

平高电气 (600312)

特高压最受益标的，没有之一

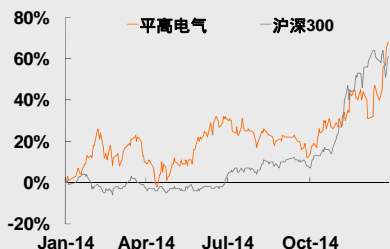
强烈推荐 (维持)

现价：18.56 元

主要数据

行业	平安电力设备
公司网址	www.pinggao.com
大股东/持股	平高集团有限公司 /45.94%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会/45.94%
总股本(百万股)	1,137
流通 A 股(百万股)	819
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	211.12
流通 A 股市值(亿元)	152.00
每股净资产(元)	4.92
资产负债率(%)	39.1

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

侯建峰 投资咨询资格编号
S1480513040001
010-56800146
houjianfeng791@pingan.com.cn

研究助理

朱栋 一般证券从业资格编号
S1060114070038
010-56800146
zhudong615@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 特高压投资放量，公司业绩弹性最高

国家电网 2015 年规划投资“6 交 8 直”特高压，预计将释放 3000 亿投资，平高电气交流直流特高压都受益。平高电气不仅受益于交流特高压 GIS 产品的供货、直流隔离开关产品的供货，还有一块业务是一直被市场忽略的，就是每条特高压线路的建设都需要大量的接入配套工程，这将带来大量的电力设备的投资，平高电气将显著受益于这块业务的放量。从订单/收入比的角度考虑，公司是整个特高压板块业绩弹性最大的公司，随着特高压的放量，公司受益最为明显。

■ 中压配网业务 2015 年进入收获期，成为新的利润增长点

2014 年公司非公开发行完成，正式进入中压配网领域，我们预计公司天津中压开关产业园一期项目 2014 年底已经投产，2015 年将开始进入放量收获期。公司中压开关业务立足于核心器件真空灭弧室自主化且定位高端的发展路线，将有效保证公司产品的盈利和海外市场的开拓。预计 2015 年中压开关产品订单有望突破 10 亿。

■ 海外业务、资产整合在路上

公司依托集团国际工程公司加快海外业务的拓展，目前集团海外业务在手订单预计突破 20 亿，随着国家电网走出去步伐的进一步加快，订单金额将有望进一步迅速增加，将有效支撑公司未来海外业务的放量。2014 年国家电网年度工作会议提及加快旗下产业公司的整体上市，我们预计 2015 年将成为该计划的执行年，平高电气相关资产整合有望获得突破。

■ 盈利预测、估值与评级

平高电气特高压业务的高弹性给公司业绩成长带来“显著性”，而特高压+配网+器件+海外+资产整合的产业、营销布局以及可预期的事件则带来公司未来成长的“持续性”。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.67/1.04/1.36 元，对应 PE 分别为 27.6、17.8、13.7 倍，维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示

1)特高压建设进度不及预期；2)配网投资增速不及预期；

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,284	3,818	4,663	7,331	9,644
YoY(%)	30.1	16.3	22.1	57.2	31.5
净利润(百万元)	135	399	765	1,188	1,542
YoY(%)	678.0	194.4	91.8	55.3	29.8
毛利率(%)	20.4	25.7	30.7	31.6	32.1
净利率(%)	4.1	10.4	16.4	16.2	16.0
ROE(%)	4.7	12.3	19.7	24.0	24.4
EPS(摊薄/元)	0.12	0.35	0.67	1.04	1.36
P/E(倍)	155.9	53.0	27.6	17.8	13.7
P/B(倍)	7.4	6.5	5.4	4.3	3.3

正文目录

一、	特高压最受益标的,交/直流都受益	4
1.1	国家电网规划 2015 年"6 交 8 直"核准开工,如果兑现,投资超 3000 亿	4
1.2	估算 2015 年至少核准"2 交 5 直",平高电气弹性最大,交直流都受益	6
二、	高端配网业务 2015 年进入放量期	7
2.1	天津配网产业园已经投产,立足高端,面向全球	7
2.2	未来配网投资持续增长,平高电气进入正当时	8
2.3	平高电气中压配网业务远景规划产值 70 亿,才刚刚开始	9
三、	国家推动一路一带,平高借助国网平台加速出国	10
3.1	中国"一路一带"战略推进,电力工程和装备输出是必选项	10
3.2	平高电气走出国门的一平台、两模式、三路径	12
四、	国资改革、整体上市,平高电气有望首当其冲	14
4.1	2015 年有望成为国家电网旗下产业公司整体上市年	14
4.2	集团是孵化器,上市公司是吸纳池	14
五、	产业布局支撑业务发展,效率改善提升盈利空间	15
5.1	大平台、大格局、久支撑	15
5.2	多因素支撑公司传统产品盈利改善,管理提升是长久支撑	16
六、	投资建议及风险提示	18

图表目录

图表 1	特高压的推动因素.....	4
图表 2	国家电网 2015 年年度工作会议特高压线路核准和可研规划.....	4
图表 3	线路核准提速,市场预期未给足.....	5
图表 4	预计 2015 年确定核准的特高压线路(4 交 4 直).....	6
图表 5	特高压交/直流及配套对平高电气业绩弹性影响估算.....	6
图表 6	我国真空灭弧室市场竞争格局.....	7
图表 7	全球中压配网开关占比呈持续增加态势.....	8
图表 8	配网投资持续增长的驱动因素分析.....	9
图表 9	国内中压开关市场区域特征明显,集中度差.....	9
图表 10	公司配网业务进入放量期.....	10
图表 11	电力装备的出口还未大规模开始.....	10
图表 12	输变电设备出口提速.....	11
图表 13	国家电网国际化进程.....	11
图表 14	平高巴西销售断路器产品.....	13
图表 15	公司海外第一个 EPC 工程.....	13
图表 16	平高电气海外业务拓展提速多维度支持.....	14
图表 17	平高集团下属公司以及可能注入的推动因素.....	15
图表 18	平高电气的产业布局.....	16
图表 19	公司各产品毛利率变化.....	16
图表 20	毛利率和期间费用率敞口在扩大.....	16
图表 21	原材料价格持续处于低位.....	17
图表 22	平高历年期间费用率变化情况.....	18
图表 23	代理费和业务招待费占比持续下降.....	18

一、 特高压最受益标的,交/直流都受益

1.1 国家电网规划 2015 年“6 交 8 直”核准开工,如果兑现，投资超 3000 亿

■ 特高压支撑我国多个国家战略兑现，加快建设将是必然

特高压的建设能够解决社会“痛点”并缓和“关键矛盾”，新能源占比持续增加和大规模远距离输送相结合的能源发展现实以及我国中东部环境污染持续加重和能源消耗持续增加决定了特高压建设的持续推进。在国家加快推进“能源结构调整战略”、“节能减排战略”以及“一路一带走出去战略”的背景下，特高压的建设将是必然，且会提速。

图表1 特高压的推动因素



资料来源：平安证券研究所

■ 特高压在 2014 年已经提速，在 2015 年将进一步放量

国家电网 2015 年年度工作会议提及特高压大规模核准开建，进一步明确了国家电网对特高压大规模开建的信心和决心。从国家电网年度工作会议提及的内容来看有几大亮点：(1) 第一次按照季度的进程来推进特高压的核准和建设。(2) 进一步提出按照方案上报能源局和发改委批复(5 交 5 直)。(3) 第一次提出加快国际能源互联特高压项目前期工作研究。

