

平高电气(600312.SH)

中报符合预期，特高压交流弹性大

评级: 买入 **前次** 买入
目标价(元): 21
 首席分析师 分析师 沈成
 曾朵红 S0740514080003
 S0740514080001 shencheng@r.qlzq.com.cn
 021-20315167 分析师 张俊
 zengdh@r.qlzq.com.cn S0740514080002
 2014年8月18日 zhangjun@r.qlzq.com.cn

基本状况

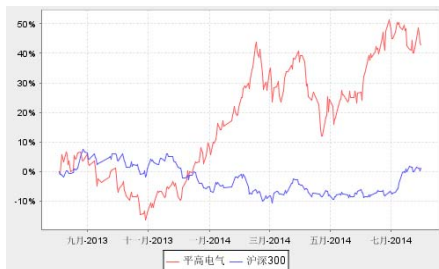
总股本(百万股)	1137.49
流通股本(百万股)	818.97
市价(元)	14.18
市值(百万元)	16129.55
流通市值(百万元)	11612.94

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,284.2	3,818.3	5,568.1	7,516.1	9,516.2
营业收入增速	30.05%	16.26%	45.83%	34.98%	26.61%
净利润增长率	677.97	194.36	94.97%	53.37%	35.06%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.35	0.68	1.05	1.42
前次预测每 收益(元)					
市场预测每股收益()					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	61.07	28.82	20.71	13.50	10.00
PEG	0.09	0.15	0.22	0.25	0.29
每股净资产(元)	3.50	4.65	5.55	7.01	8.97
每股现金流量	0.57	-0.24	0.52	1.07	1.45
净资产收益率	4.72%	10.46%	17.09%	20.77%	21.90%
市净率	2.07	2.17	2.55	2.02	1.58
总股本(百万股)	1,137.4	1,137.4	1,137.4	1,137.4	1,137.4

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 公司上半年归属上市股东净利润同比增长 86.34%，全年利润同增 87.5%目标定能完成。**上半年公司实现营业收入 16.34 亿元，同比增长 8.17%，实现营业利润 2.94 亿元，同比 89.04%，实现归属母公司所有者的净利润 2.57 亿元，同比增长 86.34%，净利润率为 15.74%，每股收益为 0.24 元。二季度公司实现营业收入 10.09 亿元，同比增长 11.38%，环比增长 61.47%，实现归属母公司的净利润为 1.82 亿元，同比增长 122.89%，环比增长 142.59%，二季度净利润率为 18.05%，为历史最高水平。公司在 2013 年报中提出 2014 年经营目标为实现收入 56 亿，同比增长 46.7%，实现净利润 7.48 亿，同比增长 87.5%，半年度来看全年利润目标能够完成。
- GIS 收入同比增加 17.91%，毛利率同比增加 5.24%至 31.2%，特高压 GIS 是利润贡献主体。**GIS 实现收入 11.3 亿，同比增长 17.91%，包括特高压 GIS 和常规 GIS。去年特高压 GIS1/2/3/4 季度交付的节奏是 2/3/0/6 个间隔，今年四个季度交付节奏预计为 3/5/2/10 个间隔，特高压 GIS 毛利率预计超过 35%，上半年特高压 GIS 利润贡献预计超过 2 亿元，占比达到 80%，是平高利润高增长的核心因素。今年 4 月“淮南-南京-上海”特高压交流拿到开工大路线，8 月底将有设备中标结果，锡盟-山东 7 月份拿到开工大路线，蒙西-天津、榆横-潍坊计划在明年上半年前拿到开工大路线，2014 年是特高压扭转乾坤的一年，2015 年将是建设的大年，预计 2014/2015 年特高压 GIS 确认数量分别为 20/30 个，确保利润持续高增长，是投资的好时机。传统 GIS 产能优先给特高压 GIS，上半年传统 GIS 收入有所下降，毛利率也较低。
- 敞开式六氟化硫断路器产品收入同比减少 6.52%，毛利率增长 15.56%至 29.5%。**敞开式六氟化硫断路器产品收入 2.31 亿元，同比减少 6.52%，敞开式六氟化硫断路器收入同比下滑跟今年招标量不高、常规产品交付偏慢有关，且有公司收入基数偏高有关。毛利率大幅提升，则主要跟产品结构相关，今年增加了高毛利率的新产品销售。敞开式六氟化硫断路器整体预计实现了 3000 多万的净利润。
- 高压隔离开关、接地开关产品收入同比增加 11.46%，毛利率同比减少 10.82%至 14.91%，与产品结构相关。**高压隔离开关、接地开关产品实现收入 1.29 亿，同比增长 11.46%，但毛利率同比大幅下降至 14.91%，毛利率的大幅下降跟产品结构直接有关，800KV 产品减少有很直接的关系，常规电压等级的隔离/接地开关因为竞争激烈，毛利率较低，基本处于盈亏平衡点附近，短期内这个趋势将不容易改变。

