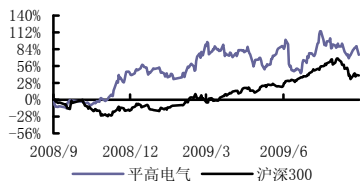


投资品 - 电气设备

2009 年 9 月 4 日

市场数据	2009 年 8 月 31 日
当前价格 (元)	15.91
52 周价格区间 (元)	7.80-19.49
总市值 (百万)	9760.65
流通市值 (百万)	9760.65
总股本 (百万股)	613.49
流通股 (百万股)	613.49
日均成交额 (百万)	186.63
近一月换手 (%)	53.49%
第一大股东	平高集团有限公司
公司网址	http://www.pinggao.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
平高电气	-9.03%	-5.52%	65.73%
沪深 300	-24.22%	2.56%	18.34%

陆勤、颜彪

010-65018178
0755-83199599-8136
Luqin@csc.com.cn
yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

陆勤、颜彪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

产能扩建、国网入主，只待订单转好

——平高电气 (600312) 调研报告

评级: 增持

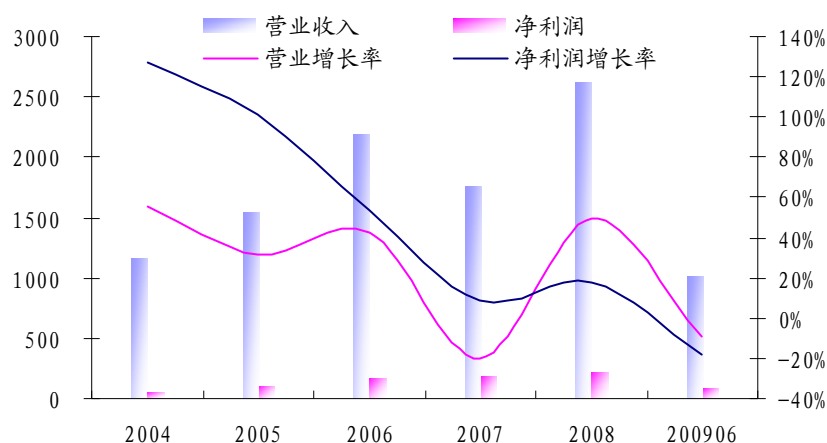
- 8 月 28 日，我们对平高电气进行实地调研，就公司目前的订单情况、新平高基地建设进展、平高东芝未来战略定位、国网入主对公司可能带来的变化进行一系列沟通。
- 特高压投资带动 GIS 快速增长。按照国网规划，2009-2010 年特高压交流投资为 570 亿元，高压开关面临的市场为 91 亿元。国家电网在既定目标下，下半年招标力度应该大于上半年，特高压交流项目开始加速。我们预计 2009-2011 年收入增速分别为 11.45%、36.64% 和 28.94%。
- 毛利率下降，竞争加剧是主要原因，提高国产化率势在必行。为了减缓毛利率下降的趋势，公司进行价格和成本控制。价格方面，主要是进一步提高产品质量，提高高端产品销售比例，从而保持价格降幅减小；成本方面，加快关键零部件研发，提高自制零部件比重，国产化率的提高对毛利率的提升作用很明显。我们预计 2009-2011 年综合毛利率分别为 22.36%、21.79% 和 21.70%。
- 产能扩建完成，只待订单好转，资金压力有所缓解。“新平高”项目年内部分将投运，整个设计产能将翻番，目前制约公司收入提升的主要因素不是产能的瓶颈，而是订单。公司高压开关生产占用较多自有资金，下半年订单情况应该好于上半年，因此公司的资金更为紧缺；加上产能扩建项目的资金需求，公司目前在资金上有较大压力。增发申请的通过将极大缓解下半年的资金压力。
- 短期看，平高东芝将平稳增长，成为公司稳定的利润来源。我们预测 2009-2011 年平高东芝的收入增速分别为 20%、30% 和 25%，其投资收益对平高电气的贡献将分别达到 1.31 亿元、1.60 亿元和 1.93 亿元。但长期来看，平高东芝的地位将发生改变。公司未来将本部打造成高压开关的研发和制造基地，特别是“新平高”基地的建设，更显示出公司逐步摆脱对平高东芝依赖的决心。
- 国家电网进入平高意义重大。一是降低营业费用水平、改善应收账款回款情况；二是提升公司在高压开关领域的地位；三是带来“走出去”的机会。
- 我们预测 2009-2011 年 EPS (未考虑增发摊薄) 为 0.44 元、0.63 元和 0.84 元。公司估值不具备很强优势，但考虑到国网入主对公司带来的战略性地位提高，加上特高压建设带来公司盈利显著提高，仍给予平高电气“增持”评级。