图表2 国家电网2015年年度工作会议特高压线路核准和可研规划

时间及地域	项目区域	线路	预计投资
2015 年 1 季度	国内	核准开工蒙西—天津南、榆横—潍坊交流以及酒泉—湖南直流等“两交一直”工程。	600 亿
2015 年 2 季度	国内	核准开工“三直”工程，为锡盟—江苏、晋北—江苏、上海庙—山东。	600 亿
2015 年下半年	国内	核准开工“四交四直”工程，分别为蒙西—长沙、荆门—武汉、长沙—南昌交流，张北—南昌、晋东南—豫北、南阳—驻马店交流，南京—徐州—	1600 亿

时间及地域	项目区域	线路	预计投资
2015 年	国内	连云港—泰州交流 济南—枣庄—临沂—潍坊交流 ;以及呼盟—青州、蒙西—武汉、准东—成都、准东—皖南直流工程。 完成“一交四直”特高压工程可研,分别为巴塘—雅安—重庆—绵阳—德格—巴塘、雅安—绵阳交流和扎鲁特—驻马店、雅中—衡阳、陕北—南昌、金沙江上游—吉安直流。	1000 亿
2015 年	国外	四条国际特高压联网线路, 哈萨克斯坦-南阳 1100KV 特高压直流工程、俄罗斯-河北霸州 800KV 特高压直流工程、蒙古-天津和新疆伊犁-巴基斯坦 600KV 直流工程前期工作。	580 亿

资料来源: 国家电网、平安证券研究所 备注: 单条特高压交/直流线路按照200亿概算

2015 年计划核准开工线路“6 交 8 直”共 14 条特高压交/直流线路,预计总投资达到 3000 亿元左右(按照每条投资 200 亿左右概算),如若兑现将是去年核准开工 3 条线路投资总量的 4-5 倍。按照设备占总投资的比重 40%左右估算,预计设备招标量有望达到 1200 亿左右,将有望大幅提升相关电力设备企业未来业绩增速。

特高压板块投资受制于“国家电网审计署审计、电力体制改革、刘振亚即将退休”三座大山,因此在 2014 年出现了实际投资大幅增加与市场预期极其悲观且股价持续低迷表现的背离。但是从 2014 年特高压线路核准的情况来看,数量是 2013 年的 3 倍,同时我们预期 2015 年只是基于国家电网 2014 年被批复的“4 交 4 直”的方案顺利执行的情况下也将会 5 条特高压线路被核准,如果考虑到国家电网 2015 年新的规划,核准的线路将进一步增加,这将有效的保证特高压相关标地 2015、2016 年业绩高增长预期的兑现。

图表3 线路核准提速,市场预期未给足

事件	核准线路	核准线路数
2012 年	哈密南—郑州特高压直流 溪洛渡-浙西高压直流	2
2013 年	浙北—福州特高压交流	1
2014 年	淮南-上海北环特高压交流 锡盟—山东特高压交流 宁东—浙江特高压直流	3
2015 年	蒙西-天津特高压交流 横榆-潍坊特高压交流 锡盟-泰州特高压直流 山西-江苏特高压直流 滇西北-广东特高压直流(等)	7

资料来源: 国家电网、平安证券研究所 备注: 2015年只考虑了最确定的,没有考虑新批复的方案很准的情况

同时我们预期,在 2015 年每隔 1-2 个月就会有线路获得核准,这个板块相关标将不断的受到催化。

图表4 预计2015年确定核准的特高压线路（4交4直）

类型	线路	状态	看点
特高压交流	淮南-上海北环	开工	已公布中标
	锡盟-山东	招标	12月公布中标
	蒙西-天津	小路条	预计2015年1月核准
	横榆-潍坊	环评	预计2015年1季度核准
特高压直流	宁夏宁东至浙江	招标	已公布中标结果
	锡盟至江苏泰州	小路条	预计2015年2季度核准
	上海庙至山东	环评	预计2015年2季度核准
	山西晋东至江苏	环评	预计2015年2季度核准
南网直流	滇西北至广东	环评	预计2015年1季度核准

资料来源：国家电网、平安证券研究所

1.2 估算 2015 年至少核准“2 交 5 直”，平高电气弹性最大，交直流都受益

从国家电网年度工作会议公布的“6 交 8 直”方案来看，由于还受制于能源局和发改委相关审批流程制约，我们比较保守的估算，2015 年至少会有 2 交 5 直特高压核准开工（国家电网 2015 年 4 交 4 直方案剩余“2 交 3 直”以及南方电网的滇西北-广东和国家电网的酒泉-湖南特高压直流等核准概率大）。这些线路投资预计在 1500 亿左右，相对于去年核准的 3 条特高压线路，翻番还多。

从特高压建设的弹性来看，平高电气订单/收入比弹性最大，对公司盈利的提升最为明显，同时也是整个特高压相关标底中估值最低的。（具体参照我们的深度报告“特高压，中国电力设备国际铭牌，2015 年放量雄起”）

特高压对平高电气业绩弹性影响的估算，我们计划从如下三个情景来更为全面的展现：情景一：按照国家电网“五纵五横一环网”交流特高压和 27 回直流特高压年均来估算；情景二：按照国家电网年度工作会议提及 2015 年“6 交 8 直”核准规划；情景三：按照我们保守估算的 2015 年“2 交 5 直”核准规划。（说明，为了便于更为直接的说明特高压对这些公司弹性的影响，我们这次考虑把特高压接入工程对公司业绩的影响也估算在里面。其中接入工程按照输送容量来估算 550kv 的线路条数）

从情景估算的情景来看，不管那种情景特高压对平高电气的影响都非常大，而且从下面的分析也进一步体现了特高压直流对平高电气业绩的影响也非常明显，主要体现在配套接入工程对 550KV 以上线路订单获取的影响，这是被市场所忽略的，而这也是被平高电气 2014 年发布的公告灵绍特高压直流线配套工程中标近 6 亿所验证的。

图表5 特高压交/直流及配套对平高电气业绩弹性影响估算

情景	非特高压收入 2013	交流订单	直流订单	配套订单	总特高压订单 /2013 年非特高压收入	2013 年净利润率	交流净利率	直流净利率	特高压配套净利率
情景一		36.0	1.4	24.0	2.2	10.41%			
情景二	27.4	72.0	3.7	57.0	4.8	10.41%	22%	30%	12%
情景三		24.0	2.3	29.5	2.0	10.41%			

情景	非特高压收入 2013	交流订单	直流订单	配套订单	总特高压订单 / 2013 年非特高压收入	2013 年净利润率	交流净利率	直流净利率	特高压配套净利率
----	-------------	------	------	------	-----------------------	------------	-------	-------	----------

三

资料来源：国家电网、平安证券研究所 备注：2013年非特高压收入扣除掉11个特高压GIS；订单和净利率都为估算数据；配套订单由于直流容量比交流容量大，所以按照单条直流中标4.5亿、单条交流中标3.5亿