- **天津基地预计 10 月份投产，明年将有显著贡献。**天津平高基地计划投资 9 亿元，已累计投入 5.85 亿，超过 65%，预计 10 月份即将投产，前期已经做了大量的试制、调试、型式实验等，预计年内将进入国网集中招标采购系统，明年将实现非常可观的收入和利润贡献。
- **经营性净现金流入由负转正至 2.31 亿元，存货较期初同比增长 22.20%，预收款同比增长 42.66%。**公司上半年经营性净现金流入 2.31 亿元，去年同期为净流出 4.93 亿元，经营性现金流大幅好转。存货为 11.84 亿，较期初同比增长 22.20%，其中原材料 6.81 亿元，较期初同比增长 75.74%，库存商品 3.65 亿，较期初同比增加 21.70%，在产品 1.38 亿，较期初同比减少 50.93%。应收账款 27.65 亿元，较期初减少 1.44%，回款情况非常好。预收款项 3.69 亿元，较期初增加 42.66%，主要是特高压 GIS 预收款较多。
- **上半年管理、销售费用、财务费用同比下降 9.13%、7.26%、26.65%，费用控制超出预期。**公司 2014 年发生销售费用 6825 万，同比减少 9.13%，销售费用率为 4.18%，同比减少 0.80%。发生管理费用 10.23 亿元，同比减少 7.26%，管理费用率为 6.26%，同比减少 1.04%，其中研发费用支出 0.47 亿元，同比减少 0.93%，公司整体研发支出为 0.67 亿元，同比增长 18.68%。发生财务费用 2047 万元，同比减少 26.65%，财务费用率为 1.25%，同比减少 0.59%。管理费用中，工资支出 1064 万，同比减少 9.30%。销售费用中，工资支出 880 万，同比增加 30.11%。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.68/1.05/1.42 元，同比增长 95/53/35%，考虑到特高压刚开始常态化建设和平高电气在特高压领域的竞争力，以及平高在新业务上的布局即将进入收获期，给予 2015 年 20 倍 PE，目标价 21 元。
- **风险提示：**大宗原材料价格大幅反弹，特高压建设进度低于预期。

图表 1：平高电气收入拆分明细

单位:元 币种:人民币

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
输变电设备制造业	1,553,798,755.06	1,095,695,392.33	29.48	15.14	7.63	增加 4.92 个百分点
主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
敞开式六氟化硫断路器	230,737,576.37	162,677,359.26	29.50	-6.52	-23.42	增加 15.56 个百分点
高压隔离开关、接地开关	128,529,086.32	109,366,876.69	14.91	11.46	27.69	减少 10.82 个百分点
封闭组合电器	1,130,044,989.45	777,500,461.54	31.20	17.91	9.57	增加 5.24 个百分点
备品备件及其他	64,487,102.92	46,150,694.84	28.43	122.99	346.16	减少 35.80 个百分点

