东兴证券
DONGXING SECURITIES

资产整合提升公司发展空间，开关航母起航

——平高电气（600312）非公开发行方案点评

2012 年 11 月 11 日

强烈推荐/维持

平高电气 | 财报点评

分析师： 弓永峰 | 执业证书编号：S1480111020051

联系人：侯建峰 弓永峰 李根 陈鹏 | **010-66554043** | **Houjf@dxzq.net.cn**

东兴证券

事件：

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。

主要观点：

1、资产+现金注入，体现大股东对公司未来发展信心及扶持决心

从公司这次的非公开发行方案来看，公司这次设计非公开发行的资产主要由 3 部分构成：（1）部分股份由平高集团以其持有的高压、超高压、特高压开关配套零部件相关经营性资产认购，资产作价预计不超过 90,000 万元。（2）部分股份由平高集团以 140,000 万元现金认购，用于天津智能真空开关科技产业园项目及补充公司流动资金。（3）由平高集团以平高电气根据相关政策收到的应转为国有资本金的重大技术装备进口退税税款 3,305.5597 万元认购。

从大股东置入开关配套零部件解决关联交易以及注入大量现金来看，大股东对公司未来发展充满信心，公司目前的价格底基本可以确立，随着公司未来注入业务的逐步成熟以及资产整合的进一步推进，公司未来将步入业绩快速增长期。

此外，按照这次非公开发行股份测算，大股东对公司的控股比例提升至 45%，公司的负债率进一步降低，为后续的大股东以最小代价的股权稀释去二级市场融资以及债务融资提供可操作空间。

2、天津智能真空开关科技产业园项目介入配网领域，将再造平高是公司百亿销售目标的坚实注脚。

该项目计划总投资 252,669 万元，其中固定资产投资 222,450 万元，铺底流动资金 30,219 万元。项目资金来源为企业自筹 119,199 万元，其中 90,000 万元为本次非公开发行募集资金；银行贷款 133,470 万元。主要以高电压、大容量真空灭弧室制造为核心业务，以智能、环保、节能、长寿命、免维护的智能气体绝缘金属封闭开关设备等高端智能化成套开关为核心产品。这些产品主要是和配网相关，切合电网未来配网投资逐步增大的方向，借助于国家电网平台，有望快速成为业内龙头。

根据公司测算，本项目建成达产后，可实现年营业收入 706,020 万元，利润总额 60,305 万元。而平高电气 2011 年销售额为 25 亿左右，2013 年估计销售额在 30 亿左右，如果该项目达产，年销售额将达到 70 亿，是公司目前销售额的 2 倍多，且从产品的盈利情况来看，净利润高达 6 个亿，净利率 8.5%，远好于公司现有的传统产品的盈利能力，项目的建成将有效的提升公司的销售额和盈利能力。

我们测算，该项目的建设期在 2-3 年，投产期预计在 1 年左右，项目有望在 2014 年-2015 年开始成为公司主要的利润贡献点。届时项目有望接续特高压建设成为公司后续新的利润增长点，公司百亿销售目标不再是一种空想。

3、5 亿现金补充流动资金有效降低财务费用同时可满足后续特高压建设的需求。

在注入公司的 14 亿现金中，其中 5 亿用于补充流动资金。我们按照公司近期发的的 5 亿短融的 5.03%的票面利率估算，一年节约的财务费用高达 2500 万元。

同时，今年年底或者明年年初特高压交流线路开建的概率大，从公司目前的资金需求来看，5 亿现金的注入能够很好的保证特高压开建后公司对资金的需求，为公司后续营运的顺利开展奠定基础。

4、注入资产开启股份公司全产业链开关之路，集团有望成为股份公司后续业务孵化器。

从注入的资产来看，主要为金属结构件、数字化保护及控制设备、大功率弹簧机构、大型壳体、高端绝缘制品、精密冲压件、气液工程装置等，是公司目前开关配套的关键零部件。这些资产的注入一方面可以减少股份公司与集团的关联交易，降低了损害投资者的风险，同时注入的资产与公司的现有业务属于上下游关系，能形成良好的协同效应，保证产品质量和生产进度，提升公司的营运效率。另一方面，资产的注入为公司后续的集团外相关开关配套资产的并购提供借鉴，公司的开关全产业链战略之路开启。