二、 高端配网业务 2015 年进入放量期

2.1 天津配网产业园已经投产，立足高端，面向全球

2013 年平高电气 11 月 11 日晚间公告称，拟以每股 7.31 元的均价，向控股股东平高集团非公开发行不超过 3.2 亿股，平高集团将以 14 亿现金，以及不超过 9 亿元的经营性资产以及 3305.56 万出口退税款认购。本次认购股份资产主要包括平高集团为平高电气配套生产高压、超高压、特高压开关零部件涉及的经营性资产，14 亿现金部分将投向平高电气天津智能真空开关科技产业园项目及补充公司流动资金。

公司天津工业园目前已经投产，2015 年将陆续参与到国内配网的招投标中以及海外市场的拓展中。我们极度看好公司未来在配网业务发展的潜力，从公司配网产品的定位来看，主要立足于以真空灭弧室等核心器件为依托的高端配网开关设备生产，核心器件把握在自己手里，避免受制于人，为公司后续海外市场的大规模开拓奠定基础。

平高电气将成为在真空灭弧室以及高端中压开关产品国内少数可以与国外巨头相抗衡的企业。从目前国内真空灭弧室的竞争格局来看，高端市场和出口市场的 60%左右被外资企业占据，国内“几大光”等企业占据中端市场，而其它的江浙一带的中小型企业占据低端市场并极力往中端市场渗透。

图表6 我国真空灭弧室市场竞争格局

企业性质	主要企业	主要企业产量情况	行业特点
国外	Siemens、ABB、Schneider 公司、伊顿、GE 公司、东芝、日立、三菱、明电舍、富士	德国 Siemens(无锡)，年产销能力已达约 20 万只； 美国西屋(苏州伊顿)，年产销能力约 10 万只； Schneider(厦门)，年产销能力约 10 万只； 日本东芝联合广州白云已控股锦州华光，年产销能力 30 万只。 还有 ABB、明电舍等在随时准备登陆中国市场。	ABB、Siemens、Schneider 等三大跨国电气集团产品系列齐全，掌握核心元件的制造技术，生产基地遍布全球，在中、高端产品市场具有较大优势，引领行业发展方向。在中国的外资企业占领着 50.7% 左右的高端产品市场和出口市场。
国内	国内生产真空灭弧室的企业已有 50 多家，目前产销量排名前几名的企业有陕西宝光、武汉飞特、振华宇光、成都旭光、湖北汉光、山东鸿晨等	2010 年宝光、旭光、宇光、华光、汉光五家过去电子系统的代号企业产销量约占总市场容量 36%。 陕西宝光 35 万台；武汉飞特 23 万台；振华宇光 22 万台；成都旭光 20 万台；湖北汉光 19 万台；山东鸿晨 10 万台等。	由于市场需求的膨胀，过去称之为 20 家真空灭弧室企业，现在裂变、分解(从晨鸿、旭光、汉光和宝光等分离)，真空灭弧室生产商发展为 50 多家。经过 20 多年的努力，取得了长足发展，近年来已成长为可参与国际竞争的产业。

资料来源：国家电网、平安证券研究所

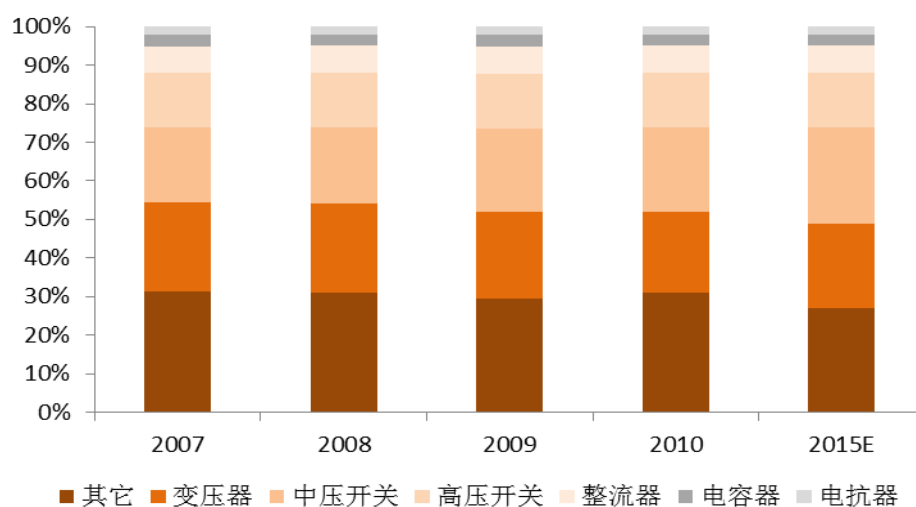
公司真空灭弧室以及中压配网开关产品技术以及生产大多核心人员来自于西门子等大型外企，确保公司产品性能保持在国际领先水平。公司在天津工业园成立之初，从西门子等大型国际企业以及国内领先的中压开关生产企业挖了比较多的业内领先的人才并给了国际化的薪水，是公司配网业务立

足高端、快速发展的基础。此外，从公司配网生产线的购置来看，基本上以国际比较领先的自动化生产线为主，天津工业园的生产效率将会有比较大的保证。

2.2 未来配网投资持续增长，平高电气进入正当时

据有关资料，“十一五”期间，我国中压开关设备每年市场容量约为 500 亿左右。“十二五”期间，我国城乡电网建设、工矿企业经济建设、铁路电气化建设加快发展，未来 10 年，中压开关设备市场容量的复合增长率在 8% 左右，到 2020 年，预计每年需求将达到 1000 亿元。按照目前中压市场的情况，我们测算，目前中压开关整体的市场需求量在 600 多亿的市场空间。而目前剔除特高压的高压开关的市场空间也就在 300 亿左右，特高压在 100 亿左右，中压开关的市场空间远大于高压和特高压市场。

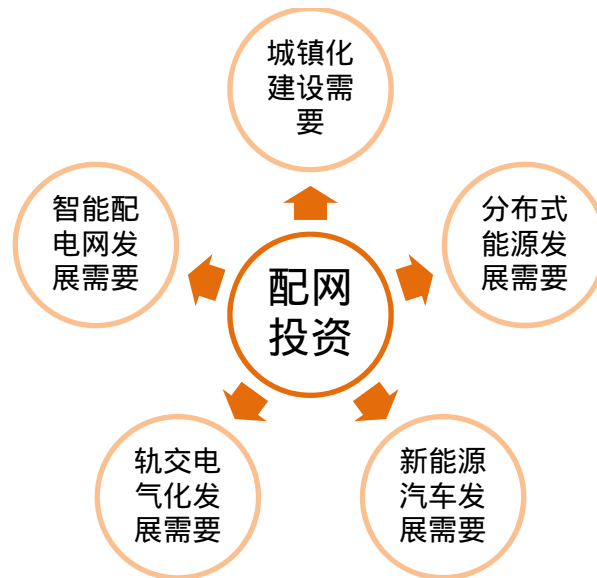
图表7 全球中压配网开关占比呈持续增加态势



资料来源：罗兰贝格、平安证券研究所

由于我国的主干网构建还没有完全成形，特别是在特高压建设迫切性提升后，预计主干网大规模投资还将持续一段时间，但是随着主干网投资高峰的结束，未来电网投资将逐步转向配网建设，配网在我国未来电网投资中的占比将稳步、持续提升。国家电网 2013 年印发的《关于加强配电网规划与建设工作的意见》中指出“配电网发展与新型城镇化建设、分布式电源和电动汽车发展相协调，与电网整体规划和远景目标相衔接”。

