

平高电气(600312)

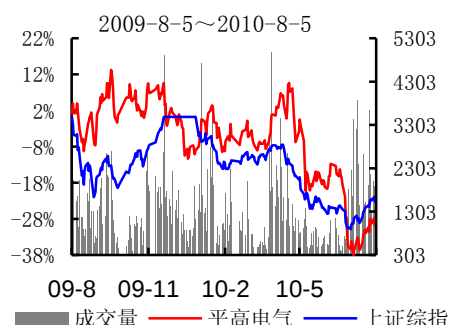
业绩大幅下滑，年报预期不容乐观

研究员：许方宏 张洪道
执业证书编号：S0570200010032
电话：025-83290941
E-mail：xfh1978@gmail.com
地址：南京市中山东路 90 号

投资评级：观望(维持)

电气设备 II
当前价格(元)：9.88
目标价格(元)：5.25

股价走势图



相关研究

1 《平高电气：未雨绸缪，待享特高压盛宴》2010.6

投资要点：

- 2010 年上半年，平高电气实现营业收入 6.82 亿元，同比减少 31.81%；实现归属于上市公司股东的净利润 125 万元，同比减少 98.52%；报告期公司新签合同 7.63 亿元，同比减少 31.81%。
- 平高东芝报告期内实现营业收入 4.33 亿元，同比下降 48.94%；实现净利润 3001 万元，同比下降 79.08%。作为主要利润来源的平高东芝业绩大幅下降是造成公司上半年业绩低于预期的主要原因。
- 公司本部产品价格下降，营业收入减少，也是净利润下降的原因。公司三种主要产品 GIS、断路器和隔离/接地开关销售收入分别同比减少 34.79%、54.38%和 17.00%；平均毛利率为 18.77%，相比去年同期下降 1.26%。
- 报告期内平高东区特、超高压开关基地项目继续推进；直流开关研制取得重大进展。这些项目的顺利实施有助于形成新的利润来源，摆脱对平高东芝投资收益的过度依赖。但短期内并不能对公司业绩情况形成重大影响。
- 2010 年 4 月平高集团股东变更为国网装备公司，而不是原方案中的中国电科院。国网装备公司是国家电网旗下的电力设备资产管理平台，将以平高电气、许继电气、常州东芝变压器厂等资产组建大型输变电集团，这将对公司的长远发展形成实质性的积极影响。
- 由于行业竞争加剧，产品价格持续下降，公司盈利水平下降明显的不利因素将在下半年继续存在；而新产能和新产品短期内无法提升经营业绩，我们认为，公司 2010 年业绩大幅下滑几成定局，并预计 2010 年每股收益为 0.15 元，6 个月内合理价值应为 5.25 元；综合考虑到公司长期发展前景，我们维持其“观望”的投资评级。

公司基本资料

总股本(万)	81896.62
流通 A 股(万)	81896.62
52 周内股价区间(元)	8.35-19.66
总市值(亿)	80.91
总资产(亿)	51.89
每股净资产(元)	4.03

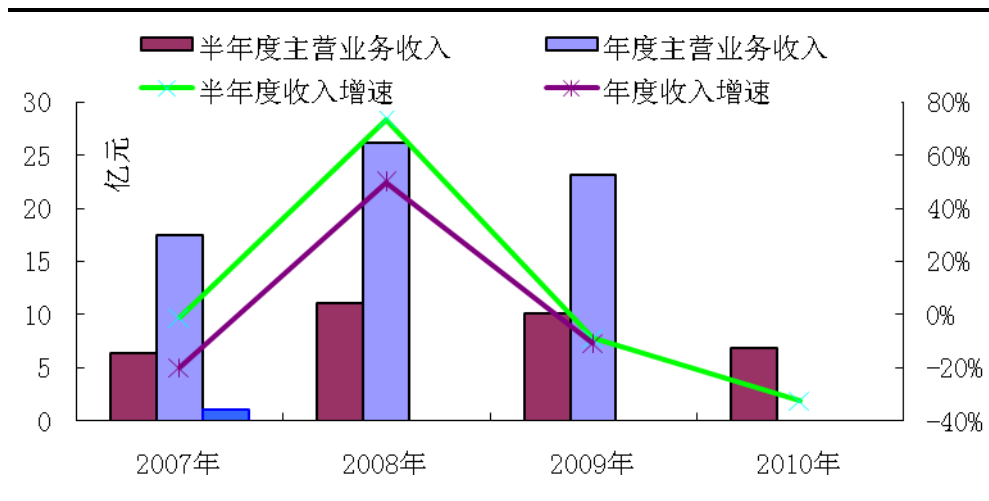
主要经营指标预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(亿)	23.40	16.38	24.24	31.94
+/-%	-10.67	-30.00	47.99	31.77
净利润(百万)	142.05	104.15	203.06	314.96
+/-%	-32.41	-26.68	94.97	55.11
EPS(元)	0.23	0.15	0.29	0.45
P/E	56.96	65.87	34.07	21.96

