         |
| 应付职工薪酬       | 26          | 2           | 2            | 2            | 2            | 稀释每股收益      | 0.44        | 0.48        | 0.45         | 0.67         | 0.86         |
| 应交税费         | 20          | -17         | -17          | -17          | -17          | <b>财务指标</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> |
| 其他应付款        | 33          | 12          | 12           | 12           | 12           | <b>成长性</b>  |             |             |              |              |              |
| 其他流动负债       | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 营收增长率       | 42.3%       | -19.9%      | 38.6%        | 47.0%        | 33.3%        |
| 长期借款         | 0           | 0           | -15          | 5            | 25           | EBIT 增长率    | 82.2%       | -70.0%      | 164.3%       | 73.6%        | 36.3%        |
| 预计负债         | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 净利润增长率      | 53.8%       | 8.6%        | 30.6%        | 49.2%        | 28.8%        |
| 负债合计         | 2094        | 1808        | 2234         | 3285         | 4301         | <b>盈利性</b>  |             |             |              |              |              |
| 股东权益合计       | 1124        | 1297        | 1507         | 1830         | 2252         | 销售毛利率       | 24.6%       | 20.2%       | 22.4%        | 23.5%        | 23.5%        |
| <b>现金流量表</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | 销售净利率       | 7.4%        | 10.1%       | 9.5%         | 9.6%         | 9.3%         |
| 净利润          | 155         | 175         | 230          | 343          | 442          | ROE         | 14.4%       | 13.6%       | 15.3%        | 18.8%        | 19.6%        |
| 折旧与摊销        | 40          | 38          | 51           | 57           | 63           | ROIC        | 10.31%      | 3.47%       | 6.21%        | 7.92%        | 8.53%        |
| 经营活动现金流      | 39          | -285        | 276          | -132         | -39          | <b>估值倍数</b> |             |             |              |              |              |
| 投资活动现金流      | -44         | -91         | 40           | 50           | 60           | PE          | 29.3        | 27.0        | 28.9         | 19.4         | 15.0         |
| 融资活动现金流      | 107         | 275         | -18          | 424          | 335          | P/S         | 2.2         | 2.7         | 2.7          | 1.9          | 1.4          |
| 现金净变动        | 102         | -101        | 298          | 342          | 356          | P/B         | 4.2         | 3.7         | 4.4          | 3.6          | 3.0          |
| 期初现金余额       | 452         | 655         | 429          | 727          | 1069         | 股息收益率       | 1.5%        | 0.5%        | 0.3%         | 0.3%         | 0.3%         |
| 期末现金余额       | 554         | 554         | 727          | 1069         | 1425         | EV/EBITDA   | 18.8        | 50.5        | 31.2         | 20.1         | 15.3         |

|         | 2007A    | 2008E    | 2009E    | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 2015E    | 2016E    | 2017E    |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| EBIT    | 6076.9   | 16062.0  | 27883.9  | 38008.3  | 45868.0  | 55360.9  | 66826.9  | 74645.6  | 83346.0  | 92257.5  | 102117.9 |
| 所得税     | -722.8   | 2409.3   | 4182.6   | 5701.2   | 6880.2   | 8304.1   | 10024.0  | 11196.8  | 12501.9  | 13838.6  | 15317.7  |
| NOPLAT  | 16437.3  | 6799.8   | 13652.7  | 23701.3  | 32307.0  | 38987.8  | 47056.8  | 56802.9  | 63448.8  | 70844.1  | 78418.9  |
| 营运资金净变动 | 880.5    | -25780.6 | 6856.3   | -40767.9 | -40433.7 | -26969.1 | -32111.0 | -38246.8 | -19107.6 | -21007.4 | -20274.3 |
| 资本支出    | -10000.0 | -10000.0 | -10000.0 | -10000.0 | -5000.0  | -5000.0  | -5000.0  | -5000.0  | -5000.0  | -5000.0  | -5000.0  |
| 自由现金流   | -25169.0 | 15652.6  | -21345.4 | -11816.7 | 13773.1  | 17072.3  | 21018.7  | 47121.9  | 52926.4  | 61538.8  | 68255.8  |

