

# 管理改善已见成效，迈入高成长期

## 买入 维持

### 投资要点:

- 📖 营收 32.84 亿，增 30%；净利润 1.35 亿，增 678%，EPS 0.165 元
- 📖 管理改善已见成效，与特高压一起成为今年业绩继续成长动力
- 📖 预计 13/14 年摊薄后 EPS 为 0.41/0.73 元，维持“买入”评级

- **业绩符合预期，管理改善与特高压交货构成业绩大幅增长的原因。**公司 2012 年实现营收 32.84 亿，净利润 1.35 亿，分别同比增 30%与 678%；EPS 为 0.165 元，业绩符合预期。业绩大幅增长的原因包括特高压交货及管理的明显改善，其中特高压 GIS 交货 9 个间隔，预计增加收入约 10 亿元；随着特高压因素及常规电压等级开关毛利率的回升，综合毛利率提升 1.38 个百分点至 20.42%。
- **管理改善明显，平高东芝贡献投资收益。**管理的改善在报表中主要体现在费用的下降。其中管理费用中技术研发费用由于加大研发投入及未采用 2011 年的联合研发模式，使其增加 7722 万至 1.15 亿，其余包括工资、职工福利、差旅、劳务费用等均呈大幅下降；销售费用中代理咨询费进一步下降 1162 万至 810 万，使销售费用率下降 2.51 个百分点至 5.90%，充分体现了管理的明显改善。平高东芝全年净利润 5531 万，上市公司投资收益为 2766 万元，主要是通过采购管理及产品改进，第四季度环比明显改善，今年盈利能力将进一步提升。
- **未来增长点众多，特高压与中低压开关及核心零部件等均有巨大空间。**特高压方面，我们推断今年将有 3~4 条交流线路核准开工，今年将有 40~60 亿的潜在订单；其中浙北-福州线已获得批复，推断平高有望获得约 13 亿订单，并于下半年开始交货。中低压开关方面，天津基地将于 2014 年下半年开始贡献收益，其市场空间近千亿元。另外，EPC、大检修、一二次设备融合等均有望在未来几年带来重要增量。公司 2013 年经营目标为收入 40 亿，净利润 3.88 亿，我们认为其偏保守，尤其对特高压的交货进度采取了较为谨慎的预测原则。
- **13/14 年摊薄 EPS 预计为 0.41/0.73 元，维持“买入”评级。**资产注入将于今年完成，我们预计 2013/14/15 年摊薄后的 EPS 为 0.41/0.73/1.07 元。维持对公司的“买入”评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2525.29	3284.22	4638.35	6705.72	8936.46
增长率	21.67%	30.05%	41.23%	44.57%	33.27%
母公司净利润	17.41	135.41	469.65	821.94	1216.79
增长率	382.96%	677.97%	246.83%	75.01%	48.04%
EPS	0.021	0.165	0.414	0.725	1.073
市盈率	409.8	52.7	21.0	12.0	8.1

### 分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

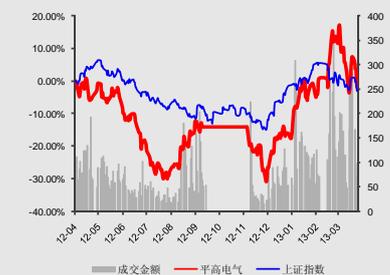
Email: zhaoxi@hysec.com

### 研究助理: 徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

### 市场表现



### 公司数据

总股本 (万股)	81,896.62
流通股 (万股)	81,896.62
控股股东	平高集团有限公司
持股比例	24.91%

### 相关研究

- 平高电气深度报告: 集团资产注入, 开关航母启航 2013.01.10
- 平高电气: 资产注入提升控股比例, 意在未 2012.12.01
- 平高电气: 业绩改善明显, 期待特高压 2012.10.22
- 平高电气深度报告: 特高压与海外业务 2012.08.31
- 带来高增长

**附表1 财务报表预测 (增发于2013年完成)**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	4,696	5,375	6,540	7,361	营业收入	3,284	4,638	6,706	8,936
货币资金	1,024	977	1,113	1,109	营业成本	2,614	3,513	5,018	6,673
应收与预付款项	2,239	2,822	3,473	3,952	营业税金及附加	14	28	40	54
存货	1,061	1,205	1,583	1,929	销售费用	194	230	288	340
<b>非流动资产</b>	1,643	2,069	2,445	2,971	管理费用	262	320	409	465
固定资产在建工程	1,114	1,559	1,954	2,500	财务费用	47	33	38	45
无形资产待摊费用	528	509	490	471	资产减值损失	34	30	30	30
<b>资产总计</b>	6,339	7,444	8,985	10,332	投资收益	28	40	50	50
<b>流动负债</b>	2,475	3,197	4,048	4,348	利润总额	150	528	935	1,384
短期借款	156	306	456	606	所得税	14	58	112	166
应付与预收账款	2,319	2,891	3,591	3,742	净利润	136	470	823	1,218
长期借款	457	457	457	457	少数股东损益	0	0	1	1
<b>非流动负债</b>	989	989	989	989	归属母公司净利	135	470	822	1,217
<b>负债合计</b>	3,464	4,186	5,037	5,337	<b>EPS (元)</b>	0.165	0.414	0.725	1.073
股本	819	819	819	819					
资本公积	1,337	1,337	1,337	1,337	<b>主要财务比率</b>				
留存收益	714	1,136	1,876	2,971	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	4	5	5	7	营业收入	30.05%	41.23%	44.57%	33.27%
归属于母公司权益	2,870	3,293	4,033	5,128	净利润	752.94%	245.97%	75.01%	48.04%
<b>负债股东权益合计</b>	6,339	7,484	9,075	10,472	<b>获利能力</b>				
					毛利率	20.42%	24.27%	25.16%	25.33%
<b>现金流量表</b>					净利率	4.14%	10.14%	12.27%	13.63%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	4.72%	14.26%	20.38%	23.73%
<b>经营活动现金流</b>	476	376	605	710	<b>偿债能力</b>				
净利润	110	432	776	1,171	资产负债率	54.65%	56.24%	56.06%	51.66%
折旧摊销	113	44	94	144	流动比率	1.45	1.35	1.36	1.44
资产减值损失	34	30	30	30	速动比率	1.10	1.03	1.01	1.04
利息费用	51	25	33	40	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-250	-502	-503	-703	总资产周转率	0.52	0.62	0.75	0.86
<b>融资活动现金流</b>	-21	78	35	-11	应收账款周转率	1.70	1.86	2.16	2.54
<b>现金流量净额</b>	206	-47	137	-5	存货周转率	2.46	2.92	3.17	3.46

注: 资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

**分析师简介:**

**王静:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

**赵曦:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

主要研究覆盖公司: 平高电气、许继电气、置信电气、森源电气、大连电瓷、荣信股份、合康变频、北京科锐等

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jjiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。