

潘杭钧

021-50588666-8043

panhj@ccnew.com

2009年4月17日

开关龙头将尽享特高压盛宴

——平高电气（600312）调研报告

公司调研

增持（维持）

估值区间：17.04-19.88元

市场数据（2009年04月16日）

收盘价（元）	16.63
年内最高/最低（元）	18.51/7.51
上证综指	2534
市净率（倍）	5.73
流通市值（亿元）	53.88

基础数据（2008年12月31日）

每股净资产（元）	2.90
每股经营现金流（元）	0.58
毛利率（%）	22.63
净资产收益率（%）	15.16
资产负债率（%）	62.12
总股本/流通股（万股）	51124/32397
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数表现



相关研究

20090412 平高电气调研简报：国网入主？公开增发？……09年4月9日

20090325 平高电气年报点评：本部竞争力增强，GIS成利润新增长点……09年3月12日

联系人：马钦琦

电话：021-50585908

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

报告关键要素：

公司本部订单充足，平高东芝贡献降低。增发项目投产后将尽享特高压盛宴。预计2009、2010年EPS为0.40、0.71元，维持“增持”评级。

投资要点：

- **公司本部竞争力增强。**本部08年新增合同大幅增加33亿元，同比增长32%。特高压产品收入确认及原材料价格下降可有效提升公司整体毛利率。销售模式成功转换费用率稳定，所得税享受15%优惠。
- **对平高东芝依赖性降低。**平高东芝受全球经济危机影响较大，加上汇率变动削减利润，08年贡献投资收益占净利润58%，远小于07年贡献占比82%。经济复苏后公司将东山再起，预计2009、2010年收入分别达20、25亿元。
- **特高压GIS将成利润新增长点。**未来电网建设将向特高压方向发展。公司作为三家特高压开关龙头之一，增发项目投产后有望一枝独秀，尽享特高压盛宴。若09年特高压项目中标，可在2010年确认14亿元收入。未来特高压GIS产品将成公司利润新增长点。
- **投资评级：“增持”。**预计公司2009、2010年EPS分别为0.40、0.71元，动态市盈率分别为42、23倍。公司将充分享受特高压建设的盛宴，产能增长与市场需求双重因素将推动公司业绩持续稳步增长，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**国家产业政策风险；资金压力；原材料价格波动；国际金融危机及汇率变动风险等。

	2007年	2008年	2009E	2010E
营业收入(亿元)	17.49	26.20	25.74	42.32
增长比率(%)	-20	50	-2	64
净利润(亿元)	1.76	2.07	2.02	3.61
增长比率(%)	9	18	-2	79
每股收益(元)	0.48	0.41	0.40	0.71
市盈率(倍)	35	41	42	23

投资核心观点

公司整体判断

平高电气(600312)公司本部合同大幅增加,竞争力增强。特高压开关产品收入确认,毛利率提升。平高东芝受全球经济危机影响较大,08年净利润同比下降16%,贡献投资收益占上市公司净利润比重为58%,远小于07年贡献占比82%。

未来电网建设将向特高压方向发展,公司作为三家特高压开关龙头之一,增发项目投产后有望取得先发优势,尽享特高压盛宴。未来特高压GIS产品将成公司利润新增长点。平高东芝在全球金融危机笼罩下,原材料来源可能无法保证,产品销售因此不乐观。

估值与评级

预计公司2009、2010年EPS分别为0.40、0.71元,动态市盈率分别为42、23倍。公司是我国三大高压开关生产商之一,将充分享受特高压建设的盛宴,产能增长与市场需求双重因素将推动公司业绩持续稳步增长。我们认为应给予公司2010年24-28倍PE,合理价值区间为17.04-19.88元,维持“增持”的投资评级。

股价催化剂

增发方案获批; 特高压项目中标; 国网入主传闻坐实。

风险提示

国家产业政策风险; 资金压力; 原材料价格波动; 国际金融危机及汇率变动风险等。

目录

1、公司基本情况	5
1.1 股本结构	5
1.2 主要产品	6
2、高压开关行业龙头	7
2.1 电网投资加大，电力设备受益	7
2.2 特高压盛宴即将开席	8
2.3 行业龙头三足鼎立	10
3、平高电气公司分析	11
3.1 公司本部竞争力增强	11
3.2 对平高东芝依赖性降低	15
3.3 增发后特高压 GIS 将成利润新增长点	15
4、盈利预测和投资评级	17
4.1 盈利预测	17
4.2 投资评级：“增持”	18
5、风险提示	19

图表目录

图 1: 平高电气 08 年产品收入占比	6
图 2: 我国电源、电网投资状况比较	7
图 3: 公司收入及合同增长	11
图 4: 分产品收入增长	11
图 5: 毛利率变化	12
图 6: 钢材价格变化	13
图 7: 铜、铝期货价格变化	13
图 8: 费用率变化	14
图 9: 平高东芝对上市公司的贡献	15
表 1: 截至 08 年 12 月 31 日平高电气主要子公司情况	5
表 2: 特高压建设规划	9
表 3: 三大开关龙头特高压国产化之路	10
表 4: 我国开关制造企业	10
表 5: GIS 产品等级价格	12
表 6: 组合电器 GIS 招标情况	16
表 7: 公司已中标主要特高压项目	16
表 8: 增发项目达产后产能	17
表 9: 盈利预测表	18
表 10: 输变电一次设备上市公司估值比较	19

