

平高电气 2010 年报点评

传统业务盈利能力较差, 期待特高压建设的拉动

谢军

电话: 021-68828595

eMail: gfhf@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010012

年报要点:

公司 2010 年实现销售收入 20.45 亿元, 同比下降 13.2%, 归属于母公司净利润 5398 万元, 同比下降 96.21%, 扣除非经常损益后净利为-1334 万元。实现每股收益 0.0066 元

平高本部综合毛利率保持平稳, 平高东芝毛利下滑较大

2010 年, 公司对平高东芝的投资收益占合并报表净利润的比例由 2009 年的 89.91% 下降为 2010 年的 14.68%。主要原因是行业竞争激烈使得平高东芝产品降价幅度明显, 平高东芝系列产品中部分零部件需要进口, 导致产品成本不能有效降低, 因而毛利率降幅较大; 另外日元汇率变动也对平高东芝净利润造成不利影响, 导致公司对其计提的投资收益大幅减少。

国网入主第二年, 2011 年起营收有望改善

我们认为, 作为国网唯一的一次设备生产企业和国内专业高压开关生产厂商, 2011 年平高电气至少有三大看点: 首先, 产品中标价格回升; 其次, 特高压有望拿下大单; 最后, 海外订单增幅提速。在所有的特高压一次设备受益标的股中, 平高电气的业绩弹性是最大, 而国网作为控股股东, 又为这一预计增加了一层确定性。

估值:

我们预计 2011-2013 年每股盈利分别为 0.06、0.21、0.39 元, 考虑到公司受益特高压建设明显, 目标价定为 12.5 元, 投资评级为持有。

风险提示:

特高压交流推进进度风险; 输变电一次设备生产竞争加剧风险; 原材料价格上升风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2340.47	2045.62	2640.69	3720.60	5250.02
营业收入增长率(%)	-10.67%	-12.60%	29.09%	40.89%	41.11%
EBITDA(百万元)	128.27	108.93	123.19	216.56	347.48
净利润(百万元)	142.05	5.40	49.69	169.74	323.43
净利润增长率(%)	-31.49%	-96.20%	820.58	241.58	90.55%
每股收益(元)	0.21	0.01	0.06	0.21	0.39
市盈率(倍)	74.04	2067.93	230.07	67.36	35.35
市净率(倍)	3.82	4.10	4.12	3.88	3.50
EV/EBITDA(倍)	72.78	102.73	92.71	55.35	36.24

数据来源: 河南平高电气股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	13.96
目标价格(元)	12.5
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	12.76%	3.56%	8.15%
沪深 300	3.03%	4.16%	0.59%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

818.97/818.97

主要股东:

平高集团有限公司

主要股东持股比例

20.41%

财务比率

ROE	0.20%
ROA	0.62%
资产负债率	41.74%
每股净资产(元)	3.33

2010 年报数据

2010年销售收入同比下降13.2%，归属于上市公司股东 净利同比下降96.21%

公司2010年实现销售收入20.45亿元，同比下降13.2%，归属于母公司净利润5398万元，同比下降96.21%，扣除非经常损益后净利为-1334万元。实现每股收益0.0066元。

