

投资品 - 电气设备

最差的时刻已经过去，特高压 GIS 助力反转

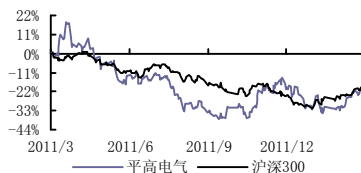
—平高电气 (600312) 2011 年年报点评

2012 年 3 月 4 日

评级: 买入 (上调)

市场数据	2012 年 3 月 2 日
当前价格 (元)	9.58
52 周价格区间 (元)	7.44-14.10
总市值 (百万)	7845.70
流通市值 (百万)	7845.70
总股本 (百万股)	818.97
流通股 (百万股)	818.97
日均成交额 (百万)	146.65
近一月换手 (%)	38.98%
Beta (2 年)	
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	17.98%	-6.26%	-23.36%
沪深 300	7.79%	4.79%	-17.37%

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

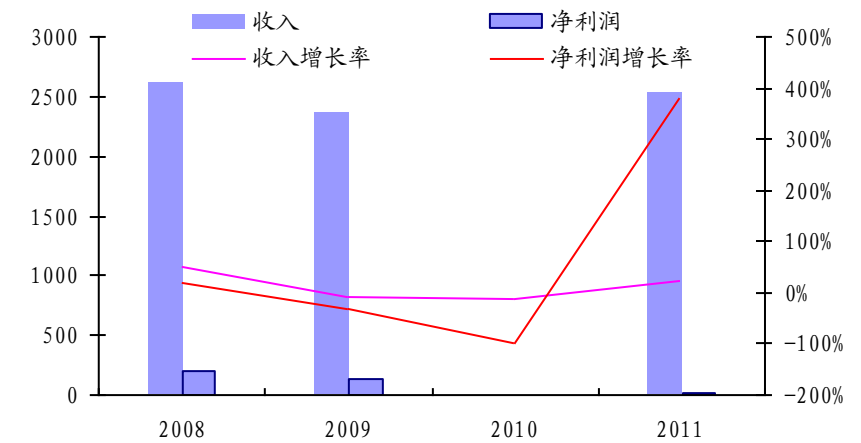
分析师申明

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。

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2525.29	3379.72	4110.71	4845.74
收入同比 (%)	21.67%	33.84%	21.63%	17.88%
归属母公司净利润	17.41	136.02	203.97	310.85
净利润同比 (%)	382.96%	681.48%	49.95%	52.40%
毛利率 (%)	19.0%	22.5%	23.5%	24.2%
每股收益 (元)	0.02	0.17	0.25	0.38
P/E	450.75	57.68	38.47	25.24

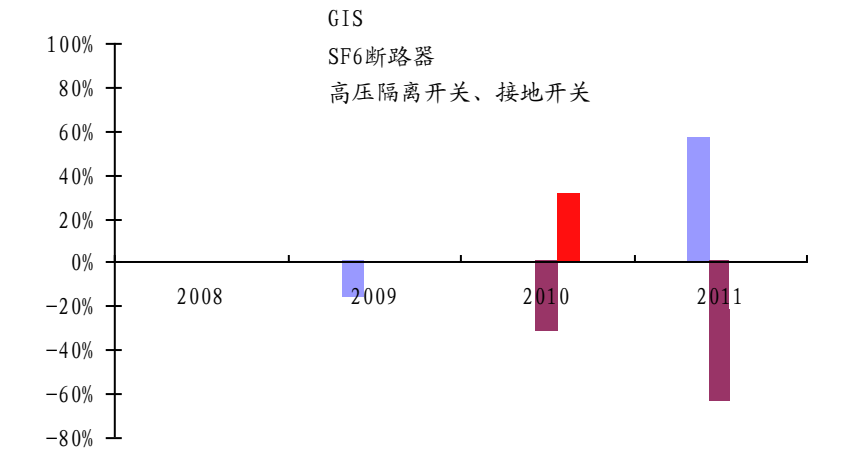
- **业绩符合预期。**2011 年实现营收 25.25 亿元, 同比增长 21.67%; 实现净利润 1740.59 万元 (同比增长 382.96%), 扣非后净利润-599 万元 (10 年同期为-1334 万元), 实现 EPS0.02 元。盈利大幅增长的主要原因是平高东芝贡献的投资收益大幅增长以及政府补助带来非经常性损益的增加。
- **特高压 GIS 助力业绩反转。**2011 年 GIS 实现收入 18.58 亿元, 同比增长 56.85%; 我们预计传统 GIS 产品零增长, 而特高压 GIS 收入达到 7 亿元。2011 年底开工建设“淮南-上海”特高压交流预计招标 33 个 GIS 间隔, 预计公司获得 15 个间隔, 合计 15 亿元, 预计 4 季度开始确认收入; 另外国网计划 2012 年开工的四条特高压交流线路带来 180 个 GIS 间隔, 按照公司 40% 市场份额, 合计 70 亿元, 如果年内开工, 明年将开始确认收入。特高压 GIS 成为未来业绩提升的主要动力, 但受制于产能收入确认可能较为平滑。
- **常规产品收入与毛利率同降。**SF6 实现营收 1.52 亿元, 同比减少 63.71%, 毛利率-11.53%, 同比减少 18.15 个百分点; 高压隔离开关、接地开关实现营收 1.94 亿元, 同比减少 21.49%; 毛利率 7.99%, 同比减少 5.64 个百分点。受国网中标规则的影响, 2011 年公司产品售价有所回升, 但难以恢复到历史高位。
- **平高东芝盈利贡献改善。**2011 年投资收益 1590.9 万元, 同比增长 10531.91% (10 年为 14.9 万元), 主要是由于平高东芝 2011 年实现净利润 3066.78 万元; 平高东芝贡献的投资收益从 10 年的 14.68% 上升到 11 年的 96.25%。平高东芝 2011 年净利润大幅上涨的主要原因是受日元汇率的影响, 财务费用大幅减少。
- **盈利预测:** 我们预测 2012-2014 年 EPS 分别为 0.17/0.25/0.38 元, 考虑到传统产品盈利能力底部回升、特高压 GIS 开始发力、国网对公司的整合以及资产注入预期, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 特高压建设进度低于预期; 竞争加剧。

