

投资价值分析报告

输配电及控制行业

2009 年 11 月 03 日

平高电气 (600312.SH)

——抓住历史赋予的机遇

市价(人民币): 18.28元
 目标(人民币): 22.06-25.51元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 613.49
 总市值(百万元) 11,214.63
 年内股价最高最低(元) 19.49/7.61
 沪深 300 指数 3280.37
 上证指数 2995.85



刘江啸

(8621)61038216
 liujx@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.430	0.482	0.406	0.400	0.694	1.023
净利润增长率	49.02%	12.10%	17.76%	18.35%	73.51%	47.47%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.462	0.656	0.829
市盈率(倍)	34.80	47.43	33.90	45.70	26.34	17.86
行业优化市盈率(倍)	32.61	71.95	34.51	34.51	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
股息率	N/A	0.44%	0.73%	0.55%	0.55%	0.55%
PE/G(倍)	0.71	3.92	1.91	2.49	0.36	0.38
净资产收益率	14.63%	13.70%	14.00%	14.74%	20.98%	24.19%
每股净资产(元)	2.94	3.52	2.90	2.71	3.31	4.23
市净率(倍)	5.09	6.50	4.75	6.74	5.53	4.32
每股经营性现金流(元)	0.11	-0.78	0.58	-0.35	0.22	0.41
已上市流通A股(百万股)	155.22	194.89	323.97	613.49	613.49	613.49
总股本(百万股)	365.17	365.17	511.24	613.49	613.49	613.49

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 国家电网公司 2012 年前建成特高压交流 “两纵两横” 输变电线路规划以及进一步完善西北 750kV 电网规划的实施将直接刺激对特高压组合电器开关 (GIS) 的需求。按照前期长治 ~ 荆门 1000kV 特高压交流试验线路建设对 GIS 的需求推算, 2009 年国家电网公司已经开工建设的淮南 ~ 上海、锡盟 ~ 上海、陕北 ~ 长沙三大特高压交流输变电工程在今后两年将形成超过 120 亿元的需求量。
- 遵循国家扶持特高压交流输变电核心装备自主生产的政策, 参照既往试验线路以及其他特高压组合电器开关中标情形, 平高电气、西电西开、新沈高开形成了 4: 4: 2 的市场格局。我们认为, 在正常情况下, 平高电气依仗其过硬的技术和产品, 在不依靠任何外部力量的帮助下, 其未来市场份额将至少维持上述比例不变; 由此, 今后 2 ~ 3 年, 公司在特高压交流 1000kV 线路建设上所获订单将保障公司业绩以每年超过 50% 以上的增速增长。
- 如果公司能够顺利进入国家电网装备制造企业序列, 在国网公司给予战略规划、资金和应用支持情形下, 公司将获得技术快速提升, 同时迅速扩大有效产能, 未来将成为国内、乃至世界级的电力开关制造企业。
- 公司即将实施公开增发计划, 拟募集超过 10 亿元用于超特高压组合电器开关产能扩张。我们认为, 此举将在产能上保障公司满足国家电网特高压交流线路建设需求。按照公司目前股价, 粗略估算, 本次增发对公司业绩的摊薄效应将在 10% 左右。

- 我们预计，未来公司经营业绩将出现持续快速增长；预测 2009~2011 年公司销售收入或将达到 32.87 亿元、45.48 亿元、63.01 亿元；在不考虑本次增发摊薄效应前提下，每股收益或将为 0.400 元、0.694 元、1.023 元；我们预测短期内公司合理股价区间为 22.06~25.51 元，给予公司买入评级。
- 我们并不认为国家电网公司出于自身电网建设成本的考虑会人为干预相关设备制造公司的产品毛利率。可能出现的业绩风险反而是同业公司的无序竞争，另外，在国家电网公司的统筹管理下，公司管治水平能否获得真正提升才是市场应当持续关注重点。

内容目录

两网公司超特高压输电线路建设投入维持输配电一次设备制造高景气度	4
国家电网公司、南方电网公司持续加强对电网建设投入	4
大量电网建设投入推高输变电设备制造景气程度，对开关的需求更加密集 ..	4
国内组合电器开关制造商将是特高压交流线路建设最受益单位	4
特高压“两纵两横”线路建设对输变电主设备采购中，组合电器开关 GIS 的	
采购量大过对变压器的采购量	4
国家政策鼓励国有大型企业形成核心装备研制能力	5
国内既定产业发展格局使得三大开关制造企业成为直接受益群体	5
参照长治~荆门 1000kV 试验线路建设实际，在三大国内开关制造龙头企业	
中，平高电气将是最受益单位	6
在三大主力开关制造企业中平高电气具备最强竞争实力	6
组合电器开关 GIS 是电力开关产品今后的发展方向	6
国内三大开关制造企业将长久占据高端电力开关市场	7
在特高压 GIS 研制上，平高电气产品成熟度最高	7
利用增发扩大产能，为特高压输电线路开关供货做好准备	8
国家电网公司整合特高压输变电主设备的举动有利于公司进一步增强	
竞争实力	8
国家电网公司整合输变电主设备制造企业无可厚非	8
进入国家电网装装备制造序列有利于公司迅速形成完整产品序列，成为国内	
开关制造领军人物	9
财务分析：股东变更后或将出现重大财务转变	10
近年来公司业绩始终稳步增长	10
对东芝技术的吸收使得公司成为超/特高压开关主力供应商——货真价实的平	
高由此诞生	11
国网入主后，公司经营环境、财务指标今后会有较大改善	11
有效产能扩张将支撑公司业绩今后保持持续快速增长	11
盈利预测与估值：应赋予公司高增长溢价	11
盈利预测基础假设	11

分项产品销售预测	12
盈利预测简要结果	13
绝对估值	13
相对估值	13
定价与投资评级：短期内股价区间 22.06 ~ 25.51 元；买入评级	14
风险提示：对综合毛利率下降的判断是否合理？	14
国家电网公司没有干预公司毛利率的理由	14
管理改善进度不能达到预期的风险	14
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