|         |             |         |       |      |       |       |       |       |       |       |  |
|---------|-------------|---------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| WACC    | 6.8%        | Ke      | 9.8%  | 估值   | g     |       |       |       |       |       |  |
| 永续增长率   | 1%          | Kd      | 5.0%  |      | 0.00% | 0.50% | 1.00% | 1.50% | 2.00% |       |  |
| 终值      | 37768.9     | t       | 15%   | WACC | 6.50% | 15.78 | 16.76 | 17.90 | 19.28 | 20.97 |  |
| 企业价值    | 929016.8    | Rf      | 5%    |      | 7.00% | 14.43 | 15.23 | 16.16 | 17.26 | 18.58 |  |
| 非核心资产价值 | 149531.6    | E(Rm)   | 0.1   |      | 7.50% | 13.27 | 13.93 | 14.70 | 15.59 | 16.64 |  |
| 债务价值    | 70000.21    | Rm - Rf | 5%    |      | 8.00% | 12.26 | 12.82 | 13.45 | 14.19 | 15.04 |  |
| 股权价值    | 859016.6    | D/A     | 9.5%  |      | 8.50% | 11.38 | 11.85 | 12.39 | 13.00 | 13.70 |  |
| 股本      | 51124.37    | E/A     | 90.5% |      | 9.00% | 10.61 | 11.01 | 11.46 | 11.97 | 12.56 |  |
| 每股价值    | 16.80248694 | Beta    | 0.95  |      | 9.50% | 9.92  | 10.27 | 10.65 | 11.09 | 11.58 |  |

### 渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来12个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来12个月内股价落后大盘10%以上。

### 渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**渤海证券有限责任公司研究所**

|                                        |                                       |                                               |                                                 |
|----------------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| 所长·研究策划<br>周华敏<br>+86 22 2845 1869     | 副所长·基金<br>谢富华<br>+86 22 2845 1985     | 副所长·宏观策略<br>马静如<br>+86 22 2845 1665           | 副所长·行业<br>吴鹏飞<br>+86 10 5836 2786               |
| 商业旅游行业研究<br>陈慧<br>+86 22 2845 1135     | 电力行业研究<br>崔健<br>+86 22 2845 1618      | 交通运输行业研究<br>齐艳莉<br>+86 22 2845 1132           | 食品饮料行业研究<br>闫亚磊<br>+86 22 2845 1975             |
| 煤炭行业研究<br>张顺<br>+86 22 2845 1625       | 机械行业研究<br>李强<br>+86 22 5836 2766      | 石化行业研究<br>张延明<br>+86 22 2845 1653             | 化工行业研究<br>刘威<br>+86 10 5836 2155                |
| 医药行业研究<br>马霏霏<br>+86 22 2845 1945      | 金融行业研究<br>张继袖<br>+86 22 2845 1849     | 房地产行业研究<br>周户<br>+86 10 5836 2768             | 有色行业（贵金属、铅锌、铜）<br>研究<br>靳海明<br>+86 10 5836 2778 |
| 汽车、航空制造行业研究<br>张立平<br>+86 10 5836 2780 | IT 行业研究<br>张晓亮<br>+86 10 5836 2156    | 电力设备行业研究<br>李新渠<br>+86 10 5836 2760           | 钢铁行业研究<br>马涛<br>+86 10 5836 2789                |
| 建筑建材行业研究<br>唐笑<br>+86 10 5836 2159     | 金融工程与权证研究<br>何翔<br>+86 22 2845 1808   | 股指期货与衍生产品研究<br>徐莉莉<br>+86 22 2845 1659        | 产品设计和可转债研究<br>章辉<br>+86 22 2845 1977            |
| 债券研究<br>徐华<br>+86 22 2845 1137         | 宏观策略研究<br>黄锋<br>+86 22 2845 1131      | 金融策略与创新、证券理论<br>研究<br>吕玉忠<br>+86 22 2845 1857 | 策略研究<br>周喜<br>+86 22 2845 1972                  |
| 营销主管<br>郭靖<br>+86 22 2845 1879         |                                       |                                               |                                                 |
| <b>博士后工作站:</b>                         |                                       |                                               |                                                 |
| 资产证券化研究<br>刘惠杰博士<br>+86 22 2845 1632   | 私募股权基金研究<br>黄亚玲博士<br>+86 22 2836 5293 |                                               |                                                 |

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)