Figure 1 收入、净利润及其增速 (单位: 百万元)



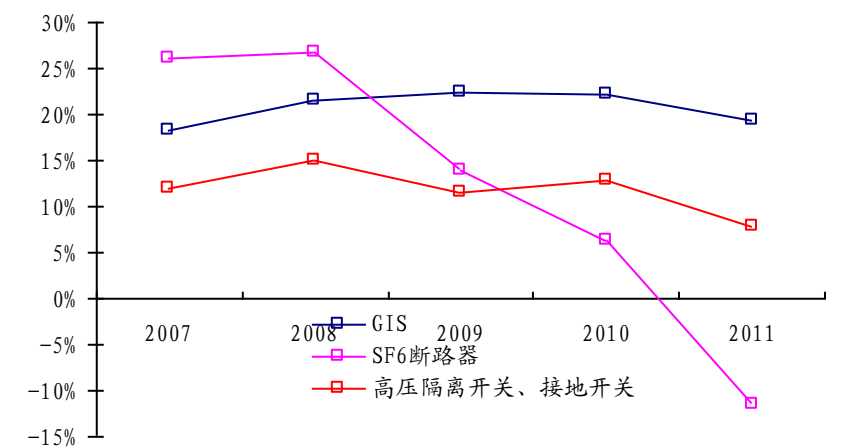
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 分业务收入增速



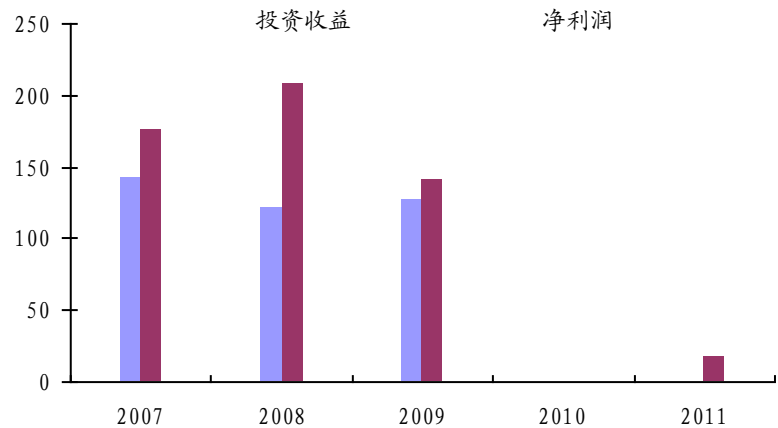
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 毛利率



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 4 投资收益与净利润的比较 (单位: 百万元)



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 5 各业务收入预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010H1	2010	2011	2012E	2013E	2014E
GIS	912.94	1714.21	1444.51	437.15	1184.78	1184.78	1244.02	1306.22	1371.53
增长率		87.77%	-15.73%		-17.98%	0.00%	5.00%	5.00%	5.00%
SF6 断路器	396.06	547.87	570.54	93.57	387.83	140.74	161.86	169.95	178.45
增长率		38.33%	4.14%		-32.02%	-63.71%	15.00%	5.00%	5.00%
隔离开关、接地开关	301.99	238.84	187.85	84.54	247.62	194.41	213.85	224.54	235.77
增长率		-20.91%	-21.35%		31.82%	-21.49%	10.00%	5.00%	5.00%
备品备件及其他				21.01	165.50	253.70	300.00	350.00	400.00
特高压 GIS						690.00	1400.00	2000.00	2600.00
其他	138.24	119.24	137.57	46.56	59.89	62.00	60.00	60.00	60.00
收入合计	1749.23	2620.16	2340.47	682.83	2045.62	2525.63	3379.72	4110.71	4845.74
增长率		49.79%	-10.67%		-12.60%	23.47%	33.82%	21.63%	17.88%

