

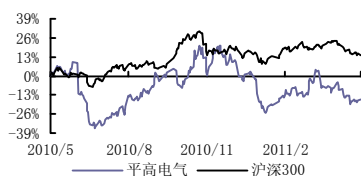


电气设备

2011 年 5 月 17 日

市场数据	2011 年 5 月 16 日
当前价格 (元)	11.37
52 周价格区间 (元)	8.72-16.30
总市值 (百万)	9311.65
流通市值 (百万)	9311.65
总股本 (百万股)	818.97
流通股 (百万股)	818.97
日均成交额 (百万)	232.71
近一月换手 (%)	54.98%
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	-8.16%	-3.23%	-20.55%
沪深 300	-7.23%	-4.00%	14.78%

颜彪

执业证书号: S1030210070005

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 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。

传统业务开始转好, 特高压 GIS 翘首以待

——平高电气 (600312) 调研简报

评级: 增持 (下调)

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	2045.62	2880.73	4221.36	5623.80
营收增长率 (%)	-13.20%	40.82%	46.54%	33.22%
净利润 (百万元)	5.40	84.43	275.81	487.58
净利润增长率 (%)	-96.21%	1464.07%	226.68%	76.78%
毛利率 (%)	22.3%	21.0%	22.6%	22.8%
每股收益	0.01	0.10	0.34	0.60
PE	1725.04	110.29	33.76	19.10
PB	3.42	3.31	3.02	2.61

- **传统业务开始转好。**10 年高压开关领域激烈竞争导致中标价格大幅下降, 但国网招标规则的改变使中标价格有所改善, 有回升的趋势; 目前在手订单 20 亿元左右, 其中今年一季度新签 2 亿元左右, GIS 订单约 15-16 亿元 (去年 2 季度以后的订单, 影响 11 年该业务毛利率)。
- **平高东芝度过最坏时期。**2010 年平高东芝贡献投资收益 68.48 万元, 占公司净利润的 14.68%。目前来看, 平高东芝已经过了最坏的时候, 但短期内难以达到 07-09 年的鼎盛时期。保守预计 2011 年平高东芝实现收入 10 亿元左右, 净利润 2000 万左右, 为公司贡献投资收益 1000 万左右。
- **特高压 GIS 翘首以待。**2010 年公司在“晋东南-荆门特高压交流扩建项目”中中标 1100KV GIS 3 个间隔, 预计今年可确认特高压 GIS 收入 3 亿元左右。今年很可能将开工“锡盟-南京”和“皖南-上海”两条特高压交流线路, 我们预计公司可获得约 30 间隔特高压 GIS 合计 30 亿元, 毛利率 30%左右。我们认为今年将确认特高压 GIS 5 亿元, 2012 年确认 15 亿元, 对业绩有显著影响。
- **中电装备带来三大惊喜:**中电装备与平高东芝合资 (各占 50%) 生产 GIS 的关键零部件 (液压件、绝缘件), 预计 2012 年中期可以投产; 设备成套能力的提升和海外市场的拓展; 中电装备收回原来平高代理商的销售权, 将显著减少公司销售费用。
- **盈利预测:**我们预测 2011-2012 年实现的营收分别为 28.8 和 42.2 亿元, 实现的 EPS 分别为 0.10 元和 0.34 元, 对应 2011-2012 年 PE 分别为 110.7 和 32.6, 从估值来看, 不具备优势。但考虑到公司基本面逐步改善, 以及对特高压 GIS 的强烈预期, 下调评级至“增持”, 密切关注特高压交流线路的进展情况。
- **风险提示:**中标价格继续下滑; 特高压交流线路进度低于预期

近期,我们对平高电气进行了实地调研,与公司管理层就产品订单、价格、竞争格局以及特高压产品的未来趋势进行交流,以下是我们得出的结论:

(1) 2011 年传统业务开始转好: 产品中标价格有回升的趋势; 今年订单预计好于去年;