事件

8 月 28 日,我们对平高电气进行实地调研,就公司目前的订单情况、新平高基地建设进展、平高东芝未来战略定位、国网入主对公司可能带来的变化进行一系列沟通。

2009 年中报显示,上半年公司实现营收 10.12 亿元,同比增长-8.80%;营业利润 8660.23 万元,同比增长-25.45%;实现净利润 8483.49 万元,同比增长-18.04%;每股收益为 0.14 元,净资产收益率为 5.6%。

Figure 1



数据来源:公司公告、世纪证券研究所

2010 年特高压投资带动 GIS 快速增长

目前特高压交流项目只有“晋东南-荆门”1000KV 超高压交流示范工程成功运行,各项指标均通过发改委审核。9 月 1 日,发改委已批准中国西北地区两条超高压电力线的建设工程,即新疆自治区 750KV 电力传输线路及内蒙古自治区 500KV 线路,标志着“西电东送”工程超高压电网建设进入新阶段。

国家电网未来 3 年内(2009-2012 年)的目标是,投资 1000 亿元左右,建成“两横两纵”特高压交流骨干电网;到 2020 年,将投资 6000 亿元,将形成“四横六纵多受端网架”。特高压交流变电站将达到 61 座,变电容量约 5.8 亿 kVA,高压开关受益最为明显。

Figure 2 2009 年将开工的三条特高压交流线路

项目名称	变电容量/万KVA	线路长度/千米	计划投资/亿元
淮南-皖南-浙北-上海	2400	2*656	234.87
锡盟-北京-天津-南京-苏州-上海	5400	2*1990	680.00
陕北-晋东南-南阳-荆门-长沙	3000	2*1370	400.00

数据来源:世纪证券研究所整理

按照国网规划,2009-2010 年特高压交流投资为 570 亿元,根据第一条线路招标示范项目中各项目投资占比,高压开关占比 16%左右,因此按照规划 2009-2010 年高压开关面临的市场为 91 亿元。

09 年上半年收入负增长主要是由于在建项目延迟交货,新建项目建设放缓。国家电网在既定目标下,下半年招标力度应该大于上半年,特高压交流项目开始加速。

从目前情况看,09 年将开工的 3 条线路招标均在下半年开始。按照设备占比,我们预计高压开关招标额为 224 亿元,按照平高电气在高压开关领域 30%的市场份额,我们预计公司在这三条线路中将获得 67 亿元订单。

根据特高压交流项目建设规划和公司收入确认进度,我们认为 09 年收入小幅增长,2010 年开始快速增长,预计 2009-2011 年收入增速分别为 11.45%、36.64%和 28.94%。

Figure 3 2009-2011 年平高电气各业务收入及毛利率预测 (单位:百万元)

		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
组合电气	收入	1,230.27	912.94	1,714.21	1,971.34	2,957.01	3,991.97
	增长率		-25.79%	87.77%	15.00%	50.00%	35.00%
	毛利率	27.88%	18.69%	21.87%	22.00%	21.50%	21.50%
断路器	收入	392.96	396.06	547.87	602.66	681.00	783.15
	增长率		0.79%	38.33%	10.00%	13.00%	15.00%
	毛利率	34.60%	26.38%	26.97%	25.00%	24.50%	24.00%
高压开关	收入	407.86	301.99	238.84	226.90	226.90	238.24
	增长率		-25.96%	-20.91%	-5.00%	0.00%	5.00%
	毛利率	14.18%	12.28%	15.39%	14.50%	14.00%	14.00%
备品备件及其他	收入	152.88	138.24	119.24	119.24	125.20	131.46
	增长率		-9.58%	-13.74%	0.00%	5.00%	5.00%
	毛利率		16.00%	35.40%	30.00%	28.00%	28.00%
合计	收入	2,183.97	1,749.23	2,620.16	2,920.14	3,990.11	5,144.82
	增长率		-19.91%	49.79%	11.45%	36.64%	28.94%
	毛利	537.08	353.50	592.92	653.03	869.43	1,116.39
	成本	1,646.89	1,395.73	2,027.24	2,267.10	3,120.69	4,028.43
	综合毛利率	24.59%	20.21%	22.63%	22.36%	21.79%	21.70%

