

投资品 - 电气设备

特高压助推业绩持续改善

—平高电气 (600312) 2011 年三季度报点评

2011 年 10 月 19 日

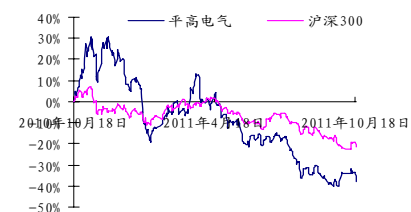
评级: 增持 (维持)

市场数据	2011 年 10 月 18 日
当前价格 (元)	7.72
52 周价格区间 (元)	7.35-16.70
总市值 (百万)	6322
流通市值 (百万)	6322
总股本 (百万股)	819
流通股 (百万股)	819
日均成交额 (百万)	181.1
近一月换手 (%)	39.86
第一大股东	平高集团有限公司
公司网址	www.pinggao.com

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	2045.62	2893.78	3509.29	4232.72
收入同比%	-13.20%	41.46%	21.27%	20.61%
净利润 (百万元)	5.40	22.12	116.08	211.63
净利润同比%	-96.21%	309.72%	424.84%	82.32%
毛利率%	22.3%	17.7%	19.4%	20.1%
ROE%	0.2%	0.8%	4.1%	6.9%
每股收益 (元)	0.01	0.03	0.14	0.26
PE	1171.27	285.87	54.47	29.87

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
平高电气	1.58%	-24.46%	-39.31%
沪深 300	-6.06%	-18.76%	-19.65%

颜彪

执业证书号: S1030510120004

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

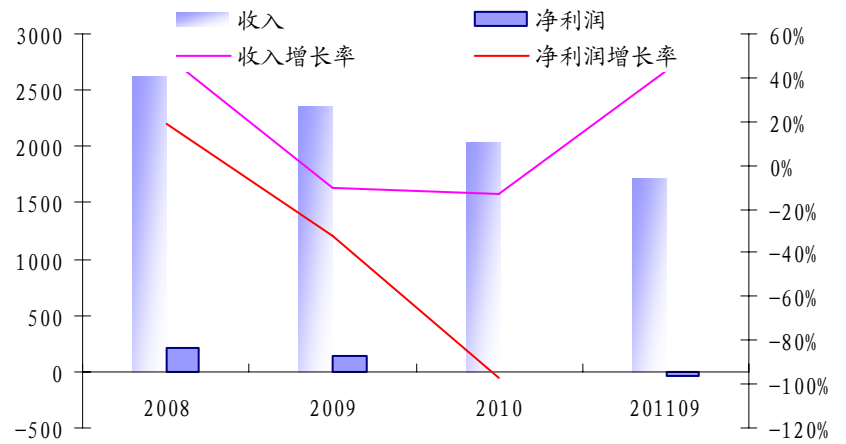
本公司具备证券投资咨询业务资格

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。

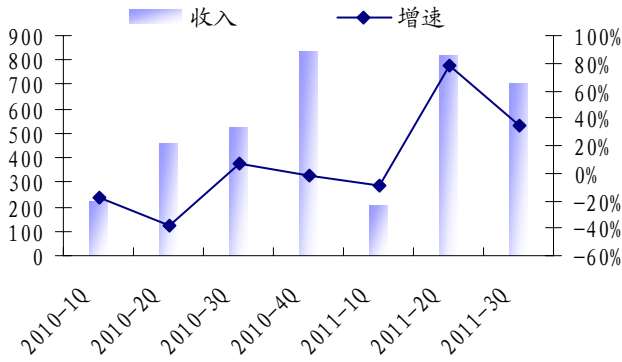
- **业绩持续回暖。** 2011 年前三季度公司实现营收 17.25 亿元, 同比增长 42.85%; 实现净利润-3634.8 万元, 但亏损大幅减少。其中第三季度持续向好: 实现营收 7.05 亿元, 同比增长 34.4%; 实现净利润 4043.1 万元, 大幅降低了一季度的亏损。
- **特高压产品发力。** 随着特高压 GIS 产品陆续交货, 大幅提升公司业绩。上半年公司 GIS 实现营业收入 8.51 亿元, 同比增长 94.59%; 毛利率转正达到 15.00%。随着“淮南-上海”特高压交流项目的启动, 该业务将带来业绩较大改善。我们预计“淮南-上海”和“锡盟-南京”项目将为公司带来特高压 GIS 间隔约 30 个, 合计 30 亿元, 对业绩弹性影响较大。
- **毛利率继续提升。** 第三季度毛利率达到 18.32%, 相比第二季度的 13.8%和第一季度的 6.4%有显著提升。主要原因是一方面受国网中标规则的影响, 公司产品售价有所回升; 另一方面, 目前包括钢材、铜在内的主要原材料价格下降; 另外受到特高压产品收入比重的提升, 对综合毛利率有较大正面影响。我们预计全年综合毛利率可以回到 18%左右的水平。
- **平高东芝依然陷入困局。** 前三季度平高东芝贡献投资收益 666 万元, 相比去年全年 136 万元的净利润水平已有所改善, 但毛利率和日元升值问题一直未能改善, 其中第三季度又出现亏损。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到特高压交流线路的破冰, 我们调高 2011-2013 年 EPS 预测, 分别为 0.03 元、0.14 元和 0.26 元, 业绩拐点已经到来, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 特高压交流项目后续审批的不确定性; 特高压 GIS 产能与订单无法匹配的风险。