图表8 配网投资持续增长的驱动因素分析



资料来源：平安证券研究所

国内目前中压配网市场还比较分散，平高电气立足高端、依托国网进入这个市场正当时。从我国中压开关行业情况来看，由于以往的中压开关市场由地方电网主导，因此造成了中压开关行业比较明显的区域分割的特征，在每个区域都有几家与当地电网关系比较紧密的企业，这样的区域特征和格局，造成了中压开关行业整体的集中度持续的处于低位。低的行业集中度，对于像平高电气等立足于高端，依托于全产业链经营，拥有客户优势将后续的国家电网集中招投标中具备综合竞争优势，获取高的市场份额，保证产能的有效释放。

图表9 国内中压开关市场区域特征明显，集中度差

区域	公司
华东区	ABB、西门子、GE、阿海珐、东源、华仪、泰开、大全、正泰、德力西、天安、天灵、天宇、耐吉、飞州、拓中、鑫龙
华中区	森源、索凌、祥和、永鼎
华南区	白云、正超、明阳、顺开、银河
华北区	北开、福斯特、科锐、北京华东
东北区	沈阳成套、华利、锦开、永大
西南区	川开、云开、博森
西北区	长城、宝光、陕开

资料来源：中国机电数据网、平安证券研究所

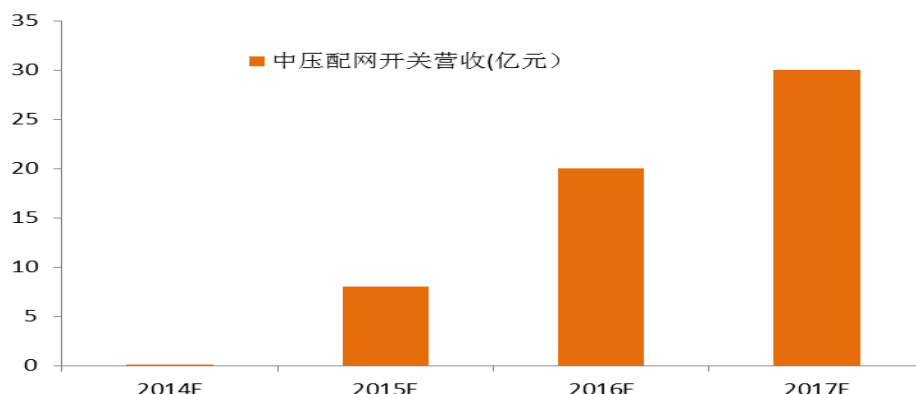
2.3 平高电气中压配网业务远景规划产值 70 亿，才刚刚开始

从平高电气中压开关产业园的产能规划来看，远景产能规划 70 亿（含 15 亿真空灭弧室），整体只占中压开关千亿市场的 7%左右，未来随着行业集中度提升以及公司立足高端所面临的良好的竞争态势将确保公司产能的释放。中压开关业务的放量将是公司未来营收破 100 亿的关键。

2015 年上市公司中压开关业务将有重大突破，正式开启上市公司配网业务布局之旅。2014 年年底公司天津配网开关产业园已经投产，公司已经具备了大规模供货的能力，我们预计公司 2015 年有望获得超过 10 亿的配网业务订单，成为公司 2015 年盈利大幅增长的重要贡献之一。

对于公司天津配网产业园未来的发展应该动态的看待，我们认为平高电气天津配网开关产业园未来有望成为公司整合集团配网业务资产和国内配网行业资源的平台。国家电网 2014 年年度工作会议提及要加快旗下产业公司的整体上市，我们估算 2015 年平高集团旗下相关配网资产的整合有望获得进一步推进，新的配网资产的整合有望进一步保证公司配网业务未来的成长性，我们估算平高电气配网业务未来 3 年有望保持 100%以上的复合增长，2017 年的营收有望达到 30 亿左右。

图表10 公司配网业务进入放量期



资料来源：平安证券研究所 备注：未考虑资产注入可能带来的影响

三、 国家推动一路一带，平高借助国网平台加速出国

3.1 中国“一路一带”战略推进，电力工程和装备输出是必选项

边境地区互联互通，是“一带一路”建设的依托。边境口岸作为通道节点，在中国对外开放中的前沿窗口作用显现。中国开展亚洲公路网、泛亚铁路网规划和建设，与中亚、南亚及东南亚国家开通公路通路 13 条，铁路 8 条。此外，油气管道、跨界桥梁、输电线路、光缆传输系统等基础设施建设取得成果。这些设施建设，为“一带一路”打下物质基础。

从我国电力装备技术水平和电力工程建设水平来看，处于国际领先，已经奠定了这些高端装备和工程输出的条件。电站建设是我国电力输出的先头兵，多年前已经取得长足的进步，不论是在电源工程建设还是在电源装备出口，后续电站企业的对外输出的增量将主要落在光伏、风电、核电等新型能源的出口上。随着我国电网建设对高端电压等级的突破、技术装备水平的提升以及国家电网走出去步伐的加快，未来将迎来大规模的电网工程和电网装备的出口，相关的公司将显著受益。

图表11 电力装备的出口还未大规模开始

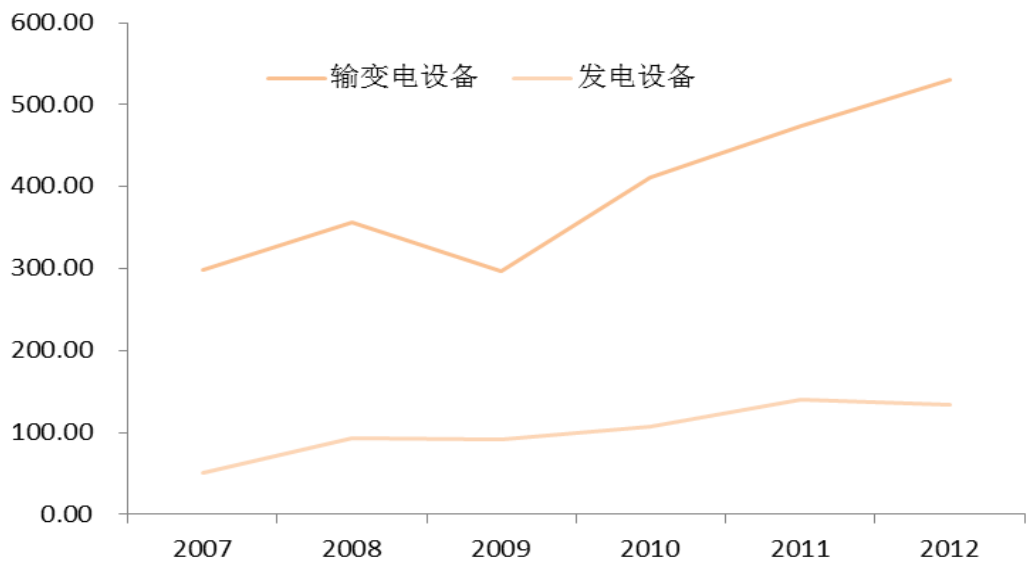
公司	ITEM	2011	2012	2013
东方电气	国外营收(百万)	4,302.96	6,904.29	7,439.41
	总收入占比	10.0%	18.1%	17.5%
上海电气	国外营收(百万)	15888.0	17904.0	13205.0
	总收入占比	23.3%	23.2%	16.7%
特变电工	国外营收(百万)	2764.3	2931.0	3863.1
	总收入占比	15.2%	14.4%	13.2%
中国西电	国外营收(百万)	1346.9	1688.2	1230.4
	总收入占比	12.1%	13.5%	9.4%
许继电气	国外营收(百万)	--	26.9	17.7

