



分析师

赵曦 王静

电话: 010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

平高电气 (600312)
买入 (首次)



电力设备/调研及点评

一季度经营亏损，中期期待特高压，未来还看国网资产注入

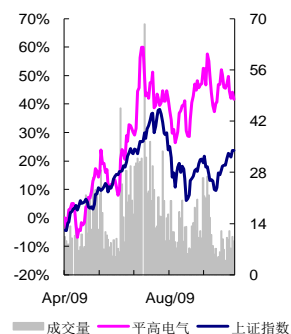
公司数据

总股本 (万股)	68247
流通股 (万股)	68247
每股净资产	4.04
主要股东	平高集团有限公司
主要股东持股比例	17.01%

交易数据

一年价格波动区间	13.14~19.49
半年绝对表现	-10.92%
半年相对表现	-6.92%
半年换手率	2.04%

市场表现



事件:

- 公司发布一季报，报告期内实现营业收入 2.24 亿元，同比减少 17.67%；营业利润-2031 万元，归属上市公司净利润 169.72 万元，同比减少 43.54%；每股收益 0.0025 元，扣除非经常性损益后的每股收益为-0.03 元。
- 另外，我们近日组织了对公司的联合调研，参观了公司生产线，并与公司高管座谈，了解了公司目前的生产与经营状况等。公司虽然目前经营状况存在一些困难，但特高压开关将给公司带来高速增长，而且国网入主后资产注入预期已经明确。

点评:

公司作为国内高压、超高压开关的三大基地之一，具备国内领先的高压开关研发、技术与生产能力，目前公司产品包括断路器、隔离开关和 GIS（气体绝缘全封闭组合电器）三大类。

1. 一季度凭借营业外收入避免亏损

从一季报的数据来看，公司由于去年年末至今年年初的几次国网招标中市场份额同比大幅下降，订单有所减少，因此营业收入出现了较大幅度的下滑。而由于产品结构性因素，毛利率较去年同期上升 4 个百分点至 25.57%，但销售和管理费用率分别上升 1 个和 5 个百分点。

由于平高东芝在去年年末至今年年初的招标中表现较差，报告期内仅为上市公司贡献投资收益 1236 万元，同比大幅下降了 2545 万元，因此扣除非经常性损益后业绩亏损。但凭借 2067.64 万的营业外收入避免了亏损，而该营业外收入主要来自于公司确认了无法支付的款项。

2. 公司产品毛利率出现大幅下降事出有因

从 2009 年到今年一季度，公司的断路器和隔离开关毛利率均出现了大幅下滑，其中前者毛利率从 2008 年的 26.97% 下降至 14.30%，后者毛利率从 2008 年的 15.39% 下降至 11.96%。其原因主要是公司产品主要通过国家电网的统一招标进行销售，而在 09 年至今年一季度的国家电网统一招标中，

相关研究:

请关注我们随后推出的深度报告。

由于中标与否主要取决于产品价格，因此市场上其他竞争对手采取了低价策略，使隔离开关和断路器的中标价格下降了 20%~30%，严重影响了公司产品的毛利率水平。

与此同时，由于公司已被国家电网收购，为避免国网承受更大的压力，因此招标过程中公司很难以简单的低价策略进行投标，因此出现了订单和市场份额的大幅下滑。在国家电网今年的第一批招标中，平高中标市场份额仅约为 7%。

另外，公司 GIS 产品毛利率在 2009 年虽然有所上升，但主要来源于产品结构的变化。其在国网的招标中，近期价格下降也非常明显。以 750KV 的 GIS 产品为例，其单位价格已经从初期的 1700 万元/间隔下降到了最近的 620 万元/间隔，而对下游材料供应商成本的转移有限，因此毛利率也出现了较大幅度的下滑。

3.特高压开关将成为未来两年公司主要的增长点

作为国内三大开关基地之一，公司在 1100KV 等级的特高压开关技术上处于领先地位，在晋东南特高压线路的 GIS 招标中，公司中标 6 个间隔中的 2 个，标的金额 2.23 亿元，高于西开的 2 亿元和东北电气的 2.1 亿元。

今年国网确认待建的特高压线路有 2 条，分别为淮南-上海以及锡盟-南京，计划建造 9 个变电站，共计 70 个间隔，市场容量可达 60 余亿元。该部分特高压 GIS 的招标预计将在 7-8 月间进行，收入确认将在 2011~2012 年。目前公司根据国网的要求，已经预投了 7 个间隔的特高压 GIS。

4.国网的入主将给公司带来实质性的改变

我们认为国网入主平高后中期能够给公司带来的影响包括四个方面：

首先，国网计划在 3 年内向平高集团投资 50 亿元用于扩张产能和现有产品的配套产品的研发，其目的在于使平高集团形成整套设备生产能力，提高竞争力。

其次，在形成整套设备生产能力的情况下，由于国网国际技术装备公司在海外承揽电网的总包工程，将面向国内进行一次设备的采购，平高将具备拿下订单的能力。目前以国网已经开始经营的菲律宾电网为例，主要使用开关为 72.5KV 的整套设备。

