

非公开发行股份预案点评

■**非公开发行股份内容:** 平高电气发布 2012 年非公开发行股票预案第二次董事会公告、预案补充版及资产评估报告, 相比上次预案公告, 公司拟非公开发行股份修改为不超过 3.15 亿股, 发行价格为 7.31 元不变, 拟注入的平高集团持有的高压、超高压、特高压开关配套零部件相关经营性资产作价确定为 85,388.25 万元, 平高集团 14 亿元现金认购不变, 用于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。非公开增发完成后, 平高电气总股本将上升到 11.32 亿股, 比上次预案版本略有减少, 平高集团在上市公司中的股权比例将由 24.91% 上升到 45.67%。

■**收购资产价格合理:** 本次收购的资产是集团公司为平高电气生产断路器和组合电器生产配套零部件的公司, 净资产合计为 5.8 亿元, 收购 PB 为 1.47 倍, 溢价部分为土地评估值与账面值的增值, 如果考虑到公司的存货可以被上市公司直接使用, 收购价格较为便宜。2012 年 1-9 月收购资产净利润为 3477 万元, 年化后的收购 PE 约为 18 倍。由于之前涉及关联交易的问题, 根据我们的测算和调研的结果, 我们认为收购后上市公司会提高这部分资产的产能利用效率, 加强管理, 实际收购的 PE 较低。

■**天津智能真空开关科技产业园项目前景较好:** 公司计划利用 9 亿元非公开发行募集的资金投资天津智能真空开关科技产业园, 智能真空开关产品符合未来电网公司的发展方向, 且中压产品的市场集中度偏低, 公司作为高压开关龙头涉足中压开关市场, 市场前景比较好。

■**投资建议:** 给予公司“买入-B”的投资评级, 上调 6 个月内目标价为 12 元。不考虑增发后的股本增厚, 预计 2012-2014 年 EPS 为 0.16 元, 0.5 元和 0.66 元,

■**风险提示:** 1. 国家电网公司改变投资计划的风险; 2. 特高压建设进度推迟的风险。

摘要(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,075.5	2,525.3	3,284.0	5,044.2	6,276.4
净利润	3.6	17.4	134.9	408.3	539.8
每股收益(元)	-	0.02	0.16	0.50	0.66
每股净资产(元)	3.32	3.34	3.47	3.87	4.40
盈利和估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率(倍)	2,238.3	463.5	59.8	19.8	14.9
市净率(倍)	3.0	2.9	2.8	2.5	2.2
净利润率	0.2%	0.7%	4.1%	8.1%	8.6%
净资产收益率	0.1%	0.6%	4.7%	12.9%	15.0%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.3%	1.0%	1.3%
ROIC	1.7%	2.0%	7.0%	15.6%	17.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

买入-B

维持评级

6 个月目标价

12.00 元

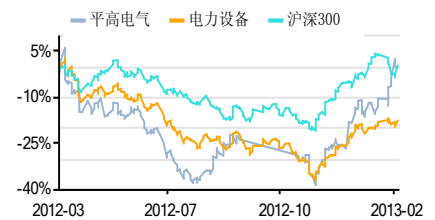
股价 (2013-03-01)

9.85 元

交易数据

总市值 (百万元)	8,066.82
流通市值 (百万元)	8,066.82
总股本 (百万股)	818.97
流通股本 (百万股)	818.97
12 个月价格区间	5.99/10.34 元
十大流通股东 (%)	32.99%

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	18.06	31.62	3.66
绝对收益	15.34	56.35	5.01

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

010-66581627

报告联系人

邢达

010-66581767

xingda@essence.com.cn

相关报告

受益超高压电网建设的重 启、期待特高压	2012-12-11
平高电气: 发展智能真空 开关为最大看点	2012-11-12
平高电气: 盈利超预期, 管控预计将进一步加强:	2012-10-23
—2012 年三季度报点评	