公司	ITEM	2011	2012	2013
	总收入占比	--	0.4%	0.2%

资料来源：wind、平安证券研究所

我们认为随着中国特高压建设的放量、中国特高压标准成为国际标准推动特高压成为继高铁后另一个完全自主知识产权的高端产品、国家电网走出去步伐加快(国家电网在2004年提出国际化战略以来,陆续在海外取得重大突破,截至2014年底,国家电网境外资产达到298亿美元,是2009年的17倍,年投资回报率在12%,并获得国家“走出去”专项奖励2.8亿元,2020年之前还要在国外投资300-500亿美元)等支撑我国输变电设备出口进入快车道。从这几年输变电设备的出口来看,输变电设备出口已经在提速,2012年输变电设备出口已经超过530亿美元,但是从出口类比的占比来看,主要还是以线缆和低压电气的为主,随着特高压建设对我国电力设备技术的提升,未来高电压等级、高附加值的变压器、开关等的出口将大幅增加。

图表12 输变电设备出口提速



资料来源：wind、平安证券研究所

图表13 国家电网国际化进程

时间	国际电网国际化进程
2004	提出国际化战略
2007	提出全面推进国际化战略,公司国家化战略推进步伐加快
2007	2007年12月,国家电网公司与菲律宾当地合作伙伴组成联营体,中标菲律宾国家输电网25年特许经营权。2009年1月,正式接管运营。
2010	2010年12月和2012年12月,公司分两次收购了巴西12家输电特许权公司100%股权,股权总投资额为16.81亿美元。国家电网巴西公司已成为巴西第四大输电运营商。
2012	2012年5月,国家电网公司投资3.65亿欧元(约4.62亿美元)成功收购葡萄牙国家能源网公司(REN)25%股份。REN公司是葡萄牙唯一的国家级能源传输公司。

时间	国际电网国际化进程
2012	2012年5月，国家电网公司投资3.65亿欧元（约4.62亿美元）成功收购葡萄牙国家能源网公司（REN）25%股份。REN公司是葡萄牙唯一的国家级能源传输公司。
2014	2012年12月，通过收购和增持，在澳大利亚南澳洲输电公司的股比达到46.56%，投资金额约6.85亿美元。 2014年1月，公司收购新加坡淡马锡集团能源公司下属的国际澳洲资产公司60%股权和新加坡能源澳网公司19.9%股权，项目总投资约30亿美元。
2014	2014年7月31日，公司与意大利存贷款公司在意大利罗马签署交易协议，收购意大利存贷款公司能源网35%的资产股权。

资料来源：国家电网、平安证券研究所

3.2 平高电气走出国门的一平台、两模式、三路径

平高电气最近几年积极推进国际化进程，已经取得了长足的进步。公司2012年花在海外市场认证的费用数千万，多种断路器、高压交流隔离开关产品在意大利CESI国际电工试验站和荷兰KEMA电力试验所取得认证标志，同时积极推进俄罗斯电力设备市场准入认证。

随着公司海外业务布局加深、拓展的加快，平高电气集团在海外业务方面取得了长足的进步，我们估算平高集团目前海外业务在手订单已经超过20亿。

自2012年7月平高集团启动印度工程总承包（EPC）项目以来，平高集团在印度市场屡有斩获：在765千伏封闭式组合电器（GIS）招标中，击败ABB、阿尔斯通、韩国晓星等国际知名企业，获得开标第一名；在坎普尔电站EPC项目中标2.9亿元人民币，在Thiruvallur及Kolhapur电站EPC项目中标约2亿元人民币。随着印度大停电事件的影响，印度的电力建设进程将加快，公司有望大幅获益于印度电力市场的建设。

除印度市场外，平高集团还重点开发了巴基斯坦、非洲、中东、俄罗斯等市场。今年，平高集团在巴基斯坦已经中标1770万美元EPC项目，平高集团在北非及南非进行了布点，目前正在积极与南非Eskom电力公司开展产品认证工作。同时，利用国家优惠贷款，积极跟进南非能源局组织的市政电网改造项目。平高集团以南非为突破点，积极开拓周边市场，今年还在肯尼亚、埃塞俄比亚、尼日利亚、赞比亚等市场参投了多个EPC或供货项目。俄罗斯是平高集团开拓的又一个新兴市场，平高目前正积极就俄罗斯联邦电网认证和110千伏GIS改造问题进行商务洽谈，并达成初步共识。此外，平高集团还积极开拓南美洲、中亚、东南亚市场及开展英国产品认证，认证资料基本准备完毕。

2009年12月21日，时任叙利亚副总理的达尔达利出席了平高集团承建的大马士革变电站项目开工仪式。他在致辞中称赞了平高集团在电力建设方面的丰富经验和优秀的技术能力。平高集团承担了10个66千伏变电站的GIS制造和安装任务，这是中国高压电气制造企业首次将GIS产品引入叙利亚国家输变电市场，打破了欧洲企业的长期垄断。叙利亚是公司做的第一个EPC工程。

平高集团从2013年起在波兰市场不断获得突破，有望成为开拓欧盟市场的范本工程。2014年7月《河南日报》报道，2014年6月30日，记者从平高集团获悉，日前该公司中标波兰国家电网公司科杰尼采项目，至此，平高集团自去年以来已在波兰连中3个EPC（设计、采购、施工总承包）项目，合同总额超过12亿元人民币。据悉，平高集团为了进一步开拓欧盟市场，已决定成立平高波兰分公司，并做好3个EPC项目的履约工作。

此外，平高集团已与俄罗斯 En+集团欧西能源公司达成意向，在伊尔库茨克地区合作建设高压电力设备厂，产品范围、投资规模已经确定；在印度建设 GIS 工厂项目已完成合作对象的前期考察，确定了合作对象；与欧洲多国关于精密零部件的生产合作也在谈判。

按照公司的规划，平高集团将采用企业并购、注资、建立合资公司等多种方式，在铸造、操作机构、拉杆、表阀、表面处理等领域，寻求与欧洲、韩国、日本、美国、印度等国家的大型、具有发展潜力的公司进行合作，引进先进制造技术及先进的生产工艺，消除企业产品生产、经营的短板问题，引进国外的管理模式与理念，加快国际化进程。

