



股权划转完成，整合时点渐进

增持（维持）

投资要点：

- 公司 24.91% 的股权划归给中国电力技术装备公司
- 2010 为业绩最低点，略上调未来两年盈利预测至 0.18/0.32 元
- 暂维持“增持”评级，但目前股价长期来看已具备吸引力

- 平高集团的 100% 股权向中国电力技术装备公司划转完成。该划转完成后，中国电力技术装备公司通过平高集团直接和间接共持有平高电气 24.91% 的股权。目前中国电力技术装备公司还分别通过南瑞集团和许继集团控制国电南瑞和许继电气，股权划转的完成为国家电网对公司的整合铺平了道路，而我们预计平高电气将成为国家电网一次设备产业化的重要平台。
- 2010 年业绩预减 90% 以上，2011 年开始充分受益于特高压加速建设。公司 27 日发布了业绩预减公告，预计 2010 年净利润同比下降 90% 以上。该业绩要好于我们原有对公司今年亏损的预期，但去年业绩的具体数额并不重要，公司目前最大的看点除国家电网的整合预期外，即是交流特高压在“十二五”期间的加速建设对公司业绩的提升。根据我们此前的预测，未来五年特高压 GIS 的市场容量约为 338 亿元，平高电气的业绩是对特高压建设最为敏感的上市公司。
- 公司目前股价长期来看已具备很强吸引力。随着公司业绩的改善预期以及国网对公司整合时点的渐行渐近，公司股价经过前段时间的下跌，目前已经具备了长期投资价值。
- 略调高 11/12 年的盈利预测，暂维持“增持”评级。鉴于国家电网低价中标方式的逐步改变，公司的盈利能力回升速度将超出原有预期。因此我们上调未来两年的盈利预测，预计 10/11/12 年 EPS 分别为 0.01/0.18/0.32 元。由于国家电网对公司整合的方案和进度尚存在较大不确定性，我们暂时维持对其的“增持”评级，并将密切关注资产整合的进度。

| 主要经营指标 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------|---------|---------|---------|----------|---------|
| 营业收入 | 2620.16 | 2340.47 | 1989.07 | 3450.04 | 4797.68 |
| 增长率 | 49.79% | -10.67% | -15.01% | 73.45% | 39.06% |
| 母公司净利润 | 207.34 | 142.05 | 8.19 | 144.35 | 260.73 |
| 增长率 | 17.76% | -31.49% | -94.23% | 1661.66% | 80.62% |
| 毛利率 | 22.63% | 20.21% | 19.00% | 21.04% | 22.01% |
| EPS | 0.253 | 0.173 | 0.010 | 0.176 | 0.318 |
| ROE | 14.00% | 5.16% | 0.30% | 5.01% | 8.36% |

分析师

王静

S1180207090092

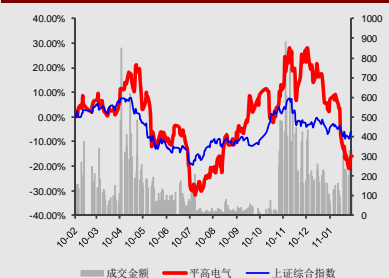
赵曦

S1180511010008

电话：010-88085960

Email: zhaoxi@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 |
| 控股股东持股比例 | 20.41% |

相关研究

- 平高电气三季报点评：业绩最低点将现，等待 2011
2010.10.22
- 平高电气中报点评：业绩下滑超出预期，静待国网实质动作
2010.08.04
- 平高电气：一季度经营亏损，中期期待特高压，未来还看国网资产注入
2010.04.27