图1：平高电气业绩摘要

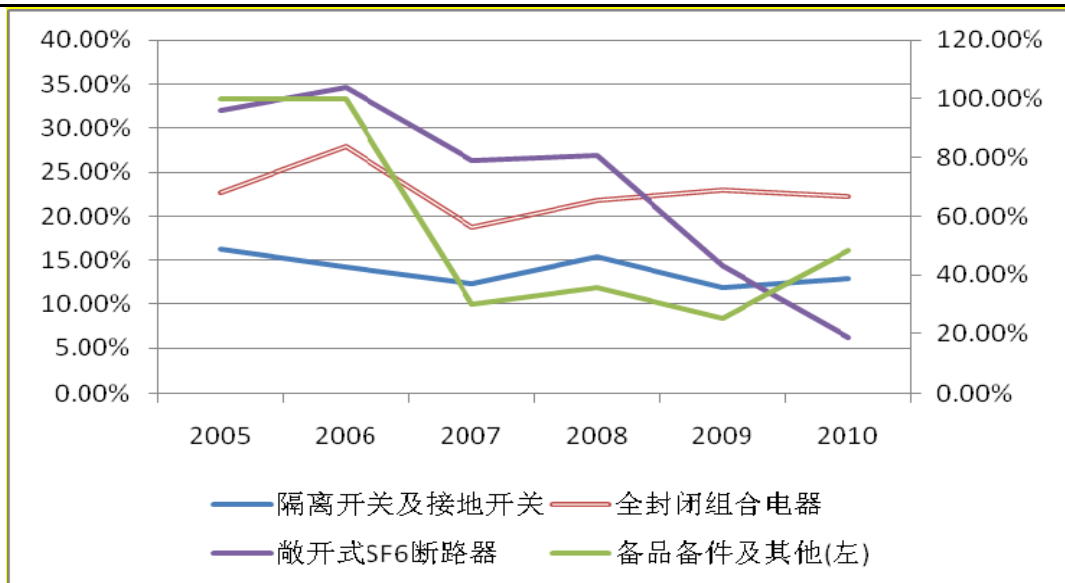
(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动(%)
营业收入	2340.47	2045.62	(12.60)
销售税金	(11.41)	(13.55)	18.72
营业成本	(1867.46)	(1588.92)	(14.92)
毛利润	461.59	443.15	(4.00)
销售费用	(196.40)	(225.53)	14.83
管理费用	(200.38)	(185.22)	(7.57)
经营利润	64.81	32.40	(50.02)
资产减值损失	(15.45)	(20.05)	29.77
财务费用	(56.15)	(24.22)	(56.87)
投资收益	127.71	0.15	(99.88)
营业外收入	12.05	26.87	122.97
营业外支出	(2.63)	(8.75)	232.48
利润总额	130.34	6.40	(95.09)
所得税	10.56	(1.74)	(116.45)
少数股东权益	1.14	0.73	(35.78)
净利润	142.05	5.40	(96.20)
主要比率 (%)			
毛利率	19.72	21.66	1.94
销售费用率	8.39	11.03	2.63
管理费用率	8.56	9.05	0.49
经营利润率	2.77	1.5	(1.19)
净利率	6.07	0.26	(5.81)
所得税率	(8.10)	27.14	35.24
少数股东权益率	(0.81)	(15.73)	(14.92)

数据来源：Wind资讯

平高本部综合毛利率保持平稳，平高东芝毛利下滑较大

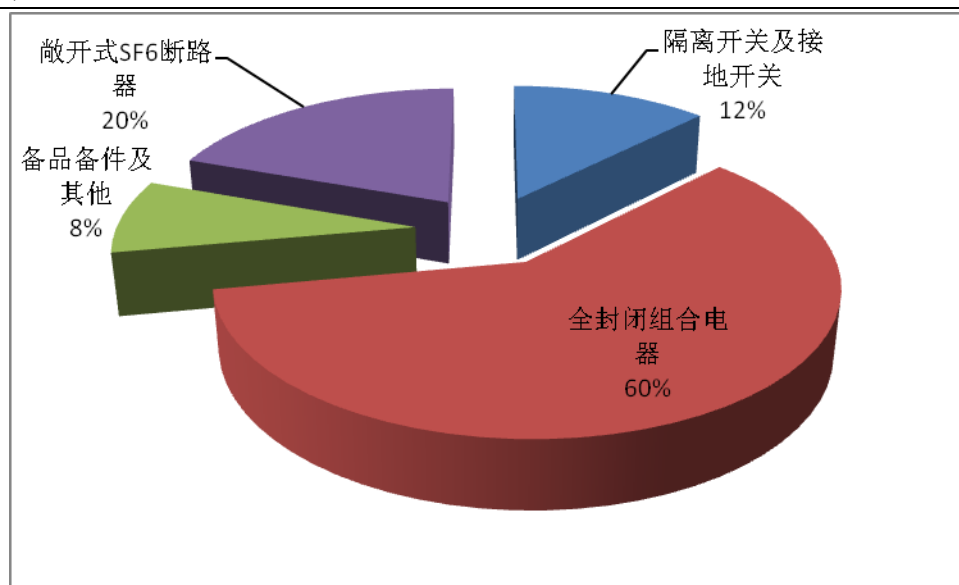
2010年，平高电气综合毛利率为22.47%，较上年提高1.36个百分点。其中，占收入结构60%的全封闭组合电器毛利率为22.24%，较上年小幅下滑0.71%。敞开式SF6断路器占收入比重20%，毛利下滑幅度较大，由2009年的14.3%，降到6.22%，下降8.08个百分点。

