

2010年4月26日

平高电气

业绩下滑，下半年特高压招标有望扭转颓势

A
持有

600312.SS - 人民币 18.16

目标价格: 人民币 16.00

韩玲*

(8621) 6860 4866 分机 8595

ling.han@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208060270

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	18	15	8	35
相对新华富时A50指数(%)	33	21	17	19

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	613
流通股(%)	77.29
流通股市值(人民币 百万)	8,163
净负债比率(%)	202
主要股东(%)	
平高集团有限公司	22.71

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李博为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

公司2010年1季度业绩下滑, 收入降低18%, 净利润降低44%, 每股收益0.003元。2010年之后受益于特高压的建设, 公司业绩有望进入新的增长期, 国网入主将也将给公司发展带来更广阔的空间。我们将2010-2012年的业绩预测调整至0.29、0.60和0.74元, 维持目标价格16.00元, 维持持有评级。

支撑评级的要点

- 2010年1季度公司实现营业收入22.4亿元, 比上年减少17.7%; 归属于上市公司股东的净利润为170万元, 比上年降低43.5%, 其中来自于合营公司平高东芝的为1,236万元。实现每股收益0.003元, 低于市场预期。
- 1季度公司产品的综合毛利率出现反弹, 毛利率为25.6%, 同比上升了4个百分点, 但主要是由于确认了一笔非主营性收入, 主要产品的毛利率仍下滑。期间费用率的上升拖累了公司的利润, 同比上升了5个百分点达到39.5%。
- 平高本部业务下半年将受益于特高压交流线路招标。我们预计2010年下半年将有两条特高压线路开始招标, 对应的特高压GIS的开关市场需求为70亿左右, 我们预计平高本部可以中标20亿左右, 将于2011-2012年交货。
- 平高东芝经营情况稳定, 去年实现净利润同比增长6%, 贡献的投资收益占公司净利润由2008年58%上升为2009年89.9%, 不过我们认为平高东芝的发展空间没有平高电气本部广阔, 2010-2012年将稳步增长。

评级面临的主要风险

- 国网对平高集团整合效果尚不确定。

估值

- 我们对公司2010-2012年的业绩预测调整为0.29、0.60和0.74元。维持16.00元的目标价格, 维持持有评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	2,620	2,340	3,025	4,996	6,493
变动(%)	49.8	(10.7)	29.3	65.2	30
净利润(人民币 百万)	207	142	196	408	503
全面摊薄每股收益(人民币)	0.3	0.21	0.29	0.6	0.74
变动(%)	17.8	(31.5)	37.6	108.6	23.3
先前预测每股收益(人民币)			0.42	0.59	0.84
调整幅度(%)			(31.8)	1.3	(12.3)
市盈率(倍)	59.8	87.3	63.4	30.4	24.6
每股现金流量(人民币)	0.58	0.04	0.06	0.07	0.11
价格/每股现金流量(倍)	31.06	501.82	327.82	253.04	170.32
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.2	64.4	44.8	24.5	20.1
每股股息(人民币)	0.07	0.07	0.05	0.06	0.12
股息率(%)	0.41	0.28	0.32	0.66	0.81

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

2010年1季度净利润下降43.5%，低于市场预期

2010年1季度公司实现营业收入22.4亿元，比上年减少17.7%；归属于上市公司股东的净利润为170万元，比上年降低43.5%，其中来自于合营公司平高东芝的为1,236万元。实现每股收益0.003元，业绩低于市场预期。