附表 1 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 | 4,281 | 3,591 | 4,723 | 5,751 | 营业收入 | 2,340 | 1,989 | 3,450 | 4,798 |
| 货币资金 | 1,777 | 1,754 | 1,002 | 1,220 | 营业成本 | 1,867 | 1,611 | 2,724 | 3,741 |
| 应收与预付款项 | 1,554 | 1,049 | 2,550 | 3,185 | 营业税金及附加 | 11 | 9 | 16 | 22 |
| 存货 | 506 | 342 | 726 | 901 | 销售费用 | 196 | 171 | 276 | 384 |
| 非流动资产 | 879 | 1,060 | 1,103 | 922 | 管理费用 | 200 | 183 | 276 | 374 |
| 固定资产在建工程 | 584 | 791 | 861 | 708 | 财务费用 | 56 | 22 | 27 | 34 |
| 无形资产待摊费用 | 294 | 268 | 241 | 214 | 资产减值损失 | 15 | 5 | 12 | 15 |
| 资产总计 | 5,161 | 4,651 | 5,826 | 6,673 | 投资收益 | 128 | -18 | 35 | 60 |
| 流动负债 | 1,727 | 1,291 | 2,378 | 3,050 | 利润总额 | 130 | 15 | 164 | 297 |
| 短期借款 | 421 | 371 | 371 | 371 | 所得税 | -11 | 7 | 19 | 36 |
| 应付与预收账款 | 1,306 | 920 | 2,007 | 2,679 | 净利润 | 141 | 8 | 145 | 262 |
| 长期借款 | 170 | 170 | 170 | 170 | 少数股东损益 | -1 | 0 | 0 | 1 |
| 非流动负债 | 674 | 574 | 574 | 574 | 归属母公司净利 | 142 | 8 | 144 | 261 |
| 负债合计 | 2,401 | 1,865 | 2,952 | 3,624 | EPS (元) | 0.173 | 0.010 | 0.176 | 0.318 |
| 股本 | 682 | 682 | 682 | 682 | | | | | |
| 资本公积 | 1,479 | 1,479 | 1,479 | 1,479 | 主要财务比率 | | | | |
| 留存收益 | 591 | 599 | 722 | 956 | 成长能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 7 | 7 | 8 | 8 | 营业收入 | -10.67% | -15.01% | 73.45% | 39.06% |
| 归属于母公司权益 | 2,753 | 2,761 | 2,883 | 3,118 | 净利润 | -32.41% | -94.13% | 1649.29% | 80.62% |
| 负债股东权益合计 | 5,161 | 4,633 | 5,843 | 6,750 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 20.21% | 19.00% | 21.04% | 22.01% |
| | | | | | 净利率 | 6.02% | 0.42% | 4.20% | 5.45% |
| 现金流量表 | | | | | ROE | 5.16% | 0.30% | 5.01% | 8.36% |
| 单位: 百万元 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 偿债能力 | | | | |
| 经营活动现金流 | -24 | 313 | -509 | 271 | 资产负债率 | 46.53% | 40.09% | 50.67% | 54.30% |
| 净利润 | 13 | -12 | 101 | 193 | 流动比率 | 1.72 | 1.86 | 1.54 | 1.54 |
| 折旧摊销 | 63 | 120 | 151 | 171 | 速动比率 | 1.50 | 1.66 | 1.28 | 1.28 |
| 资产减值损失 | 15 | 5 | 12 | 15 | 营运能力 | | | | |
| 利息费用 | 53 | 18 | 24 | 30 | 总资产周转率 | 0.45 | 0.43 | 0.59 | 0.72 |
| 投资活动现金流 | -566 | -268 | -198 | 3 | 应收账款周转率 | 1.63 | 2.24 | 1.54 | 1.71 |
| 融资活动现金流 | 1,314 | -68 | -45 | -56 | 存货周转率 | 3.69 | 4.71 | 3.75 | 4.15 |
| 现金流量净额 | 724 | -23 | -752 | 218 | | | | | |

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。

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。

机构销售团队

| 重点机构 | 华北区域 | 华东区域 | 华南区域 |
|--|---|---|--|
| 曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com | 郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com | 张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com | 雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com |
| 贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com | 牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com | 王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com | 罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com |
| | 孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com | 赵佳 010-88085291 zhaojia@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。