图表14 平高巴西销售断路器产品



资料来源：平高集团、平安证券研究所

图表15 公司海外第一个EPC工程



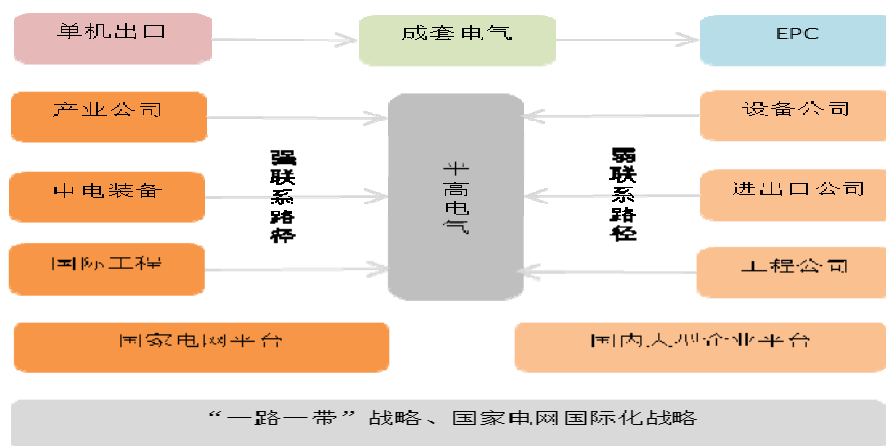
资料来源：平高集团、平安证券研究所

平高电气走出国门的一个平台：依托于国家电网大平台，基于国家电网加大海外资产配置以及培育国内 ABB、西门子的背景下，平高电气走出国门将事半功倍。公司“全系列开关”的产业布局支撑公司未来成为国家电网走出国门开关配套最主要的企业。

平高电气走出国门的两种模式（“自我强化+抱大腿”模式）：平高电气集团旗下的海外工程公司是公司在海外业务拓展方面的主要力量，2013 年集团优化上市公司人员结构，大批分流的销售人员进入到国际工程公司来开展国际业务，随着人员和业务磨合的进一步加深以及对海外业务人员配置的加强，海外业务的拓展有望进一步上台阶；平高电气的抱大腿模式主要是依托于国家电网国际工程公司的海外电网投资改造以及中电装备海外输变电工程总包业务分包的获取来放大公司海外业务布局的效果，从国家电网国际工程公司近几年对海外电网投资的情况以及中电装备在委内瑞拉（40 亿美元）以及埃塞俄比亚（15 亿美元）数十亿美元输变电工程意向协议的签订等都为公司后续海外业务的持续爆发奠定基础。

平高电气走出国门的三种路径：从国内电力装备特别是输变电装备走出国门的方式来看，主要有如下三种，（1）单品的出口，这是操作起来最简单、风险最可控、单位盈利最高，但是也是业务拓展最慢的，这种方式是我国电力设备企业以前最常用的方式。（2）通过成套电气出口，目前国内电力设备企业在积极推动这个模式的发展。（3）作为工程 EPC 总包方或者 BT 方来推进项目的进展，这个业务容易放量、但是需要有资金和财团支持，也是国内电力设备企业在积极探索的业务之一。这个方式特变电工推进最快，平高电气也迎头赶上，平高电气在去年的时候已经获得了波兰的 EPC 工程项目，是国内第一个欧洲总包项目，同时公司还在积极推进“买贷”、“卖贷”模式的发展。从这三种路劲来看，平高电气都有涉及，且在借助国家电网的平台和信用背书在推进第三种模式，我们认为公司的海外业务在某个时点获得爆发将是必然。

图表16 平高电气海外业务拓展提速多维度支持



资料来源：平高集团，平安证券研究所

四、 国资改革、整体上市，平高电气有望首当其冲

4.1 2015 年有望成为国家电网旗下产业公司整体上市年

国家电网 2014 年年度工作会议提及要加快旗下产业公司的整体上市，据了解旗下产业公司在 2014 年都提了整体上市的方案，但是从 2014 年的推进来看，都没有获得进展。我们估计在国企改革和资产证券化的大背景下，国家电网旗下产业公司的整体上市将大概率推进，2015 年有望成为国家电网旗下公司的整体上市之年。

从国家电网旗下公司的整体上市资产规模排序来看，分别是国电南瑞、平高电气、许继电气；从可能推进的顺序来看，国电南瑞和平高电气的推进有望领先。

平高电气实际已经在稳步推进整体上市，2014 年公司非公开发行注入集团部分开关器件资产，如果这次推进整体上市，我们估计公司会陆续注入集团的中压配网业务、开关器件业务以及海外工程业务等。

4.2 集团是孵化器，上市公司是吸纳池

从平高集团与上市公司以前的定位来看，双方处于互相争资源的关系。集团所属产业盈利能力较差，通过与上市公司的关联交易同上市公司争利益。在这样的关系下，对上市公司持续的盈利和市场竞争能力造成了比较大的伤害，这也是我们看到的平高电气股份有限公司以前传统产品持续盈利能力比较差的很重要的原因之一。

随着 2014 年非公开发行把主要的关联交易的资产注入到上市公司，集团与上市公司之间的利益纠葛越来越少，这也造成了目前集团与上市公司关系由以前的互相争资源变为了集团对于上市公司后续发展的强力支持与保障，集团与上市公司利益的高度一致，集团就是上市公司，上市公司就是集团。利益趋于一致，也为集团借助于上市公司平台整体上市奠定了基础。

在双方关系的转变下，集团确立了“发挥集团优势、整合国内资源、扩大企业规模、增强发展潜力、实施集约管理、争取最大效益、着眼国际竞争、培育民族品牌、加强资本运作、探索整体上市”的六十字方针。

我们认为随着上市公司特高压+高压+中压+开关器件等全电压等级、全产业链布局的完成，集团后续孵化业务和资产注入上市公司是必定的事情，至少从关联交易、同业竞争的角度来看也是一种必然。

在集团与上市公司定位明确后，集团后续的布局及规划对上市公司未来业绩的影响将会非常大。我们从集团现有业务以及正在进行的产业布局来看，有如下几个业务可以在较长的时间内保持上市公司后续的快速的发展。从集团现有业务来看，我们看好未来一些公司后续注入对上市公司业绩大幅提升的支撑作用。

图表17 平高集团下属公司以及可能注入的推动因素

集团主要下属公司	业务	推动整合因素
平高通用电气公司	主要生产中压开关设备，2013 年收入估计已经超过 10 亿	解决同业竞争
平高集团智能电气有限公司	高集团 2010 年投资建立的河南智能产业基地，主营业务为中压开关、互感器项目	全产业链经营战略兑现
河南输变电和廊坊东芝	河南输变电主营业务为开关配套器件的生产，而廊坊东芝主营业务为避雷器等。	全产业链经营战略兑现
平高集团威海高压电气有限公司	营为老五型产品的生产，主要面向后续设备维修改造。	完善修造业务
国际工程公司	公司海外拓展业务的重要力量，公司与中电装备的对接将为公司后续海外工程业务的开拓，海外营收占比达进一步提高贡献重要力量。	完善市场布局

资料来源：平高集团，平安证券研究所

总之，我们认为在集团目前上市公司“孵化器”以及资产整合平台的角色定位下，集团后续的任何新业务的拓展都有望给上市公司后续的发展带来重大的支撑。我们看好上市公司在集团后续“整体上市”方针的指引下的进一步做大做强，公司后续的资产整合的空间巨大，后续的资产整合有望进一步推动公司业绩持续的快速增长，进一步奠定公司成长股的基因，可以给予较高的市场预期。

