

本部看特高压，合资公司看产能释放

——平高电气（600312）调研报告

分析师

徐超：

☎(86-10) 88366060-8711

✉ xuc@cgws.com

要点：

- **产销情况：**公司现在生产景气程度不如去年同期水平。去年同期情况是工人三班倒，客户上门来催货，现在的情况是客户（主要是国家电网、南方电网和五大发电集团）推迟出货较多，厂区内积压了大量待发产成品。公司回款一般是签订合同后交款10%，设备发运、安装完成后交款80%，剩余10%的质保金在设备安全运行一段时间后交付。延期交货造成公司资金压力较大，公司有发行短债融资的计划。
- **毛利率：**公司原材料基本上是长单采购，另外，产品中标价格与原材料同向浮动，毛利率将基本维持稳定，钢材和铝价的下跌难以带来超额收益。公司常规产品的毛利率在23%左右，800KV和1100KV特高压产品毛利率可以达到28%左右。
- **竞争格局：**目前行业内竞争对手主要有西开高压开关和新东北电沈阳高压开关，公司市场份额在20%左右（GIS）。近年来以山东泰开为代表的民营企业发展迅速，在国网招标中屡获大单，现有的三大巨头竞争格局很有可能被打破，公司市场份额存在下降的风险。
- **平高东芝：**合营企业平高东芝一直是公司重要的利润来源，第二工厂已经于07年底投产。08年由于零部件配套问题和年初雪灾的影响，公司产能没有释放，预计09年平高东芝能实现20个亿的营业收入和2.6个亿的净利润。
- **特高压产品：**公司完成了晋东南变电站2个间隔1100KVGIS，产品调试成功，正式投入运营；公司供货的官亭二期工程800kVGIS以及大坝电厂、贺兰山变电站800kV罐式断路器也全部一次性调试成功，顺利送电。在特高压领域，公司拥有1/3的市场份额，将充分受益于国网公司的第二条特高压交流线路淮南-皖南-浙北-上海和西北电网750KV电网建设。
- **盈利预测：**不考虑募集资金建设新平高项目的影响，预计公司09、10年可分别实现营业收入27.6亿元和31.8亿元，净利润2.62亿元和3.46亿元，EPS分别为0.51和0.68元，现在股价对应的市盈率分别为30倍和23倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

投资评级：谨慎推荐

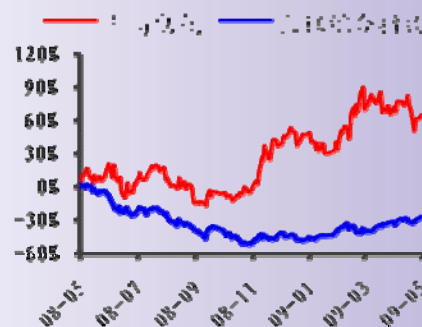
市场数据：

目前股价（元）	15.5
总市值（亿元）	79.0
流通市值（亿元）	50.1
总股本（万股）	51124.3
流通股本（万股）	32397.1
12个月最高/最低	18.51/7.51

公司盈利预测（百万）

	08	09E	10E
营业收入	262016	276384	317841
(+/-%)	49.8%	5.5%	15.0%
净利润	20734	26170	34622
(+/-%)	17.8%	26.2%	32.3%
摊薄每股收益	0.41	0.51	0.68
PE	38.1	30.2	22.8