(2) 平高东芝盈利能力开始恢复,保守预计今年贡献投资收益 1000 万元;

(3) 特高压交流线路今年新建两条线路的可能性较大,获得的特高压 GIS 订单为 30 亿元左右,预计今年确认特高压 GIS 5 亿元,2012 年确认 15 亿元。

(4) 中电装备带来三大惊喜: 零部件瓶颈的缓解、设备成套能力的提升和海外市场的拓展、销售渠道整合带来费用的降低。

本部传统产品遭遇激烈竞争, 但开始好转

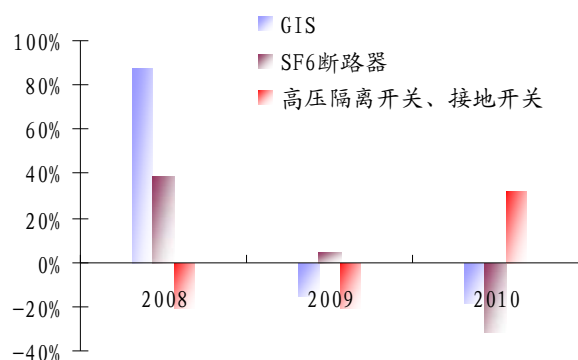
传统产品价跌量减

GIS (126KV、252KV) 11.85 亿元, 同比下降 17.98%; 毛利率 22.24%, 同比减少 0.23%

SF6 断路器 3.88 亿元, 同比下降 32.02%; 毛利率 6.22%, 同比下降 7.56%;

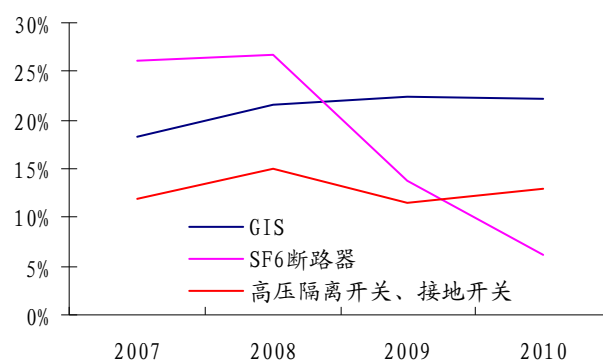
隔离开关/接地开关 2.47 亿元, 同比增长 31.82%; 毛利率 12.89%, 同比增长 1.48%。

Figure 1 公司各产品收入增速情况



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司各产品毛利率变化趋势



数据来源: wind、世纪证券研究所

竞争激烈是导致价格下滑的直接原因

众多的民营企业加入高压开关领域, 加上外资企业 (ABB、三菱、晓星) 等企业的杀价行为, 导致公司产品中标价格下降; 以 GIS 为例, 国内参与 126KV 的有 20 多家, 252KV 的要少一点; 例如断路器受价格大幅下滑影响 (ABB 大幅降价), 10 年毛利率大幅下滑了 7.56%。

目前中标价格有回升的趋势

最低价中标的规则使公司 10 年中期价格处于历史最低(全年来看,从最高点到最低点,价格有 40%多的降幅),从而导致毛利率的大幅下滑;

国网招标规则出现变化:从最低价中标,到平均价中标,再到工程总包模式的试点,因此公司产品中标价格目前有所改善,有回升的趋势,我们认为回升的过程缓慢,短期要达到去年价格高点不太可能。

订单预计好于 2010 年

由于特高压进展未达预期,常规线路(500KV 以下)投资增速下滑,导致相关设备的需求下滑;2010 年公司新签订单为 21.5 亿元,同比下降 14%;断路器、隔离开关合同下降较为明显。

目前在手订单 20 亿元左右,其中今年一季度新签 2 亿元左右(这部分 Q1 确认比较少);