数据来源:世纪证券研究所

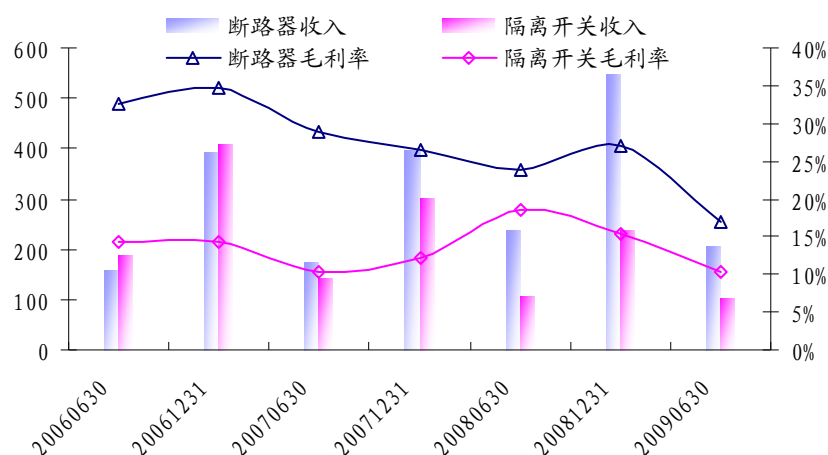
毛利率下降,竞争加剧是主要原因

断路器和隔离开关毛利率下降明显

上半年断路器和隔离开关毛利率分别下降 6.92 个百分点和 8.22 个百分点。这两项产品毛利率下降的主要原因是市场竞争激烈,中标价格有较大程度下降。

电网大规模投资吸引众多企业加入高压开关行列,中低压市场竞争加剧;而外资以及合资企业为了抢占中国市场份额,也不断降价。从而导致进入门槛相对不是很高的断路器和隔离开关毛利率下降明显。

Figure 4 断路器和隔离开关收入及毛利率 (单位: 百万元)



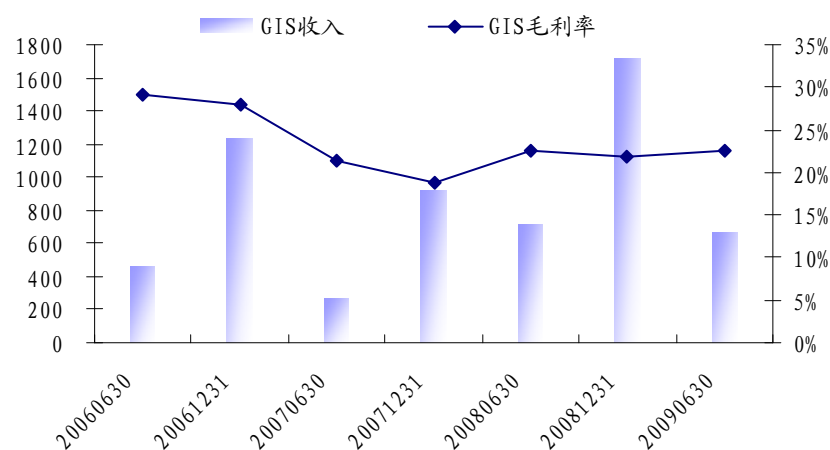
数据来源: wind、世纪证券研究所

GIS 毛利率有望企稳

在 800KV-1100KV 电压等级, 平高只有西开、沈高两个对手, 竞争相对平缓, 产品毛利率较高。但这类产品有部分关键零部件需要进口, 这类零部件价格基本没有下降。

平高电气有 30%-50% 的关键零部件需要从 ABB、西门子等国外厂商进口, 这对公司毛利率而言有较大侵蚀。公司 1100KV GIS 处于联合研发阶段, 未来公司该业务的发展重点是进一步提高国产化率。

Figure 5



数据来源: wind、世纪证券研究所

解决措施

为了减缓毛利率下降的趋势, 公司主要通过价格和成本控制来实现。价格方面, 主要是进一步提高产品质量, 提高高端产品销售比例, 从而保持价格降幅减小; 成本方面, 加快关键零部件研发, 提高自制零部件比重, 国产化率的提高对毛利率的提升作用很明显。

我们预计 2009-2011 年综合毛利率分别为 22.36%、21.79%和 21.70%。

只待订单好转，资金压力缓解

09 年 4 月，公司拟通过增发募资 12.21 亿元，将 9.21 亿元用于建设高压电气产业园，公司先期用自有资金进行项目建设。根据目前项目建设进度，有部分工程将年底投运，整个工程预计 2010 年底完成。