从集团销售额及资产额来看，扣除平高电气股份有效公司的销售额以及这次注入的资产，集团的可产生销售额的资产已经很少，我们估算，集团未来很有可能会作为一个业务孵化或者资产并购的平台，为股份公司后续的业务发展提供源源不断的支持。

投资建议:

综上，由于只是资产整合预案，具体注入资产的收入和盈利情况不明，因此我们暂时不考虑资产注入对公司未来业绩的影响，2012、2013和2014的EPS分别为0.15、0.48、0.65，对应的PE分别为49.6、15.6、11.4，公司兼具题材与价值，未来随着特高压交流项目招投标的开启、海外订单的落实以及产业链的进一步完善，公司估值有望进一步提升，维持“强烈推荐”。

风险提示:

经济形势进一步下滑，电网投资低于预期的风险；特高压交流建设低于预期的风险；海外市场开拓低于预期的风险。

表 1：盈利预测和估值

资产负债表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E	利润表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	674	858	1015	1115	**营业收入**	**2525**	**3093**	**5219**	**6473**
应收款项	1651	2051	3601	4661	营业成本	2045	2582	4127	5043
存货净额	680	923	1912	2446	营业税金及附加	18	22	37	32
其他流动资产	152	155	261	324	销售费用	212	192	313	375
流动资产合计	**3157**	**3994**	**6804**	**8540**	管理费用	189	276	349	418
固定资产	993	1136	1078	1016	财务费用	40	36	90	128

无形资产及其他	293	283	274	264
投资性房地产	175	175	175	175
长期股权投资	353	353	353	353
资产总计	**4971**	**5941**	**8684**	**10348**
短期借款及交易性金融负债	274	1027	2453	2557
应付款项	1126	1343	1964	2815
其他流动负债	695	585	927	1135
流动负债合计	**2094**	**2956**	**5345**	**6507**
长期借款及应付债券	110	110	110	110
其他长期负债	28	28	28	28
长期负债合计	**138**	**138**	**138**	**138**
负债合计	**2233**	**3094**	**5483**	**6646**
少数股东权益	4	6	6	(1)
股东权益	2735	2849	3201	3683
负债和股东权益总计	**4971**	**5949**	**8691**	**10328**

关键财务与估值指标	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
每股收益	0.02	0.15	0.48	0.65
每股红利	0.00	0.00	0.05	0.07
每股净资产	3.34	3.48	3.91	4.50
ROIC	1%	1%	8%	8%
ROE	1%	4%	12%	15%
毛利率	19%	23%	26%	26%
EBIT Margin	2%	5%	10%	12%
EBITDA Margin	6%	8%	13%	14%
收入增长	22%	22%	69%	24%
净利润增长率	383%	605%	218%	37%
资产负债率	45%	52%	63%	64%
息率	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%
P/E	350.1	49.6	15.6	11.4
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	57.3	37.5	17.4	14.3

投资收益	16	10	30	30
资产减值及公允价值变动	(34)	10	(45)	(55)
其他收入	(0)	123	154	160
营业利润	4	128	442	612
营业外净收支	27	10	10	10
利润总额	**31**	**138**	**452**	**622**
所得税费用	15	21	68	93
少数股东损益	(1)	(6)	(6)	(7)
归属于母公司净利润	**17**	**123**	**391**	**536**

现金流量表（百万元）	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
净利润	17	123	391	536
资产减值准备	14	(44)	55	10
折旧摊销	83	101	117	127
公允价值变动损失	34	(10)	45	55
财务费用	40	36	90	128
营运资本变动	517	(582)	(1628)	(588)
其它	(16)	30	(61)	(18)
经营活动现金流	**651**	**(382)**	**(1081)**	**123**
资本开支	(194)	(180)	(150)	(100)
其它投资现金流	0	(8)	(7)	20
投资活动现金流	**(179)**	**(188)**	**(157)**	**(80)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(140)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	(39)	(54)
其它融资现金流	**(297)**	**753**	**1434**	**111**
融资活动现金流	(577)	746	1388	77
现金净变动	(105)	176	150	120
货币资金的期初余额	780	674	858	1015
货币资金的期末余额	674	850	1008	1135
企业自由现金流	469	(538)	(1195)	40
权益自由现金流	31	184	170	43

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证

券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

联系人简介

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学学士。9 年工作经验，其中近 2 年投资研究经验。2011 年加盟东兴证券研究所，从事电力设备行业研究。

新兴产业小组简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、固体废弃物处理）研究。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

东兴证券

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：　　相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：　　相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：　　相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：　　相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券