

2014年预期实现7.48亿净利润，延续2013年高增长

——平高电气（600312）年报点评

2014年03月31日

强烈推荐/维持

平高电气

财报点评

侯建峰	分析师	执业证书编号: S1480513040001
	houjf@dxzq.net.cn 010-66554043	
弓永峰	分析师	执业证书编号: S1480111020051
	gongyf@dxzq.net.cn 010-66554025	

事件:

平高电气（600312）发布 2013 年年报显示，公司去年实现净利润 3.99 亿元，同比增长 194.36%，2013 年公司实现营业收入 38.18 亿元，同比增长 16.26%；实现每股收益 0.49 元，同比增加 194.43%。平高电气表示，报告期内公司确认皖电东送和浙北至福州共 11 个间隔计 10.46 亿元收入，对公司收入影响较大。平高电气称，2014 年公司的经营目标为，实现营业收入 56 亿元、成本费用 47 亿元、利润总额 8.8 亿元、归属于母公司所有者的净利润 7.48 亿元

公司分季度财务指标

指标	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入（百万元）	266.26	787.57	919.7	1310.69	604.52	905.85	676.33
增长率（%）	30.79%	-3.59%	30.53%	63.80%	127.04%	15.02%	-26.46%
毛利率（%）	9.57%	14.53%	25.12%	22.87%	24.09%	23.65%	28.10%
期间费用率（%）	33.89%	14.37%	14.96%	12.32%	13.91%	14.26%	15.81%
营业利润率（%）	-19.66%	0.36%	9.09%	8.72%	10.52%	10.16%	13.06%
净利润（百万元）	-52.86	2.38	82.26	104.12	56.37	81.90	72.43
增长率（%）	-32.85%	297.83%	103.52%	94.08%	-206.62%	3346.30%	-11.95%
每股盈利（季度，元）	-0.06	0.00	0.10	0.13	0.07	0.10	0.09
资产负债率（%）	46.64%	50.50%	51.81%	55.12%	51.98%	50.00%	49.28%
净资产收益率（%）	-1.97%	0.09%	2.97%	3.62%	1.92%	2.76%	2.38%
总资产收益率（%）	-1.05%	0.04%	1.43%	1.63%	0.92%	1.38%	1.21%

观点:

- 2013年归母业绩大幅增加194.36%，特高压占比提升、管理改善带来成本和费用控制是公司利润大幅上涨主要原因。

公司2013年业绩大幅增长，各项财务指标表现出色。

公司产品毛利率进一步提升，由2012年的20.42%提升到25.72%，主要原因是公司特高压占比进一步提升以及公司管理改善和产品设计改善带来的常规产品毛利率提升所致。

公司2013年确认11个特高压间隔,比2012年确认的9个增加2个,反映在公司分项产品组合电器里面的毛利率由2012年的23.90%增加到2013年的27.64%。

从公司常规的断路器和隔离开关来看,毛利率提升更为明显。断路器由2012年的-12.5%提升到17.63%,隔离开关由2012年的-2.28%提升到27.10%,同时收入由1.67亿元和1.67亿元分别提升至4.37亿元和2.89亿元,预计这两块业务较2012年大幅减亏在6000万以上,同时随着这两个产品盈利能力的增强,公司后续在这两个业务方面的中标上将投入更多地精力,营收和利润将同比大幅提升。

公司推行“事业部制”管理,落实利润、成本、费用指标到各个业务单元,带来了公司期间费用率的大幅下降。公司总的期间费用率由2012年的15.3%下降到2013年的13.29%,下降2%,随着公司产品结构的进一步改善以及管理改善的进一步提升,我们还是坚持一直以来对公司期间费用率可以降至12%以下的判断。从分项的期间费用率来看管理费用率由7.97%下降到5.6%,财务费用率由1.43%下降到1.32%,销售费用率由5.90%略微提高至6.37%,其中销售费用、管理费用中更能体现公司管理控制效率的业务招待费、差旅费、修理费等绝对值出现下降,业务招待费由2012年的4326万下降到1808万,差旅费由1902万下降到1713万,修理费由2258万下降到1374万。

