

平高电气(600312.sh)

“新平高”强化传统优势项目，业绩释放须待时日

谢军 电力行业研究员

电话: 020-87555888-663

 eMail: xj@gf.com.cn

张小东 电力/电力设备行业 研究助理

电话: 020-87555888-665

 eMail: zxd2@gf.com.cn

公司进一步加强隔离开关业务

公司为强化传统优势项目，征地 400 多亩打造“新平高”，投资 10 亿元兴建新的生产基地。新基地建成将可以提升隔离开关近 50% 的产能。但工程进度受到资金制约，目前公司正在积极筹备融资方案。

封闭组合电器（GIS）开关优势突出，订单充裕

公司的封闭组合电器（GIS）开关业务目前在手订单约 20 亿，其中特高压订单（均为 ±800kV 的输电系统中标项目）11 台，总共价值约 2 亿元。公司在封闭组合电器（GIS）开关业务上的竞争突出优势主要体现在特高压领域，常规产品与其他两大制造商同质化竞争激烈。

平高东芝 2009 年可能业绩下滑

受金融危机影响，东芝公司削减了封闭组合电器（GIS）开关的全球配件生产计划，受配件供给不足的影响，平高东芝也降低了公司 2009 年生产目标，我们预计 2009 年全年实际产能可能与 2007 年持平。

投资建议

我们预测公司 2008 年—2010 年的 EPS 为 0.42 元、0.54 元和 0.68 元，目前电力一次设备板块的平均估值水平 35 倍 PE，考虑到经济危机的进一步加深可能带来的估值下移风险，我们给予公司 30 倍的市盈率，目标价位为 15.0 元-17.0 元，我们给予公司“持有”评级。

风险提示

- 1、公司资金匮乏，10 亿元的短期融资的计划实施程度将会很大程度地影响“新平高”项目的工程进展。
- 2、特高压项目中标具有不确定性。
- 3、受金融危机的影响，地方电网的建设进度不同程度地收到了影响。公司从去年 11 月份开始陆续接到一些客户要求暂缓交货的要求，公司的存货开始增加，可能进一步影响到公司的排产计划以及收入的确认。

公司评级

持有

当前价格(元)	15.66
目标价格(元)	17.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	22.44%	25.78%	-6.20%
上证综指	12.79%	14.83%	-48.25%

股票数据

总股本(万股)	51,124.32
流通 A 股(万股)	32,397.08
主要股东:	

	平高集团有限公司
主要股东持股比例	22.71%
流通 A 股比例	63.37%

财务比率

ROE	13.70%
ROA	5.67%
资产负债率	58.24%
每股净资产(元)	3.52

2007 年报数据。

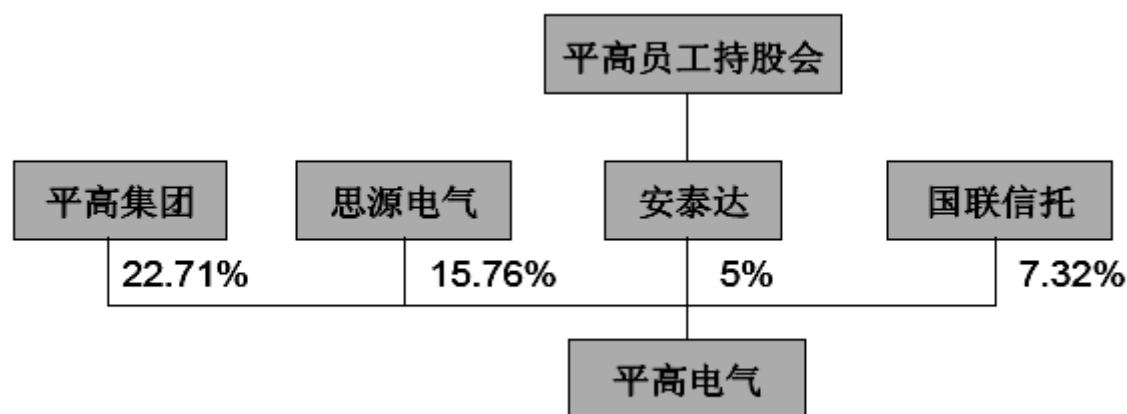
公司背景介绍

平高电气是我国电力设备行业三大电力开关制造商之一，公司成立于1998年12月，平顶山天鹰集团有限责任公司以主营业务资产为主体联合南昌科瑞集团有限公司、北京亚太世纪科技发展有限公司等5家发起人发起设立平顶山平高电气有限责任公司，1999年6月变更为河南平高电气股份有限公司。