1、公司基本情况

1.1 股本结构

平高电气（600312）于1999年注册成立，2001年IPO发行上市，公开发行6000万股，总股本变为18350万股。经过股权分置改革及历年利润分配转增股本，目前公司股本总额为51124万股，其中流通股32397万股。限售股18727万股分属平高集团（11610万股）、思源如高（3479万股）、安泰达创投（1921万股）和国联信托（1717万股），所有限售股均将在09年5月22日解禁，实现全流通。

平高电气股东持股较为分散，第一大股东平高集团仅持有11610万股，占比22.71%。平顶山市国资委持有平高集团100%的股权，是平高电气的实际控制人。第二大股东思源如高是思源电气（002028）的全资子公司，目前持有平高电气7908万股，占比15.47%，是公司的第二大股东。

公司主要子公司中，平高东芝贡献最大，08年贡献投资收益12097万元，占公司净利润58%。平高东芝主要经营72.5~550kV电压等级的全封闭组合电器（GIS）；罐式断路器（T—GCB）及复合电器（H—GIS），在生产工艺水平、技术和管理水平上均达世界先进水平。

表 1：截至 08 年 12 月 31 日平高电气主要子公司情况

子公司名称	主要产品	持股比例（%）	净利润（万元）
平高电气销售公司	销售开关设备等	90	1149
平高东芝	制造、销售开关设备等	50	24194
平高安川开关	高压开关及配件	60	-89
辽宁北方众鑫	销售开关设备等	90	-21

资料来源：公司公告

平高东芝是国内行业最大的合资企业，建有世界一流的高净化装配厂房，并配以先进的高压开关组装和试验设备500余套。其成立于2000年，由平高电气与日本东芝各出资50%共同控股。平高东芝导入日本东芝的设计、制造、检验技术，生产管理和质量管理体系，关键零部件由日本东芝提供，部分零部件由平高电气提供。平高东芝依托日本东芝的先进技术、设备与管理，背靠平高电气得天独厚的生产优势，08年之前更得益于国内电网投资加大带来的巨大市场机会，业绩稳步上升。08年则由于国际金融危机的影响，业绩稍有下降。

1.2 主要产品

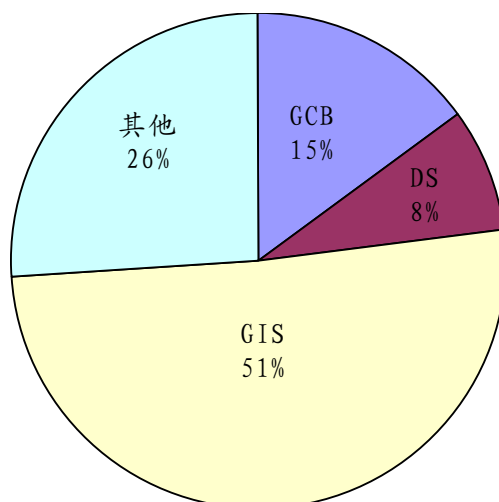
平高电气是我国研发和制造高压、超高压开关设备的三大企业之一，主导产品高压开关设备属于国家重大技术装备，在电力建设中具有重要地位，广泛应用于国家重点工程，并出口东南亚、中东、拉美、南非等国家和地区。

公司是国内首家引进SF6高压开关制造技术的SF6断路器生产厂，其自主开发研制生产的252kV单断口、550kV双断口GCB代表中国行业的最高水平。平高电气生产技术力量雄厚，在中国大陆及东南亚、中东地区具有较高的知名度。通过与东芝的合作，引进先进的制造技术，特别在SF6封闭式组合电器（GIS）的设计与制造上，更上一个新台阶。封闭式组合电器GIS与敞开式组合电器相比，具有可靠性高、抗震性好、成套性强、易于安装、维护工作量小、占地面积小、价格高等特点，2004年以来由于国内GIS产品质量大幅提高，逐渐成为市场主流产品，特别在湿热、高海拔、高寒等严酷环境条件下建高压、超高压变电站，GIS设备是首选产品。

公司主要产品有：40.5～550kV敞开式SF6断路器(GCB)、40.5～800kV高压隔离开关和接地开关(DS)、72.5～550kVSF6气体绝缘封闭式组合电器(GIS)、72.5～550kV复合式SF6绝缘金属封闭开关设备(H-GIS)，72.5～550kV 罐式SF6断路器(T-GCB)，40.5～252kV少油断路器(GCB)等。