数据来源: 世纪证券研究所

Figure 6 毛利率预测

	2007	2008	2009	2010H1	2010	2011	2012E	2013E	2014E
GIS	18.35%	21.54%	22.45%	21.02%	22.24%	16.00%	17.00%	17.00%	17.00%
SF6 断路器	26.08%	26.66%	13.81%	19.31%	6.22%	-11.53%	3.00%	3.00%	3.00%
隔离开关、接地开关	11.92%	15.04%	11.46%	5.15%	12.89%	7.99%	10.00%	10.00%	10.00%
备品备件及其他				24.30%	48.44%	38.48%	38.00%	38.00%	38.00%
特高压 GIS						26.00%	29.00%	29.00%	29.00%
其他	66.23%	65.03%	64.82%	29.22%	4.83%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
综合毛利率	20.21%	22.63%	20.21%	22.31%	22.33%	18.57%	22.51%	23.49%	24.17%

数据来源: 世纪证券研究所

Figure 7 三大报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3157	4049	4107	5150	营业收入	2525	3380	4111	4846
现金	674	826	500	910	营业成本	2045	2619	3145	3675
应收账款	1520	2010	2257	2660	营业税金及附加	18	24	29	34
其他应收款	40	47	57	67	营业费用	212	281	329	388
预付账款	152	196	220	257	管理费用	189	243	288	315
存货	680	851	929	1086	财务费用	40	39	59	59
其他流动资产	92	118	144	170	资产减值损失	34	40	45	50
非流动资产	1814	1839	1877	1923	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	353	350	350	350	投资净收益	16	18	20	20
固定资产	680	822	905	954	营业利润	4	152	236	345
无形资产	293	303	303	303	营业外收入	36	25	25	25
其他非流动资产	487	364	318	315	营业外支出	8	9	9	9
资产总计	4971	5889	5984	7073	利润总额	31	168	252	361
流动负债	2094	2877	2771	3553	所得税	15	34	50	54
短期借款	200	700	756	700	净利润	16	134	201	307
应付账款	804	917	1101	1286	少数股东损益	-1	-2	-3	-4
其他流动负债	1090	1261	915	1567	归属母公司净利润	17	136	204	311
非流动负债	138	138	138	138	EBITDA	128	300	428	558
长期借款	110	110	110	110	EPS (元)	0.02	0.17	0.25	0.38
其他非流动负债	28	28	28	28					
负债合计	2233	3016	2910	3691	主要财务比率				
少数股东权益	4	2	-1	-4	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	819	819	819	819	成长能力				
资本公积	1337	1337	1337	1337	营业收入	21.7%	33.8%	21.6%	17.9%
留存收益	578	714	918	1229	营业利润	-73.1%	4049.5%	55.2%	46.5%
归属母公司股东权益	2735	2871	3075	3386	归属于母公司净利润	383.0%	681.5%	49.9%	52.4%
负债和股东权益	4971	5889	5984	7073	获利能力				
					毛利率(%)	19.0%	22.5%	23.5%	24.2%
现金流量表					净利率(%)	0.7%	4.0%	5.0%	6.4%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROE(%)	0.6%	4.7%	6.6%	9.2%
经营活动现金流	43	-116	-172	704	ROIC(%)	1.1%	6.1%	7.7%	11.8%
净利润	16	134	201	307	偿债能力				
折旧摊销	84	109	133	154	资产负债率(%)	44.9%	51.2%	48.6%	52.2%
财务费用	40	39	59	59	净负债比率(%)	17.19%	26.86%	29.75%	21.94%
投资损失	-16	-18	-20	-20	流动比率	1.51	1.41	1.48	1.45
营运资金变动	-126	-429	-571	164	速动比率	1.18	1.11	1.14	1.14
其他经营现金流	45	48	25	41	营运能力				
投资活动现金流	-196	-116	-150	-180	总资产周转率	0.52	0.62	0.69	0.74
资本支出	227	100	130	150	应收账款周转率	2	2	2	2
长期投资	0	-3	0	0	应付账款周转率	2.97	3.04	3.12	3.08
其他投资现金流	31	-19	-20	-30	每股指标(元)				
筹资活动现金流	53	384	-4	-115	每股收益(最新摊薄)	0.02	0.17	0.25	0.38
短期借款	-358	500	56	-56	每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	-0.14	-0.21	0.86
长期借款	-140	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.51	3.75	4.13
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-1	0	0	0	P/E	450.75	57.68	38.47	25.24
其他筹资现金流	552	-116	-59	-59	P/B	2.87	2.73	2.55	2.32
现金净增加额	-99	152	-326	410	EV/EBITDA	56	24	17	13

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.