股权结构

2001年，平高电气在上交所上市，目前第一大股东为平高集团有限公司，控股22.71%，集团公司由平顶山国资委全资控股，第二大股东是另一家上市公司思源电气，主要生产销售消弧线圈、变频器等二次设备。

图1、公司股权结构



数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

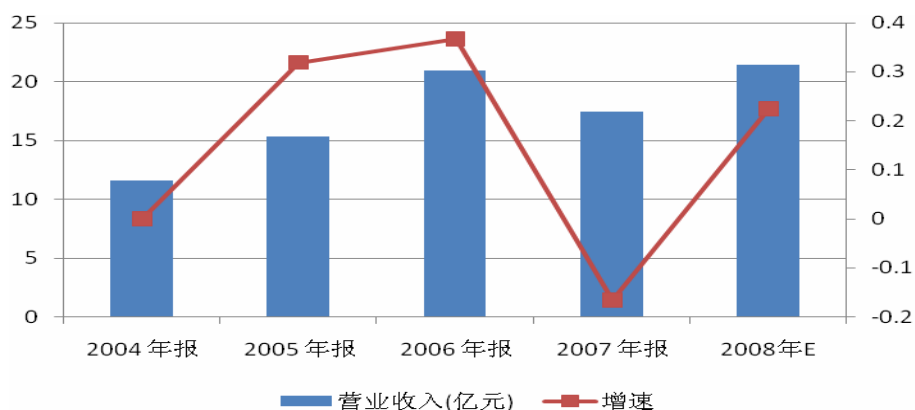
主营业务

平高电气和沈阳沈开高压开关有限公司、西安西开高压电气股份有限公司并列为我国三大开关制造商，主要生产的产品包括高压隔离开关、高压接地开关、封闭式组合电器、敞开式六氟化硫断路器以及相关配品配件，属于电力设备行业中的一次设备。

公司的几乎所有的业务都集中在高压开关的制造上，其利润构成主要分为平高本部与平高东芝两部分。平高电气下属的子公司中，最具技术实力和也是最有市场影响力的公司就是河南平高东芝高压开关有限公司。平高东芝对公司的利润贡献主要体现在投资收益上。

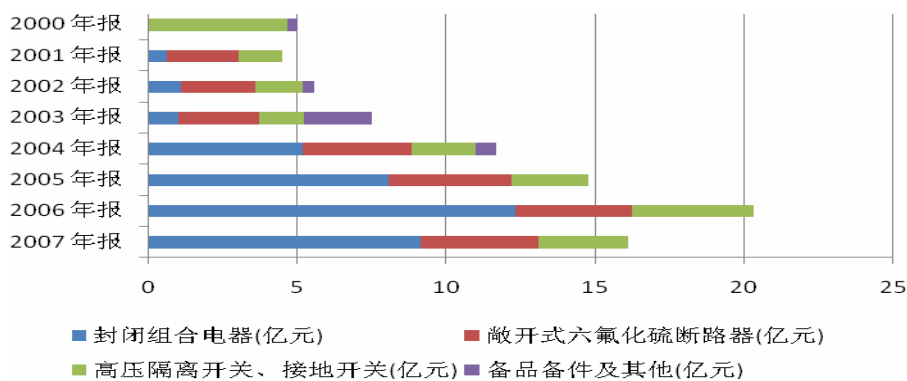
公司的主要客户是国家电网公司，大约占公司订单的2/3，另外1/3左右的订单来自于南方电网公司和系统外的厂矿企业。