2008年公司GIS、GCB和DS收入分别为17.14、5.48、2.39亿元，占公司营业收入比重分别为51%、15%和8%。

图 1：平高电气 08 年产品收入占比



资料来源：中原证券研究所

2、高压开关行业龙头

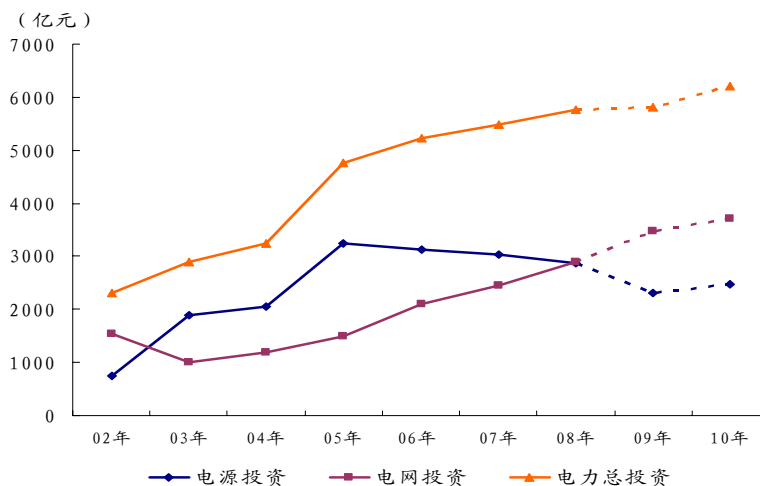
2.1 电网投资加大，电力设备受益

平高电气主要产品电气开关是电力工业最重要的电力设备之一，其发展直接受电网基础建设投资和发展的影响。

长期以来，我国“重发轻供”思想影响严重，电力投资严重失衡，一边是电源建设投资过剩，电厂在建规模不断扩大；另一边却是电网投资严重不足，电网建设长期落后于电源建设，电网投资短板成为制约电力工业健康发展的瓶颈。但这个局面正在逐步改善。近几年来，电源投资规模基本稳定并有小幅下降趋势，同时电网投资规模持续扩大。特别是在刚刚过去的2008年，得益于第四季度加大电网投资措施的落实，电网、电源投资比例首度发生逆转。2008年电网投资达2884亿元，同比增长18%，在电力总投资中所占比重首度达到50%，走出了长期以来电力投资失衡的无奈。我们假设2009年开始电网投资在电力总投资中占比达到60%，达到发达国家平均水平。

在2009年2月5日的全国能源会议上，国家发改委副主任、国家能源局局长张国宝提出，2009年我国电力总投资将达5800亿元，超过2008年实际投资的5763亿元，实际投资还可能超预算。根据我们的假设，2009年电网投资将达3480亿元，同比增长21%。

图 2：我国电源、电网投资状况比较



资料来源：电监会、中原证券研究所

电网投资加大，电力开关、变压器等相关电力设备生产商将直接受益，每年20%的增长率是可期的。输变电投资在电网投资中占到50%以上，而开关设备一般占到输变电设备容量的20%。以2009年为例，开关设备市场将有350亿元左右的投资额。电力开关是

一次设备中技术壁垒最高的子行业，目前国内市场中中国企业只有40%不到的市场份额，特别在220kV以上的市场中占比更小。依据国产化率70%的要求，国内开关企业增长空间更大。

2.2 特高压盛宴即将开席

特高压电网建设将是我国电网建设的长期发展方向，这是由我国的地域特点决定的。我国东西横跨4000公里以上，南北横跨2000公里以上，不同地区电源结构不同，发电能力不同，电力负荷更是差别巨大，而且往往发电能力和电力负荷不相匹配。大型煤电基地、核电基地、风电基地和水电基地的建设都需要与之相匹配的电力送出工程，因此国网公司无论从电力输送能力还是自身需要都将优先发展特高压。特高压工程是国家电网“十二五”阶段工作的重中之重。

近几年来，投入电网的资金主要用于全国特高压、超高压电网以及跨区送电工程建设。截至2008年年底，全国电网220kV及以上输电线路回路长度已达37万千米，同比增长11%。2010年全国电网将基本形成几个跨区互联电网。到“十二五”初期，初步建成“两纵两横”特高压骨干电网。2020年我国将建特高压交流变电站53座，出现南北向的多点互联，逐步形成各区域电网1000kV网架，最终形成全国互联电网。

西北电网则形成750kV网架，国家电网将在西北建成750kV变电站27座，逐步形成西北水火风电大规模打捆外送的格局。2009年国网年计划投资313.05亿元建设西北电网，其中750kV电网建设工程投资139亿元，较08年增长152.7%。

表 2: 特高压建设规划

名 称	类型	电压 (kV)	投产日期	总投资 (亿元)	招标情况
高岭背靠背	直流	500	2008	22	已招标
中俄背靠背 I 期	直流	500	2008	11	已招标
晋东南-荆门 (单回)	交流	1000	2008	56	已招标
云南-广东	直流	800	2009	150	已招标
灵宝扩建背靠背	直流	500	2009	70	已招标
呼伦贝尔-沈阳	直流	500	2009	70	已招标
俄罗斯-辽宁	直流	500	2010	70	已招标
宝鸡-德阳	直流	500	2010	70	已招标
向家坝-上海	直流	800	2011	180	已招标
宁东-山东	直流	660	2010	104	部分招标
葛洲坝-上海扩建	直流	500	2010	70	部分招标
晋东南-荆门 II 回	交流	1000	2009	100	未招标
淮南-芜湖-浙北-上海	交流	1000	2009	150	未招标
宁夏-天津	直流	500	2010	70	未招标
云南昭通-广东惠东	交流	1000	2010	80	未招标
山东-华东背靠背	直流	500	2011	20	未招标
山西-山东	直流	500	2011	70	未招标
锦屏-华东	直流	800	2012	180	未招标
合 计				1543	