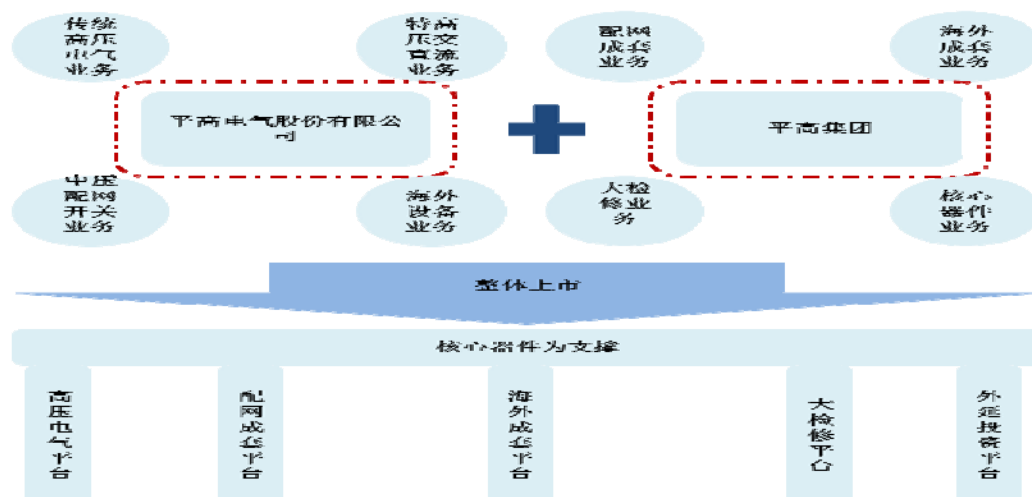
五、 产业布局支撑业务发展，效率改善提升盈利空间

5.1 大平台、大格局、久支撑

我们对平高电气投资价值一个最基本的判断：特高压业务提供了公司短期业绩爆发的“显著性”，而公司的产业布局提供了公司业绩爆发的“持久性”，随着公司产业布局的逐步完善和协同效应的进一步加强，公司未来业绩将呈现持续的增长。

随着公司各产业链平台的搭建，公司后续业务的拓展性将进一步加强，公司后续有望成为全球最知名的开关生产企业之一。

图表18 平高电气的产业布局



资料来源：平高集团，平安证券研究所

5.2 多因素支撑公司传统产品盈利改善，管理提升是长久支撑

■ 公司传统产品毛利率大幅回升，期间费用率大幅下降

从公司产品毛利率和期间费用率的情况来看，最近几年改善明显，这也是支撑公司盈利持续快速增长很重要的原因。

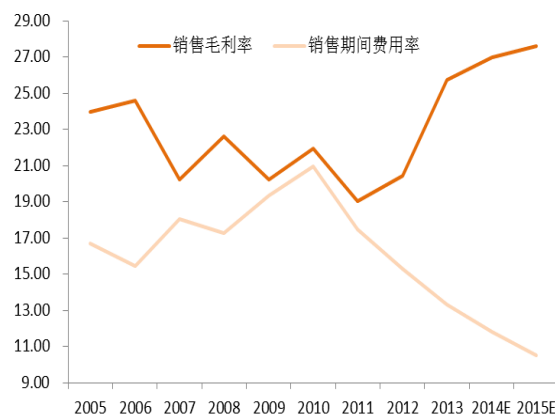
从目前产品毛利率的情况来看，估计 110KV 的 GIS 已经开始盈利，断路器和隔离开关随着技改以及成本控制的进一步加强，未来逐步恢复到盈利水平将是必然。未来公司的期间费用率将保持在 8%-10% 的区间。

图表19 公司各产品毛利率变化



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表20 毛利率和期间费用率敞口在扩大



资料来源：WIND，平安证券研究所

■ 国家电网推动管理提效,平高电气事业部制管理推进效果明显

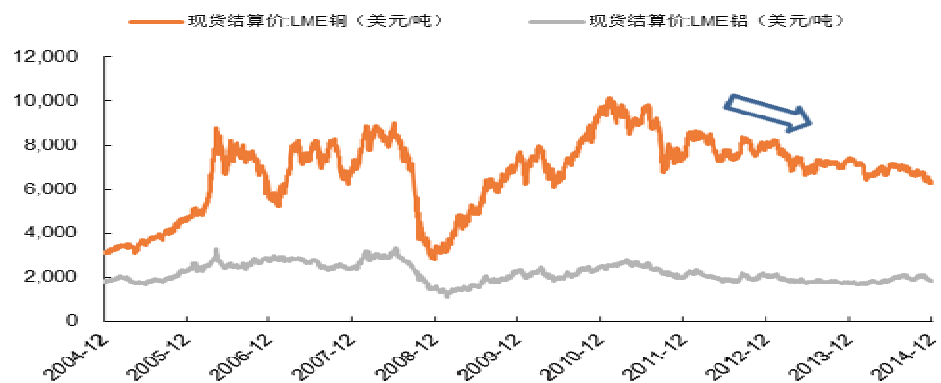
国家电网这几年提出从产业公司要效益,对下属产业公司提出严格的费用控制和成本控制要求,这是推动下属产业公司进行管理提升最为重要的驱动因素之一。国家电网在 2014 年的年度工作会议提出下属产业公司在业务招待费、办公费等费用支出方面当年要下降达到 30% 的要求。

平高电气从李永河董事长调任平高电气后，积极深化公司管理变革，根治公司以前“跑冒滴漏”比较多、侵蚀公司利润的顽疾；加大新产品研发优化产品设计适应市场的需求（重点体现在断路器和隔离开关产品更新后的毛利率变化）；推进组织机构变革、提出事业部制管理。随着这些措施的实施，公司的毛利率将持续提升，期间费用率将持续下降。

原材料价格下降、公司推进技改生产小型化产品以及开关器件通过非公开发行减少关联交易，是带来公司产品毛利率提升的重要因素。

在高压开关设备制造的原材料构成中，铝占 35%，铜占 15%，钢材占 25%，绝缘材料占 25%，原材料价格的变化对公司经营成本影响较大。公司产品制造成本中原材料和外购配套件占比超过 80%。从目前占开关结构比重比较大的原材料（铜、铝、钢）的走势来看，价格大幅下降。同时，公司加大进口原材料的国产化也降低了高端产品的生产成本（公司所需的主要原材料中国产材料占原材料总量的 80%，进口材料占原材料的 20%，品种主要为电瓷、并联电容器、电阻片、绝缘拉杆及液压机构等。平高集团 2012 年完成了 120 多种关键进口零部件的国产化验证，同时在产品设计上，公司积极推广应用三维仿真、系统分析软件，设计效率提高了 30% 以上，这些措施的推进都将在很大程度上降低产品的生产成本。）

图表21 原材料价格持续处于低位



资料来源：WIND、平安证券研究所

公司积极推进技改，产品小型化带来原材料大幅节约。公司积极进行产品的工艺改善以及推出小型化 GIS（间距宽度在 80mm，比以往产品下降近 40mm），可以有效地降低公司产品的成本，提升公司的盈利空间，增强公司产品的竞争能力。目前公司的 110KV GIS 的小型化产品已经完成批量供货，220KV GIS 的小型化产品已经完成型式试验，预计将持续开始供货。此外公司传统的断路器和隔离开关也在积极进行技术改进革新，生产更加符合竞争特性的产品。