一、主营收入和净利润均出现大幅下滑

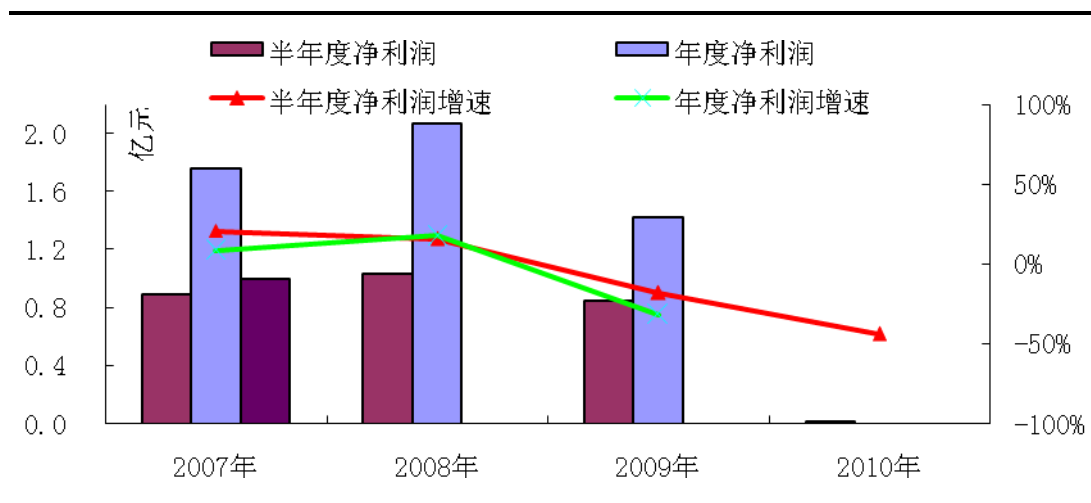
2010年8月5日，平高电气发布2010年中报。报告显示，2010年上半年报告期公司新签合同7.63亿元，比去年同期减少31.81%；实现营业收入6.82亿元，同比减少32.52%；实现净利润125万元，同比下降98.52%；实现归属于上市公司普通股股东的净利润92万元，同比下降98.92%；报告期业绩远低于市场预期。

图表 1 2007年~2010年公司主营业务收入情况



资料来源：公司公告 华泰证券

图表 2 2007年~2010年公司净利润情况



资料来源：公司公告 华泰证券

平高电气营业收入和净利润的年度增速和季度增速基本保持同步性，由此我们可以预测2010年公司主营业务收入和净利润将不容乐观，延续下滑趋势。

平高电气业绩大幅下滑的原因之一是由于为本行业市场需求下降、行业竞争加剧，公司的三种主要产品销售收入下降幅度较大，同时价格持续下降，造成毛利率下降，相比去年同期平均毛利率下降1.26%。

图表 3 2010年上半年平高电气主要产品销售收入和成本情况

产品名称	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	营业收入 增长率	毛利率 (%)	毛利率增减 (%)
------	--------------	--------------	-------------	------------	--------------

敞开式六氟化硫断路器	0.936	0.755	-54.38	19.31	2.31
隔离/接地开关	0.845	0.802	-17.00	5.15	-5.28
封闭组合电器	4.372	3.453	-34.79	21.02	-1.63
合 计	6.363	5.169	-36.44	18.77	-1.60