资料来源: 国网、南网、中原证券研究所

根据规划, 今明两年特高压电网投资将达到1000亿元左右, 2009年特高压投资将超过500亿元。

我国首条1000kV特高压交流试验线路晋东南-南阳-荆门线路于2009年1月6日顺利通过试运行, 目前已成功带电运行3个多月。随着该条线路的成功投运, 特高压电网的建设无疑将开始加速, 特高压设备将迎来巨大的市场空间。

为扶持国内企业, 国家发改委明确表示, 特高压全面实现自主研发、国内生产。目前国内三大开关企业西开公司、平高电气 (600312)、沈高公司已分别通过自主研发和技术合作方式走向了国产化之路。

表 3: 三大开关龙头特高压国产化之路

公司名称	方式	进展
西开	自主研发	550kV、800kV、1100kVGCB均已成功研制
平高电气	自主研发与引进 合作相结合	自主研发550kVGCB, 引进日本东芝1100GIS全套技术
沈高	引进合作	与韩国晓星合作开发750kV、800kVGIS

资料来源: 国网、南网、中原证券研究所

2.3 行业龙头三足鼎立

我国开关行业竞争激烈, 制造企业数量众多。目前全行业已经有两千多家企业, 但基本都集中在35kV及以下低压等级区域。具有35kV~220kV等级制造能力的只有近百家, 而220kV及以上等级的高端市场由于技术壁垒较高, 目前仍牢牢控制在跨国集团手中, 国内生产企业不足10家。国内具备500kV及以上特高压开关生产能力的企业就只有3家: 西开公司、平高电气(600312)和沈高公司。

表 4: 我国开关制造企业

序号	企业名称	生产能力
1	ABB、西门子、阿尔斯通、东芝、三菱等	110kV及以上
2	西开、平高电气、沈高	110kV及以上
3	北开、华通、湖开等	220kV以下
4	其他	110kV以下中小型

资料来源: 中原证券研究所

2008年, 平高电气和平高东芝合计在国内252kV和500kV开关市场占有率分别为30.23%和42.42%, 同比分别增加0.25和4.92个百分点。

在特高压领域, 西开和平高电气两家公司实力相当, 沈高稍逊, 三家公司呈三足鼎立之势, 雄踞特高压开关行业龙头。在目前已投运的国家电网第一条特高压示范线路(晋东南-南阳-荆门)中, 三家公司各中标2个间隔。

平高电气作为国内研发和制造高压、超高压开关设备的三大企业之一, 将充分享受电网投资特别是特高压投资加大带来的好处。

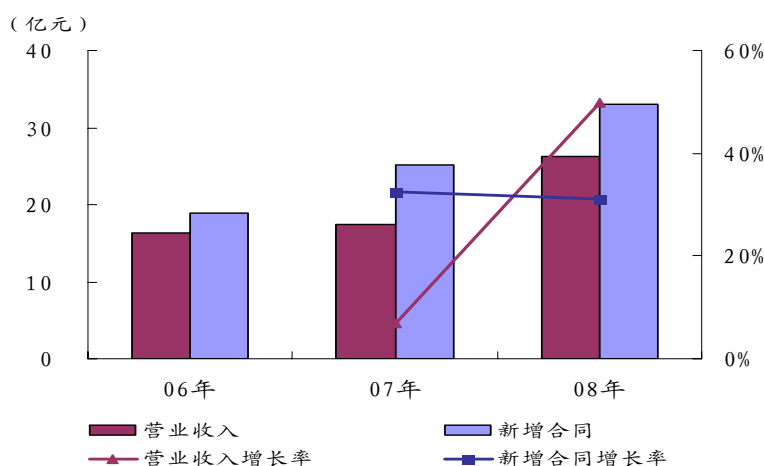
3. 平高电气公司分析

3.1 公司本部竞争力增强

收入稳定增长，GIS收入大增

平高电气08年营业收入为26.20亿元，同比增长50%，主要是公司本部合同大幅增加，07年部分产品收入在08年得到确认。08年公司订单饱满，新增合同33亿元，同比增长32%。