图2、历年来公司收入增长情况



数据来源：wind咨询，广发证券发展研究中心

图3、历年来公司主营业务构成

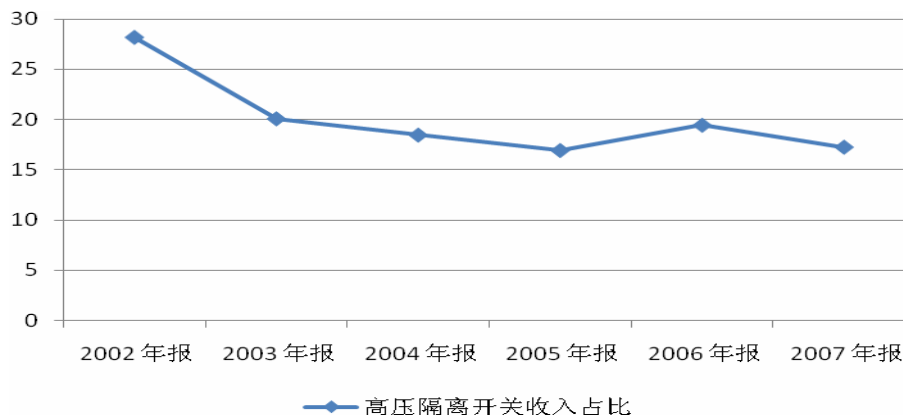


数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

公司进一步加强隔离开关业务

隔离开关是公司的传统优势项目，也是公司重要的利润来源之一，历年来一直在市场上占据第一的位置。但是去年国网领导在参观公司的生产线以后表示对生产条件和工艺不满意，公司的隔离开关业务销售收入随之出现下滑。

图4、隔离开关收入占比趋势



数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

在此情况下，公司为了巩固隔离开关业务，达到国网公司的产品生产要求，计划于今年建设新的隔离开关生产基地。继公司建成平高东芝二期之后，公司又新征400多亩地，重拳打造新的生产基地，公司称为“新平高”项目。

“新平高”项目的占地面积与目前平高本部的面积相当，预计投资10亿元，新基地主要作为隔离开关的生产厂房。考虑到竞争对手对隔离开关项目的重视力度和国家电网领导的相关要求，新厂房的隔离开关生产车间的设计标准是按照目前最高电压等级1000kV断路器的生产工艺—恒温、绝尘要求来执行的。

按照公司计划，项目将于今年9月份部分投入使用，生产线全部达产将达到10亿元的产能（包括现有产能部分），提高隔离开关产能约40%-50%，封闭组合电器（GIS）开关的生产能力也将得到一定提升，预计产能将由现在的180个间隔/月提高到250个间隔/月。

封闭组合电器（GIS）开关优势突出，订单充裕

封闭组合电器（GIS）开关一直是公司的突出优势项目，产品质量优于市场上的主要竞争对手，投运的产品也受到国家电网公司的高度赞赏。

从特高压产品来看，公司在封闭组合电器（GIS）开关业务上的竞争突出优势主要体现在特高压领域，包括±800kV直流和1000kV交流两类产品，并且特高压领域国家要求国产化率设备达到70%，进一步保证了平高电气这样的国内企业在特高压领域的获益。其中±800kV的产品是公司自主研发的，具有自主知识产权；1000kV的产品是购买东芝的技术，按协议将由东芝电气公司收取销售收入的2-5%作为提成。据我们调研了解到，其他竞争对手的特高压产品在运行过程中不同程度地出现了质量问题，比如绝缘拉杆脱落等，我们认为公司产品质量的优势将会使公司在今年的特高压项目招标中稍胜一筹。

公司的封闭组合电器（GIS）开关业务订单充裕，目前在手订单约20亿元，其中特高压订单（均为±800kV的输电系统中标项目）11台，总共价值约2亿元。目前平高东芝正在积极准备“安徽—上海”1000kV第二条线路的招标工作，该项目共设计4个变电站共34个封闭组合电器（GIS）开关间隔，平高东芝的目标是希望在此项目中斩获15-17亿元的订单。

表1、我国±800kV直流输电项目建设规划

电压等级、投资额	未来两年	十二五规划	十三五规划
±800kV	云南-广东 向家坝-上海	锦屏-华东 溪洛渡-湖南 溪洛渡-杭州 俄罗斯-北京 糯扎渡-广东 呼盟-济南	呼盟-天津 呼盟-辽宁 金沙江二期-福建 金沙江二期-华东 哈密-华中
计划投资总额（亿元）	320	780	780

