

2013年10月24日

赖燊生

leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

12.00 RMB

公司基本资讯

产业别	机械设备
A 股价(2013/10/23)	9.30
上证综指(2013/10/23)	2183.11
股价 12 个月高/低	11.87/5.99
总发行股数(百万)	818.97
A 股数(百万)	818.97
A 市值(亿元)	76.16
主要股东	平高集团有限公司(24.91%)
每股净值(元)	3.71
股价/账面净值	2.51
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-11.6 2.1 25.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-03-12	10.34	买入

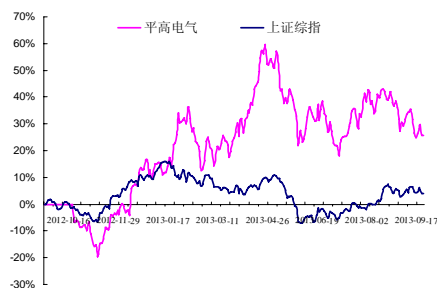
产品组合

组合电器	75.6%
断路器	6.2%
高压隔离开关	7.9%
备件及其他	10.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.3%
一般法人	26.7%
财务公司	0.7%

股价相对大盘走势



平高电气(600312.SH)

Buy/买入

季报点评: 基本面持续向好, 中长期发展明确

公司今日公布三季报, 前三季度实现收入 21.9 亿元(YOY+10.8%), 净利润 2.10 亿元(YOY+567.0%)。受益传统产品价格回升及特高压交流建设, 公司今年以来实现了业绩的大反转。展望未来, 将形成以特高压、智慧中低压开双轮驱动的发展格局。

公司此前公布非公开增发预案, 我们预计重组年底能完成。预计公司 2013-2014 年分别实现营收 34.08 亿元、55.02 亿元, YOY+3.8%、61.4%, 实现净利润 3.73、6.74 亿元, YOY+175.4%、80.7%, 摊薄后 EPS0.33、0.59 元, 当前股价对应 2014 年动态 PE16X, 估值有提升空间, 维持“买入”建议, 目标价 12.0 元(对应 2014 年动态 PE20X)

■ **特高压交货进度推迟, 传统产品盈利超预期:** 单季看, 公司 3Q 实现收入 6.76 亿元(YOY-26.5%), 实现净利润 0.72 亿元(YOY-11.8%)。单季收入利润同比下降, 主要是特高压产品交货推迟所致。三季度最大亮点在于常规产品盈利能力超预期, 单季度毛利率 28.1%, 创近七年来新高。我们认为, 尽管传统产品如此高毛利率难持续, 但明确的是常规产品的盈利能力的确在提升, 未来 20%~25%的毛利率水准将成常态, 较前两年个位数的水准大幅提升。

■ **特高压核准继续推进, 未来市场容量超预期概率大:** 特高压方面, H1 交货 5 个 GIS 间隔, 三季度没有交货, 但目前浙北-福州的订单已经完成 6~7 个间隔的生产, 预计 4Q 将交货 6 个, 全年实现收入约 12 亿元。特高压核准方面, 年内核准两条线的概率可能性仍然很大。淮南-上海(北线)已经到能源局审批, 另一条线将从(锡盟-南京, 雅安-武汉, 张北-长沙)中选定。虽然进度低于预期, 但从公司了解到, 考量交流安全与稳定性, 未来的线路新增变电站概率很大, 对 GIS 需求超预期的可能性也很高。从收入方面看, 预计 14 年公司特高压收入将达到 30 亿左右的水准, 较今年增长一点五倍, 显著提升业绩。

■ **非公开增发打造智慧开关航母:** 公司拟发行 3.80 亿股, 一部分用于购买集团高压、超高压、特高压开关配套零部件相关经营性资产, 另一部分集团将以 14 亿元现金认购, 用于天津智慧真空开关科技园的建设。集团注入资产, 为公司现有产品制造零配件, 形成协同效应, 预计 13~15 年贡献净利润约 7000 万元/年; 天津智慧开关科技园主要致力于打造中低压开关生产基地, 中低压开关将充分受益配电网的建设。预计天津产业园明年能实现收入 10 亿元, 贡献利润几千万, 长期看, 随着产能释放, 将形成年收入 70 亿, 年利润近 6 亿元的规模, 公司将成为国内开关的旗舰航母。

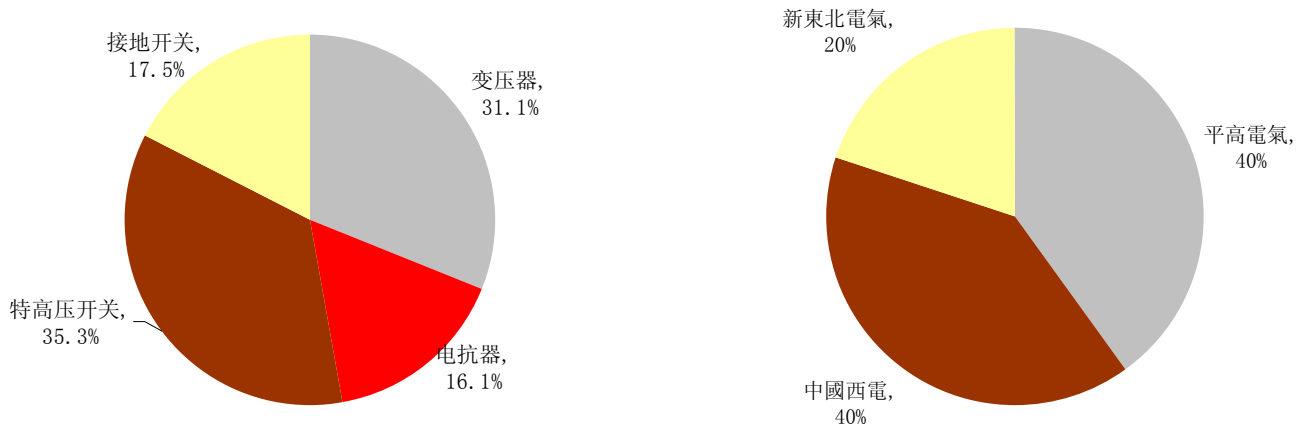
■ **毛利率持续回升, 费用率下降显著:** 受益传统产品盈利能力提升, 前三季度公司综合毛利率 25.1%, 同比提高了 6.3 个百分点; 费用率方面, 进入国网体系后, 严格推行费用节约化、统筹化管理, 前三季度公司综合费用率 14.6%, 同比下降 2.7 个百分点。