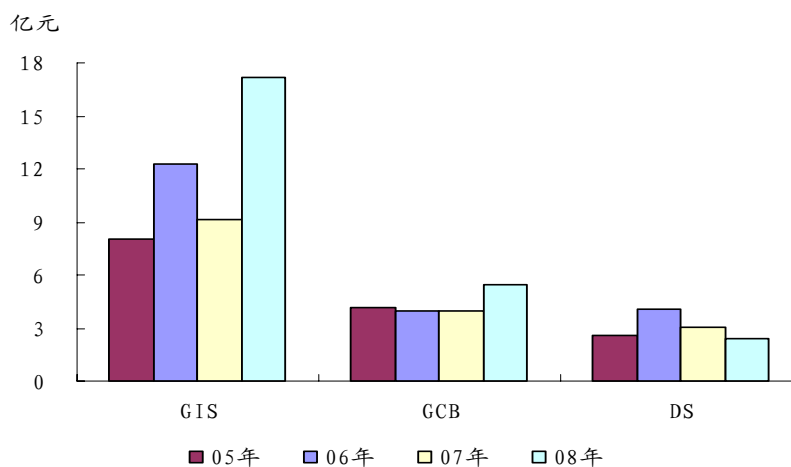
图 3: 公司收入及合同增长



资料来源：公司公告、中原证券研究所

业绩增长的另一重要原因是特高压开关产品收入得到确认。08年公司确认了1100kV GIS、800kV GCB、800kV DS等特高压新产品收入4.75亿元。

图 4: 分产品收入增长



资料来源：公司公告、中原证券研究所

GIS 产品收入同比增长 88%，除了产量增加的原因之外，特高压产品价格较高是另一个重要原因。

表 5: GIS 产品等级价格

序号	电压等级	价格（万元/间隔）
1	1100kV	8000-11000
2	800kV	600-800
3	500kV	—
4	252kV	70-90
5	126kV	20-40

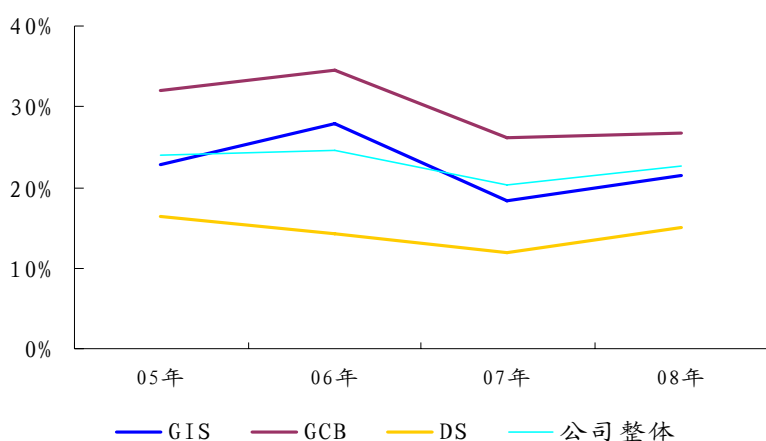
资料来源：中原证券研究所

目前东芝尚未放开 500kV GIS 的生产权限，因此公司本部尚未有该等级产品。09 年若能成功中标国网项目，2010 年可确认特高压收入约 14 亿元。

毛利率稳步上升

公司建立集中采购制度，通过将价格压力向上游传导从而减轻自身的成本压力。同时，毛利率较高的特高压产品收入确认、规模优势逐渐体现，原材料跌价、公司加强成本控制等因素，使公司 2008 年产品毛利率提升 2.42 个百分点至 22.63%。

图 5: 毛利率变化



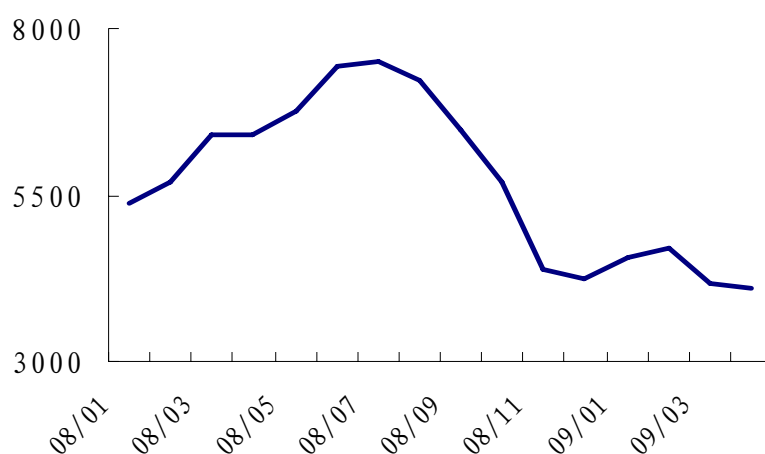
资料来源：公司公告、中原证券研究所

07 年产品毛利率稍有下降，是因为 07 年开始平高东芝的收益体现在投资收益中，不再合并进公司报表，而平高东芝由于产品较高端，毛利率较高，因此 06 年到 07 年平高电气毛利率的下降不能说明问题，而从 05 年到 06 年，以及 07 年到 08 年毛利率的提升可以说