股价表现图



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

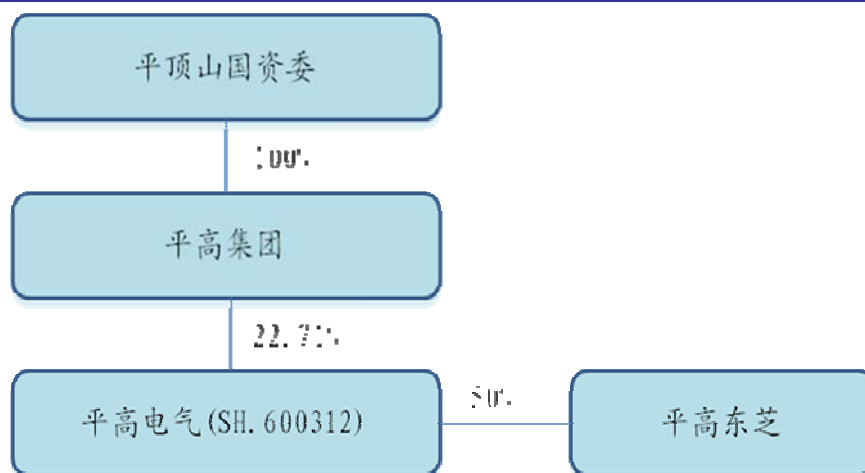


1. 公司介绍

平高电气是我国高压开关行业的骨干企业，与西安西开高压、新东北电气沈阳高压开关并列为国内三大高压开关设备研发、制造基地。在整个电网公司的招标中，公司断路器市场份额在 30%左右，其中 500KV 电压级别份额在 50%以上，220KV 和 11KV 电压级别份额在 20%左右；GIS 产品中，500KV 市场平高东芝份额超过 40%，本部在 220KV、11KV 级别占 20%左右，公司在特高压领域取得了突破，750KV 和 1000KV 电压级别市场份额基本占到了 1/3。

公司的股权结构如下图所示：

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

2. 公司业务

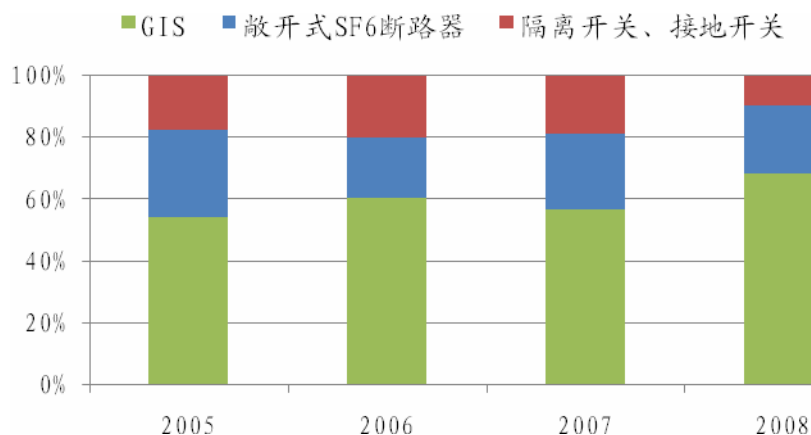
公司业务结构比较简单明了，主要利润来源分别是平高本部和合资公司平高东芝。按照合同规定，平高本部除了 500KV 电压级别的 GIS 不可以生产外，其他业务本部都可以涉及。

平高本部

公司本部主要业务包括组合电器开关（GIS）、敞开式 SF6 断路器、隔离开关和接地开关，GIS 业务占营业收入的比重越来越高，2008 年已经接近 70%。



图 2：近年来公司业务结构



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

目前公司手持未交货订单为 23 个亿左右，其中 70% 为 GIS。公司产品的主要原材料为钢材和铝，由于原材料的长单采购，以及售价的相应下调，管理层预计本部毛利率将维持稳定。

表 1：目前各电压等级 GIS 价格

电压级别	价格情况
126KV	60-70 万
252KV	160 万左右
800KV	公司共计出货 10 多台，早期价格 2000-3000 万，目前是 1000 万左右，甚至不到 1000 万
1100KV	已完成 2 个间隔，合计金额 2.3 个亿

