



1Q比去年同期净利增加1.09亿，特高压和管理改善双轮驱动

——平高电气（600312）一季报点评

2013年5月1日

强烈推荐/维持

平高电气

季报点评

分析师：侯建峰

弓永峰

联系人：侯建峰 李根 陈鹏 刘斐

执业证书编号：S1480513040001

执业证书编号：S1480111020051

010-66554043

Houjf@dxzq.net.cn

事件：

平高电气4月25日晚间发布一季度业绩报告称，报告期内，归属于母公司所有者的净利润为5631万元，上年同期亏损5286.85万元；营业收入为6.05亿元，较上年同期增127.04%；基本每股收益为0.0688元，上年同期亏损0.0954元。

主要观点：

1、一季报业绩增长超预期，成本和费用得到有效控制，大幅下降。

公司公告一季度实现盈利5631万，大大超出我们的预期。我们认为公司管理改善以及精细化管理在控制成本和费用进而提升效益方面成果显著，此外特高压线路间隔的陆续确认也成为公司业绩大放异彩的主要催化剂。

公司1季度确认3个特高压交流GIS间隔，考虑到公司在特高压原材料和器件国产化率的提升，特高压的成本将较去年有较大幅度的下降，预计贡献公司当期利润在6000万左右。

公司1季度实现营业收入6.05亿，剔除特高压的影响，预计1季度传统产品的营收在3.1亿左右，结合对特高压交流贡献净利润6000万左右的判断，1季度传统产品亏损1000万左右，单季度传统业务扭亏在4000万左右。

由于每年的1季度会有去年的一些销售和管理费用在4季度财务结账期没有核算会顺延至下年，因此1季度的期间费用率会拉低当季传统产品的盈利，二季度后去年遗留费用的影响将不存在，同时随着公司管理改善和成本控制能力的进一步提升，公司传统产品的盈利将持续改善。

2013年全年执行高价合同和低价原材料将有效提升公司产品赢利。在高压开关设备制造的原材料构成中，铝占35%，铜占15%，钢材占25%，绝缘材料占25%，原材料价格的变化对公司经营成本影响较大。公司产品制造成本中原材料和外购配套件占比超过80%。从目前占开关结构比重比较大的原材料（铜、铝、钢）的走势来看，价格大幅下降，因此2012年的原材料库存将对公司全年的产品成本有较大影响，对比2012年全年平均成本将大幅降低。此外，随着国家电网更改招投标规则以及参与厂商厌恶价格战达成共识，GIS价格从2010年年中开始，价格出现了明显的回升，目前来看，主要产品的价格，在2010年年中达到价格低点后已较价格底部回升30%左右，而且GIS行业再次发生价格战促使价格下降的可能性很小。以公司GIS产品的价格走势为例，220kV GIS价格2011年年终相对年初上涨了12%左右，110kV GIS价格2011年年终相对年初上涨了16%左右。

从公司毛利率来看，公司一季度综合毛利率24.09%较去年同期1季度9.57%的毛利率提升14.52%，我们估算随着公司执行订单原材料价格的降低以及公司集采率提升进一步控制公司成本的前提下，公司年度

的综合毛利率有望逐步提升。同时公司成立事业部，事业部都提出了比较严格的毛利和盈利考核目标，也增强了下属事业部积极控制成本提升毛利率的动力。

从公司期间费用来看，公司 1 季度期间费用率为 13.91%，较去年同期的 33.89% 下降 19.98%，比年报的 15.3% 下降 1.4%，验证了我们对于公司 2013 年期间费用率将相对于 2012 年持续下降的判断。其中，销售费用率下降 4.65%，由去年同期的 9.71% 下降到 5.06%，管理费用率下降 12.67%，由去年同期的 20.08% 下降到 7.41%。从绝对值考虑，公司 2012 年一季度在营收只有 2.66 亿的情况下，公司期间费用总额总计 9015 万，而公司 2013 年一季度在实现营收 6.04 亿同比增长 127% 的情况下只发生期间费用总额 8401，费用总量同比下降，费用控制效果明显。此外，随着公司对国家电网销售力量的分流，在体系外和海外业务的进一步扩张，在增大应收的同时，公司的期间费用率将持续降低。

我们认为公司在国家电网“三集五大”体系和“一强三优”战略的指引下，公司进一步推进管理改善提升效益的动力较强。通过事业部制建设，管理层级压缩公司的经营效率将有效提升，人均贡献率将出现明显的改善。

2、浙北-福州预计 5 月份招标，国网二季度会议提出推进特高压其它线路核准。

在 2013 年 1 月 7 日-1 月 9 日国家电网两会期间，国家电网正式提出未来的特高压建设规划。基本确定 2015 年建成 2 纵 2 横特高压交流，2017 年 3 纵 3 横，2020 年 5 纵 5 横，2020 建 27 回特高压直流的建设规划，这些线路总投资 1.2 万。