图表 2. 业绩摘要

(人民币 百万)	2009年1季度	2010年1季度	同比变动(%)
营业收入	272.4	224.3	(17.7)
营业成本	(213.6)	(166.9)	(21.8)
营业税	(0.3)	(1.5)	384.7
毛利	58.5	55.8	(4.6)
销售费用	(31.6)	(28.5)	(9.9)
管理费用	(48.9)	(51.5)	5.1
经营利润	(22.1)	(24.2)	9.4
财务费用	(13.6)	(8.5)	(37.4)
资产减值	0.0	0.0	
投资收益	37.8	12.4	(67.3)
其他收入	1.1	20.7	1747.3
其他支出	(1.0)	(0.2)	(80.8)
税前利润	2.2	0.2	(92.7)
所得税	0.0	2.0	
税后利润	2.2	2.1	(4.3)
少数股东权益	0.8	(0.4)	(155.6)
归属母公司股东净利	3.0	1.7	(43.5)
主要比率 (%)			
毛利率	21.6	25.6	
经营利润率	(8.1)	(10.8)	
净利率	0.8	0.8	

资料来源：公司数据及中银国际研究

目标价 16.00 元，持有评级

我们对公司 2010-2012 年的业绩预测调整为 0.29、0.60 和 0.74 元。2010 年之后受益于特高压的建设，公司业绩有望进入新的增长期，并考虑国网入主对于平高业务的整合预期，我们维持 16.00 元的目标价格，维持**持有**评级。

新接订单情况分析

平高电气本部 09 年新增合同 25 亿元，同比去年下降 24%，其中断路器、隔离开关合同下降明显。这主要因为国网招标总量有所下降以及公司市场占有率下滑。截至 2009 年 12 月 31 日，平高本部未履约订单近 21 亿元。

图表 3. 新增订单情况

	2005	2006	2007	2008	2009
平高电气本部新增订单(人民币亿元)	12	19	25	33	25
同比增速(%)	n.a.	58.3	31.6	32	(24)
平高东芝新增订单(人民币亿元)	10	10.5	18.03	20	n.a.
同比增速(%)	n.a.	5	71.7	10.9	n.a.

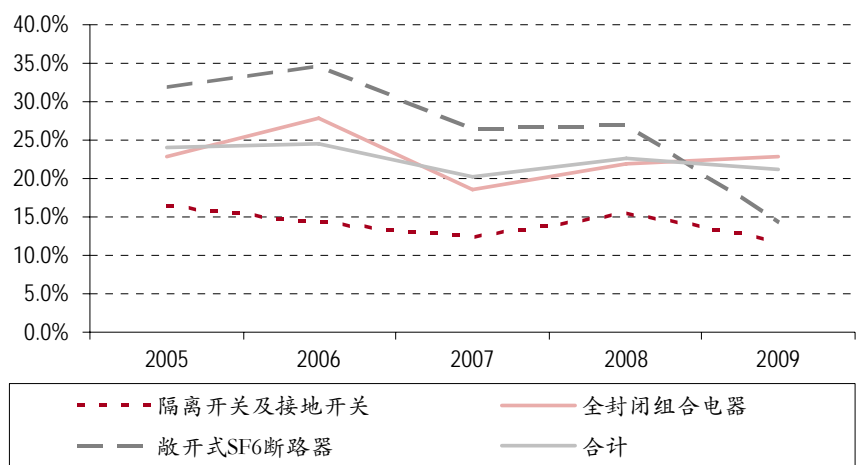
资料来源：公司数据及中银国际研究

平高本部和平高东芝国网中标量下滑明显

受产品设备价格的大幅下降等原因影响，公司去年国网中标量有明显下降。在国家电网集中招标范围内，平高电气本部及平高东芝市场占有率合计为 22.55%，比 2008 年的 30.96% 下降 8.41%。

产品综合毛利率下降

除收入同比下降外，公司的综合毛利率也出现下滑，2009 年毛利率为 21.1%，同比减少 1.6 个百分点。分产品来看，断路器和隔离开关及接地开关毛利率下降较大，其中断路器的毛利率由 08 年的 27.0% 大幅下滑至 14.3%。毛利率下降主要系市场竞争激烈，产品价格下降所致。我们认为今年毛利率将继续下滑，明年在特高产品的带动下毛利率有望回升。

