

业绩低谷已经过去

增持 (维持)

投资要点:

- 📖 2010年每股收益0.01元，去年是公司业绩最低点
- 📖 毛利率情况好于预期，但期间费用率高企拖累业绩
- 📖 未来看点仍在特高压与资产整合，暂维持“增持”评级

- **2010年全年收入下降12.60%，每股收益0.007元。**报告期内公司实现营业收入20.46亿元，同比下降12.60%；归属上市公司净利润540万元，同比下降96.20%；实现每股收益0.007元。净利润大幅下降的原因除收入下降外，主要是对合资公司平高东芝的投资收益大幅下降以及公司费用率高企。从生产情况来看，去年完成断路器1026台，封闭式组合电器1587间隔，隔离开关2118组，均比2009年有所上升，但价格的下滑导致总体收入的下降。
- **综合毛利率22.33%，好于预期。**从各产品毛利率情况来看，除断路器毛利率大幅下降7.28个百分点至7.02%外，其余产品并未出现明显下降，其中隔离开关毛利率上升1.67个百分点至13.63%，GIS毛利率与2009年持平；而备品备件等的毛利率有较大幅度上升，导致综合毛利率较2009年上升了2.12个百分点，明显好于预期。
- **但投资收益大幅下降和费用率显著上升。**报告期内对平高东芝的投资收益约为68.48万元，同比下降99.46%，目前中电装备与东芝已经成立合资公司，有望解决平高东芝成本偏高的问题，今年开始效益将有望逐步回升。公司净利润大幅下降的另一个重要原因是期间费用率的快速上升，其中销售与管理费用率分别上升2.64和0.49个百分点。
- **未来看点仍在特高压和国网资产整合。**目前特高压已经写入“十二五”规划，最近两年的加速建设对公司业绩将有大幅提升。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，按照今年2条交流来测算公司的订单将有望超过20亿元。
- **盈利能力逐步回升，维持“增持”评级。**国家电网低价中标方式的改变将使公司盈利能力快速回升，不考虑资产整合的情况下，我们预计11/12/13年EPS分别为0.18/0.32/0.43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，暂时维持对其的“增持”评级。

| 主要经营指标 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入 | 2340.47 | 2045.62 | 3384.01 | 4398.76 | 5263.58 |
| 增长率 | -10.67% | -12.60% | 65.43% | 29.99% | 19.66% |
| 母公司净利润 | 142.05 | 5.40 | 143.18 | 260.55 | 348.83 |
| 增长率 | -31.49% | -96.20% | 2552.52% | 81.97% | 33.88% |
| 毛利率 | 20.21% | 22.33% | 22.76% | 23.13% | 23.04% |
| EPS | 0.173 | 0.007 | 0.175 | 0.318 | 0.426 |
| ROE | 5.16% | 0.20% | 5.03% | 8.49% | 10.37% |

分析师

王静

S1180207090092

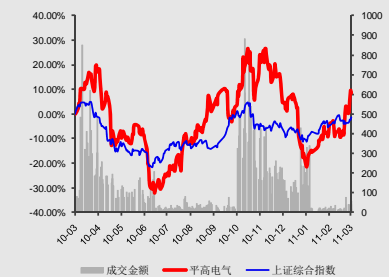
赵曦

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 |
| 持股比例 | 20.41% |

相关研究

平高电气点评: 股权划拨完成, 整合时点渐进

2011.01.31

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 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 单位: 百万元 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 流动资产 | 3,518 | 4,350 | 4,875 | 5,425 | 营业收入 | 2,046 | 3,384 | 4,399 | 5,264 |
| 货币资金 | 800 | 1,051 | 1,033 | 1,216 | 营业成本 | 1,589 | 2,614 | 3,381 | 4,051 |
| 应收与预付款项 | 1,737 | 2,131 | 2,495 | 2,795 | 营业税金及附加 | 14 | 17 | 22 | 26 |
| 存货 | 613 | 800 | 979 | 1,046 | 销售费用 | 226 | 288 | 374 | 442 |
| 非流动资产 | 1,159 | 1,183 | 1,168 | 1,149 | 管理费用 | 185 | 281 | 356 | 421 |
| 固定资产在建工程 | 842 | 874 | 868 | 857 | 财务费用 | 24 | 27 | 27 | 27 |
| 无形资产待摊费用 | 315 | 308 | 300 | 292 | 资产减值损失 | 20 | 10 | 11 | 11 |
| 资产总计 | 4,676 | 5,533 | 6,043 | 6,574 | 投资收益 | 0 | 10 | 60 | 100 |
| 流动负债 | 1,695 | 2,440 | 2,787 | 3,120 | 利润总额 | 6 | 168 | 297 | 395 |
| 短期借款 | 558 | 608 | 658 | 708 | 所得税 | 2 | 24 | 36 | 44 |
| 应付与预收账款 | 1,137 | 1,831 | 2,129 | 2,411 | 净利润 | 5 | 144 | 262 | 351 |
| 长期借款 | 250 | 250 | 250 | 250 | 少数股东损益 | -1 | 1 | 1 | 2 |
| 非流动负债 | 250 | 250 | 250 | 250 | 归属母公司净利 | 5 | 143 | 261 | 349 |
| 负债合计 | 1,945 | 2,690 | 3,037 | 3,370 | EPS (元) | 0.007 | 0.175 | 0.318 | 0.426 |
| 股本 | 819 | 819 | 819 | 819 | | | | | |
| 资本公积 | 1,338 | 1,338 | 1,338 | 1,338 | 主要财务比率 | | | | |
| 留存收益 | 569 | 690 | 912 | 1,208 | 成长能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 5 | 6 | 7 | 9 | 营业收入 | -12.60% | 65.43% | 29.99% | 19.66% |
| 归属于母公司权益 | 2,726 | 2,847 | 3,069 | 3,365 | 净利润 | -96.69% | 2985.15% | 81.97% | 33.88% |
| 负债股东权益合计 | 4,676 | 5,543 | 6,113 | 6,744 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 22.33% | 22.76% | 23.13% | 23.04% |
| 现金流量表 | | | | | 净利率 | 0.23% | 4.25% | 5.95% | 6.66% |
| 单位: 百万元 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | ROE | 0.20% | 5.03% | 8.49% | 10.37% |
| 经营活动现金流 | -358 | 321 | 39 | 254 | 偿债能力 | | | | |
| 净利润 | 5 | 125 | 193 | 242 | 资产负债率 | 41.60% | 48.61% | 50.26% | 51.26% |
| 折旧摊销 | 77 | 46 | 54 | 58 | 流动比率 | 1.86 | 1.63 | 1.62 | 1.62 |
| 资产减值损失 | 20 | 10 | 11 | 11 | 速动比率 | 1.50 | 1.30 | 1.27 | 1.29 |
| 利息费用 | 36 | 27 | 27 | 27 | 营运能力 | | | | |
| 投资活动现金流 | 120 | -72 | -42 | -42 | 总资产周转率 | 0.44 | 0.61 | 0.73 | 0.80 |
| 融资活动现金流 | -293 | 1 | -16 | -30 | 应收账款周转率 | 1.33 | 1.84 | 2.04 | 2.18 |
| 现金流量净额 | -531 | 251 | -18 | 183 | 存货周转率 | 2.59 | 3.27 | 3.45 | 3.87 |

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, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

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, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

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 | 崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@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 | 雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com |
| | 孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com | 赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com | 罗云 010-88085760 luoyun@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。