资料来源：公司公告 华泰证券

平高电气最主要的利润来源自平高东芝，报告期内公司的业绩大幅下滑的主要原因正是平高东芝本期业绩的大幅下滑：平高东芝报告期内实现营业收入4.33亿元，同比下降48.94%；实现净利润3001万元，同比下降79.08%，主要是本报告期交货期推迟、产品毛利率下降及日元汇率变动的原因。

由于市场竞争愈发激烈，平高东芝的产品平均价格也随市场不断向下调整，造成净利润率持续下降；继2009年在国家电网集中招标中中标情况不理想之后，2010年第一、二次集中招标平高东芝依然低迷，预计下半年平高东芝的业绩仍将延续下滑趋势。

二、瑕不掩瑜，中报潜伏长期利好

报告期内，平高电气继续大力推动平高东区特高压、超高压开关重大装备产业基地的建设，其中隔离开关厂房已通过公司验收，断路器厂房年底预计可投入使用，特高压GIS装配厂房主体结构已完成70%左右。预计2010年底开始投产以后，平高电气的产能逐渐释放出来，生产环境将逐步改善。虽然现阶段公司的主要瓶颈不是产能限制而是订单不足，但长期来看平高东区的建设将为平高本部的业绩增长打下坚实的基础。

平高电气在上半年继续重视产品开发，百万伏GIS国产化研发继续实施，为国家电网的特高压交流线路建设做好设备预投工作；直流输电开关新产品研制取得突破，其中515kV直流隔离开关研制成功，500kV GIS、800kV直流隔离开关研制取得重大进展，公司跻身为直流场设备供应商之一，将充分受益于接下来的直流输电线路建设高峰。

以上项目的实施能够使得平高电气保持高压开关行业龙头地位，有利于平高本部发展为新的利润中心，摆脱对平高东芝投资收益的过度依赖，形成健康的可持续发展机制。

2010年4月1日平高集团大股东由“平顶山市国有资产监督管理委员会”变更为“国网国际技术装备有限公司”，导致公司实际控制人由平顶山市国有资产监督管理委员会变更为国家电网公司。在原股权转让方案中，受让方为“中国电力科学研究院”，中国电科院和国网装备公司都是国家电网公司的全资子公司。

在国家电网的产业规划中，国网装备公司是一个产业整合平台。在这个平台上，将由平高电气、许继电气、常州东芝变压器厂、廊坊东芝避雷器厂和若干电力铁塔资产整合为统一管理的输变电集团，打造属于国家电网自己的ABB、西门子。一方面可以藉此推动坚强智能电网建设进程，一方面可以走出国门，在世界范围内参与电力设备的招投标。我们可以充分预期，平高电气在装备公司平台下，通过国家电网的产业整合的资源支持，将能取得立足于长期的发展和壮大。

三、估值与投资建议

由于行业竞争加剧，产品价格持续下降，公司盈利水平下降明显的不利因素将在下半年继续存在；而新产能和新产品短期内无法提升经营业绩。再加上平高东芝下半年的业绩也很难出现明显改善。我们预计平高东芝 2010 年业绩同比将明显下滑。

图表 4 预测利润表 单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2340	1638	2424	3194
营业成本	1867	1289	1876	2445
营业税金及附加	11	9	15	18
营业费用	196	131	194	224
管理费用	200	131	194	224
财务费用	56	15	20	21
资产减值损失	15	15	18	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	128	60	85	100
营业利润	121	108	212	342
营业外收入	12	8	16	23
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	130	113	225	362
所得税	-11	9	22	43
净利润	141	104	203	319
少数股东损益	-1	0	2	6
归属母公司净利润	142	104	201	313
EPS（元）	0.21	0.15	0.29	0.46

资料来源：华泰证券

我们认为，公司 2010 年业绩大幅下滑几成定局，并预计 2010 年~2012 年平高电气每股收益分别为 0.15 元、0.29 元和 0.46 元。目前输变电行业可比公司，如中国西电、长高集团的平均动态市盈率约为 35 倍，则 6 个月内合理价值应为 5.25 元；综合考虑到公司长期发展前景，我们维持其“观望”的投资评级。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。