GIS 订单约 15-16 亿元(去年 2 季度以后拿的订单,毛利率受到影响),其中 252KV 的 GIS 占一半左右(252KV GIS 盈利能力尚可,但 126KV GIS 毛利率下滑较大)。

公司预披 2011 年 1-6 月仍有可能亏损,我们认为随着低价订单的执行以及招标价格的回暖,下半年情况将有所好转,全年毛利率略有下降(主要受去年低价订单的影响);今年电网投资同比有所增长,导致 GIS 订单也将同步增加。

平高东芝惊喜难现,但度过最坏时期

2010 年平高东芝贡献投资收益 68.48 万元,占公司净利润的 14.68%(平高东芝 2010 年实现收入 10.09 亿元,净利润 136.95 万元);而 2009 年平高东芝贡献的投资收益占公司净利润的 89.91%。

平高东芝经历了快速的发展,为平高贡献了可观的投资收益,但随着外面需求和竞争环境的恶化,平高东芝便出现几大不适应的症状:

(1) 产品售后、维修成本开始显现;

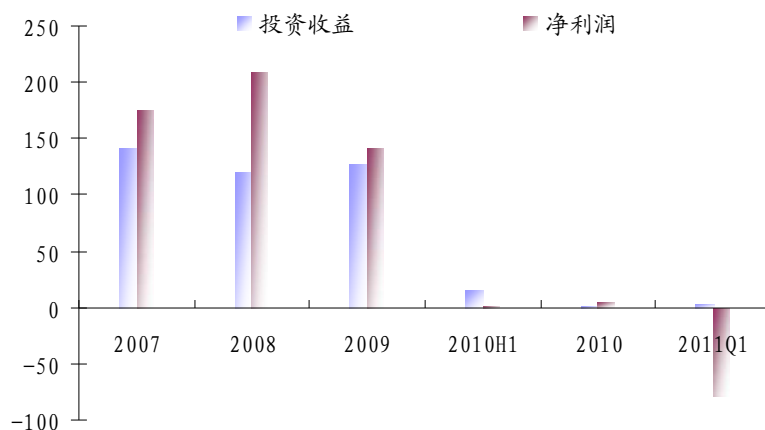
(2) 不适应超低价模式:平高东芝的关键零部件进口日本国内,导致其产品售价高,2010 年 500KV GIS 价格大幅下降导致其毛利率承受巨大压力;

(3) 日元升值的压力:平高东芝以日元结算,导致其出现较大汇兑损失;

目前来看,平高东芝已经过了最坏的时候,但短期内难以达到 07-09 年的鼎盛时期。

我们保守预计 2011 年平高东芝实现收入 10 亿元左右,净利润 2000 万左右,为公司贡献投资收益 1000 万左右。

Figure 3 投资收益与净利润比较 (单位: 百万元)



数据来源: wind、世纪证券研究所

特高压 GIS 翘首以待

特高压 GIS 成主流产品, 公司份额 1/3 以上

第一条特高压交流示范线路,除了平高的 3 个间隔 GIS (国网为了保证质量,要求其中一个间隔用原装的日本进口),另外两家是 HGIS;以后特高压交流项目中 GIS 将成为主流趋势,因此平高的百万伏 GIS 市场份额至少在 1/3 以上。

密切关注特高压交流线路招标时点

2010 年国网结束的重点工程招标有: 青藏直流联网、宁东-山东 ±600KV 直流、呼辽直流、山东-宁东 ±600KV 直流、晋东南-荆门交流示范线路扩建工程以及锡盟-南京特高压交流的前期勘察招标;

