

输变电设备

熊琳

0755-82026734
xionglin@cjis.cn

平高电气

600312

推荐

平高东芝增长超预期，长期看好国网公司入主带来的战略性影响

平高电气今日公告 09 年中期报告，营业收入同比下降 8.80%，扣除非经常性损益的净利润同比下降 17.88%，EPS 0.138 元，略好于前期市场预期。中期业绩亮点是平高东芝超预期，增长提速，而本部由于上半年收入延迟确认，对公司业绩有所拖累。

投资要点：

- **平高东芝增长超预期，再次成为公司业绩的主要支撑。**平高东芝 09 年上半年收入和净利润分别同比增长了 58% 和 40%，对公司贡献的投资收益占公司净利润的 84.53%。上年同期平高东芝由于自然灾害延迟交货，而且降价销售明显，导致收入利润双双低于预期。但是 09 年上半年平高东芝凭借其品牌优势，交货增长超预期。我们认为平高东芝未来产品价格和毛利率逐渐走低不可避免，但销量规模的扩大可以抵消毛利率的降低，我们判断平高东芝未来依然对于公司利润贡献较大。
- **本部收入增长下降，主要因产品交货期不均衡及部分用户建设进度放缓所致。**09 年整个电力设备行业都出现变电站建设放缓、客户要求延迟交货的现象。因此平高本部收入下滑属于行业正常现象。公司产品平均毛利率有所下降，其中断路器毛利率同比下降 6 个多百分点，隔离开关及接地开关毛利率同比下降 8 个多百分点，但封闭组合电器毛利率同比增长了 0.14 个百分点，主要系市场竞争激烈，产品价格下降所致。我们认为目前产品毛利率下降较多，未来基本没有下降空间。
- **受行业影响，新增订单较上年同期略低，但考虑到公司的行业地位以及下半年招投标较多，全年订单依然有保证。**09 年上半年本部新增合同 11.19 亿元（未含中标待签合同 5 亿元），同比下降 16%（考虑中标待签合同）。主要系上半年用户招标总量有所下降，公司参与投标总金额也相应下降所致，但中标率仍保持较高水平。我们认为，下半年国网招标有提升的可能，尤其是特高压订单金额较大，另外考虑到公司目前的市场地位、股东支持，全年订单依然有保证。
- **短期看本部特高压产品将是 2010 年的盈利增长点，长期看好国网公司的入主将给公司带来的战略性影响。**2010 年国内特高压建设提速，预计未来几年公司百万千伏及 750kV 产品的销售收入将达到每年 15 亿左右，而特高压产品 20-25% 的毛利率必然能使公司业绩大幅提升。另外国网入主平高集团后，对于公司发展而言将是战略性的提升。包括国网对于平高东芝的发展以及作为平台仍有其他资产注入的市场预期强烈。而最直接则在于上市公司拿单能力增强，市场份额的再次提升。
- **投资建议：**维持前期盈利预测，预计 2009-2011 年 EPS 为 0.41、0.73、0.96 元。虽然公司估值已经显著超过行业其他公司，但考虑到公司在特高压领域的优势以及未来可能存在的战略性发展的投资机会，维持“推荐”评级，短期目标价 22 元。

6-12 个月目标价： 22.00 元

当前股价： 17.98 元

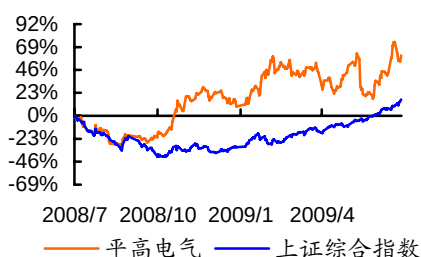
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3372.60
总股本(百万)	613
流通股本(百万)	613
流通市值(亿)	110
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.43
资产负债率	62.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
平高电气	18.92	47.38	77.39
上证综合指数	15.41	37.74	69.42



相关报告

《平高电气-GIS 确定本部增长态势，特高压产品将是 2010 年的盈利增长点》
2009-3-12

《平高电气-特高压带动本部业绩高速增长，平高东芝增速放缓影响有限》2009-2-17

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2620	2962	4453	5540
同比(%)	50%	13%	50%	24%
归属母公司净利润(百万元)	208	253	447	594
同比(%)	18%	21%	77%	33%
毛利率(%)	22.6%	21.5%	23.0%	23.0%
ROE(%)	14.0%	14.9%	20.9%	21.7%
每股收益(元)	0.34	0.41	0.73	0.96
P/E	53.20	43.90	24.79	18.67
P/B	7.45	6.56	5.19	4.06
EV/EBITDA	25	20	11	9

资料来源：中投证券研究所

表 1: 平高电气主营业务收入预测

单位 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
敞开式六氟化硫断路器	547.87	547.87	602.66	723.19
增长率	38.33%	0.00%	10.00%	20.00%
高压隔离开关、接地开关	238.84	191.07	191.07	191.07
增长率	-20.91%	-20.00%	0.00%	0.00%
封闭组合电器	1,264.21	1,453.84	1,889.99	2,456.99
增长率	38.48%	15.00%	30.00%	30.00%
特高压产品		200.00	1,200.00	1,600.00
合计	2,620.16	2,962.03	4,452.97	5,540.50
增长率	49.79%	13.05%	50.34%	24.42%