明：公司产品的毛利率呈稳步上升趋势。

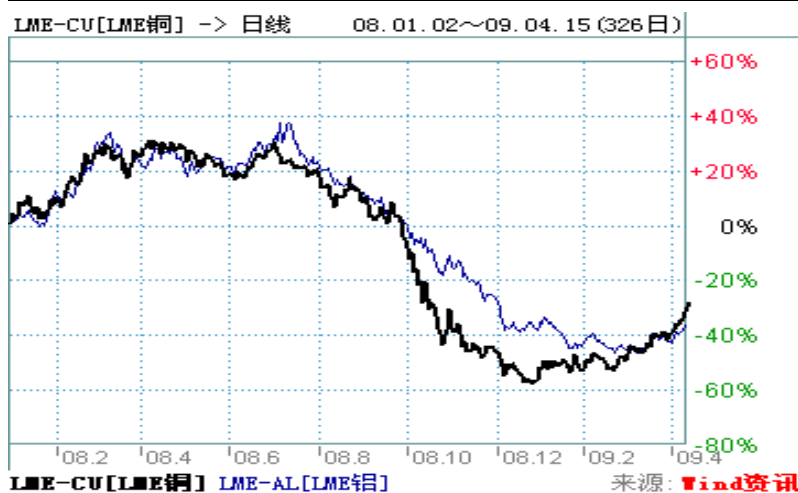
公司产品主要原材料为钢材、铜、铝，占产品成本比例分别为20%、20%、25%。08年上半年原材料价格在高位运行，下半年开始回落。09年前三月，钢材价格小幅波动，铜和铝价格小幅回升，但仍远低于08年上半年价格。我们预计09年原材料价格总体上将低于08年水平，公司产品毛利率将小幅上升。

图 6：钢材价格变化



资料来源：中原证券研究所

图 7：铜、铝期货价格变化



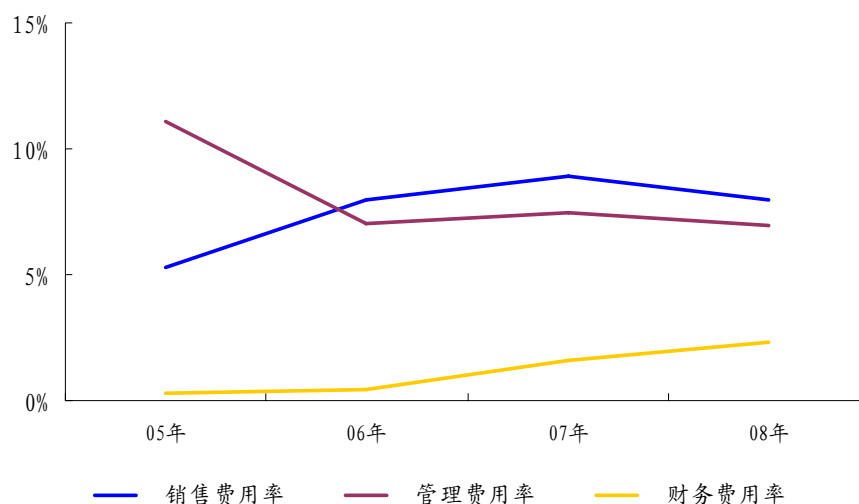
资料来源：Wind、中原证券研究所

销售模式成功转换，费用率逐步稳定

公司从06年开始调整销售模式，由代销改为直销，直签合同从04年的50%、05年的79%到06年的94%，有效地降低了三角合同带来的资金风险和周转速度慢等不利影响。同

时公司为了稳定原有的销售对象，仍然利用原有代销关系，但销售折扣转为代销费用处理，因此06年销售费用率增长较大，07年延续了这一模式。

图 8：费用率变化



资料来源：公司公告、中原证券研究所

目前公司的销售模式已基本稳定，08年销售费用率已经下降。我们认为，在收入大幅增长的情况下，期间费用率逐步下降属于合理的规模化效应，未来公司的期间费用率仍有很大下降空间。

收入大幅增长的同时，公司资金需求量也相应上升。08年公司发行了4亿元一年期公司债券，利息支出较大导致08年财务费用增加。

税收优惠

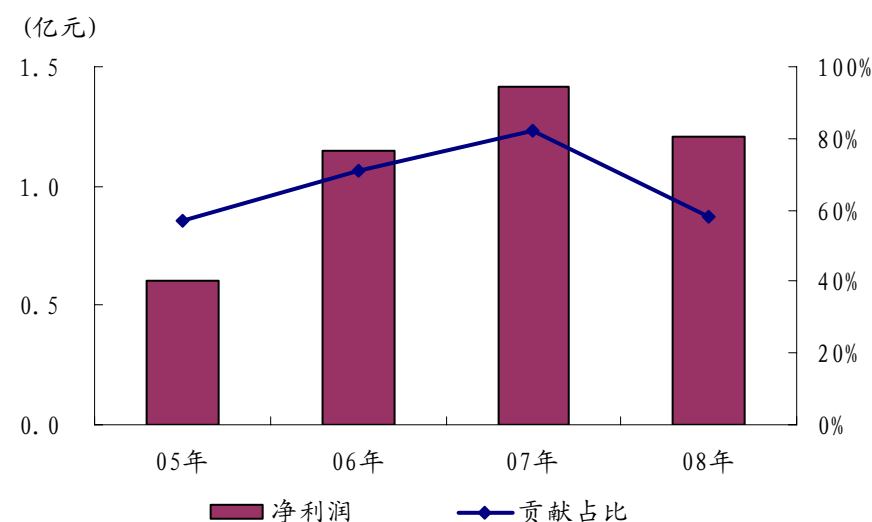
所得税：公司本部国产设备所得税抵免已废止；公司被评为高新技术企业，08年开始将连续三年享受15%的所得税率；全资子公司平高销售公司08年扭亏为盈开始盈利，减少了公司整体的所得税支出；平高东芝05年起享受“两免三减半”优惠，09年所得税率为12.5%。