目前“锡盟-南京”已经拿到“路条”,具体细节还需要拿到批文后,招标才会开始;而“皖南-上海”暂时还没有拿到“路条”,我们预计今年会拿到。

特高压 GIS 业绩弹性大

2010 年公司在“晋东南-荆门特高压交流扩建项目”中中标 1100KV GIS 3 个间隔（晋东南站），预计今年可确认特高压 GIS 收入 3 亿左右。

在 2011 年两条特高压交流线路中，我们认为公司可以拿到 30 间隔特高压 GIS：

“锡盟-南京”共 45 个 GIS 间隔，我们预计公司可以拿 15-20 个间隔；“皖南-上海”线路，我们预计公司可以拿两个小站共 14 个间隔。

按照每个间隔价格 1 亿元预计，今年的两条特高压交流线路为公司带来特高压 GIS 订单合计 30 亿元；

预计其毛利率 30%左右（由于特高压 GIS 关键零部件需要进口，约占成本的 30%左右），远高于目前公司 20%左右的综合毛利率；

2010 年公司收入才 20 亿左右，因此特高压 GIS 对公司业绩影响很大，需要密切关注招标进展情况。

中电装备带来三大惊喜

零部件瓶颈即将缓解

中电装备与平高东芝合资（各占 50%）生产 GIS 的关键零部件（液压件、绝缘件），我们预计 2012 年中期可以投产，届时公司 GIS 的成本将有较大幅度的下降。

设备成套和海外市场

中电装备旗下目前有 18 家一次二次设备企业，包括平高、许继和南瑞三家上市平台，完全具备电气设备成套的能力，同时也是一次设备的整合平台，具有较多想象空间。

中电装备在海外市场具备强大竞争力（俄罗斯要建特高压、巴西 8 条直流、美国、印度、越南、菲律宾）；平高集团计划“十二五”海外市场占 50%，目前只占 9%。

整合销售，减少平高的销售费用

中电装备收回原来平高代理商的销售权，未来平高的产品改为中电装备来销售，这将大大减少平高的销售费用。

盈利预测与评级

盈利预测假设:

(1) 传统 GIS 产品增速按照 20% 预测, 断路器、隔离开关按照 5-10% 的增速预测;

(2) 2011 年特高压 GIS 预计确认收入 5 亿元, 2012 年确认 15 亿元 (假设 11 年两条特高压交流线路正常进行);

(3) 平高东芝 2011 年贡献投资收益谨慎考虑, 预计为 1000 万元;

(4) 未考虑公司在海外市场的销售;

(5) 2011 年销售费率、管理费率 and 财务费率分别为 8.5%、8% 和 0.72%;

(6) 2011 年综合毛利率为 21.04%, 但受到产品结构调整, 2012 年开始回升至 22.65%;

(7) 2011 年综合所得税率预计为 8% (12-13 年均为 12%)。

Figure 4 各业务收入及增速预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010H1	2010	2011E	2012E	2013E
GIS	912.94	1714.21	1444.51	437.15	1184.78	1421.74	1706.08	2047.30
增长率		87.77%	-15.73%		-17.98%	20.00%	20.00%	20.00%
SF6断路器	396.06	547.87	570.54	93.57	387.83	426.61	469.27	516.20
增长率		38.33%	4.14%		-32.02%	10.00%	10.00%	10.00%
隔离开关、接地开关	301.99	238.84	187.85	84.54	247.62	272.38	286.00	300.30
增长率		-20.91%	-21.35%		31.82%	10.00%	5.00%	5.00%
备品备件及其他				21.01	165.50	200.00	200.00	200.00
特高压GIS						500.00	1500.00	2500.00
其他	138.24	119.24	137.57	46.56	59.89	60.00	60.00	60.00
收入合计	1749.23	2620.16	2340.47	682.83	2045.62	2880.73	4221.36	5623.80
增长率		49.79%	-10.67%		-12.60%	40.82%	46.54%	33.22%