整个设计产能将翻番，我们预计项目完成后，将提高隔离开关 50%左右产能，提高断路器 30%左右产能。

目前制约公司收入提升的主要因素不是产能的瓶颈，而是订单。

从订单来看，上半年公司新增合同 11.19 亿元，加上待签的 5 亿元，公司目前在手订单约为 22 亿元左右。随着 800KV、1100KV GIS 产品在 2010 年陆续交货，2010 年以后收入会出现快速增长。09 年能确认的收入可能同比增幅较小。（我们预测 09 年收入同比增长 11.45%）

另外，淮南-上海特高压交流项目中，招标的 GIS 开关数量为 34 间隔，GIS 开关涉及到得金额为 14 亿元/两小站，18 亿元/一大站、一小站，共 32 亿元。预计平高电气此次能取得 50%左右份额，即可以获得 15 亿元订单。

公司目前高压开关的生产占用较多自有资金，下半年订单情况应该好于上半年，因此公司的资金更为紧缺；加上产能扩建项目的资金需求，公司目前在资金上有较大压力。

9 月 1 日证监会审核通过了公司在 09 年 3 月份提出的拟增发 A 股的申请，将增发不超过 1.5 亿股，募资不超过 12.21 亿元，此举将极大缓解下半年的资金压力。同时，公司还准备发行 5 亿元短期融资券。

平高东芝的“现金牛”地位短期难变

平高东芝一期工程项目注册资金 1250 万美元，总投资 2100 万美元，占地 47600m²；二期投资 2625 万美元、占地 100000m²，于 07 年 11 月投产。

2008 年平高东芝实现销售收入 16 亿元，2009 年预计实现销售收入 20 亿元；目前公司具备每年为客户提供 25 亿元产值的生产能力。

平高东芝经营较本部稳健，毛利率为 30%左右，大大高于本部。2006-2008 年平高贡献的投资收益占平高电气净利润的比重分别为 69.3%、79.5%和 58.3%。09 年中期，平高东芝贡献的投资收益占到平高电气的 84.53%。

短期来看，平高东芝将平稳增长，成为公司稳定的利润来源。我们预测 2009-2011 年平高东芝的收入增速分别为 20%、30%和 25%，虽然同样毛利率有所下降，但其投资收益对平高电气的贡献将分别达到 1.31 亿元、1.60 亿元和 1.93 亿元。

但长期来看，平高东芝的地位将发生改变。公司未来将本部打造成高压开关的研发和制造基地，特别是“新平高”基地的建设，更显示出公司逐步摆脱对平高东芝依赖的决心。

Figure 6 平高东芝收入及对平高电气净利润贡献预测（单位：百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,131.00	1,492.00	1,605.00	1,926.00	2,503.80	3,129.75
收入增长率		31.92%	7.57%	20.00%	30.00%	25.00%
税前利润率	19.89%	20.31%	16.57%	16.00%	15.00%	14.50%
税前利润	225.00	303.00	266.00	308.16	375.57	453.81
所得税率	0.00%	7.50%	9.00%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	225.00	280.28	242.06	261.94	319.23	385.74
净利润增长率		24.57%	-13.63%	8.21%	21.88%	20.83%
投资收益贡献	112.50	140.14	121.03	130.97	159.62	192.87

数据来源：世纪证券研究所

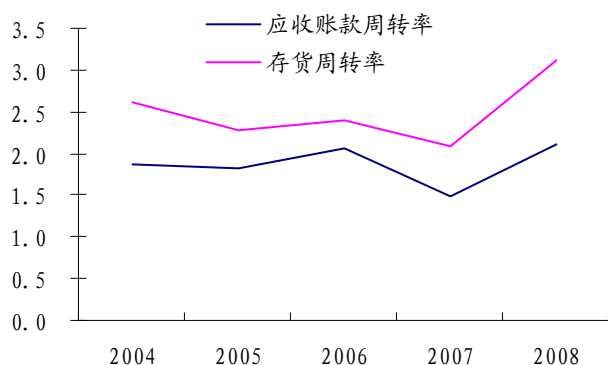
国网入主，带来“走出去”的机会

7 月 17 日，公司公告：平高集团 100%股权被无偿划拨到国网国际技术装备有限公司，国网装备公司将成为平高集团唯一股东，并间接持有平高电气 27.71%股权。