图表 4. 近三年公司产品毛利率情况


资料来源：公司数据

受益于特高压建设，业绩有望爆发性增长

平高本部业务将受益于下半年特高压交流线路招标。淮南——上海以及锡盟——上海的两条特高压交流线路预计2010年下半年开始招标，两条线路合计的间隔数有70个左右，所对应的特高压GIS的开关市场需求为70亿左右，将会被平高、西电和新东北电气三家瓜分，我们预计平高本部可以中标20亿左右，将于2011-2012年交货。

图表 5. 平高电气本部的经营情况预测

平高电气本部	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(人民币 百万元)	1,053	1,749	2,565	2,340	3,332	4,323	5,626
本部净利润(人民币 百万元)	50	36	86	14	119	206	297
净利润增长率(%)	(8)	(28)	140	(79)	465	73	44
平高本部占净利润比重(%)	30.7	20.5	41.7	10.1	48.3	57.9	63.2

资料来源：公司数据及中银国际研究

平高东芝经营情况稳定

平高东芝去年实现营业收入19.3亿，实现净利润2.55亿，同比增长6%。平高东芝产品在市场上具有较强的技术、品牌优势，产品盈利能力强，公司已进入稳定发展期。平高东芝贡献的投资收益占公司净利润由2008年的58%上升为2009年的89.91%，不过我们认为平高东芝的发展空间没有平高电气本部广阔，2010-2012年将稳步增长。

图表 6. 平高东芝的经营情况预测

平高东芝	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(人民币 百万元)	1,131	1,492	1,605	1,926	2,000	2,200	2,400
税前利润(人民币 百万元)	225	303	266	300	300	352	408
所得税率(%)	0.0	7.5	9.0	15.0	15.0	15.0	15.0
净利润(人民币 百万元)	225	280	242	255	255	299	347
对合并报表净利润贡献(人民币 百万元)	112	140	121	128	128	150	173
净利润增长率(%)	118	25	(14)	6	5	17	16
平高东芝投资收益占净利润比重(%)	69.3	79.5	58.3	89.9	51.7	42.1	36.8

资料来源：公司数据及中银国际研究

国网入主将给公司带来更广阔发展空间

随着公司控股股东平高集团国有股权划转完毕，公司实际控制人也相应变更为国家电网，这将为公司带来更广阔的发展空间。

根据相关规划，公司将抓住国家建设特高压和智能电网这一难得机遇，加快规划以特（超）高压开关为重点，具备交直流、全系列、全电压等级的中高压开关设备的成套生产，加大一次、二次设备的整合，打造具有领先自主研发能力、国际一流品牌和中国最具国际竞争力的输配电设备制造企业。

风险提示

国网收购后运作风险

国网公司目前已经成为平高集团的实际控制人，并且承诺平高集团 3 年后的收入达到 150 亿元，未来国网公司对平高集团的具体支持措施还有待跟踪观察。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	2,620	2,340	3,025	4,996	6,493
销售成本	(2,027)	(1,867)	(2,372)	(3,828)	(5,021)
经营费用	(255)	(255)	(365)	(654)	(842)
经营利润(息税前利润)	338	218	306	531	647
折旧及摊销	(41)	(41)	(52)	(59)	(68)
息税折旧前利润	298	177	253	471	578
净利息收入(费用)	(62)	(56)	(54)	(30)	(29)
其他收益/(损失)	6	9	2	7	7
税前利润	242	130	202	449	557
所得税	(34)	11	(6)	(40)	(52)
少数股东权益	(1)	1	(1)	(1)	(1)
净利润	207	142	196	408	503
核心净利润	207	142	196	408	503
每股收益(人民币)	0.3	0.21	0.29	0.6	0.74
核心每股收益(人民币)	0.3	0.21	0.29	0.6	0.74
每股股息(人民币)	0.07	0.07	0.05	0.06	0.12
收入增长(%)	50	(11)	29	65	30
息税前利润增长(%)	68	(40)	43	86	23
息税折旧前利润增长(%)	59	(35)	40	74	22
每股收益增长(%)	18	(31)	38	109	23
核心每股收益增长(%)	18	(31)	38	109	23