数据来源: 世纪证券研究所

Figure 5 各业务毛利率预测

	2007	2008	2009	2010H1	2010	2011E	2012E	2013E
GIS	18.35%	21.54%	22.45%	21.02%	22.24%	22.00%	21.00%	21.00%
SF6断路器	26.08%	26.66%	13.81%	19.31%	6.22%	6.50%	6.50%	6.50%
隔离开关、接地开关	11.92%	15.04%	11.46%	5.15%	12.89%	12.00%	12.00%	12.00%
备品备件及其他				24.30%	48.44%	40.00%	40.00%	40.00%
特高压GIS						30.00%	30.00%	28.00%
其他	66.23%	65.03%	64.82%	29.22%	4.83%	5.00%	5.00%	5.00%
综合毛利率	20.21%	22.63%	20.21%	22.31%	22.33%	21.04%	22.65%	22.81%

数据来源: 世纪证券研究所

根据假设条件, 我们预测 2011-2012 年实现的营收分别为 28.8 和 42.2 亿元, 实现的 EPS 分别为 0.10 元和 0.34 元。

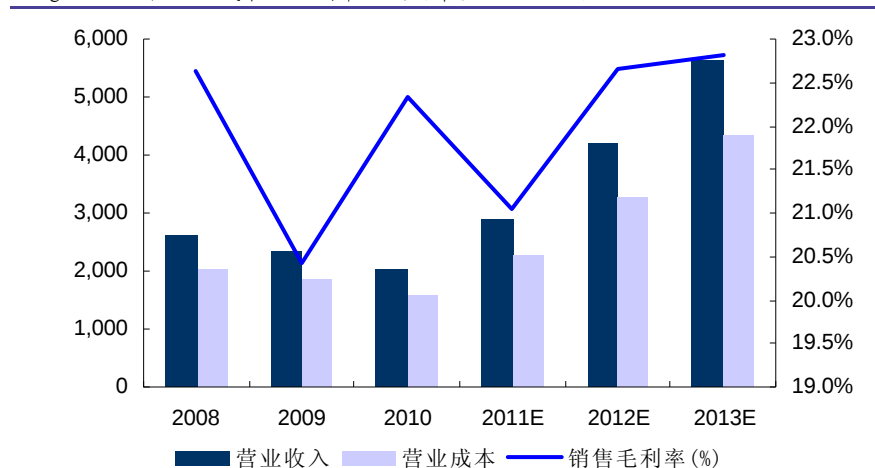
目前股价对应 2011-2012 年 PE 分别为 110.7 和 32.6, 从估值来看, 不具备优势。但考虑到公司基本面逐步改善, 特别是特高压交流线路的

获批将显著提振公司业绩，加上中电装备对公司市场的拓展和业务的整合起到积极作用，我们下调评级至“增持”，密切关注特高压交流线路的进展情况。

风险提示：

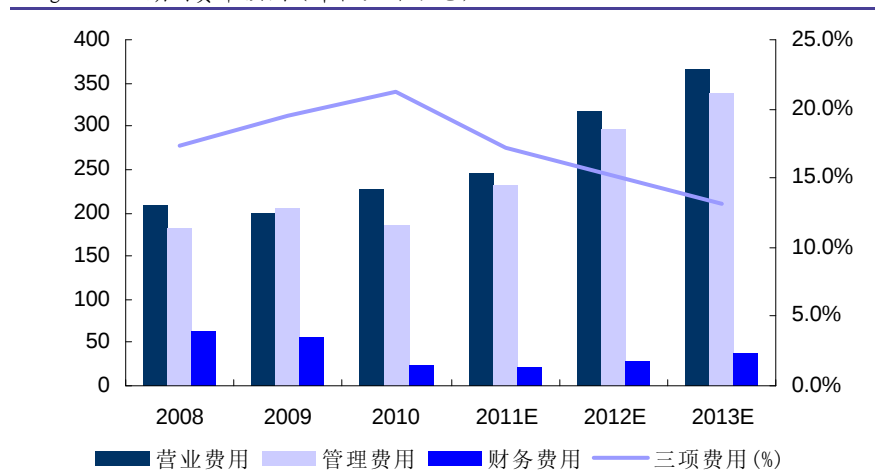
- (1) 中标价格继续下滑的预期；
- (2) 特高压交流线路建设进度低于预期。

