



# 毛利率继续回升，单季盈利七千万

买入 维持

## 投资要点:

- 三季度收入 6.76 亿，净利润 7243 万；前三季度 EPS 为 0.26 元
- 没有特高压 GIS 交货情况下，毛利率继续上升至 28.10%
- 维持 13/14 年摊薄后 EPS 为 0.41/0.73 元，维持“买入”评级

- 单季度毛利率继续上升，业绩超市场预期。**公司发布三季报，前三季度收入 21.87 亿，同比增长 10.80%；净利润 2.10 亿，增长 567%，每股收益为 0.26 元。单季度来看，三季度收入 6.76 亿，扣除去年三季度交货 4 个间隔特高压 GIS 因素后收入增长约 30%；三季度虽然无特高压 GIS 交货，但净利润仍达到了 7234 万，主要归功于毛利率的继续快速回升。三季度单季度毛利率为 28.10%，同比和环比分别上升 3.0 个和 4.4 个百分点，原因一方面是公司控制成本效果继续体现；另一方面是本期 800kV 的开关产品占比较高。
- 特高压四季度开始交货，年内预计批复 1~2 条特高压交流线路。**从今明两年公司的业绩贡献来看，特高压仍是最重要的增量。今年核准开工的浙北-福州线路已经完成竞争性谈判，我们推断订单金额在 10 亿元左右，4 季度我们预计能够交货 5~6 个间隔。从特高压交流的进展情况来看，9 月份公布的大气污染防治行动计划提出要提高京津冀、长三角、珠三角等地区的接受外输电比例，将带动特高压交直流建设的需求；我们仍然维持年内将批复 1~2 条特高压交流线路的判断，为公司明年业绩高速增长奠定基础。国际市场方面，近期平高集团中标波兰一条 70km 的 400kV 线路，中标金额为 10 亿元人民币，我们推断上市公司将有望获得近 5 亿元合同，海外市场在不断开拓中。
- 公司未来几年高速增长路径清晰，具备高弹性。**公司明年业绩增长主要来源于特高压翻倍的交货量及天津基地的部分达产等；2015 年的增长将来源于天津开关基地收入与盈利大幅上升、特高压的稳定增长及海外合同的逐步交货。同时配网、检修等业务均提供潜在增长。而天津开关基地方面，公司已以底价竞拍拍到工厂用地，预计年底建成，明年 6 月部分达产；推断年内有望取得订单，明年将贡献收入。因此公司未来几年高速增长路径十分清晰，业绩确定性强且具备高弹性。
- 13/14 年摊薄 EPS 预计为 0.41/0.73 元，维持“买入”评级。**预计资产注入将于今年完成，我们维持此前盈利预测，预计 2013/14/15 年摊薄后的 EPS 分别为 0.41/0.73/1.07 元。维持对公司的“买入”评级，目标价 14.6 元。

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	452.4	57.6	22.9	13.1	8.9

## 分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

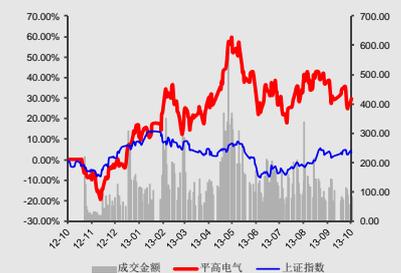
Email: zhaoxi@hysec.com

## 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: 业绩略超预期, 高增长路径清晰 2013.07.04
- 平高电气调研简报: 发展战略明晰, 开关航母加速前行 2013.05.14
- 平高电气深度报告: 集团资产注入, 开关航母启航 2013.01.10
- 平高电气深度报告: 特高压与海外业务带来高增长 2012.08.31

**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%
					净利率	4.14%	10.14%	12.27%	13.63%
<b>现金流量表</b>					ROE	4.72%	14.26%	20.38%	23.73%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	476	376	605	710	资产负债率	54.65%	56.24%	56.06%	51.66%
净利润	110	432	776	1,171	流动比率	1.45	1.35	1.36	1.44
折旧摊销	113	44	94	144	速动比率	1.10	1.03	1.01	1.04
资产减值损失	34	30	30	30	<b>营运能力</b>				
利息费用	51	25	33	40	总资产周转率	0.52	0.62	0.75	0.86
<b>投资活动现金流</b>	-250	-502	-503	-703	应收账款周转率	1.70	1.86	2.16	2.54
<b>融资活动现金流</b>	-21	78	35	-11	存货周转率	2.46	2.92	3.17	3.46
<b>现金流量净额</b>	206	-47	137	-5					

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、国电南瑞、许继电气、置信电气、四方股份、森源电气、中国西电等

**机构销售团队**

机构销售团队					
公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机 构	上海保险/私募	周 迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。