■ **盈利预测:** 我们预计重组年底能完成。预计公司 2013-2014 年分别实现营收 34.08 亿元、55.02 亿元, YOY+3.8%、61.4%, 实现净利润 3.73、6.74 亿元, YOY+175.4%、80.7%, 摊薄后 EPS0.33、0.59 元, 当前股价对应 2014 年动态 PE16X, 估值有提升空间, 维持“买入”建议, 目标价 12.0 元(对应 2014 年动态 PE20X)

..... 接续上页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	3.60	17.41	135.41	372.90	673.74
同比增减	%	-97.47%	383.61%	677.77%	175.39%	80.68%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.003	0.015	0.119	0.328	0.592
同比增减	%	-97.47%	383.61%	677.77%	175.39%	80.68%
A 股市盈率(P/E)	X	2938.71	607.66	78.13	28.37	15.70
股利(DPS)	RMB 元	0.100	0.100	0.050	0.200	0.200
股息率(Yield)	%	1.08%	1.08%	0.54%	2.15%	2.15%

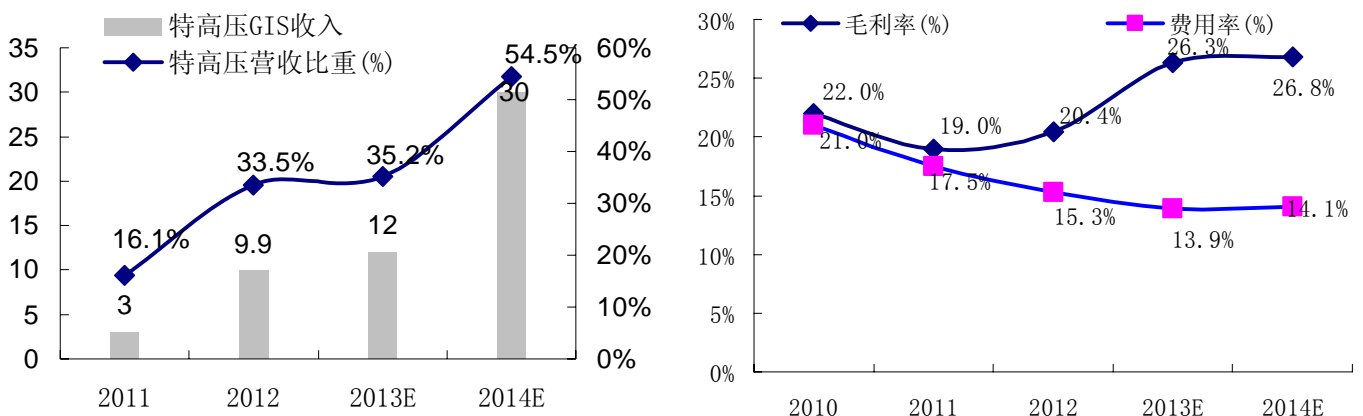
图表一：特高压交流变电站设备投资占比明细 单位：% 图表二：特高压交流线路 GIS 市场份额 单位：%



资料来源：群益证券

资料来源：群益证券

图表三：特高压收入占比显著提升 单位：亿元/% 图表四：特高压交流线路 GIS 市场份额 单位：%



资料来源：群益证券

资料来源：群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	2,076	2,525	3,284	3,408	5,502
经营成本	1,620	2,045	2,614	2,514	4,025
营业税金及附加	14	18	14	24	35
销售费用	226	212	194	187	310
管理费用	185	189	262	235	386
财务费用	24	40	47	51	82
资产减值损失	21	34	34	30	30
投资收益	0	16	28	52	65
营业利润	-14	4	148	420	700
营业外收入	27	36	5	10	7
营业外支出	9	9	3	0	1
利润总额	5	31	150	430	706
所得税	2	15	14	56	100
少数股东损益	-1	-1	0	1	2
归属于母公司所有者的净利润	4	17	135	373	674

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	780	674	1,055	1,266	1,519
应收帐款	1,695	1,763	2,205	2,535	2,789
存货	613	680	1,061	1,189	1,331
流动资产合计	3,129	3,157	4,355	5,052	5,709
长期投资净额	368	353	371	401	433
固定资产合计	468	680	865	995	1,144
在建工程	373	313	249	258	259
无形资产	1,549	1,814	2,049	2,110	2,343
资产总计	4,679	4,971	6,404	7,162	8,052
流动负债合计	1,705	2,094	3,041	3,436	3,883
长期负债合计	250	138	489	100	101
负债合计	1,956	2,233	3,530	3,536	3,984
少数股东权益	5	4	-	10	11
股东权益合计	2,718	2,735	2,874	3,616	4,057
负债和股东权益总计	4,679	4,971	6,404	7,162	8,052

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	-362	43	471	235	282
投资活动产生的现金流量净额	120	-196	-250	56	112
筹资活动产生的现金流量净额	-293	53	-21	-80	-141
现金及现金等价物净增加额	-536	-99	200	211	253

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。