增值税：增值税改革将惠及公司，09年起公司新购设备增值税进项税可抵免增值税销项税。公司增发项目建设中，将新购大量设备，公司可节约该部分增值税税项，增加现金流。

3.2 对平高东芝依赖性降低

平高东芝是平高电气与日本东芝各出资50%共同控股成立的合资企业，是亚洲最大的GIS制造基地，在生产工艺水平、技术和管理水平上均达世界先进水平。近几年来平高东芝对平高电气的贡献支撑着上市公司业绩，但08年则由于国际金融危机的影响以及汇率变动，业绩稍有下降。随着公司本部实力增强，公司对平高东芝的依赖性正在降低。

图 9：平高东芝对上市公司的贡献



资料来源：中原证券研究所

平高东芝08年收入16.05亿元，同比增长8%，净利润2.42亿元，同比下降16%。贡献投资收益1.21亿元，占平高电气净利润的58%，远小于07年贡献占比82%。

平高东芝08年新增合同20亿元，同比增长11%。随着国内电网建设投资加大，特别是特高压建设高峰到来，实力仍在的平高东芝仍有机会东山再起。我们预计，2009、2010年平高东芝收入分别为20、25亿元，净利润分别为2.5、3.2亿元，为上市公司贡献投资收益分别为1.25、1.6亿元。

3.3 增发后特高压 GIS 将成利润新增长点

装备振兴规划明确提出依托特高压电网建设提升国内产业竞争力，发改委也要求特高压设备必须保证70%的国产化率，而目前国内有特高压GIS生产能力的厂家仅西开、平高电气和沈高三家，市场空间非常广阔。在已成功运行的晋东南特高压线路上，三家公司各获两个GIS间隔的合同，呈三足鼎立之势，平高电气作为高压开关行业龙头的地位依然稳固。我们完全有理由相信，公司在未来特高压线路GIS招标中有望获得三分之一左右的份额。

在已成功运行的晋东南特高压线路上，公司中标的两个间隔合同总金额为2.23亿元，远远高于西开1.8亿元及沈高1.6亿元，充分显示了公司在特高压领域的实力。08年公司通过晋东南站的1100kV GIS、官亭二期工程800kV GIS等重大工程，确立了在尖端产品的综合实力和行业领跑者的地位。增发项目投产后，公司有望取得先发优势，从而打破长期以来特高压开关市场三足鼎立的局面。

表 6: 组合电器 GIS 招标情况

单位: 间隔

	类型	2006	2007	2008
252kV		404	1004	1360
	增长率		148.51%	35.46%
平高电气		45	236	333
	增长率		424.44%	41.10%
	市场占有率	11.14%	23.51%	24.49%
平高东芝		51	65	78
	增长率		27.45%	20.00%
	市场占有率	12.62%	6.47%	5.74%
平高电气+平高东芝	市场占有率	23.76%	29.98%	30.23%
500kV		194	96	231
	增长率		-50.52%	140.63%
平高东芝		43	36	98
	增长率		-16.28%	172.22%
	市场占有率	22.16%	37.5%	42.42%

资料来源: 国网、中原证券研究所

表 7: 公司已中标主要特高压项目

中标时间	项目名称	中标金额 (亿元)
2006/10	750kV官亭 II 期	1.37
2006/12	1000kV晋东南示范线	2.23
2007/01	750kV官亭 III 期	0.70
	合 计	4.30

资料来源: 中原证券研究所

平高电气此次拟公开增发方案已披露，拟发行不超过1.5亿A股，募集不超过12.21亿元，用于投资两个项目：（1）投资9.21亿元建设高压电气产业园，实施特高压、超高压开关重大装备产业基地项目；（2）补充流动资金3亿元。

公司募集资金建设的高压电气产业园已于07年使用自有资金开始建设，部分已投产。若募资顺利，按照建设进度，该特高压基地2010年可达产。届时公司GIS和断路器产能将分别扩张80%和100%，有望成为我国最大的输变电设备生产基地。

表 8: 增发项目达产后产能

产 品	年产能
126-1100kV GIS/TGCB	2348 间隔/台
126kV 及以上高压 GCB	1620 台
隔离开关	7490 组
接地开关	744 组

资料来源：中原证券研究所

增发项目达产后，年营业收入可达50.5亿元，增量31.2亿元，年利润总额5.57亿元，增量3.61亿元。全部投资财务内部收益率19.9%，投资回收期6.7年。

09年是特高压建设的爆发性增长时期，公司已经在日前招标的34个特高压GIS间隔上投标17个，若顺利中标，将有14亿元左右的收入。但考虑到施工周期及产品交货的问题，该部分产品及09年后可能中标的产品收入将在2010年确认。因此，虽然09年业绩不乐观，但2010年公司业绩有望飞跃，而特高压产品将成公司新的利润增长点。