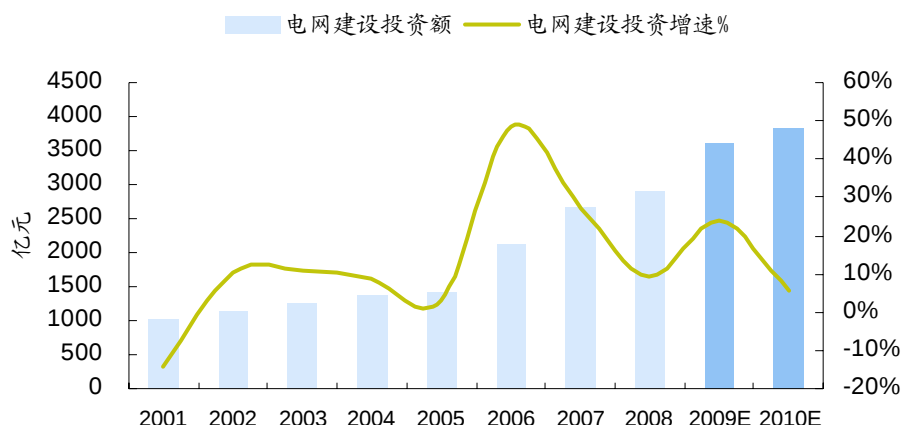
图表 1：电网原计划投资量及计划新增投资量	4
图表 2：GIS 组合电器开关制造商格局	5
图表 3：126kV 断路器/GIS 产量对比	6
图表 4：252kV 断路器/GIS 产量对比	6
图表 5：550KV 断路器历年产量	7
图表 6：550KV GIS 历年产量	7
图表 7：2007 年 126kVGIS 产量分布	7
图表 8：2007 年 252kVGIS 产量分布	7
图表 9：长治 ~ 荆门 1100kV 特高压试验线路 GIS 中标情况	7
图表 10：公司竞争力分析	10
图表 11：公司既往业绩	11
图表 12：对平高东芝的投资收益	12
图表 13：分项产品预测	12
图表 14：盈利预测简要结果	13
图表 15：绝对估值——WACC 估值法结果	13
图表 16：绝对估值——FCFE 估值法结果	13
图表 17：相对估值测算结果	14

两网公司超特高压输电线路建设投入维持输配电一次设备制造高景气度

国家电网公司、南方电网公司持续加强对电网建设投入

- 能源分布与经济发展区位失衡使得中国电网建设有别于其他国家——构建大容量长距离输电通道成为今后国内输电网建设的重点。经济重工业化、城市化进程持续加快要求城乡电网快速扩张相匹配，由此促进输电网的建设；同时改善局部薄弱的基础电网将是今后国内电网建设的重要任务之一。
- 具体到建设特高压输变电线路建设，国家电网拟投入 6000 亿元，在 2020 年前完成特高压主干网建设。

图表1：电网原计划投资量及计划新增投资量



来源：国金证券研究所

大量电网建设投入推高输变电设备制造景气程度，对开关的需求更加密集

- 按照电网建设一般规律，今明两年 6000 亿元以上投资中将有 2300 亿元用于主设备采购，变压器与开关将是设备采购中份量最重的部分——两年内对电力开关的总需求或将达到 1000 亿元以上。
 - ◆ 按照一般规律，在整个电网建设投资中，开关投资大约占 16~17%。随着电网电压等级的提高，对开关的采购金额占比也相对提高。2007 年国内开关产值为 628 亿，扣除出口 35 亿，用于国内市场的产值为 593 亿元，占 2007 年电网投资总额的 22%。即便按照 16% 的比例推算，“十一五”期间，国内开关市场容量大致为 2600 亿元，2009 和 2010 年开关市场总容量也将达到 1300 亿元。
- 2020 年之前，国家电网拟投入 6000 亿元用于特高压输电线路建设。2012 年前，国家电网公司规划完成“两纵两横”特高压主干线路建设；2009 年国家电网公司已经开工建设淮南~上海、锡盟~上海、陕北~长沙三大特高压交流输变电工程；预计今后两年，特高压电网建设投资将达到 830 亿元左右，据此我们估计，将形成超过 120 亿元开关总需求。

国内组合电器开关制造商将是特高压交流线路建设最受益单位

特高压“两纵两横”线路建设对输变电主设备采购中，组合电器开关 GIS 的采购量大过对变压器的采购量

- 在长治~荆门特高压试验线路建设中，变压器采购金额占线路建设投资额的 10%，组合电器开关采购金额占到 16%；显著区别于一般电网建设中变压器采购金额占比高过开关的规律。

- 我们预计在未来“两纵两横”1000kV 特高压线路建设中，对组合电器开关的投资比例将更高——实际运行线路中开关的装置量将更大。
 - ◆ 在实际运行线路上，各变电站和开关站投运开关数量差别较大。我们认为，实际运行线路对开关的需求量占比将超过长治～荆门试验线路，由此推断特高压“两纵两横”线路建设中，对组合电器开关采购金额占比或将超过试验线路。
 - ◆ 据此，我们认为，以长治～荆门特高压交流试验线路建设实际推断出来的“两纵两横”对组合电器开关 GIS 的需求量，将显著低于实际可能发生的采购数量。
- 2012 年建成“两纵两横”；我们预计其组合电器开关采购量将至少达到 100 亿元以上。
 - ◆ 两纵：（1）陕北～晋东南～南阳～荆门～长沙，双回路；其中晋东南～南阳～荆门在试验线路基础上建设双回。（2）锡盟～北京东～天津南～济南～徐州～南京北～台州～苏州～上海西，双回路。
 - ◆ 两横：（1）蒙西～晋北～石家庄～济南～潍坊，双回路。（2）雅安～重庆～万县～荆门～武汉～芜湖～南京北，双回路。
- 总共 4 条“两纵两横”线路中的 3 条起点都是位于煤炭资源丰富地区，建成后能够将丰富的煤电直接传送至华东和华南北部经济发达地区。