➤ **2014年7.48亿归母盈利预测,同比增长88%,背书2014年业绩大增。**

公司2013年年报中提及对2014年经营业绩的预测:实现营业收入56亿元、成本费用47亿元、利润总额8.8亿元、归属于母公司所有者的净利润7.48亿元。

我们认为公司2014年的业绩保证将从以下几个方面获得支撑:

- 1、公司特高压业务收入继续大幅增加,从公司2014年特高压产品收入来看,对于业绩的贡献主要来自于3个方面。(1)公司2013年浙北-福州遗留10个间隔到2014年,预计将对公司2014年的利润贡献在2个亿左右。(2)特高压2014年爆发性增长是大概率事件,2014年预计“3交3直”核准招标概率较大,新的线路的批复有望给公司带来30个以上GIS间隔的订单。新订单签订后部分产品的交付将大幅提升公司盈利。(3)公司特高压直流产品系列进一步完善,2013年完成了直流转换开关ERTB、NBS和NBGS的全部型式试验,补全了公司直流转换开关的产品类型。在直流中标金额增加的同时,直流项目更高的毛利率将成为公司特高压业务的重要贡献之一。
- 2、中压配网业务将成为2014年业绩增量的重要贡献。从公司2013年年报来看,截至2013年12月31日,公司天津中压开关产业园的建设进度已经完成44.44%,预计截至2013年一季度末能达到60%以上,公司2014年7月按期完成中压开关产业园投产应是大概率事件。同时,对于天津中压开关产业园不要片面的理解公司这块业务,该业务有望作为公司后续配网资产整合平台,推动公司中压配网业务产业链布局的推进。
- 3、集团海外业务发展迅猛,将成为上市公司产品营收增长重要来源。据不完全统计,估算集团现有海外在手订单在20多亿,这些订单将支撑上市公司产品销量的大幅增加。公司2013年完成420kV GIS全部型式试验,ZF12-145、ZF12B-145及ZF11B-252三种产品顺利通过60Hz全部型式试验,进一步提升了公司国际市场竞争力。

➤ **公司“四化”、四阶段“的十二五战略布局拓宽公司业务内涵,特高压+配网+海外的产业布局支撑公司未来业绩快速成长持续性。**

公司坚持“专业化、系列化、精品化、国际化”的发展战略(简称“四化战略”),拟通过四个阶段的不懈努力,实现中短期规划目标。力争在“十二五”末,将公司初步打造成为国际一流的高压开关设备和核心零部件专业制造企业。从公司现有的产业布局来看,公司目前已经处于第三阶段向第四阶段进发的过程,随着公司战略布局的逐步实施,公司未来业绩提升的空间将进一步扩大。

从公司现有业务情况来看,特高压业务提供了公司短期业绩快速成长的“显著性”,而公司产业布局则提供了公司未来业绩快速成长的“持续性”。在满足核心器件供应体系的支撑下,公司积极布局特高压+配网+海外的产业链,这些业务布局未来将对公司持续的成长性形成“阶梯状”推动,确保公司未来5年业绩的快速成长。此外,EPC业务、大检修业务、一二次设备融合等将支撑公司未来进一步的快速成长。从公司2014年董事会工作安排来看,要求2014年以转变产业发展方式为核心,加快产业升级,优化产业布局,稳步提升高压业务,加快发展中低压和国际业务,逐渐扩大核心零部件和大检修业务。

➤ **资产整合成为公司未来业务快速壮大重要选项,国网系公司中平高集团整体上市的条件最为成熟。**

在公司2014年董事会工作安排中提出:积极研究平高集团经营性主业整体上市工作,探索多种方式融资,寻找资本市场机遇,捕捉资产并购重组良机,优化整合产业分布,将公司不断发展壮大。公司这一任务的提出契合国家电网2014年工作会议提及的积极推动国网系平高电气、国电南瑞、许继电气等的整体上市。

我们认为,从李永河董事长进入平高电气以来一直积极依托平高集团进行相关的资产整合,以期为公司持续长久的发展提供源源不断的支持。

我们认为从资产整合的角度来看,后续几个方面值得资本市场重点关注:(1)依托于上市公司高压平台进行上游器件业务的整合。(2)依托于集团平高通用电气公司和上市公司天津中压开关产业园积极进行配网业务资产的整合。(3)依托于集团的检修业务、国际业务的整合。