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	644	1,773	1,862	1,825	1,887
应收帐款	1,221	1,405	1,658	2,464	3,202
库存	749	506	650	1,049	1,376
其他流动资产	306	152	288	542	840
流动资产总计	2,920	3,836	4,458	5,879	7,304
固定资产	481	584	619	646	664
无形资产	46	257	257	257	257
其他长期资产	483	512	439	439	439
长期资产总计	1,010	1,353	1,315	1,343	1,361
总资产	3,931	5,189	5,774	7,222	8,665
应付帐款	1,233	1,009	1,300	2,150	2,889
短期债务	255	421	413	405	397
其他流动负债	780	825	981	1,279	1,614
流动负债总计	2,267	2,256	2,693	3,835	4,899
长期借款	170	170	170	170	170
其他长期负债	5	4	4	4	4
股本	511	682	682	682	682
储备	969	2,070	2,217	2,523	2,900
股东权益	1,481	2,753	2,899	3,205	3,582
少数股东权益	8	7	7	8	9
总负债及权益	3,931	5,189	5,774	7,222	8,665
每股帐面价值(人民币)	2.9	4.03	4.25	4.7	5.25
每股有形资产(人民币)	2.83	3.66	3.87	4.32	4.87
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.43)	(1.73)	(1.88)	(1.83)	(1.93)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	242	130	202	449	557
折旧与摊销	41	41	52	59	68
净利息费用	63	53	54	30	29
运营资本变动	101	(391)	(124)	(400)	(359)
税金	(34)	11	(6)	(40)	(52)
其他经营现金流	(114)	180	(140)	(49)	(170)
经营活动产生的现金流	299	25	38	49	73
购买固定资产净值	(224)	(224)	(70)	(70)	(70)
投资减少/增加	121	128	133	155	178
其他投资现金流	(45)	(470)	75	(65)	0
投资活动产生的现金流	(148)	(566)	138	20	108
净增权益	146	171	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(37)	(51)	(34)	(39)	(82)
其他融资现金流	(106)	(116)	(52)	(67)	(37)
融资活动产生的现金流	4	4	(86)	(106)	(119)
现金变动	154	(537)	90	(38)	62
期初现金	429	644	1,773	1,862	1,825
公司自由现金流	156	(540)	194	91	204
权益自由现金流	(146)	(436)	133	52	164

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	12.9	9.3	10.1	10.6	10.0
息税前利润率	11.4	7.6	8.4	9.4	8.9
税前利润率	9.2	5.6	6.7	9.0	8.6
净利率	7.9	6.1	6.5	8.2	7.7
流动性(倍)					
流动比率	1.3	1.7	1.7	1.5	1.5
利息覆盖率	4.4	2.9	3.1	7.9	9.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.0	1.5	1.4	1.3	1.2
估值(倍)					
市盈率	59.8	87.3	63.4	30.4	24.6
核心业务市盈率	59.8	87.3	63.4	30.4	24.6
目标价对应核心业务市盈率	47.7	69.7	50.6	24.3	19.7
市净率	6.3	4.5	4.3	3.9	3.5
价格/现金流	(63.5)	(28.4)	92.9	240.5	75.6
企业价值/息税折旧前利润	27.4	52.2	37.2	21.8	17.9
周转率					
存货周转天数	134.9	5.0	5.0	5.0	5.0
应收帐款周转天数	170.1	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款周转天数	171.7	219.2	200.0	180.0	180.0
回报率(%)					
股息支付率	24.7	24.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	14.0	5.2	6.9	13.4	14.8
资产收益率	6.5	3.4	4.5	6.6	6.6
已运用资本收益率	15.8	5.5	8.3	13.8	15.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 4 月 22 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定义下的“合格投资者”或“专业投资者”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621) 6860 4866
传真:(8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编:100032
电话:(8610) 6622 9000
传真:(8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话:(4420) 7022 8888
传真:(4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话:(1) 212 259 0888
传真:(1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65) 6412 8856 / 6412 8630
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371