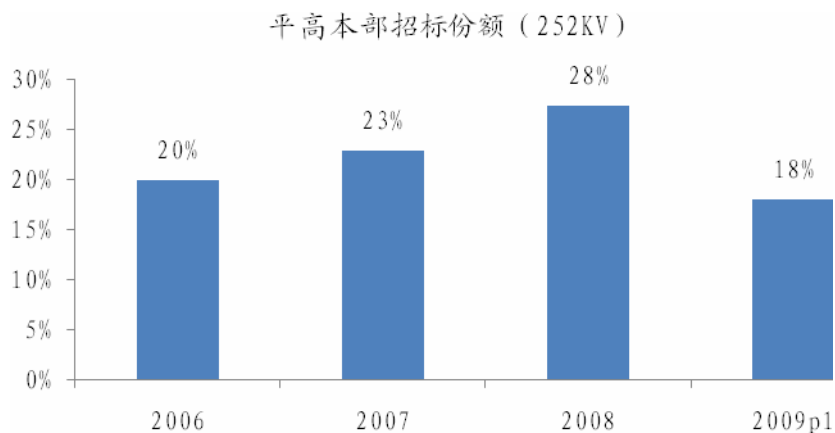
资料来源：公司交流，长城证券研究所整理

公司目前生产景气程度不如去年同期水平。去年同期情况是三班倒，客户上门来催货，现在的情况是客户（主要是国家电网、南方电网和五大发电集团）推迟交货较多，厂区内积压了一批待发货成品。产品的积压造成了公司资金链的紧张，因为公司经营过程中垫款较多，一般是在签订合同后客户交款 10%，设备发运、安装完成后交款 80%，剩余 10% 的质保金在设备安全运行一段时间后交付，延期交货对公司影响较大。公司应收账款较多，09 年一季度末应收账款为 10 个亿，其中国家电网占到了超过 70%。由于现金流存在压力，公司有发行短债融资的计划。设备发运推迟想象印证了我们二季度策略报告的观点，国家电网经营现金流紧张，不足以推动电网建设的超预期增长。预计随着电网融资的落实，后续电网投资加速会真正到来。

公司本部在国家电网 2009 年第一批项目主设备/材料集中规模招标采购中中标 252kv GIS 合计 26 个间隔，126kv GIS 12 个间隔，市场份额为 18%。



图 3：平高本部 252KV GIS 国网招标份额



资料来源：国家电网，长城证券研究所整理

在国网 09 年第二次招标中，公司和平高东芝都没有中标，向公司管理层了解得知其原因是公司投标资格被暂停了一次。国家电网公司每年都会统计正在运行设备的故障率，如果某厂家故障率出现偏高的情况，就会暂停其投标资格一次，公司的竞争对手也面临同样的问题。此次出现的问题不影响公司参与后续国网招标。在前不久公布的国家电网 2009 甘肃、青海、宁夏 750KV 项目主设备招标中，公司中得 800KV 罐式断路器 12 台，800KV 组合电器开关 1 套，继续保持了其市场地位。

特高压项目是平高本部后续业绩增长点，毛利率可以达到 28% 左右，高于当前主要产品 23% 的毛利率。800KVGIS 公司具有自主知识产权，预计公司能够保持 1/3 的市场份额。1100KVGIS 是引进的东芝技术，需要给外资方销售金额 3-5% 的技术提成费。

新平高项目：公司董事会前不久提出了公开发行人不超过 1.5 亿股，募集资金不超过 12.2 亿元的融资方案，拟投资 9.2 亿元建设“新平高”项目。

新平高项目占地 400 多亩，08 年 11 月购买地块，目前还基本没有开工建设。新平高项目建设期为 2 年，达产后形成年产 1100KV、800KV、252KV 和 126KVGIS10 台、3 台、800 台和 1500 台的生产能力，新增营业收入 31 个亿，净利润 2.5 个亿，项目投资回收期 6.3 年。如果项目能够顺利实施，平高电气在业务规模上可以实现跨越式发展。

平高东芝

平高东芝成立于 2000 年 9 月，由平高电气与日本·株式会社东芝共同出资组建，各占 50% 的权益，公司全面采用东芝的技术和管理，专业生产高压开关设备。

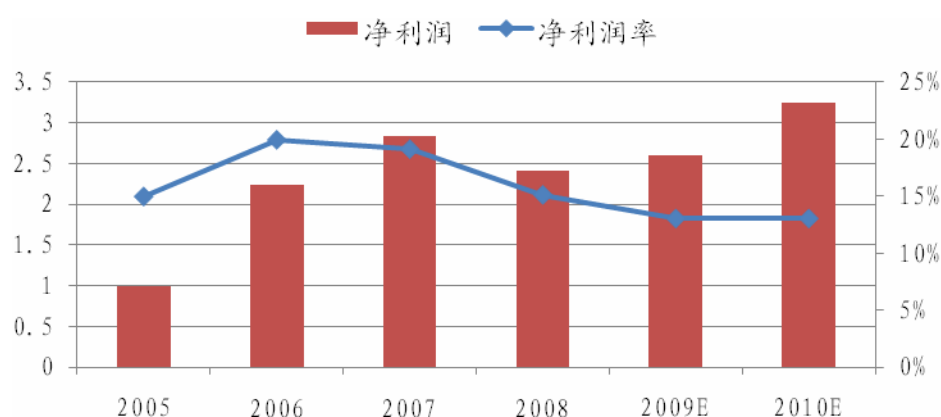
公司主要经营 72.5~1100KV 电压等级的 SF6 绝缘金属封闭开关设备(GIS)、72.5~550KVSF6 罐式断路器开关设备(T—GCB)和 72.5~1100KV 电压等级的复合式 SF6 绝缘金属封闭开关设备(H—GIS)等产品的设计、制造、组装、试验、销售及售后服务等项业务。