4、盈利预测和投资评级

4.1 盈利预测

平高电气在08年年报中披露的09年经营计划为营业收入28亿，净利润2.25亿元。公司在其后发布的股东大会会议资料中，调整09年计划为：营业收入26.50亿元，净利润1.97亿元，低于08年。

营业收入：如前所述，受益于电网投资逐步增加，特别是特高压建设高峰即将到来，高压开关行业将迎来高速发展的机遇。公司作为三大高压开关厂家之一，产品竞争较小，我们保守估计2009、2010年常规产品分别有20%、10%的增长率，假设2010年特高压产品有14亿元的收入。

毛利率：预计钢材、铜、铝等主要原材料价格将有下降，2010年毛利率较高的特高压产品确认收入后，将提升公司整体毛利率。我们假设2009、2010年毛利率分别为22%、24%。

费用率：假设费用率与08年基本持平。

投资收益：预计投资收益主要来源平高东芝2009、2010年分别贡献1.25、1.6亿元。

所得税：公司08年开始连续三年享受高新技术企业15%的所得税率优惠，我们假设实际税率为16%。

表 9：盈利预测表

单位：万元

年 份	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	174923	262016	288218	345861
二、营业总成本	174425	250525	272020	324003
其中：营业成本	139573	202724	221928	264584
营业税金及附加	578	858	951	1141
销售费用	15622	20829	22481	26631
管理费用	13073	18248	19599	23173
财务费用	2850	6167	5188	6226
资产减值损失	2728	1700	1873	2248
加：投资收益	14330	12097	14517	16694
三、营业利润	14828	23588	30715	38553
加：营业外收入	1065	1252	1252	1252
减：营业外支出	223	610	610	610
四、利润总额	15670	24230	31356	39194
减：所得税费用	-1864	3383	4390	5487
五、净利润	17534	20847	26966	33707
归属于母公司所有者的净利润	17607	20734	26831	33538
少数股东损益	-73	113	135	169
六、基本每股收益（元）	0.48	0.41	0.52	0.66

资料来源：中原证券研究所

不考虑增发方案对公司业绩的影响，我们预计2009、2010年平高电气EPS分别为0.40、0.71元。

4.2 投资评级：“增持”

根据我们的盈利预测，公司2009、2010年动态市盈率分别为42、23倍（相对于4月16日收盘价16.63元）。

表 10: 输变电一次设备上市公司估值比较

公司 代码	公司 简称	主要 产品	每股收益 (元)			股价 (元) (4/16)	市盈率 (倍)		
			08A	09E	10E		08A	09E	10E
600089	特变电工	变压器	0.80	1.08	1.38	30.29	38	28	22
600550	天威保变	变压器	0.81	1.14	1.42	37.32	46	33	26
600517	置信电气	变压器	0.56	0.96	1.22	22.89	41	24	19
600973	宝胜股份	电缆	0.03	0.50	0.56	17.18	573	34	31
600312	平高电气	开关	0.41	0.40	0.71	16.63	41	42	23
平 均							—	32	24

资料来源: 中原证券研究所

平高电气是我国三大高压开关生产商之一,特高压基地建成后,公司将成为亚洲最大的开关生产基地。特高压GIS项目投产,将大幅提升公司在特高压开关方面的市场占有率。产能增长与市场需求双重因素将推动公司业绩持续稳步增长,我们给予公司2010年24-28倍PE,合理价值区间为17.04-19.88元,维持“增持”的投资评级。

此外,关于国家电网要入主平高集团的传言,公司已经发布澄清公告。目前的进展是,河南省政府希望整合省内输变电资源,平高电气(600312)和许继电气(000400)两个公司一起进入国网,对此国网也已经进行深入考察。我们目前尚无法证实该传闻的可靠性,但从两个公司的发展历史和目前的股权结构来看,显然平高电气略胜一筹,但结果如何将取决于国网和河南省政府。如果公司最大的客户国网入主集团,公司的产品销售、货款回笼等都将得到支持,而且消息一旦坐实,对公司股价将是极大的催化剂。

5、风险提示

平高电气主要产品电气开关所处电力设备制造业的发展与国家电力建设息息相关,国家对电力工业发展的产业政策将影响其业务发展。

随着公司订单增多,流动资金需求增大。同时特高压基地项目前期投入较大,因此公司资金压力较大。若增发成功,将有效缓解资金压力,并加快特高压基地建设。

钢铁、有色金属等主要原材料的价格波动,对公司产品利润影响很大。

公司本部高端产品部分零部件需从国外采购,平高东芝产品近一半零部件要从国外采购。随着国家特高压建设的进一步发展及公司特高压产品产能释放,公司对进口件需求量也在增加,国际金融危机的深层影响及汇率变动将对公司经营造成极大影响。

投资评级

买入： 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持： 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望： 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出： 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。