财务报表预测和估值数据汇总(2013年03月03日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,075.5	2,525.3	3,284.0	5,044.2	6,276.4	成长性					
减:营业成本	1,619.7	2,044.5	2,577.9	3,795.2	4,696.8	营业收入增长率	-11.3%	21.7%	30.0%	53.6%	24.4%
营业税费	14.1	17.7	23.0	35.3	43.9	营业利润增长率	-111.3%	-126.9%	3,911.1	201.9%	34.4%
销售费用	225.5	212.5	262.7	403.5	502.1	净利润增长率	-97.5%	383.0%	674.9%	202.7%	32.2%
管理费用	185.1	188.6	229.9	327.9	408.0	EBITDA 增长率	-63.9%	46.5%	93.2%	124.9%	29.4%
财务费用	24.2	40.0	41.1	45.9	53.1	EBIT 增长率	-94.0%	311.4%	330.9%	160.3%	32.6%
资产减值损失	20.8	34.2	24.5	53.1	49.5	NOPLAT 增长率	-86.3%	106.4%	207.5%	160.2%	30.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	74.8%	-11.0%	17.0%	16.7%	8.2%
投资和汇兑收益	0.1	15.9	22.0	60.2	72.9	净资产增长率	-1.3%	0.6%	3.9%	11.5%	13.6%
营业利润	-13.6	3.7	146.9	443.4	595.9	利润率					
加:营业外净收支	18.1	27.0	3.0	21.0	21.0	毛利率	22.0%	19.0%	21.5%	24.8%	25.2%
利润总额	4.5	30.7	149.9	464.4	616.9	营业利润率	-0.7%	0.1%	4.5%	8.8%	9.5%
减:所得税	1.6	14.8	15.0	56.1	77.1	净利润率	0.2%	0.7%	4.1%	8.1%	8.6%
净利润	3.6	17.4	134.9	408.3	539.8	EBITDA/营业收入	4.2%	5.0%	7.5%	10.9%	11.4%
						EBIT/营业收入	0.5%	1.7%	5.7%	9.7%	10.3%
资产负债表						运营效率					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	固定资产周转天数	77	82	87	65	53
货币资金	779.9	674.4	652.8	839.1	1,294.5	流动营业资本周转天数	124	133	98	100	107
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	604	448	374	317	334
应收帐款	1,470.3	1,559.7	2,000.3	2,763.3	3,413.5	应收帐款周转天数	246	210	192	169	178
应收票据	113.9	91.6	119.1	182.9	227.6	存货周转天数	97	93	84	75	80
预付帐款	152.6	151.5	48.4	200.2	-34.6	总资产周转天数	856	688	572	444	435
存货	612.5	680.1	843.4	1,239.6	1,530.8	投资资本周转天数	375	370	291	221	200
其他流动资产	-	-	-	1.5	1.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	0.1%	0.6%	4.7%	12.9%	15.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.1%	0.3%	2.5%	5.8%	6.6%
长期股权投资	368.0	353.3	353.3	353.3	353.3	ROIC	1.7%	2.0%	7.0%	15.6%	17.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	468.3	679.9	905.3	929.8	912.3	销售费用率	10.9%	8.4%	8.0%	8.0%	8.0%
在建工程	373.5	312.7	66.5	17.3	7.5	管理费用率	8.9%	7.5%	7.0%	6.5%	6.5%
无形资产	230.0	293.1	288.7	284.4	280.2	财务费用率	1.2%	1.6%	1.3%	0.9%	0.8%
其他非流动资产	33.1	32.0	35.7	37.7	39.6	三费/营业收入	21.0%	17.5%	16.3%	15.4%	15.3%
资产总额	4,678.7	4,971.1	5,456.4	6,991.9	8,169.2	偿债能力					
短期债务	558.3	200.0	300.0	500.0	700.0	资产负债率	41.8%	44.9%	47.8%	54.6%	55.9%
应付帐款	582.7	810.4	1,017.1	1,497.3	1,853.0	负债权益比	71.8%	81.5%	91.7%	120.4%	126.6%
应付票据	342.0	321.4	402.6	592.7	733.5	流动比率	1.83	1.51	1.49	1.45	1.50
其他流动负债	219.8	164.0	131.2	232.1	106.5	速动比率	1.48	1.18	1.15	1.11	1.14
长期借款	250.1	110.0	110.0	110.0	110.0	利息保障倍数	0.44	1.09	4.57	10.66	12.22
其他非流动负债	-	28.3	48.7	110.3	161.6	分红指标					
负债总额	1,955.6	2,232.6	2,610.0	3,818.9	4,564.3	DPS(元)	0.05	-	0.03	0.10	0.13
少数股东权益	5.2	3.7	3.7	3.7	3.7	分红比率	1,035.0	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	819.0	819.0	819.0	819.0	819.0	股息收益率	0.5%	0.0%	0.3%	1.0%	1.3%
留存收益	1,898.9	1,915.8	2,023.7	2,350.4	2,782.2						
股东权益	2,723.1	2,738.5	2,846.4	3,173.0	3,604.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	4.7	15.9	134.9	408.3	539.8	EPS(元)	-	0.02	0.16	0.50	0.66
加:折旧和摊销	76.5	84.0	57.2	62.1	64.5	BVPS(元)	3.32	3.34	3.47	3.87	4.40
资产减值准备	20.1	34.2	24.5	53.1	49.5	PE(X)	2,238.3	463.5	59.8	19.8	14.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.9	2.8	2.5	2.2
财务费用	35.8	45.3	41.1	45.9	53.1	P/FCF	-8.4	-77.5	-31.7	62.5	17.3
投资损失	-0.1	-15.9	-22.0	-60.2	-72.9	P/S	3.9	3.2	2.5	1.6	1.3
少数股东损益	-0.7	-1.5	-	-	-	EV/EBITDA	129.2	51.6	33.0	14.9	11.3
营运资金的变动	-1,005.3	424.8	-204.4	-422.6	-257.5	CAGR(%)	422.0%	223.6%	64.6%	21.4%	11.5%
经营活动产生现金流量	-362.5	43.3	31.3	86.7	376.5	PEG	5.3	2.1	0.9	0.9	1.3
投资活动产生现金流量	119.7	-195.9	-11.0	27.2	39.9	ROIC/WACC	0.2	0.2	0.7	1.6	1.8
融资活动产生现金流量	-292.9	53.4	-41.9	72.4	38.9	REP	23.1	12.9	3.9	1.5	1.2

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034