平高东芝一期项目注册资金 1,250 万美元,总投资 2,100 万美元,占地 47,600m²,2002 年 3 月正式投产。为满足公司的快速发展,2006 年平高电气与日本东芝对其等比例增资,建设第二工厂。投资 2,625 万美元、占地 100,000m² 的第二工厂已于 2007 年 11 月 2 日投入使用。现在平高东芝注册资本达 2,500 万美元,具备每年为客户提供 25 亿元销售产值的生产能力。

平高东芝盈利能力很强,净利润率超过 15%。08 年业绩出现小幅下滑,主要原因有三方面:1) 年初南方雪灾影响了公司发货;2) 国际金融危机影响了日本对公司的零部件配套,新厂区的产能没有释放;3) 平高本部部分特高压产品转到平高东芝进行组装,占用了其部分产能。

图 4: 平高东芝历年业绩情况

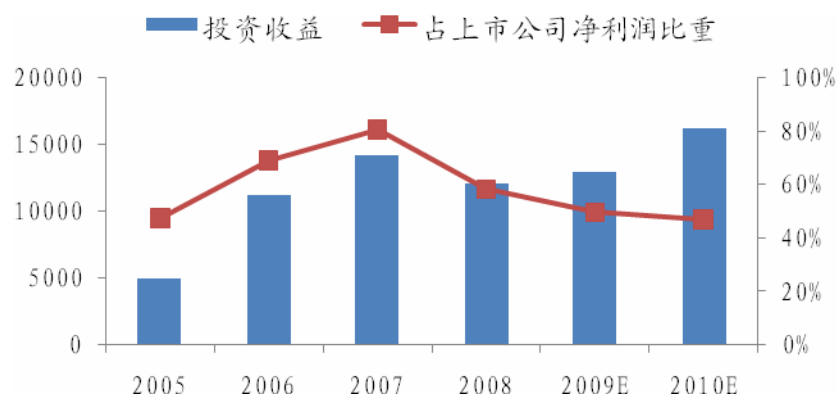


资料来源: 国家电网, 长城证券研究所整理

平高东芝 07、08 年分别新增订单 20 个亿左右,业务饱满,预计 09 年能实现 20 个亿的销售收入,实现净利润 2.6 个亿左右。

平高东芝的投资收益一直以来是平高电气的主要利润来源,07 年投资净收益占到上市公司净利润的 80%之多。随着平高本部盈利能力的增强,上市公司业绩对其依赖慢慢减弱,但是平高东芝将继续成为公司利润的重要来源。

图 5: 平高东芝投资收益情况 (07 年以前合并报表)

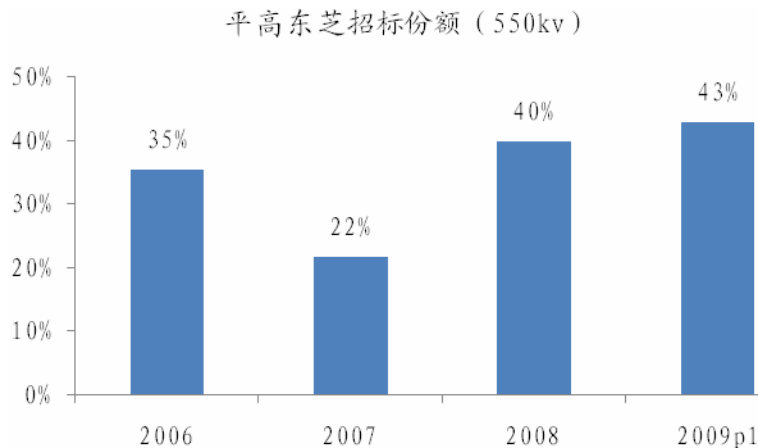


资料来源: 国家电网, 长城证券研究所整理



平高东芝在 500KV 组合开关领域占据了市场主导地位，在国网设备招标中市场份额超过 40%，其竞争对手主要有西开高压、鲁能恩冀帕瓦和三菱电机。公司目前手持订单饱满，业绩非常有保证。

图 6：平高东芝国网招标份额



资料来源：国家电网，长城证券研究所整理

3. 公司风险提示：

- ✓ 目前国内高压开关领域是西开高压、沈高和平高三分天下的竞争格局，但是近年来以山东泰开为代表的民营企业发展迅速，在国网招标中屡创佳绩，很有可能打破现有的行业竞争格局，据了解，山东泰开也在开始做 500KV 电压级 GIS，公司市场份额存在下降的风险。
- ✓ 合营企业平高东芝主要从日本获得零部件，国际金融危机导致的日元升值可能增加企业成本，降低利润率。
- ✓ 产品质量是企业的生命线，如果公司产品故障率再出现异常，有可能丢失市场份额，降低公司竞争力。