数据来源：国网公司，南网公司，广发证券发展研究中心

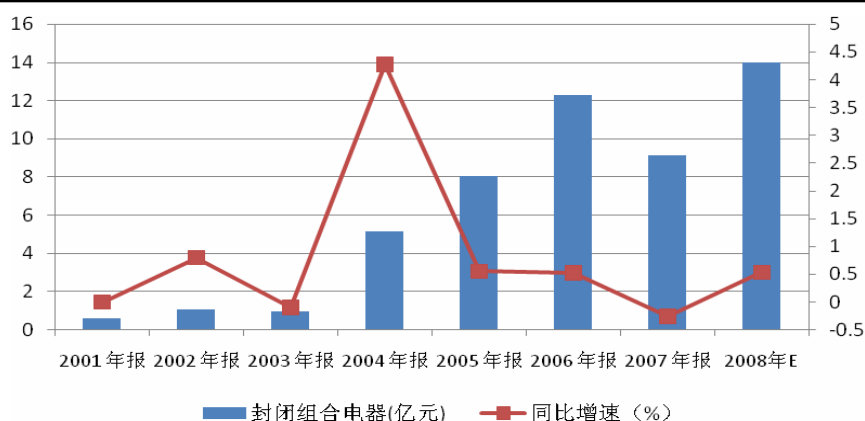
表2、我国交流1000kV特高压线路建设规划

建设阶段	未来两年	“十二五”规划	“十三五”规划	“十四五”规划
------	------	---------	---------	---------

工程项目	晋东南双环网 蒙西—安阳 蒙西—晋东南 乐山—荆门	北京东—长沙 唐山—泉州 锡盟—唐山 陕北—豫北 青岛—石家庄 长沙—金华	蒙西—青岛 靖边—泰州 雅安—荆门	霍林河—本溪 宝清—铁岭 湘南—泉州
新增合计	变电站19座, 1座 开关站	变电站18座	变电站7座, 开关 站1座	变电站6座

数据来源：国网公司，南网公司，广发证券发展研究中心

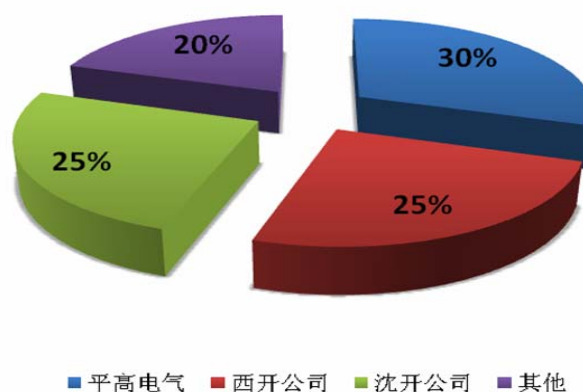
图5、封闭组合电器（GIS）开关收入增长情况



数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

从竞争格局来看，公司的常规产品和沈阳沈开高压开关有限公司、西安西开高压电气股份有限公司的产品并无质的差异，在争取订单的过程中主要比拼的是客户关系和价格。并且据我们调研了解到，公司的第二大股东思源电气也积极寻求与西门子的合作，目前已经开始试生产126kV的封闭组合电器（GIS）开关，同时加入到低电压等级的封闭组合电器（GIS）开关竞争的厂家还有山东泰山高压开关有限公司。从趋势上来看，未来低电压等级的封闭组合电器（GIS）开关的竞争将日趋激烈。

图6、历年来GIS开关中标情况



数据来源：国家电网公司，南方电网公司，公司公告，广发证券发展研究

中心

平高东芝2009年可能业绩下滑

平高东芝是由平高电气股份有限公司与日本·株式会社东芝（TOSHIBA）共同出资组建，平高电气持有50%的股权。全面采用东芝的技术和管理，专业生产高压开关设备的中日合资企业。目前平高东芝主要生产72.5-1100千伏的全系列断路器、金属封闭开关设备（GIS）、复合式金属封闭开关设备（H—GIS）等产品。

2007年11月，平高东芝二期投运。2007年平高东芝产值15亿，2008年平高东芝产值约18亿。但是受金融危机影响，东芝公司今年削减了配件的生产，而平高东芝的配套设备全部来自于东芝公司进口，包括液压机构、灭弧室、绝缘子等部件。因此平高东芝今年制定的产能计划低于去年，我们预计实际产值将和2007年持平，对上市公司的影响不大。

盈利预测

盈利假设

1、平高电气本部按照25%的税率执行，平高东芝受政府补贴，2008年、2009年实际执行的税率为7.5%；

2、公司改代销模式为直销模式，由于销售队伍的扩充，假设销售费率提高0.5个百分点，假设短期融资带来的财务费用率提升1个百分点；

3、由于公司已经掌握了±800kV封闭组合电器（GIS）开关的生产技术，而±1000kV封闭组合电器（GIS）开关受限于合同的要求，暂时不能生产，因此我们估计暂时公司对研发的需求会有所降低，假设研发费用减少1个百分点；