数据来源: 中投证券研究所

表 2: 毛利率预测

主营毛利率(%)	2008A	2009E	2010E	2011E
敞开式六氟化硫断路器	26.97%	19.97%	20.97%	20.97%
高压隔离开关、接地开关	15.40%	10.40%	10.40%	10.40%
封闭组合电器	20.75%	21.75%	22.75%	22.75%
特高压产品		22.00%	25.00%	25.00%
综合毛利率	22.63%	21.46%	22.96%	23.04%

资料来源: 中投证券研究所

表 3: 平高东芝盈利预测

投资收益 (平高东芝)	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入 (百万元)	1,605.47	2,247.66	2,921.96	3,798.54
增长率 %	7.62%	40.00%	30.00%	30.00%
净利润 (百万元)	241.94	293.76	323.45	420.49
增长率 %	-14.93%	21.42%	10.11%	30.00%
净利率 %	15.07%	13.07%	11.07%	11.07%
计入投资收益 (按 50% 权益法)				
(百万元)	120.97	146.88	161.73	210.24

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2920	3512	5151	6447	营业收入	2620	2962	4453	5540
现金	644	728	1094	1361	营业成本	2027	2326	3431	4264
应收账款	1221	1546	2242	2824	营业税金及附加	9	10	15	18
其它应收款	42	67	90	116	营业费用	208	235	309	330
预付账款	216	238	356	440	管理费用	182	177	221	330
存货	749	879	1287	1604	财务费用	62	50	100	97
其他	48	55	82	102	资产减值损失	17	20	19	20
非流动资产	1010	1713	1758	1638	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	390	351	316	284	投资净收益	121	147	162	210
固定资产	434	1214	1314	1236	营业利润	236	290	520	692
无形资产	46	44	42	40	营业外收入	13	12	12	12
其他	141	104	87	78	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	3931	5225	6909	8085	利润总额	242	297	526	699
流动负债	2267	3351	4590	5171	所得税	34	45	79	105
短期借款	255	1488	1843	1754	净利润	208	253	447	594
应付账款	815	924	1368	1698	少数股东损益	1	1	2	3
其他	1198	939	1379	1719	归属母公司净利润	207	251	445	591
非流动负债	175	184	181	182	EBITDA	340	432	770	956
长期借款	170	170	170	170	EPS (元)	0.34	0.41	0.73	0.96
其他	5	14	11	12	主要财务比率				
负债合计	2442	3535	4771	5353	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	8	10	12	15	成长能力				
股本	511	613	613	613	营业收入	49.8%	13.0%	50.3%	24.4%
资本公积	367	367	367	367	营业利润	59.1%	23.0%	79.1%	33.2%
留存收益	602	700	1145	1736	归属于母公司净利润	17.8%	21.2%	77.1%	32.8%
归属母公司股东权益	1481	1681	2126	2717	获利能力				
负债和股东权益	3931	5225	6909	8085	毛利率	22.6%	21.5%	23.0%	23.0%
现金流量表					净利率	7.9%	8.5%	10.0%	10.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	14.0%	14.9%	20.9%	21.7%
经营活动现金流	299	-406	147	289	ROIC	34.3%	15.1%	22.7%	26.4%
净利润	208	253	447	594	偿债能力				
折旧摊销	43	92	150	167	资产负债率	62.1%	67.7%	69.1%	66.2%
财务费用	62	50	100	97	净负债比率				
投资损失	-121	-147	-162	-210	流动比率	1.29	1.05	1.12	1.25
营运资金变动	101	-668	-440	-398	速动比率	0.96	0.79	0.84	0.94
其它	6	14	51	39	营运能力				
投资活动现金流	299	-641	-36	164	总资产周转率	0.74	0.65	0.73	0.74
资本支出	224	840	229	79	应收账款周转率	2	2	2	2
长期投资	5	-39	-35	-32	应付账款周转率	2.99	2.68	2.99	2.78
其他	528	160	158	212	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	4	1131	256	-186	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.41	0.73	0.96
短期借款	-405	1233	356	-89	每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	-0.66	0.24	0.47
长期借款	170	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.41	2.74	3.47	4.43
普通股增加	146	102	0	0	估值比率				
资本公积增加	-121	0	0	0	P/E	53.20	43.90	24.79	18.67
其他	214	-204	-100	-97	P/B	7.45	6.56	5.19	4.06
现金净增加额	155	84	366	267	EV/EBITDA	25	20	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

熊琳, 中投证券研究所电力设备行业分析师, 上海财经大学财务管理硕士。

主要研究覆盖公司: 荣信股份、思源电气、国电南瑞、平高电气、许继电气、置信电气、国电南自、东方电气、特变电工、金风科技等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434