国家政策鼓励国有大型企业形成核心装备研制能力

- 发改委对特高压核心装备全面实现自主研发、国内生产的要求杜绝了外商介入的可能——除部分关键技术可由外方提供支持外，不允许外资及其控股的合资企业参与设备的研制和投标。
- 财政部对进口超特高压输变电关键零部件退税政策优惠——所退税款作为国家投资处理，转为国家资本金，主要用于企业新产品的研制生产以及自主创新能力建设；同时鼓励采购国产首台设备，建立保险机制并给予税收政策优惠。

国内既定产业发展格局使得三大开关制造企业成为直接受益群体

- 经过多年技术沉淀和产业发展，国内电力开关制造形成以平高集团平高电气股份公司、西电集团西开股份公司、新沈阳高压开关股份公司为第一梯队，湖南长高、山东泰开、为第二梯队的产业格局。

图表2: GIS 组合电器开关制造商格局

分类	企业名称	产品范围
国际巨头	ABB	126kV ~ 1100kV
	东芝	126kV ~ 1100kV
	AE 帕瓦	126kV ~ 1100kV
本土第一梯队	平高电气	126kV ~ 252kV, 800kV, 1100kV
	西电西开	126kV ~ 1100kV
	新沈阳高压开关股份	126kV ~ 1100kV
本土第二梯队及新进入者	湖南长高	126kV ~ 252kV
	山东泰开	126kV ~ 550kV
	思源电气	126kV, 145kV
	厦门 ABB 华电高压开关	126kV ~ 550kV
	平高东芝	126kV ~ 550kV
合资企业	山东鲁能 AE 帕瓦	126kV ~ 252kV
	上海中发 AE 帕瓦	126kV ~ 252kV
	AE 帕瓦苏州超高压	69kV ~ 1100kV

来源：国金证券研究所

- 在国内企业孜孜不倦寻求在组合电器开关 GIS 上获得突破的同时，国际电工巨头 ABB、东芝、恩翼帕瓦依仗技术领先优势，先后通过合资等方式在中国建立本土工厂从事 GIS 制造；先后有厦门 ABB 华电高压开关、平高

东芝、山东鲁能 AE 帕瓦、上海中发 AE 帕瓦、AE 帕瓦苏州超高压等企业在我国形成高压 GIS 组合电器开关制造与供应能力。

- 以思源电气为代表的本土开关制造企业通过引进吸收，也正在逐步形成高压组合电器开关制造能力；其中思源电气、山东泰开 126kV/145kV 组合电器开关产品已经通过 KEMA 试验认证。
- 近年来经过各个国内企业的不断努力，在 126kV ~ 256kV 组合电器开关上，国内企业已经具备完整制造能力，正在取代进口和合资企业产品。国内企业强大的竞争压力已经迫使 ABB 等国际巨头准备退出中国高压组合电器开关市场。
- 在超高压/特高压组合电器开关制造上，由于关乎整个电网安全，发改委明令禁止国外企业进入，只能转让技术和部分进口核心零部件。由此我们可以清晰判明，在未来国内特高压交流线路建设中，平高电气、西电西开股份、新沈阳高压开关公司将是唯一直接受益群体。

参照长治~荆门 1000kV 试验线路建设实际，在三大国内开关制造龙头企业中，平高电气将是最受益单位

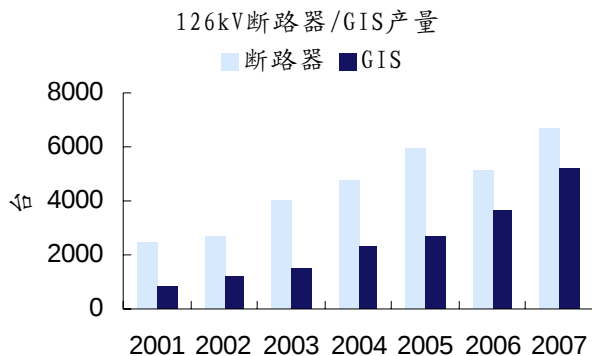
- 在长治~荆门 1000kV 交流特高压试验线路建设中，平高电气、西电集团西开股份、新沈阳高压开关瓜分了近 6 亿 GIS 组合电器开关，其中平高电气中标技术含量最高的长治起首站，占据整个中标金额的近 40% 份额。

在三大主力开关制造企业中平高电气具备最强竞争实力

组合电器开关 GIS 是电力开关产品今后的发展方向

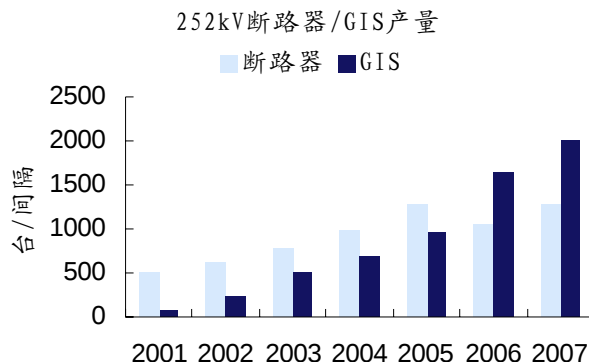
- 按照类型不同，高压开关可以分为隔离/接地开关、断路器和组合开关（包括中低压开关柜、高压 GIS 和 H-GIS）。
- 组合电器开关 GIS 是电力开关元件未来的发展方向，其中超特高压 GIS 研制对材料、设计、精加工和精密装配提出很高要求，因此制造难度大，同时因其是电力传输中的核心关键设备，对运行可靠性和安全性的要求近乎苛刻，因此在研制上务求精益求精。
- 组合电器开关 GIS 因其具备较高集成度，同时可以置于室内并做到免维护，因此具备高可靠性并节约大量设备占地，是综合自动化变电站开关设备的首选。
- 近年来，由于经济的发展和城市化进程的加快，用电负荷增加导致电网快速扩张；开关用量激增。出于用电安全的考虑，采用 GIS 取代传统断路器、开关的趋势日益明显。尤其是在大中型城市，集约化小型化变电站节省土地资源，同时提高供电效率和安全保供率。
- ◆ 分析近年来高压开关产量数据，用 GIS 取代分立断路器、开关的趋势十分明显。