Figure 1 收入与净利润及其增速 (单位: 百万元)



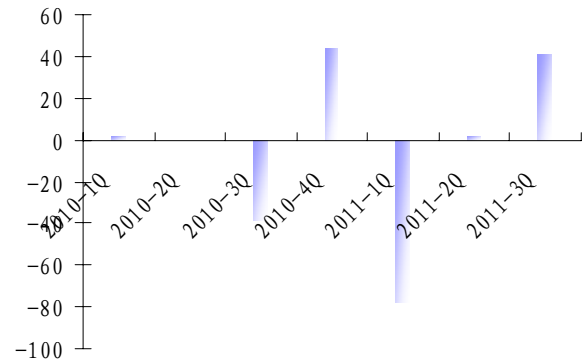
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 分季度收入及其增长情况 (单位: 百万元)



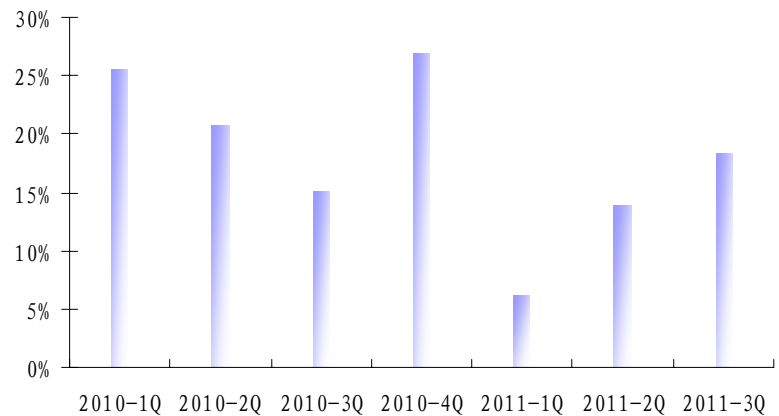
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 分季度净利润及其增长情况 (单位: 百万元)



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 4 分季度毛利率变化情况



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 5 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	4006	4171	4834	营业收入	2046	2894	3509	4233
现金	780	900	900	900	营业成本	1589	2382	2830	3383
应收账款	1428	1894	1969	2375	营业税金及附加	14	16	19	23
其他应收款	42	54	65	79	营业费用	226	211	253	305
预付账款	153	238	283	338	管理费用	185	232	246	254
存货	613	834	849	1015	财务费用	24	31	35	33
其他流动资产	114	87	105	127	资产减值损失	20	15	15	15
非流动资产	1558	1644	1626	1755	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	368	350	350	350	投资净收益	0	10	15	20
固定资产	468	660	773	843	营业利润	-12	17	128	240
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	395	264	324	营业外支出	9	3	3	3
资产总计	4687	5650	5797	6588	利润总额	6	26	137	249
流动负债	1707	2672	2699	3271	所得税	2	3	16	30
短期借款	558	1060	777	973	净利润	5	23	120	219
应付账款	574	834	990	1184	少数股东损益	-1	1	4	7
其他流动负债	574	779	932	1114	归属母公司净利润	5	22	116	212
非流动负债	250	224	224	224	EBITDA	89	119	260	394
长期借款	250	224	224	224	EPS (元)	0.01	0.03	0.14	0.26
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	1957	2896	2923	3496	主要财务比率				
少数股东权益	5	6	10	18	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	819	819	819	819	成长能力				
资本公积	1338	1338	1338	1338	营业收入	-13.2%	41.5%	21.3%	20.6%
留存收益	569	591	707	918	营业利润	-109.6%	45.2%	649.5%	88.1%
归属母公司股东权益	2726	2748	2864	3075	归属于母公司净利润	-96.2%	309.7%	424.8%	82.3%
负债和股东权益	4687	5650	5797	6588	获利能力				
					毛利率(%)	22.3%	17.7%	19.4%	20.1%
					净利率(%)	0.3%	0.8%	3.3%	5.0%
					ROE(%)	0.2%	0.8%	4.1%	6.9%
					ROIC(%)	0.4%	1.5%	5.5%	8.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.7%	51.3%	50.4%	53.1%
					净负债比率(%)	41.32%	44.34%	34.25%	34.26%
					流动比率	1.83	1.50	1.55	1.48
					速动比率	1.47	1.19	1.23	1.17
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.56	0.61	0.68
					应收账款周转率	1	2	2	2
					应付账款周转率	2.81	3.38	3.10	3.11
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.01	0.03	0.14	0.26
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.44	-0.21	0.47	0.08
					每股净资产(最新摊薄)	3.33	3.36	3.50	3.76
					估值比率				
					P/E	1171.27	285.87	54.47	29.87
					P/B	2.32	2.30	2.21	2.06
					EV/EBITDA	67	51	23	15

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.