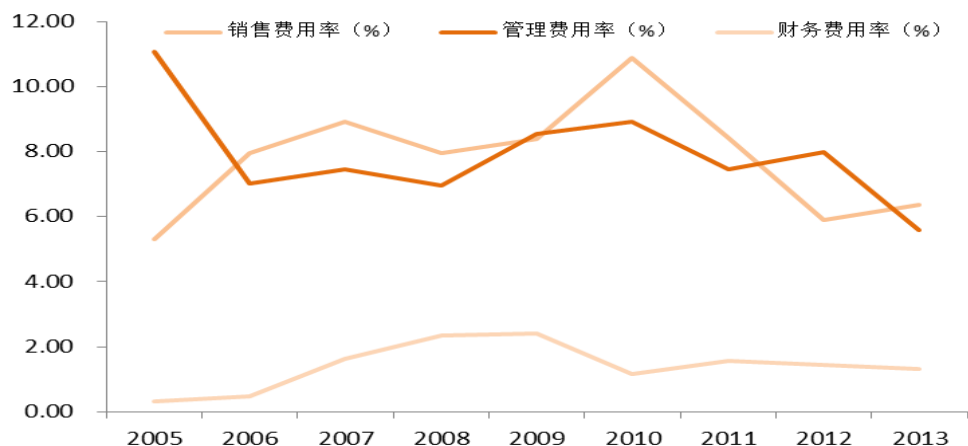
2014 年公司非公开发行完成，以前一些关联交易的资产注入到上市公司，这些关联交易的资产主要为一些开关配套器件。随着这些资产的注入，估计每年影响公司的成本在 8000 左右，将有效的提升公司传统产品的盈利。

优化销售格局、加大高附加值产品销售，带来期间费用的持续下降。从平高电气近几年期间费用的变化情况来看，销售费用的下降主要来源于公司代理费用的大幅下滑，而管理费用的下滑则来源于公司近几年优化人员配置，以前上市公司好多闲置人员转移到集团来开拓海外市场和系统外市场。

2010 年取消了国家电网所辖区域的合同代理，2011 年初取消了南方电网所辖区域的合同代理。2011 年以来，公司代理模式的取消，全部销售均为直销模式，有效降低了公司单位产品的销售费用，提高了公司的盈利能力。2011 年公司销售费用较上年减少 13,08 万元，主要是由于国家电网系统直销使公司代理咨询费减少 3,356 万元。公司的代理费用是历史费用，我们估算在 2014 年后将基

本没有，公司在这一块的费用将大幅下降。公司从 2012 年开始分流上市公司一些重复配置人员，特别是销售支持人员，由于国家电网统一招标范围的扩大，过多的销售人员并不能有效带来营收的增长，因此公司把一些销售支撑人员分流到集团来推进海外和系统外业务，将有效反哺上市公司相关业务。

图表22 平高历年期间费用率变化情况



资料来源：wind、平安证券研究所

图表23 代理费和业务招待费占比持续下降

ITEM	2010	2011	2012	2013
代理费、业务招待费/收入	4.03%	2.54%	1.56%	2.02%
代理费 (万元)	5328	1972	810	5935

资料来源：平高集团，平安证券研究所 备注：2013年代理费大幅上涨由于以前遗留的历史订单收回后的费用支出

六、投资建议及风险提示

■ 投资建议

特高压建设在 2014 年放量的基础上将进一步持续大规模推进，这是对公司今、明两年业绩持续增长最为重要的保障，同时 2015 年随着公司天津中压配网业务进入收获期，公司迎来新的利润增长点。而海外业务 EPC 订单的进一步突破、集团资产整合预期的兑现等除了在事件上对公司股价形成重要催化外，也将成为未来梯度推进公司业绩增长的重要因素。

我们综合估算公司 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.67/1.04/1.36 元，对应的 PE 分别为 27.6/17.8/13.7 倍，继续维持“强烈推荐”的评级。

■ 投资风险

- 1) 特高压建设进度不及预期；
- 2) 配网投资增速不及预期；

单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	4004	4922	7294	9584
现金	241	512	422	452
应收账款	2792	3077	4921	6525
其他应收款	50	59	91	121
预付账款	307	347	541	706
存货	590	883	1263	1697
其他流动资产	23	43	56	82
非流动资产	2355	2822	3128	3198
长期投资	384	384	384	384
固定资产	1054	1617	1958	2026
无形资产	434	474	488	518
其他非流动资产	484	346	298	271
资产总计	6359	7744	10423	12782
流动负债	2697	3494	5081	6079
短期借款	603	730	1037	893
应付账款	1136	1367	2126	2750
其他流动负债	959	1397	1918	2436
非流动负债	431	363	397	392
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	431	363	397	392
负债合计	3129	3857	5478	6470
少数股东 权益	3	3	3	3
股本	819	1137	1137	1137
资本公积	1337	951	951	951
留存收益	1071	1795	2853	4220
归属母公司股东权益	3228	3884	4942	6309
负债和股东权益	6359	7744	10423	12782

单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-200	992	314	790
净利润	397	765	1188	1542
折旧摊销	137	185	252	298
财务费用	50	74	88	96
投资损失	-28	-70	-30	-30
营运资金变动	-785	-15	-1298	-1234
其他经营现金流	29	52	114	119
投资活动现金流	-462	-580	-529	-338
资本支出	462	601	501	301
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	20	-28	-38
筹资活动现金流	5	-140	124	-422
短期借款	447	127	307	-145
长期借款	-60	0	0	0
普通股增加	0	319	0	0
资本公积增加	0	-386	0	0
其他筹资现金流	-381	-200	-183	-277
现金净增加额	-656	271	-90	30

单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3818	4663	7331	9644
营业成本	2836	3230	5016	6552
营业税金及附加	29	23	37	48
营业费用	243	270	440	627
管理费用	214	233	381	540
财务费用	50	74	88	96
资产减值损失	19	26	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	28	70	30	30
营业利润	454	876	1374	1787
营业外收入	10	20	15	15
营业外支出	0	3	2	2
利润总额	464	893	1387	1800
所得税	67	128	199	259
净利润	397	765	1188	1542
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	399	765	1188	1542
EBITDA	642	1135	1714	2181
EPS (元)	0.49	0.67	1.04	1.36

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	16.3	22.1	57.2	31.5
营业利润(%)	206.2	92.7	56.9	30.1
归属于母公司净利润(%)	194.4	91.8	55.3	29.8
获利能力				
毛利率(%)	25.7	30.7	31.6	32.1
净利率(%)	10.4	16.4	16.2	16.0
ROE(%)	12.3	19.7	24.0	24.4
ROIC(%)	11.8	20.0	22.5	23.9
偿债能力				
资产负债率(%)	49.2	49.8	52.6	50.6
净负债比率(%)	21.13	19.91	19.67	14.40
流动比率	1.48	1.41	1.44	1.58
速动比率	1.27	1.16	1.19	1.30
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.66	0.81	0.83
应收账款周转率	2	1	2	2
应付账款周转率	2.39	2.58	2.87	2.69
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.67	1.04	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.18	0.87	0.28	0.69
每股净资产(最新摊薄)	2.84	3.41	4.34	5.55
估值比率				
P/E	53.0	27.6	17.8	13.7
P/B	6.5	5.4	4.3	3.3
EV/EBITDA	34	19	13	10

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：(0755) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金 融街中心北楼 15 层 邮编：100033