图表3：126kV 断路器/GIS 产量对比

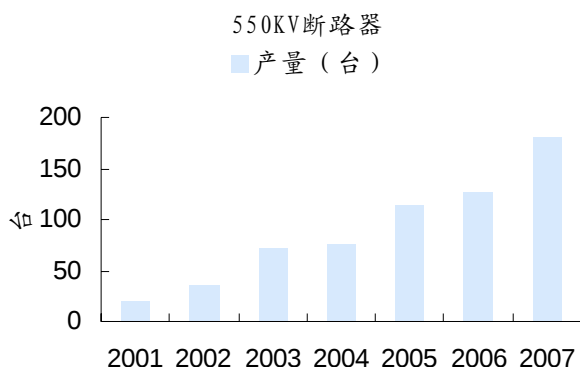


来源：高压开关行业年鉴，国金证券研究所

图表4：252kV 断路器/GIS 产量对比

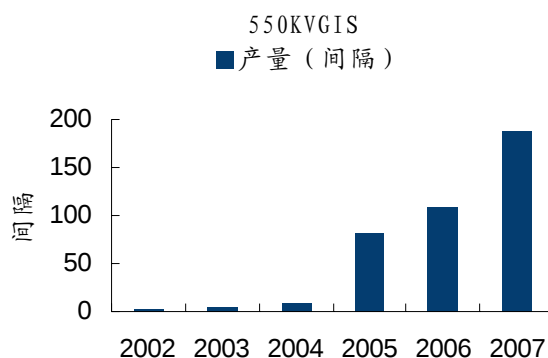


图表5: 550KV 断路器历年产量



来源: 高压开关行业年鉴, 国金证券研究所

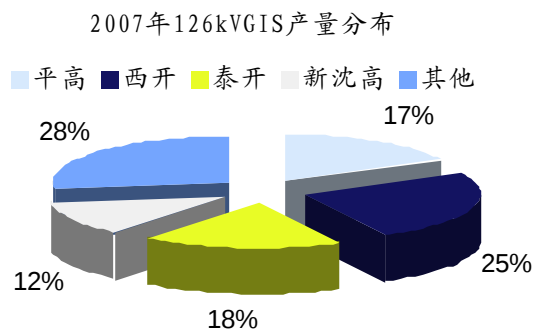
图表6: 550KV GIS 历年产量



国内三大开关制造企业将长久占据高端电力开关市场

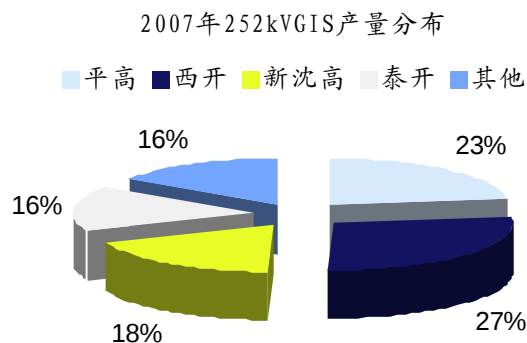
- 在超高压/特高压 GIS 制造上目前国内尚处在由少数寡头企业研发制造的状况: 除平高集团、西开股份、新沈高这三大开关制造商之外, 二线开关厂尚在引进消化吸收 126kV-252kV GIS 技术和建立产能阶段。我们预计未来三大主力开关制造商将继续垄断超高压/特高压 GIS 制造。

图表7: 2007 年 126kV GIS 产量分布



来源: 高压开关行业年鉴, 国金证券研究所

图表8: 2007 年 252kV GIS 产量分布



- 2007 年, 我国自主研发的 800KV 断路器和 GIS 已经开始向西北超高压 750KV 输电线路供货, 结束了外资品牌在这一市场中的垄断地位。2008 年, 平高电气与西开股份完成 1100kV 组合电器开关型式鉴定, 并向长治~荆门 1100kV 特高压交流线路供货, 初步具备 1100kV GIS 供货能力; 同年平高电气完成向西北 750kV 官亭二期工程供应 800kV GIS。

在特高压 GIS 研制上, 平高电气产品成熟度最高

- 在长治~荆门 1100kV 特高压交流试验线路设备采购中, 平高电气中标长治站 GIS 供货, 由于长治站是整个 1100kV 特高压试验线路的起点, 对设备要求最为严格, 由平高电气承担长治站 GIS 设备供货显现出公司在特高压 GIS 研制上的实力。

图表9: 长治~荆门 1100kV 特高压试验线路 GIS 中标情况

中标的公司	中标的变电站	中标的 GIS 间隔数	中标的金额 (亿元)
平高	长治	2	2.23
新沈高	南阳	2	1.70
西开	荆门	2	2.00

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 从设备运行实际情况上看，平高电气 1100kV GIS 由于采用东芝较为成熟的双断口设计、核心零部件，以及自身完善的制造技术，产品成熟度和运行稳定性最为出色。

利用增发扩大产能，为特高压输电线路开关供货做好准备

- 2009 年 4 月公司公告，拟通过公开增发募集资金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。近期公司公告将实施公开增发计划。
 - ◆ 项目总投资规模 9.21 亿元。
 - ◆ 项目达产后将能够形成年产 2348 台（间隔）126~1100kV 组合电器开关 GIS/TGCB 断路器、1620 台 126kV 及以上高压 SF6 断路器、电压等级达到 1100kV 的 7490 组隔离开关和 744 组接地开关产能规模。
- 项目达产后，有利于公司迅速扩大在高电压等级开关市场上的份额，形成规模效应。
- 我们认为，公司利用募集资金增加超高压/特高压开关以及组合电器开关产能，未来将有效满足国家电网公司和南方电网公司特高压电网建设对设备的需求，属于有效产能建设举措，这一点显著有别于其他行业在刺激经济的大投资中的举动。