在这些特高压线路规划中，按照国家电网前一阵召开“社会责任电话会议”中提到的 2013 年核准并建设的 4 条特高压交流，分别是淮南-上海北线、浙北-福州、雅安-武汉以及蒙西-长沙，这 4 条线路总共 155 个特高压 GIS，形成近 160 亿的市场空间，按照平高电气 40%-45% 的市场占有率，将有效提升平高电气未来业绩增长潜力。

从线路进展情况来看，浙北-福州已经获得发改委核准开建，从程序流程来看，目前应该在走竞争性谈判的程序，预计 5 月初将开始设备的招投标工作，我们预计这条线路平高电气有望中标 12 亿左右订单。

雅安-武汉以及淮南-上海北线获得小路条并获得全部国家级扶持文件，这些线路也在有序推进，后续这些线路将陆续核准和招投标，项目的顺利推进将奠定平高电气 2013 年和 2014 年业绩快速增长基础。从国家电网近期

从国网二季度工作会议推进项目来看，要求二季度加快已获小路条的雅安-武汉、淮南-上海等线路的推进。这些线路后续的推进将进一步奠定公司后续几年快速增长的基础。

3、非公开发行购买资产预计 6 月之前能取得实质进展，公司年报战略表明公司后续资产整合和并购雄心。

公司非公开发注资产以及进入配网领域。从注如资产的情况来看，主要是以前和上市公司形成关联交易的开关器件类资产，这些资产的注入将有效减少集团与上市公司的关联交易，进而进一步上市公司的产品成本。参考公告中注入资产 2011 年的收入和盈利情况，2011 年集团注入的这块资产全年盈利 6656 万，预计随着上市公司业务量的扩大，合理外推，这块资产如果注入上市公司将给上市公司 2013 年后每年成本节约在 8000 万-1 亿。

除了上述对成本的影响，给上市公司未来业绩持续增长贡献最大的就是天津工业园未来的中压开关等配网业务的介入。

天津工业园主要立足于通过掌握核心的真空灭弧室等关键技术、制造和生产工艺，掌握中压开关后续做大做强的战略基础。由于上市公司以前没有中压开关收入，随着天津工业园陆续投产并达产，从 2014 年以后会陆续提供上市公司后续几年每年新的业务增量。

从公司年报战略可以看出，公司提出了四化+四阶段+“十二五末”国际一流的高压开关设备和核心零部件专业制造企业的战略目标。从公司四阶段来看，公司目前的只处于第一阶段补全公司中压业务阶段，而第二阶段公司交、直流开关全产业链目标的推进将要求公司在资产整合和并购重组方面有进一步方案的推进。

4、全产业链的产业布局支撑公司未来业绩持续增长。

从公司的产业布局来看，传统产品业绩改善+特高压有序推进+配网业务崛起+海外布局+开关全产业链经营产业布局支撑公司业绩持续增长。

我们认为公司后续业绩增长逐步兑现的概率较高。传统产品通过管理改善有效降低成本和费用已经得到验证，后续随着公司管理精细化的提升，从管理要效益的变革红利将逐步兑现。随着浙北-福州进入招投标程序开启了后续特高压交流陆续批复的进程，而天津工业园中压开关业务为公司重新介入中压领域分享配网投资逐步扩大带来的业绩提升提供了契机。公司全电压等级和开关全产业链平台的搭建，为公司后续的资产整合奠定了基础，公司有望在全产业链平台下，不断通过外延和内生发展来做大、做强公司。

基本结论和投资建议：

我们认为公司的产业布局是真正决定公司未来市场空间和成长性的关键因素。从公司高压+特高压+配网+海外+后续国家电网平台整理和集团整体上市指引下的产业布局支撑公司未来业绩的高成长性和可预见性。随着特高压交流建设开建，在公司传统业务盈利反转奠定良好基础的前提下，中压开关业务的内生和外延发展的双重驱动将把公司的营收带向另一高度，多重因素支撑公司未来业绩保持非常高的复合增长率。我们测算考虑这次非公开发行股份摊薄的情况下，公司 2013 年到 2015 年对应的 EPS 分别为 0.40 元、0.65 元、0.93，对应的 PE 分别为 23.5、14.5、10.2，公司兼具题材与价值，给予“强烈推荐”。

