

业绩下滑超出预期，静待国网实质动作 中性（下调）

中报情况：

公司今日公布半年报，报告期内实现营业收入 6.83 亿元，同比减少 32.52%；归属上市公司净利润 92 万元，同比下降 98.92%；实现每股收益 0.001 元。

点评：

1.上半年经营亏损，平高东芝严重下滑

从业绩下降的原因上来看，公司解释为由上半年交货期的推迟与产品毛利率的下降引起，而平高东芝的原因还包括日元汇率的变动引起的损失，但我们认为开关行业整体的下滑也是公司收入下降的主要因素之一，上半年公司新签订单为 7.63 亿元，同比下降 31.81%。

从国网上半年已经结束的 3 次开关招标来看，开关的价格仍然在下滑，这进一步压低了平高电气本来就不高的毛利率，上半年公司主营业务的毛利率下滑 1.9 个百分点至 18.77%，直接造成了其经营上的亏损；而平高东芝由于一直以来产品价格较高，其在上半年同样受到价格战的强力冲击，加上其从日本采购的成本高企，因此其净利润也出现大幅下滑，上半年平高东芝营业收入和净利润分别为 4.33 亿元和 3,001 万元，分别同比下降了 49%和 79%。由于一次设备的价格战仍在持续，而平高东芝并不具备成本优势，因此我们认为短期内平高东芝的业绩难以取得实质性改善，将会进一步出现下滑。

再从期间费用率上来看，上半年公司收入大幅下降，导致本来就较高的期间费用率进一步上升，其中销售费用率上升 3.33 个百分点至 10%，管理费用率上升 5.93 个百分点至 14.92%。

2.特高压招标推迟，期待国网实质动作

目前，国网的特高压仍未进行招标，按照我们的估计，其时间点要推迟至 9-10 月之间，这将导致公司特高压开关收入确认日期的进一步延后，将会对明年的业绩有所影响。

公司的中报中提及从 4 月实际控制人变为国网公司以来已经初步完成了与国网的对接工作，但我们认为从各个层面来说国网实质性的动作包括改善经营管理水平、资源整合与资产注入都需要一定的时间。目前虽然从公司业绩上来看短期内并无好转迹象，但国网对公司有实质动作之时即

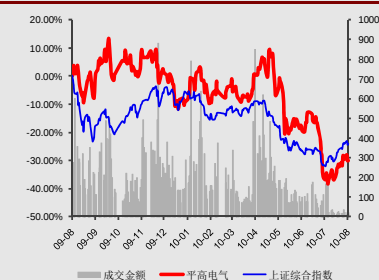
分析师

王静、赵曦

电话：010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

市场表现



相关研究

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

公司基本面反转之时，我们将对此密切跟踪。

3.调低盈利预测，下调评级至“中性”

在中期业绩出现超预期下滑的情况下，我们下调对公司的盈利预测。预计 2010/2011/2012 年分别实现每股收益 0.09/0.14/0.20 元，我们下调对公司的评级至“中性”，建议对公司的后续动作进行关注。

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	2006.80	2963.85	3482.76
同比增长率	49.79%	-10.67%	-14.26%	47.69%	17.51%
净利润	207.34	142.05	73.89	113.69	161.06
同比增长率	17.76%	-31.49%	-47.98%	53.86%	41.67%
每股收益（元）	0.253	0.173	0.090	0.139	0.197
市盈率（PE）	39.02	56.96	109.51	71.17	50.24

资料来源：宏源证券研究所

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	3602.86	4275.41	4764.00	营业收入	2340.47	2006.80	2963.85	3482.76
货币资金	1776.72	1740.32	1221.81	1551.42	营业成本	1867.46	1618.06	2370.74	2771.63
应收与预付款项	1553.96	1071.63	2024.78	2146.32	营业税金及附加	11.41	9.03	13.34	15.67
存货	505.71	345.90	583.81	621.25	销售费用	196.40	170.58	243.04	278.62
非流动资产	879.26	1049.91	1086.56	902.40	管理费用	200.38	176.60	243.04	278.62
固定资产在建工程	584.11	780.97	844.83	687.69	财务费用	56.15	22.15	27.30	30.47
无形资产待摊费用	293.76	267.74	241.23	214.21	资产减值损失	15.45	15.00	18.00	19.00
资产总计	5160.67	4652.77	5361.97	5666.40	投资收益	127.71	57.47	66.09	79.31
流动负债	1727.05	1302.51	1980.83	2219.13	利润总额	130.34	77.86	122.49	176.06
短期借款	420.89	370.89	370.89	370.89	所得税	-10.56	3.75	8.46	14.51
应付与预收账款	1306.17	931.62	1609.94	1848.24	净利润	140.91	74.11	114.03	161.54
长期借款	170.00	170.00	170.00	170.00	少数股东损益	-1.14	0.22	0.34	0.48
非流动负债	674.00	574.00	574.00	574.00	归属母公司净利	142.05	73.89	113.69	161.06
负债合计	2401.05	1876.51	2554.83	2793.13	EPS（元）	0.173	0.090	0.139	0.197
股本	682.47	682.47	682.47	682.47	主要财务比率				
资本公积	1479.15	1479.15	1479.15	1479.15	成长能力				
留存收益	590.94	664.82	761.46	906.41	营业收入	-10.67%	-14.26%	47.69%	17.51%
少数股东权益	7.05	7.28	7.62	8.10	净利润	-31.49%	-47.98%	53.86%	41.67%
归属于母公司权益	2752.56	2826.45	2923.08	3068.04	获利能力				
负债股东权益合计	5160.67	4710.24	5485.53	5869.27	毛利率	20.21%	19.37%	20.01%	20.42%
现金流量表					净利率	6.02%	3.69%	3.85%	4.64%
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	ROE	5.16%	2.61%	3.89%	5.25%
经营活动现金流	-24.14	316.47	-280.88	368.41	偿债能力				
净利润	13.01	-4.61	41.14	75.44	资产负债率	46.53%	40.33%	47.65%	49.29%
折旧摊销	63.46	120.35	151.35	171.16	流动比率	1.72	1.86	1.61	1.65
资产减值损失	15.45	15.00	18.00	19.00	速动比率	1.50	1.65	1.36	1.41
利息费用	53.33	18.13	21.37	23.50	营运能力				
投资活动现金流	-566.03	-284.75	-199.20	0.80	总资产周转率	0.45	0.43	0.55	0.61
融资活动现金流	1314.16	-68.13	-38.43	-39.61	应收账款周转率	1.63	2.21	1.66	1.85
现金流量净额	723.87	-36.41	-518.51	329.61	存货周转率	3.69	4.68	4.06	4.46

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业研究员, 2008 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliquan@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。