来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 平高电气财务三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	4,362	6,612	7,155	10,503	12,164	14,054
增长率	13.14%	51.6%	8.2%	46.8%	15.8%	15.5%
营业成本	-2,935	-4,842	-5,236	-7,639	-8,755	-10,061
%销售收入	67.3%	73.2%	73.2%	72.7%	72.0%	71.6%
毛利	1,427	1,769	1,918	2,863	3,409	3,993
%销售收入	32.7%	26.8%	26.8%	27.3%	28.0%	28.4%
营业税金及附加	-33	-65	-62	-91	-106	-122
%销售收入	0.7%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-419	-376	-450	-508	-551	-595
%销售收入	9.6%	5.7%	6.3%	4.8%	4.5%	4.2%
管理费用	-554	-651	-577	-715	-767	-816
%销售收入	12.7%	9.8%	8.1%	6.8%	6.3%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	422	677	829	1,550	1,985	2,460
%销售收入	9.7%	10.2%	11.6%	14.8%	16.3%	17.5%
财务费用	-87	-92	-54	-38	-12	4
%销售收入	2.0%	1.4%	0.8%	0.4%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-35	-60	-29	-24	-26	-27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	10	0	0	0	0
%税前利润	2.7%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	309	536	746	1,488	1,947	2,437
营业利润率	7.1%	8.1%	10.4%	14.2%	16.0%	17.3%
营业外收支	54	137	140	93	98	106
税前利润	364	672	886	1,581	2,045	2,543
利润率	8.3%	10.2%	12.4%	15.1%	16.8%	18.1%
所得税	-60	-103	-116	-237	-307	-381
所得税率	16.4%	15.3%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	304	570	770	1,344	1,738	2,162
少数股东损益	148	238	247	254	271	290
归属于母公司的净利润	157	332	523	1,090	1,467	1,872
净利率	3.6%	5.0%	7.3%	10.4%	12.1%	13.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	304	570	770	1,344	1,738	2,162
少数股东损益	0	0	0	254	271	290
非现金支出	127	178	144	105	112	120
非经营收益	76	73	58	-39	-62	-73
营运资金变动	-34	-322	-160	-433	-411	-458
经营活动现金净流	473	498	812	1,229	1,648	2,041
资本开支	157	66	96	-3	-24	-32
投资	9	18	18	0	5	5
其他	1	-8	0	0	0	0
投资活动现金净流	-146	-56	-78	2	29	37
股权募资	0	5	0	0	0	0
债权募资	38	-651	93	-485	-100	0
其他	-195	-428	-194	-54	-308	-398
筹资活动现金净流	-157	-1,073	-101	-539	-408	-398
现金净流量	169	-632	632	693	1,270	1,680

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,171	539	1,373	1,812	2,811	4,200
应收款项	2,980	3,567	5,175	5,441	6,130	6,908
存货	1,417	1,475	2,133	2,524	2,847	3,221
其他流动资产	295	151	410	378	433	498
流动资产	5,863	5,723	9,090	10,155	12,221	14,828
%总资产	82.9%	82.6%	87.6%	88.7%	90.5%	92.2%
长期投资	40	28	25	25	20	15
固定资产	1,074	1,100	1,178	1,191	1,180	1,161
%总资产	15.2%	15.9%	11.3%	10.4%	8.7%	7.2%
无形资产	75	45	42	39	38	38
非流动资产	1,209	1,203	1,287	1,298	1,281	1,257
%总资产	17.1%	17.4%	12.4%	11.3%	9.5%	7.8%
资产总计	7,072	6,926	10,378	11,453	13,502	16,085
短期借款	263	307	400	0	0	0
应付款项	2,341	2,566	4,491	4,732	5,414	6,200
其他流动负债	626	175	80	328	422	523
流动负债	3,230	3,047	4,971	5,059	5,837	6,723
长期贷款	185	0	0	-85	-185	-185
其他长期负债	690	691	695	695	695	695
负债	4,105	3,738	5,666	5,670	6,347	7,233
普通股股东权益	2,524	2,803	4,128	4,946	6,047	7,454
少数股东权益	442	384	583	837	1,108	1,398
负债股东权益合计	7,072	6,926	10,378	11,453	13,502	16,085

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.414	0.878	1.063	1.081	1.455	1.857
每股净资产 (元)	6.673	7.411	8.395	4.906	5.999	7.394
每股经营现金净流 (元)	1.249	1.316	1.651	0.968	1.366	1.737
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.270	0.363	0.462
回报率						
净资产收益率	6.20%	11.84%	12.67%	22.04%	24.26%	25.11%
总资产收益率	2.21%	4.79%	5.04%	9.52%	10.86%	11.64%
投入资本收益率	12.20%	15.86%	16.35%	28.93%	34.92%	40.65%
增长率						
营业总收入增长率	13.14%	51.57%	8.21%	46.80%	15.82%	15.54%
EBIT增长率	30.84%	60.54%	22.41%	86.90%	28.07%	23.94%
净利润增长率	6.70%	112.15%	57.50%	108.47%	34.57%	27.59%
总资产增长率	22.88%	-2.07%	49.84%	10.36%	17.90%	19.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	218.0	178.7	225.4	171.6	167.9	164.3
存货周转天数	153.7	109.0	125.7	120.5	118.6	116.8
应付账款周转天数	156.5	131.0	193.4	182.5	182.5	182.5
固定资产周转天数	69.2	52.0	54.1	37.1	31.8	27.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.14%	14.38%	-5.96%	-20.84%	-32.19%	-41.72%
EBIT利息保障倍数	4.9	7.3	15.3	41.3	169.7	-557.3
资产负债率	58.05%	53.98%	54.60%	49.51%	47.00%	44.97%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5% - +5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。