Figure 6 收入、成本及毛利率预测 (单位: 百万元)



数据来源：世纪证券研究所

Figure 7 期间费率预测 (单位: 百万元)



数据来源：世纪证券研究所

Figure 8 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3129	3949	4879	6165	营业收入	2046	2881	4221	5624
现金	780	900	1000	1000	营业成本	1589	2275	3265	4341
应收账款	1428	1885	2368	3155	营业税金及附加	14	17	21	28
其他应收款	42	54	79	105	营业费用	226	245	317	366
预付账款	153	227	327	434	管理费用	185	230	295	337
存货	613	796	980	1302	财务费用	24	21	28	36
其他流动资产	114	86	127	169	资产减值损失	20	20	20	20
非流动资产	1558	1809	2023	2460	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	368	370	370	370	投资净收益	0	10	30	50
固定资产	468	731	988	1271	营业利润	-12	83	304	545
无形资产	239	239	239	239	营业外收入	27	12	12	12
其他非流动资产	483	470	426	580	营业外支出	9	3	3	3
资产总计	4687	5758	6903	8624	利润总额	6	92	313	554
流动负债	1707	2719	3588	4822	所得税	2	7	38	66
短期借款	558	1167	1355	1858	净利润	5	84	276	488
应付账款	574	796	1143	1519	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	574	756	1090	1445	归属母公司净利润	5	84	276	488
非流动负债	250	224	224	224	EBITDA	89	178	449	745
长期借款	250	224	224	224	EPS (元)	0.01	0.10	0.34	0.60
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1957	2943	3812	5046	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	5	5	5	5	成长能力				
股本	819	819	819	819	营业收入	-13.2%	40.8%	46.5%	33.2%
资本公积	1338	1338	1338	1338	营业利润	-109.6%	606.0%	267.8%	79.1%
留存收益	569	653	929	1416	归属于母公司净利润	-96.2%	1464.1%	226.7%	76.8%
归属母公司股东权益	2726	2810	3086	3573	获利能力				
负债和股东权益	4687	5758	6903	8624	毛利率(%)	22.3%	21.0%	22.6%	22.8%
现金流量表					净利率(%)	0.3%	2.9%	6.5%	8.7%
单位: 百万元					ROE(%)	0.2%	3.0%	8.9%	13.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	0.4%	3.3%	9.0%	12.0%
经营活动现金流	-362	-124	241	83	偿债能力				
净利润	5	84	276	488	资产负债率(%)	41.7%	51.1%	55.2%	58.5%
折旧摊销	77	74	116	164	净负债比率(%)	41.32%	47.27%	41.42%	41.26%
财务费用	24	21	28	36	流动比率	1.83	1.45	1.36	1.28
投资损失	-0	-10	-30	-50	速动比率	1.47	1.16	1.09	1.01
营运资金变动	-505	-308	-185	-611	营运能力				
其他经营现金流	38	14	35	57	总资产周转率	0.41	0.55	0.67	0.72
投资活动现金流	120	-315	-300	-550	应收账款周转率	1	2	2	2
资本支出	335	250	380	500	应付账款周转率	2.81	3.32	3.37	3.26
长期投资	0	2	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	454	-63	80	-50	每股收益(最新摊薄)	0.01	0.10	0.34	0.60
筹资活动现金流	-293	559	159	467	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.44	-0.15	0.29	0.10
短期借款	137	609	188	503	每股净资产(最新摊薄)	3.33	3.43	3.77	4.36
长期借款	80	-26	0	0	估值比率				
普通股增加	136	0	0	0	P/E	1725.04	110.29	33.76	19.10
资本公积增加	-141	0	0	0	P/B	3.42	3.31	3.02	2.61
其他筹资现金流	-506	-24	-28	-36	EV/EBITDA	101	50	20	12
现金净增加额	-535	120	100	0					

数据来源: 世纪证券研究所

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.