国家电网公司整合特高压输变电主设备的举动有利于公司进一步增强竞争实力

- 2009 年月日公司公告大股东股权划转至国家电网公司，与此同时，许继电气公告其实际控制人转为国家电网。

国家电网公司整合输变电主设备制造企业无可厚非

- 我们认为，以目前中国经济发展和能源分步与使用的实际，电网建设仍将以集约化的方式进行，由此将获得最高的建设效率和统筹管理效果。
- 未来中国式坚强智能电网的建设，依然必须按照全面统筹的原则，由相对统一的机构进行全盘规划和实施建设。
- 考虑到上述不争的事实，国家电网公司对输变电核心设备制造企业进行整合，有利于目前，乃至今后整个电网的整体规划和建设实施；从设备制造企业角度出发，巨大的研发投入、前期试验运行、不断的技术改进都需要有股东的强力支持。历史上国内电力设备制造企业的发展也证明了这一点。
 - ◆ 我们以南瑞集团为例，在进入国家电网公司装备制造序列之后，仅仅用 4~5 年时间，在电力二次设备制造上已经形成领先全球的研发与制造能力，彻底将 ABB、SIEMENS 等国外知名企业赶出中国。究其原因，在于国内电网运行的实际与大股东的支持，使得南瑞集团能够以最贴合中国电网运行的技术和产品在电网系统内取得实际应用，并获得最领先的实用技术发展。
- 国家电网公司整合输变电装备制造有利于其保障自身电网运行安全和控制电网建设成本。必须指出的是，这里的成本控制并非以压榨设备制造商合理利润为前提，因为我们知道，国际输变电设备制造商依仗其在核心装备上的技术优势，采取“撇脂”销售策略，如果依靠外方实施中国电网建设，无形中加大了建设成本不说，电网运行安全将得不到保障。
 - ◆ 从以往购置国际知名电工企业重大设备的实际情况看，“天价”购置成本制约了先进输变电设备在国内电网中的应用。
 - ◆ 从国外先进输变电设备输入国内的过程上看，外方供应商往往利用其产品技术优势漫天要价，一旦国内形成自主研制能力，外方产品价格则迅速下滑，以期获得最大的市场份额，这种情形已成惯例。

- ◆ 特高压建设和运行客观上需要强大的设备研制能力作为后盾，这关乎国家战略安全，依靠国外企业设备配套将严重削弱能源“命脉”安全，由此建立自身设备配套能力刻不容缓。

进入国家电网装备制造序列有利于公司迅速形成完整产品序列，成为国内开关制造领军人物

- 我们认为，平高电气在进入国家电网公司装备制造序列后，国网公司将以强大资金实力、宽泛的产品应用许可、网内其他公司同类产品协作等方式对公司加以支持，将平高电气打造成国网公司旗下开关制造平台。
- 我们不排除国家电网利用上市公司融资平台发展技术和建设产能的可能，况且，在明确的发展方向和发展前景下，资本市场将给予最直接的资金支持。
- 国家电网公司也已明确表示将支持平高集团未来的发展：国网公司将于今后数年内持续给予平高集团财务支持，并：支持平高集团全面吸收东芝技术，将平高集团打造成国家电网公司高压开关研发和制造基地。
- 短期内，高技术层次研发能力和有效产能的建立，有利于公司在超高压/特高压开关设备上养成核心竞争力的规模效应，有效阻吓竞争者的进入。
- 从更深层次和更长时间段上看，在中国即将从全球普通设备制造商转向高技术含量设备制造者的过程中，公司将借助国内超高压/特高压开关设备旺盛需求迅速成长为在输变电主设备领域内的国际主力供应商，我们认为公司高性能价格比的产品在全球进行销售的前景已经朦胧可现。

图表10：公司竞争力分析

竞争程度

公司生产的高压/超高压/特高压电力开关和组合电器开关竞争烈度较低；在超高压特高压组合电器开关制造上，由于国家政策、技术发展和行业既有格局限制，目前为寡头垄断局面，且这种竞争格局短期内不会被打破。高端高压/超高压/特高压组合电器开关正在完成进口替代。普通开关制造竞争相对激烈。

产品替代

专业设备，没有替代品。

产品需求方

电力系统，尤其以电网公司需求为甚。

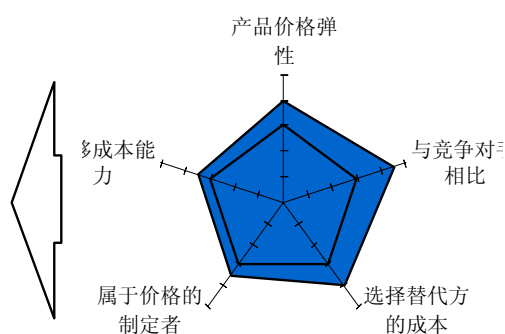
供应商

铜、铝以及驱动装置、自动化装置零部件是公司产品重要构成。由于主力产品GIS本身就是高集成度自动化装置，公司本身具备了零部件供应能力。公司产品对铜铝材的依赖度不高。

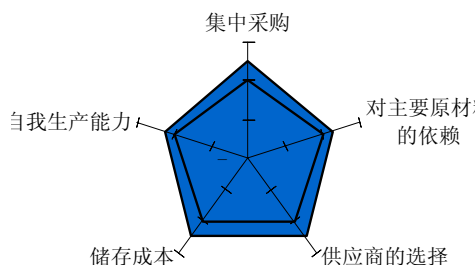
公司竞争力分析结论

技术实力强，产品应用成熟度高，股东资金实力、技术实力、试验使用条件好；公司正处于产能扩张期，下游相对确定的需求足以支撑公司技术产品发展和业绩增长。

定价能力



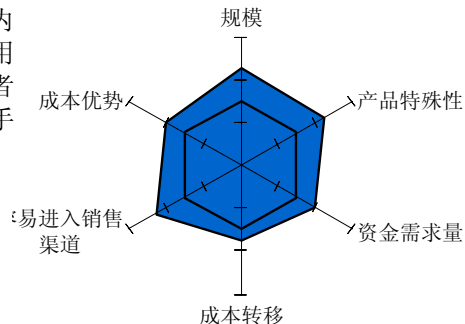
供应商



新竞争对手

二线以吸收国外先进技术为主的开关与组合电器开关制造商，但是短期内由于资金实力、技术实力、试验试用环境导致的进入障碍影响到新进入者竞争实力的培养。短期内新竞争对手尚不构成对现有龙头企业的威胁。