4、假设“新平高”项目2009年底建成投产；

5、毛利率假设：

表3、毛利率假设

产品类型	2008E	2009E	2010E
敞开式六氟化硫断路器	26.38%	25.88%	26.38%
高压隔离开关、接地开关	13.78%	14.28%	14.28%
封闭组合电器	22.69%	23.69%	24.69%
配品配件	25.00%	25.00%	25.00%
综合毛利率	23.33%	24.35%	24.58%

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

表4、利润预测（单位：百万元）

至12月31日	2007年	2008年E	2009年E	2010年E
营业收入	1749	2683	3089	3618
减：营业成本	1396	2003	2191	2514
营业税金及附加	6	10	14	24
销售费用	156	223	283	314
管理费用	131	193	220	274

财务费用	29	36	75	68
资产减值损失	27	22	20	20
加：公允价值变动收入	0	0	0	0
投资净收益	143	148	4	5
营业利润	148	237	290	409
加：营业外收入	11	17	30	40
减：营业外支出	2	2	2	2
利润总额	157	243	318	447
减：所得税	-19	26	39	96
净利润	175	217	279	351
减：少数股东损益	-1	2	3	4
归属于母公司净利润	176	215	276	347
EPS（元）	0.34	0.42	0.54	0.68

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

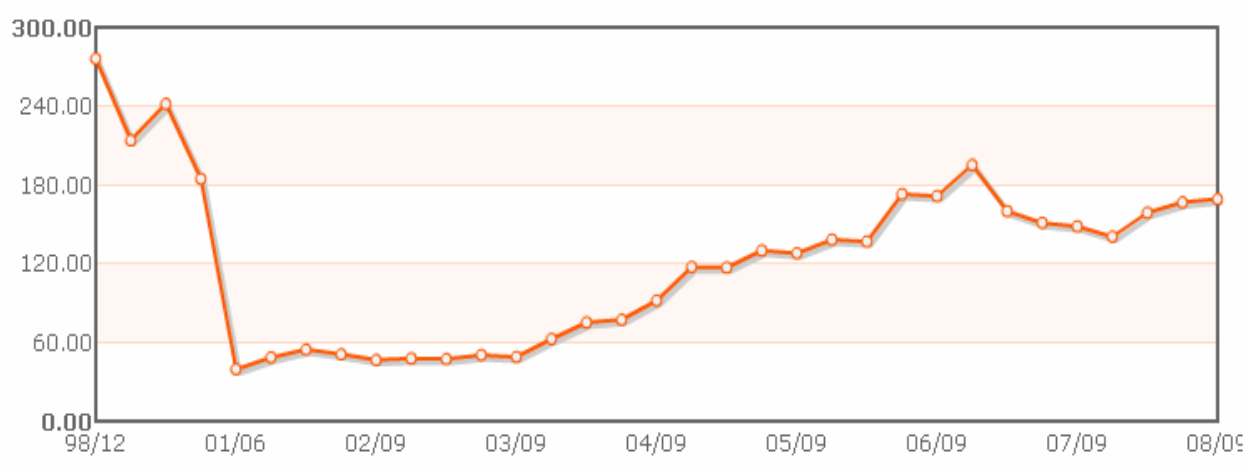
投资建议

我们预测公司2008年—2010年的EPS为0.42元、0.54元和0.68元，目前电力一次设备板块的平均估值水平35倍PE，考虑到经济危机的进一步加深可能带来的估值下移风险，我们给予公司30倍的市盈率，目标价位为15.0元-17.0元，我们给予公司“持有”评级。

风险提示

1、资金匮乏。公司目前的资金紧张，去年4月份开始已经做了一次短期融资。从2008年一到三期季报来看，公司的负债权益比是逐季度升高的。

图7、平高电气历年来负债权益比变化趋势



数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

今年新建项目需要筹资，公司打算再次做10个亿的短期融资项目。这次融资的大小将很大程度的影响“新平高”项目的工程进展。

2、特高压项目中标的不确定性。虽然公司的GIS在运行过程中是表现最为稳定的，但是从2008年的±800千伏的中标情况来看，平高电气的

中标量是少于西安西开高压电气股份有限公司的。在接下来的招标过程中，公司的中标份额还存在不确定性。

3、受金融危机的影响，地方电网的建设进度不同程度地收到了影响。公司从去年11月份开始陆续接到一些客户要求暂缓交货的要求，公司的存货开始增加，可能进一步影响到公司的排产计划以及收入的确认。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

平高电气(600312)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。