此计划是国家电网在智能电网建设初期，对国内输变电行业整合的开端。我们认为此举主要给公司带来 3 点利好：

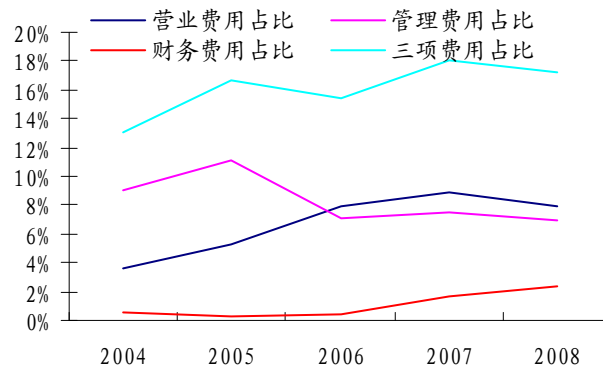
- (1) 降低营业费用水平、改善应收账款回款情况。公司营业费用率为 8%-9%，国家电网是公司的最大客户，08 年有近 2/3 的收入来自于国家电网，国网入主后，将带来营业费用水平的改善；另外，来自于国网的应收账款发生坏账的可能性就减小，应收账款周转率将有所提高。

Figure 7



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 8



数据来源：wind、世纪证券研究所

- (2) 将提升公司在高压开关领域的地位。目前在高压开关领域，与平高相抗衡的只有西开和沈高；一旦国网进入后，公司将获得更多市场份额上的优势。
- (3) 带来“走出去”的机会。国网国际技术装备公司是国家电网国际发展有限公司的子公司，具备工程施工总承包一级资质、机电设备国际招标、工程建设招标甲级资质。该公司未来有可能成为国家电网在国内外工程招标的平台。装备公司进驻平高，体现了国家电网将高压开关推向国际化市场的思路。

盈利预测

关键假设：

(1) 09 年下半年特高压交流工程投资开始快速增长，订单开始好转。预计 2009-2011 年收入增速分别为 11.45%、36.64%和 28.94%。

(2) 由于竞争加剧，毛利率有下降趋势。我们预计 2009-2011 年综合毛利率分别为 22.36%、21.79%和 21.70%。

(3) 平高东芝盈利稳定。我们预测 2009-2011 年平高东芝的收入增速分别为 20%、30%和 25%，其投资收益对平高电气的贡献将分别达到 1.31 亿元、1.60 亿元和 1.93 亿元。

(4) 增发以及国网入主带来财务费用、营业费用以及应收账款周转率的改善。

我们预测 2009-2011 年 EPS（未考虑增发摊薄）为 0.44 元、0.63 元和 0.84 元，对应的动态 PE 为 37.27、26.03 和 19.52。

Figure 9 2009-2011 年平高电气盈利预测

项目(单位: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业利润					
营业收入	1,749.23	2,620.16	2,920.14	3,990.11	5,144.82
增长率 (%)	-19.91%	49.79%	11.45%	36.64%	28.94%
减: 营业成本	1,395.73	2,027.24	2,267.10	3,120.69	4,028.43
销售毛利率 (%)	20.21%	22.63%	22.36%	21.79%	21.70%
减: 营业税金及附加	5.78	8.58	9.64	13.17	16.98
减: 营业费用	156.22	208.29	204.41	247.39	308.69
减: 管理费用	130.73	182.48	204.41	271.33	349.85
减: 财务费用	28.50	61.67	54.31	52.56	36.25
减: 资产减值损失	27.28	17.00	0.00	0.00	0.00
加: 投资净收益	143.30	120.97	130.97	159.62	192.87
营业利润	148.28	235.88	311.24	444.60	597.50
二、利润总额					
加: 营业外收入	10.65	12.52	13.00	11.00	12.00
减: 营业外支出	2.23	6.10	5.00	2.00	3.00
利润总额	156.70	242.30	319.24	453.60	606.50
三、净利润					
减: 所得税	-18.64	33.83	47.89	68.04	90.97
净利润	175.34	208.47	271.35	385.56	515.52
四、归属于母公司所有者净利润					
减: 少数股东损益	-0.73	1.13	0.00	0.91	1.21
归属母公司净利润	176.07	207.34	271.35	384.66	514.31
总股本 (百万股)	365.17	511.24	613.49	613.49	613.49
EPS	0.48	0.41	0.44	0.63	0.84

数据来源: 世纪证券研究所

公司估值不具备很强优势,但考虑到国网入主对公司带来的战略性地位提高,加上特高压建设带来公司盈利显著提高,仍给予平高电气“增持”评级。

风险提示

- (1) 由于竞争激烈,导致毛利率下降低于预期;
- (2) 特高压交流项目进展未达预期,导致订单未达预期;
- (3) 国网对公司的整合效果有待检验

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.