4. 潜在股价催化剂：

- ✓ 据了解，国家电网有收购平高集团的计划，为国内外电网建设项目做一次设备配套，能否成功取决于政府层面的态度。如果国家电网成功收购，将为公司业务开展带来很大的便利。

附表：财务报表预测及比例分析

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	262016	276384	317841	349625	成长性				
营业成本	202724	212816	241559	265715	营业收入增长	49.8%	5.5%	15.0%	10.0%
销售费用	20829	21834	24474	26921	营业成本增长	45.2%	5.0%	13.5%	10.0%
管理费用	18248	19347	21613	23425	营业利润增长	59.1%	35.1%	34.6%	8.9%
财务费用	6167	2398	2790	2246	利润总额增长	54.6%	31.5%	34.6%	8.9%
投资净收益	12097	15000	18750	18750	净利润增长	17.8%	29.9%	34.6%	8.9%
营业利润	23588	31870	42900	46709	盈利能力				
营业外收支	642	0	0	0	毛利率	22.6%	23.0%	24.0%	24.0%
利润总额	24230	31870	42900	46709	销售净利率	7.9%	9.7%	11.4%	11.3%
所得税	3383	4780	6435	7006	ROE	13.9%	15.3%	17.1%	15.7%
少数股东损益	113	147	197	215	ROIC	11.2%	10.7%	11.4%	11.3%
净利润	20734	26943	36267	39488	营运效率				
资产负债表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	销售费用/营业收入	7.9%	7.9%	7.7%	7.7%
流动资产	292048	324076	371084	408193	管理费用/营业收入	7.0%	7.0%	6.8%	6.7%
货币资金	64373	55277	63568	69925	财务费用/营业收入	2.4%	0.9%	0.9%	0.6%
应收帐款	122140	149364	171769	188946	投资收益/营业利润	51.3%	47.1%	43.7%	40.1%
应收票据	4831	4869	5599	6159	所得税/利润总额	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	74919	88076	99972	109969	应收帐款周转率	1.93	1.72	1.76	1.76
非流动资产	101044	112559	123196	134654	存货周转率	2.49	2.26	2.30	2.29
固定资产	48117	60704	72414	84944	流动资产周转率	0.85	0.80	0.82	0.80
资产总计	393093	436635	494280	542847	总资产周转率	0.63	0.59	0.61	0.61
流动负债	226738	243192	264372	273236	偿债能力				
短期借款	25500	25500	25500	25500	资产负债率	62.1%	59.7%	57.0%	53.6%
应付款项	122289	132909	150860	165946	流动比率	1.29	1.33	1.40	1.49
非流动负债	17468	17468	17468	17468	速动比率	0.96	0.97	1.03	1.09
长期借款	17000	17000	17000	17000	每股指标（元）				
负债合计	244206	260659	281840	290704	EPS	0.406	0.527	0.709	0.772
股东权益	148887	175976	212440	252143	每股净资产	2.91	3.44	4.16	4.93
股本	51124	51124	51124	51124	每股经营现金流	0.58	-0.24	0.66	0.82
留存收益	96943	123885	160153	199640	每股经营现金/EPS	1.4	-0.5	0.9	1.1
少数股东权益	820	966	1163	1378	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和权益总计	393093	436635	494280	542847	PE	38.1	29.3	21.8	20.0
现金流量表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	PEG	1.59	1.39	2.45	-
经营活动现金流	29891	-12138	33637	42063	PB	5.3	4.5	3.7	3.1
其中营运资本减少	51626	-46027	-11509	-8397	EV/EBITDA	35.21	30.20	22.42	19.33
投资活动现金流	-14840	-18314	-19319	-22216	EV/SALES	3.18	3.09	2.67	2.39
其中资本支出	-22387	-18314	-19319	-22216	EV/IC	5.91	4.24	3.66	3.24
融资活动现金流	390	0	0	0	ROIC/WACC	1.05	1.00	1.07	1.06
净现金总变化	15503	-30452	14319	19847	REP	5.64	4.24	3.41	3.06

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

徐 超: 清华大学硕士, 2007 年加入长城证券, 任电力设备行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。