新竞争对手



来源：国金证券研究所

财务分析：股东变更后或将出现重大财务转变

近年来公司业绩始终稳步增长

- 公司近年来收入利润持续快速增长；2007年增速为负主要是因为公司实行了新会计准则，原纳入合并范围的平高东芝不再纳入合并。
- ◆ 如果2006年度的财务报表按照新会计准则调整，则公司2007年度营业收入、营业利润和净利润的增长率分别为6.95%、-22.25%和12.97%。增速放缓的主要原因，我们认为是公司产能不足所致。
- ◆ 特高压项目2008年达产，导致该公司营业收入及利润同比大幅增长。今明两年随着产能逐步释放以及本次公开增发募投项目今后逐步投产，公司的收入和利润将继续保持高速增长。

图表11: 公司既往业绩

项目	2003	2004	2005	2006	2007	2008
营业收入(百万元)	747.17	1164.06	1534.80	2183.97	1749.23	2620.16
增速(%)	34.84	55.80	31.85	42.30	-19.19	49.79
营业利润(百万元)	31.20	72.37	119.45	193.16	148.28	235.88
增速(%)	-46.94	131.96	65.06	61.71	-23.24	59.08
净利润(百万元)	25.96	51.22	105.96	155.21	175.34	207.34
增速(%)	-49.75	97.29	106.89	46.48	12.97	17.80
摊薄每股收益(元)	0.074	0.167	0.338	0.430	0.482	0.406
综合毛利率(%)	19.14	18.96	23.96	26.02	20.21	22.63

来源: 公司公告, 国金证券研究所

对东芝技术的吸收使得公司成为超/特高压开关主力供应商——货真价实的平高由此诞生

- 2009年7月, 国家电网公司在获取平高集团国有股权、实现对平高集团战略重组的同时, 承诺未来三年内将给予平高集团注入巨额资金用于项目建设, 以及, 承诺今后国家电网公司与日本东芝公司合作的开关类及相关产业和零配件制造将全部由平高集团承担。短期内国家电网公司意欲将平高集团建设成为国网高压开关研发和制造基地。
- 我们认为, 在国家扶持核心装备国产化、鼓励采用国产设备的政策支持下, 日本东芝公司未来或将走向与平高电气进行开关产品的全面合作。
- 在上述预期下, 我们认为, 公司对平高东芝的投资收益或将呈现逐年下降的情形, 但是, 公司本部主业的快速增长将足以弥补投资收益的下滑, 今后平高电气将真正成为依靠自身产业发展获得增长的“货真价实”的平高。

国网入主后, 公司经营环境、财务指标今后会有较大改善

- 历史与地域原因导致公司内部治理一直不尽如人意, 公司多次就存在的关联交易、治理结构、薪酬制度缺陷及内部控制等问题进行了整改。
- 我们认为, 国家电网公司入主平高集团和许继集团之后, 首先将直接影响到公司对许继电气的担保; 同时国网公司承诺对平高集团的资金支持将直接改善公司运行质量; 本次公开增发募集资金到位后亦将对公司运行和发展产生良好影响。

有效产能扩张将支撑公司业绩今后保持持续快速增长

- 前次募集资金投入超高压输变电设备技术改造与特高压开关产业化项目正在产生效益, 直接导致近年来公司主业绩的持续增长。
- 本次公开增发已经获得证监会有条件通过, 公司完成本次增发后无论在产能建设抑或是业务发展上都将再次获得资金支持。本次增发所获资金投入建设项目或将快速达产, 在达产过程中, 公司主业绩将会呈现高速增长态势。
- 我们预计, 将来随着主要产品产能的释放, 规模化效应亦将导致毛利率出现上升趋势, 对公司盈利状况也将产生良性影响。

盈利预测与估值: 应赋予公司高增长溢价

盈利预测基础假设

- 短期内, 公司敞开式六氟化硫断路器产品线由于产能释放, 业绩或将呈现持续增长情形, 但是我们预计其增速将逐年下降。
 - ◆ 我们认为高电压等级敞开式 SF6 断路器市场需求依然旺盛, 纵然有部分断路器被 GIS 替代, 但是替代基本上发生在核心站点, 尤其是特高压等级, 出于经济性考虑, 敞开式超/特高压 SF6 断路器仍将有一定的市场需求。

- ◆ 建设西北电网 750kV 区域主干网以及向新疆继续延伸，都将产生对 800kV 等级断路器的需求，公司该电压等级断路器产品业绩增长可期。
- 对于公司 GIS 组合电器开关产品线，我们给予较高增长预测。按照一般性情形预测，需求或将在明年开始真实显现，且随着产能的逐年释放，该产品线业绩或将呈现加速增长情形。**超特高压 GIS 产品线今后的业绩增长将成为公司业绩超预期增长的主要来源。**
- 我们预计今后数年公司隔离接地开关产量将保持稳定，出于审慎性考虑，在预测中我们假定负增长。
- 鉴于平高东芝生产经营已经进入平稳期，我们预测 2009 年及以后收益贡献与 2008 年持平。