第三，国网入主后，通过资源整合，有望进一步提高平高的经营管理水平，改善公司毛利率低于同类上市公司的现状，增强公司的盈利能力。

第四，由于目前国网通过平高集团所实际持有公司股份的比例较低，因此资产注入预期明确。国网一方面将把旗下部分一次设备资产注入上市公司，另一方面促成平高集团剩余资产向上市公司的注入，以完成平高集团整体上市。

5. 业绩今年起快速增长，资产注入预期明确，给予“买入”评级

根据对增发募投项目的进展速度以及国家特高压线路的建设进度的预测，我们认为业绩从今年起开始恢复快速增长，在不考虑国网资产注入的情况下，预计 2010~2012 年公司每股收益为 0.31 元、0.49 元和 0.63 元。虽然目前估值水平较高，但国网入主后的资产注入预期已经明确，而且国网入主后对公司盈利能力的提升具备超出预期的可能，因此我们首次给予“买入”评级。

表 1: 主要财务指标预测

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2620.16	2340.47	2725.58	4259.98	4867.50
同比增长率	49.79%	-10.67%	16.45%	56.30%	14.26%
净利润	207.34	142.05	213.40	336.03	428.94
同比增长率	17.76%	-31.49%	50.23%	57.46%	27.65%
每股收益（元）	0.304	0.208	0.313	0.492	0.629
市盈率（PE）	60.33	88.07	58.62	37.23	29.16

表 2 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	4281.41	4235.40	4816.70	5432.21	营业收入	2340.47	2725.58	4259.98	4867.50
货币资金	1776.72	1382.30	1343.57	1797.15	营业成本	1867.46	2168.74	3336.85	3804.98
应收与预付款项	1553.96	1829.42	2272.04	2424.14	营业税金及附加	11.41	12.27	19.17	21.90
存货	505.71	578.66	756.08	765.91	销售费用	196.40	226.22	340.80	379.66
非流动资产	879.26	1049.91	1086.56	902.40	管理费用	200.38	231.67	345.06	374.80
固定资产在建工程	584.11	780.97	844.83	687.69	财务费用	56.15	-6.87	1.64	-12.43
无形资产待摊费用	293.76	267.74	241.23	214.21	投资收益	127.71	140.48	161.55	185.79
资产总计	5160.67	5285.30	5903.26	6334.61	利润总额	130.34	227.03	368.01	473.37
流动负债	1727.05	1878.12	2370.99	2600.79	所得税	-10.56	12.98	30.97	43.14
短期借款	420.89	200.00	100.00	0.00	净利润	140.91	214.05	337.04	430.23
应付与预收款项	1306.17	1678.12	2270.99	2600.79	少数股东损益	-1.14	0.64	1.01	1.29
非流动负债	674.00	574.00	574.00	574.00	归属母公司净利	142.05	213.40	336.03	428.94
负债合计	2401.05	2452.12	2944.99	3174.79	EPS (元)	0.208	0.313	0.492	0.629
股本	682.47	682.47	682.47	682.47					
资本公积	1479.15	1479.15	1479.15	1479.15	主要财务比率				
留存收益	590.94	804.34	1089.97	1476.02	成长能力				
少数股东权益	7.05	7.69	8.71	10.00	营业收入	-10.67%	16.45%	56.30%	14.26%
归属于母公司权益	2752.56	2965.97	3251.60	3637.64	净利润	-31.49%	50.23%	57.46%	27.65%
负债股东权益合计	5160.67	5425.78	6205.29	6822.43	获利能力				
					毛利率	20.21%	20.43%	21.67%	21.83%
现金流量表					净利率	6.02%	7.85%	7.91%	8.84%
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	ROE	5.16%	7.20%	10.33%	11.79%
经营活动现金流	-24.14	113.34	304.00	573.51	偿债能力				
净利润	13.01	66.77	168.69	237.65	资产负债率	46.53%	46.40%	49.89%	50.12%
折旧摊销	63.46	120.35	151.35	171.16	流动比率	1.72	1.67	1.58	1.66
资产减值损失	15.45	15.00	18.00	19.00	速动比率	1.50	1.41	1.30	1.41
财务费用	53.33	-12.32	-6.88	-22.17	营运能力				
投资活动现金流	-566.03	-299.20	-199.20	0.80	总资产周转率	0.45	0.52	0.72	0.77
融资活动现金流	1314.16	-208.57	-143.53	-120.73	存货周转率	3.69	3.75	4.41	4.97
现金流量净额	723.87	-394.43	-38.73	453.58	应收账款周转率	1.63	1.71	2.17	2.32

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei@hysec.com

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。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
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6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
减持		未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上	