从国网系下属几家公司来看,平高集团最先推进整体上市的可能性最大。我们认为对于国网系下属公司推动整体上市需要考虑三个条件:(1)整个集团和上市公司的资产的权属关系是否清晰以及下属子公司管理层、员工持股是否会对交易造成影响。(2)集团是否具备充足的可供注入资产。(3)集团资产是否较为复杂,对整体上市的制约较大。从上述三个条件来看,平高集团和上市公司整体的权属关系清晰,下属子公司基本100%控股,同时随着公司几大平台业务资产整合的加快,可供注入的资产对于上市公司未来的盈利会产生持续的影响,比如说集团的海外业务、检修业务、中压配网业务和器件业务等。

结论:

特高压2014年爆发性推进是大概率事件, 特高压的大规模推进带来公司业绩快速成长的“显著性”, 而在满足核心器件供应体系支撑下的公司“特高压+配网+海外”的产业布局则带来公司业绩快速成长的“持续性”。同时, 公司积极推进资产整合和集团整体上市事宜, 将进一步提升公司未来的成长性。综合估算公司2014-2015年EPS分别为0.67、1.02, 对应的PE分别为17.0、13.1, 继续给予公司强烈推荐评级, 给予6个月目标价18-20元。

公司盈利预测表

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E
现金及现金等价物	241	450	500	营业收入	3818	5701	10121
应收款项	2865	3535	6073	营业成本	2836	4165	7353
存货净额	590	1524	2569	营业税金及附加	29	40	71
其他流动资产	307	285	506	销售费用	243	291	628
流动资产合计	4004	5794	9648	管理费用	251	414	824
固定资产	1276	1743	2032	财务费用	50	63	99
无形资产及其他	434	420	405	投资收益	28	30	40
投资性房地产	262	262	262	资产减值及公允价值变动	(19)	(37)	(65)
长期股权投资	384	384	384	其他收入	37	169	232
资产总计	6359	8602	12730	营业利润	454	890	1353
短期借款及交易性金融负债	661	1053	1411	营业外净收支	10	10	10
应付款项	1598	2182	3519	利润总额	464	900	1363
其他流动负债	439	940	1715	所得税费用	67	135	204
流动负债合计	2697	4175	6645	少数股东损益	(1)	(2)	(4)
长期借款及应付债券	398	398	898	归属于母公司净利润	399	767	1162
其他长期负债	33	33	33				
长期负债合计	431	431	931	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E
负债合计	3129	4607	7576	净利润	399	767	1162
少数股东权益	3	0	(3)	资产减值准备	(15)	(19)	0
股东权益	3228	3995	5158	折旧摊销	137	129	161
负债和股东权益总计	6359	8602	12730	公允价值变动损失	19	37	65
				财务费用	50	63	99
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	营运资本变动	(1361)	(514)	(1692)
每股收益	0.49	0.67	1.02	其它	13	17	(4)
每股红利	0.12	0.00	0.00	经营活动现金流	(808)	417	(308)
每股净资产	3.94	3.51	4.53	资本开支	(228)	(600)	(500)
ROIC	12%	10%	15%	其它投资现金流	0	0	0
ROE	12%	19%	23%	投资活动现金流	(240)	(600)	(500)
毛利率	26%	28%	29%	权益性融资	0	0	0
EBIT Margin	15%	17%	15%	负债净变化	(60)	0	500

EBITDA Margin	18%	19%	16%	支付股利、利息	(97)	0	0
收入增长	16%	49%	78%	其它融资现金流	548	392	358
净利润增长率	194%	93%	51%	融资活动现金流	235	392	858
资产负债率	49%	54%	59%	现金净变动	(814)	209	50
息率	1.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1055	241	450
P/E	25.2	18.2	12.0	货币资金的期末余额	241	450	500
P/B	3.1	3.5	2.7	企业自由现金流	(890)	(583)	(751)
EV/EBITDA	18.7	17.0	13.1	权益自由现金流	(402)	120	(812)

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

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、节能环保行业研究。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。

东兴证券中小市值团队简介

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成长性的优质股票标的。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备、节能环保行业研究。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。

高坤 研究员

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋凯 研究员

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业6年。2008—2011年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

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。