图表12：对平高东芝的投资收益

年份	2005	2006	2007	2008
投资收益（百万元）	51.46	112.29	142.20	120.97

来源：公司公告，国金证券研究所

分项产品销售预测

图表13：分项产品预测

项目	2008	2009E	2010E	2011E
敞开式六氟化硫断路器				
销售收入（百万元）	547.87	712.23	854.67	940.14
增长率（YOY）	38.33%	30.00%	20.00%	10.00%
毛利率	26.97%	26.50%	26.50%	26.50%
销售成本（百万元）	400.10	523.49	628.19	691.00
毛利（百万元）	147.76	188.74	226.49	249.14
增长率（YOY）	41.43%	27.73%	20.00%	10.00%
高压隔离开关/接地开关				
销售收入（百万元）	238.84	214.95	193.46	174.11
增长率（YOY）	-20.91%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	15.39%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本（百万元）	202.07	182.71	164.44	147.99
毛利（百万元）	36.77	32.24	29.02	26.12
增长率（YOY）	-0.88%	-12.31%	-10.00%	-10.00%
封闭组合电器				
销售收入（百万元）	1714.21	2228.48	3342.72	5014.07
增长率（YOY）	87.77%	30.00%	50.00%	50.00%
毛利率	21.87%	23.50%	24.50%	25.50%
销售成本（百万元）	1339.33	1704.79	2523.75	3735.48
毛利（百万元）	374.88	523.69	818.97	1278.59
增长率（YOY）	119.74%	39.70%	56.38%	56.12%
备品备件及其他				
销售收入（百万元）	119.25	131.17	157.40	173.14
增长率（YOY）	-13.74%	10.00%	20.00%	10.00%
毛利率	28.10%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本（百万元）	85.74	94.44	113.33	124.66
毛利（百万元）	33.51	36.73	44.07	48.48
增长率（YOY）	-18.92%	9.61%	20.00%	10.00%
销售总收入（百万元）	2620.16	3286.83	4548.25	6301.47
销售总成本（百万元）	2027.24	2505.42	3429.71	4699.15
毛利（百万元）	592.92	781.40	1118.55	1602.32
平均毛利率	22.63%	23.77%	24.59%	25.43%

来源：国金证券研究所

盈利预测简要结果

- 在不考虑本次公开增发对业绩的摊薄的情形下，我们给出如下盈利预测结果。

图表14：盈利预测简要结果

项目	2009E	2010E	2011E
销售收入（百万元）	3286.83	4548.25	6301.47
增速%	25.44%	38.38%	38.55%
营业利润（百万元）	284.86	497.08	734.88
净利润（百万元）	245.38	425.77	627.90
增速%	18.35%	73.51%	47.47%
每股收益（元）	0.400	0.694	1.023

来源：国金证券研究所

绝对估值

- 估值假设：无风险利率=3.86%；风险溢价=6.07%；行业 Beta=0.8846；股票 Beta=0.7381；测算股价为 18.28 元。
- 估值结果：WACC 法得到每股价值 22.06 元；FCFE 贴现法得到每股价值 21.41 元。

图表15：绝对估值——WACC 估值法结果

每股价值	22.06												
企业值	13,964.87												
股票价值	13,531.67												
会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合计	
FCF	89.55	75.58	218.89	631.23	790.59	873.97	875.72	876.82	877.49	878.16	21,780.99	27,969.01	
PV(FCF)	82.77	64.56	172.83	460.67	533.28	544.88	504.63	467.00	431.97	399.56	9,910.23	13,572.38	

来源：国金证券研究所

图表16：绝对估值——FCFE 估值法结果

每股价值	21.41												
企业值	13,132.20												
股票价值	13,132.20												
会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合计	
FCFE	439.10	264.81	356.38	133.10	143.55	865.13	866.88	867.98	868.65	869.32	20,822.27	26,497.17	
PV(FCFE)	405.29	225.60	280.23	96.60	96.17	534.93	494.75	457.23	422.35	390.13	9,344.62	12,747.91	

来源：国金证券研究所

相对估值

- 参照历史，我们认为具备成长空间的输变电主设备制造上市公司相对估值底线在 25 倍 PE；只有在市场估值体系完全崩溃的情况下，我们才会看到上述公司股价出现 20 倍 PE 的情形。
- 考虑公司今后业绩可能出现持续高速增长情形，我们采用 PE、PEG 法对公司未来股价进行测算。
 - ◆ 我们认为，在未来清晰明确的业绩增长预期下，以公司 2010 年每股收益的 30~35 倍 PE 作为相对估值标准，得到公司股价区间在 20.82~24.29 元。

- ◆ 以公司未来两年每股收益预测值、PEG=0.5 测算，公司股价应在 24.29~25.51 元。

图表17：相对估值测算结果

业绩年份	PE			PEG	
	25	30	35	0.5	0.7
2010	17.35	20.82	24.29	25.51	35.71
2011	25.59	30.70	35.82	24.29	34.01

来源：国金证券研究所

定价与投资评级：短期内股价区间 22.06~25.51 元；买入评级

- 我们选取绝对估值结果中的 WACC 法所获每股价值作为未来股价基点，以 2010 年预测每股收益，按照 PEG=0.5 原则获得的估计预测值作为高点，得到未来股价运行区间为 22.06~25.51 元。给予公司买入评级。
- 我们以为，在高度确定性需求形成的业绩增长基础上，给出上述预测是审慎且合理的。我们认为进入国家电网公司后，未来公司的进一步发展尚有待观察，但是，至少我们可以确定，未来下游需求的确定性以及业已形成的市场格局将使得公司成长路径将显著区别于其他受制于经济发展周期的行业企业，公司股价表现或将呈现独立于市场的情形。

风险提示：对综合毛利率下降的判断是否合理？

国家电网公司没有干预公司毛利率的理由

- 市场普遍认为，公司一旦进入国家电网下属企业行列，国网公司出于自身降低输变电工程设备采购成本的目的，会人为干预公司产品毛利率，导致公司产能释放后业绩增长低于正常的预期。对此我们的解释是：
 - ◆ 在正常的招投标体制下，西电西开股份、新沈开等企业与平高电气享有同等招标准入和中标机会，因此不存在国家电网人为干预毛利率的可能；毛利率的下降更多可能是出自企业间的竞争。
 - ◆ 从变压器招投标历史情况看，竞争的激烈程度令人诧异；我们对此的看法是在输变电主设备制造厂家能够忍受的基础上，降低线路造价不但有利于国家电网公司，同时也是让利于民的好事。
 - ◆ 值得担心的并非国家电网公司对属下公司毛利率的人为干预，反倒是其他公司在心理作用下，为获得超额市场份额所采用的非正常竞争策略导致的毛利率下降。
- 我们反到认为，国家电网公司出于壮大企业实力、迅速吸收先进制造技术和建立开关制造平台的考虑，将给予企业更多扶持，为企业发展创造良好外部环境。