表 1：盈利预测和估值

| 资产负债表（百万元） | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 利润表（百万元） | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 1055 | 1002 | 672 | 1057 | 营业收入 | 3284 | 4272 | 5397 | 8248 |
| 应收款项 | 1962 | 2648 | 3238 | 4949 | 营业成本 | 2614 | 3262 | 4003 | 5939 |
| 存货净额 | 1061 | 1188 | 1379 | 2002 | 营业税金及附加 | 14 | 30 | 38 | 41 |
| 其他流动资产 | 277 | 214 | 270 | 412 | 销售费用 | 194 | 218 | 281 | 569 |
| 流动资产合计 | 4355 | 5051 | 5560 | 8420 | 管理费用 | 291 | 319 | 395 | 663 |
| 固定资产 | 1114 | 1176 | 1777 | 2519 | 财务费用 | 47 | 48 | 72 | 100 |
| 无形资产及其他 | 339 | 328 | 317 | 305 | 投资收益 | 28 | 30 | 40 | 45 |
| 投资性房地产 | 225 | 225 | 225 | 225 | 资产减值及公允价值变动 | (34) | (45) | (65) | (80) |
| 长期股权投资 | 371 | 371 | 371 | 371 | 其他收入 | 30 | 148 | 183 | 231 |
| 资产总计 | 6404 | 7151 | 8250 | 11841 | 营业利润 | 148 | 528 | 767 | 1132 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 156 | 900 | 400 | 400 | 营业外净收支 | 2 | 10 | 10 | 10 |
| 应付款项 | 1923 | 1700 | 1889 | 3291 | 利润总额 | 150 | 538 | 777 | 1142 |
| 其他流动负债 | 962 | 730 | 899 | 1388 | 所得税费用 | 14 | 81 | 117 | 171 |
| 流动负债合计 | 3041 | 3331 | 3189 | 5079 | 少数股东损益 | 0 | 2 | 2 | 4 |
| 长期借款及应付债券 | 457 | 457 | 957 | 1602 | 归属于母公司净利润 | 135 | 456 | 738 | 1052 |
| 其他长期负债 | 32 | 32 | 32 | 32 | | | | | |
| 长期负债合计 | 489 | 489 | 989 | 1634 | 现金流量表（百万元） | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 负债合计 | 3530 | 3820 | 4178 | 6713 | 净利润 | 135 | 456 | 738 | 1052 |

| | | | | | | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 少数股东权益 | 4 | 6 | 8 | 12 | 资产减值准备 | (1) | (34) | 0 | 0 |
| 股东权益 | 2870 | 3326 | 4064 | 5116 | 折旧摊销 | 113 | 118 | 145 | 189 |
| 负债和股东权益总计 | 6404 | 7151 | 8250 | 11841 | 公允价值变动损失 | 34 | 45 | 65 | 80 |
| | | | | | 财务费用 | 47 | 48 | 72 | 100 |
| 关键财务与估值指标 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 营运资本变动 | 199 | (1237) | (480) | (586) |
| 每股收益 | 0.17 | 0.40 | 0.65 | 0.93 | 其它 | 1 | 35 | 2 | 4 |
| 每股红利 | 0.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流 | 482 | (617) | 471 | 739 |
| 每股净资产 | 3.50 | 2.93 | 3.58 | 4.50 | 资本开支 | (170) | (180) | (800) | (1000) |
| ROIC | 6% | 11% | 14% | 16% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 5% | 14% | 18% | 21% | 投资活动现金流 | (188) | (180) | (800) | (1000) |
| 毛利率 | 20% | 25% | 27% | 29% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 8% | 14% | 16% | 15% | 负债净变化 | (50) | 0 | 500 | 645 |
| EBITDA Margin | 12% | 17% | 19% | 18% | 支付股利、利息 | (62) | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 30% | 30% | 26% | 53% | 其它融资现金流 | 311 | 744 | (500) | 0 |
| 净利润增长率 | 678% | 236% | 62% | 43% | 融资活动现金流 | 87 | 744 | 0 | 645 |
| 资产负债率 | 55% | 53% | 51% | 57% | 现金净变动 | 380 | (53) | (329) | 384 |
| 息率 | 0.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 货币资金的期初余额 | 674 | 1055 | 1002 | 672 |
| P/E | 56.9 | 23.5 | 14.5 | 10.2 | 货币资金的期末余额 | 1055 | 1002 | 672 | 1057 |
| P/B | 2.7 | 3.2 | 2.6 | 2.1 | 企业自由现金流 | 411 | (797) | (400) | (319) |
| EV/EBITDA | 29.3 | 20.5 | 14.7 | 11.9 | 权益自由现金流 | 672 | (94) | (461) | 241 |

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华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研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，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优质股票标的。

联系人简介

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，10 年工作经验，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

新兴产业小组简介

弓永峰首席分析师，组长

清华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研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，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优质股票标的。

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。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

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、循环经济、节能环保)研究。获得第六届(2012)“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名;获得第二届(2012)“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士,天津大学工学学士,10年工作经验,2011年加盟东兴证券研究所,现从事电力设备行业研究。获得第六届(2012)“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名;获得第二届(2012)“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

刘斐研究员

产业经济学硕士、应用化学学士,2008年加入天相投顾,2009年加入国都证券、2011年加入长城证券,2012年加盟东兴证券研究所,5年能源行业研究经验。

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

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。