管理改善进度不能达到预期的风险

- 我们真正担心的是公司管治水平的提升：一旦公司股东结构发生改变，在新的股东强有力管治和长期支持下，可以预期的公司管理水平提升有利于经营业绩的改善，但是历史形成的诸如对外担保等事项是否能够在短期内得以解决，需要进一步观察和明确。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,098	1,749	2,620	3,287	4,548	6,301
增长率		-16.6%	49.8%	25.4%	38.4%	38.5%
主营业务成本	-1,552	-1,396	-2,027	-2,505	-3,430	-4,699
% 销售收入	74.0%	79.8%	77.4%	76.2%	75.4%	74.6%
毛利	546	354	593	781	1,119	1,602
% 销售收入	26.0%	20.2%	22.6%	23.8%	24.6%	25.4%
营业税金及附加	-7	-6	-9	-12	-16	-22
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-173	-156	-208	-247	-318	-410
% 销售收入	8.3%	8.9%	7.9%	7.5%	7.0%	6.5%
管理费用	-153	-131	-182	-230	-318	-441
% 销售收入	7.3%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润（EBIT）	212	61	194	293	466	730
% 销售收入	10.1%	3.5%	7.4%	8.9%	10.2%	11.6%
财务费用	-10	-29	-62	-35	-53	-65
% 销售收入	0.5%	1.6%	2.4%	1.1%	1.2%	1.0%
资产减值损失	0	-27	-17	-94	-36	-50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	143	121	120	120	120
% 税前利润	0.5%	91.4%	49.9%	41.4%	23.9%	16.2%
营业利润	203	148	236	285	497	735
营业利润率	9.7%	8.5%	9.0%	8.7%	10.9%	11.7%
营业外收支	-11	8	6	5	5	5
税前利润	191	157	242	290	502	740
利润率	9.1%	9.0%	9.2%	8.8%	11.0%	11.7%
所得税	-43	19	-34	-43	-75	-111
所得税率	22.6%	-11.9%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	148	175	208	246	427	629
少数股东损益	-5	-1	1	1	1	1
归属于母公司的净利	153	176	207	245	426	628
净利率	7.3%	10.1%	7.9%	7.5%	9.4%	10.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	157	175	208	246	427	629
少数股东损益	-7	0	0	0	0	0
非现金支出	40	65	60	131	80	98
非经营收益	18	-109	-70	-88	-69	-56
营运资金变动	-168	-416	101	-507	-300	-419
经营活动现金净流	40	-284	299	-217	137	251
资本开支	-56	-98	-223	-174	-95	-75
投资	13	-23	5	-55	-29	-11
其他	0	30	70	120	120	120
投资活动现金净流	-44	-91	-148	-109	-4	34
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	200	298	158	376	237	196
其他	-94	-23	-154	-37	-117	-130
筹资活动现金净流	107	275	5	339	120	66
现金净流量	103	-101	155	14	252	351

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	655	429	644	657	910	1,260
应收款项	1,217	1,215	1,311	1,467	2,030	2,812
存货	786	551	749	824	1,128	1,545
其他流动资产	107	130	216	251	343	470
流动资产	2,766	2,325	2,920	3,199	4,410	6,087
% 总资产	86.9%	74.9%	74.3%	72.6%	77.3%	82.0%
长期投资	2	343	392	447	476	488
固定资产	392	353	481	597	638	666
% 总资产	12.3%	11.4%	12.2%	13.6%	11.2%	9.0%
无形资产	24	48	118	143	158	162
非流动资产	417	780	1,010	1,206	1,292	1,335
% 总资产	13.1%	25.1%	25.7%	27.4%	22.7%	18.0%
资产总计	3,184	3,105	3,931	4,405	5,702	7,422
短期借款	468	660	255	636	873	1,069
应付款项	1,555	1,130	1,622	1,861	2,555	3,511
其他流动负债	46	-15	390	64	65	66
流动负债	2,070	1,775	2,267	2,561	3,492	4,646
长期贷款	0	0	170	170	170	170
其他长期负债	26	33	5	0	0	0
负债	2,096	1,808	2,442	2,731	3,662	4,816
普通股股东权益	1,073	1,285	1,481	1,665	2,029	2,596
少数股东权益	15	12	8	9	10	11
负债股东权益合计	3,184	3,105	3,931	4,405	5,702	7,422

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.420	0.482	0.406	0.400	0.694	1.023
每股净资产	2.939	3.519	2.896	2.713	3.308	4.231
每股经营现金净流	0.106	-0.781	0.585	-0.354	0.223	0.410
每股股利	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	14.63%	13.70%	14.00%	14.74%	20.98%	24.19%
总资产收益率	4.93%	5.67%	5.27%	5.57%	7.47%	8.46%
投入资本收益率	10.07%	3.47%	8.70%	10.05%	12.85%	16.13%
增长率						
主营业务收入增长率	36.68%	-16.61%	49.79%	25.44%	38.38%	38.55%
EBIT增长率	62.91%	-70.00%	218.54%	51.52%	58.83%	56.60%
净利润增长率	49.02%	12.10%	17.76%	18.35%	73.51%	47.47%
总资产增长率	26.37%	-2.47%	26.60%	12.06%	29.44%	30.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	178.0	234.4	162.4	160.0	160.0	160.0
存货周转天数	160.3	174.8	117.0	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	173.0	180.3	122.0	125.0	125.0	125.0
固定资产周转天数	59.6	56.0	60.4	55.5	41.0	30.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.19%	17.79%	-14.69%	8.89%	6.52%	-0.84%
EBIT利息保障倍数	19.5	2.1	3.1	8.4	8.8	11.3
资产负债率	65.83%	58.24%	62.12%	62.00%	64.23%	64.88%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	1	2	91
买入	0	1	6	6	85
持有	2	2	2	2	16
减持	0	0	0	0	1
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.33	2.29	2.19	2.12	1.68

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。