图2：平高电气分产品毛利率情况



数据来源：平高电气2010年报

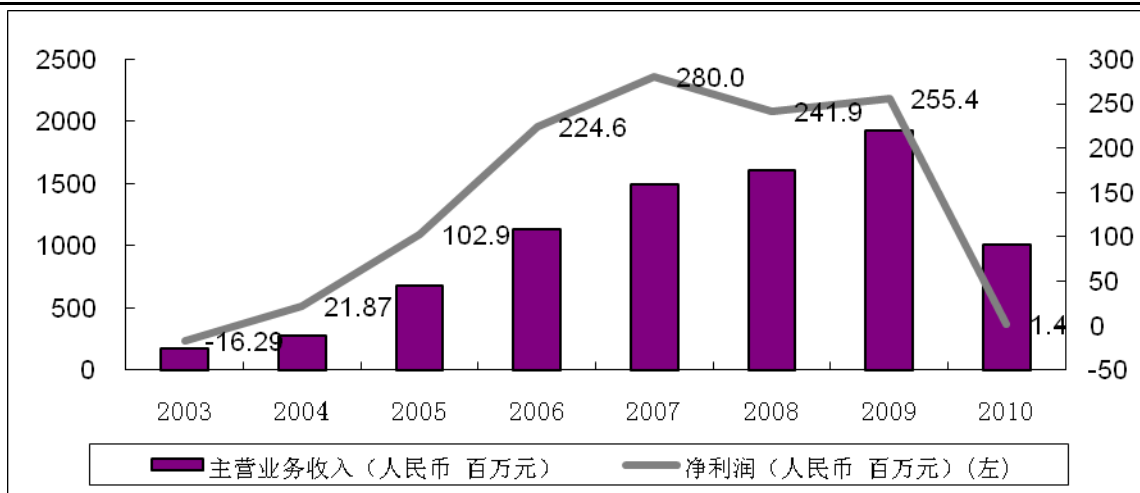
图3：2010年平高收入结构，



数据来源：平高电气2010年报

2010年，公司对平高东芝的投资收益占合并报表净利润的比例由2009年的89.91%下降为2010年的14.68%。主要原因是行业竞争激烈使得平高东芝产品降价幅度明显，平高东芝系列产品中部分零部件需要进口，导致产品成本不能有效降低，因而毛利率降幅较大；另外日元汇率变动也对平高东芝净利润造成不利影响，导致公司对其计提的投资收益大幅减少。

图4：2003-2010年平高东芝营业收入和净利润变动情况，2010年净利润仅137万元。

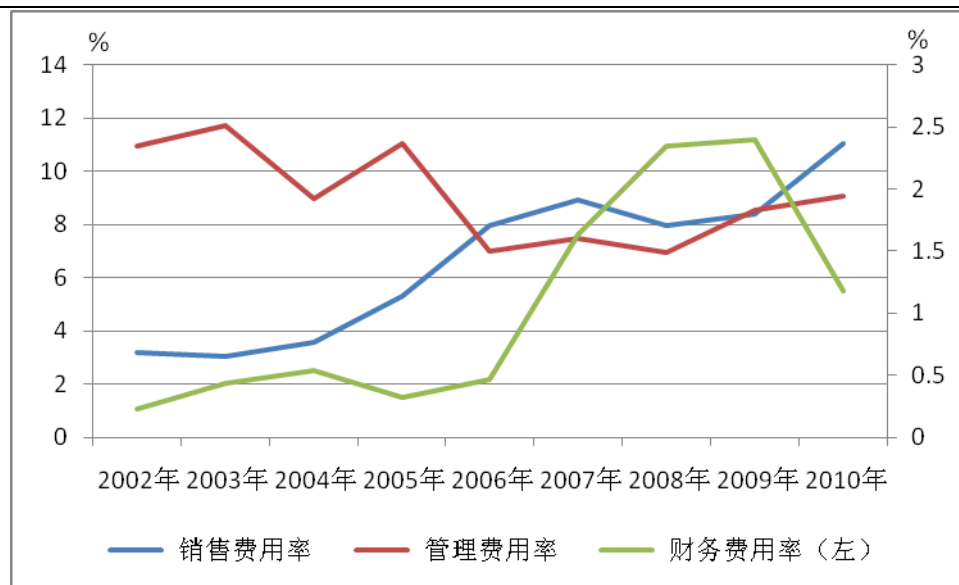


数据来源：平高电气2010年报

费用率较高

2010年，公司费用率较2009年上升1.91个百分点。其中，销售费用上升最多，为2.64%，财务费用有所下降，降低了1.22%。销售费用方面，2010年公司取消了国网方面的销售代理，由于处于交接期，销售费用有一定增加。我们预计通过取消全部销售代理商，可以有效降低1.5-2%的市场费用。在管理费用方面，通过全面推进预算管理，我们预计2011年管理费用可有效降低1-2%。

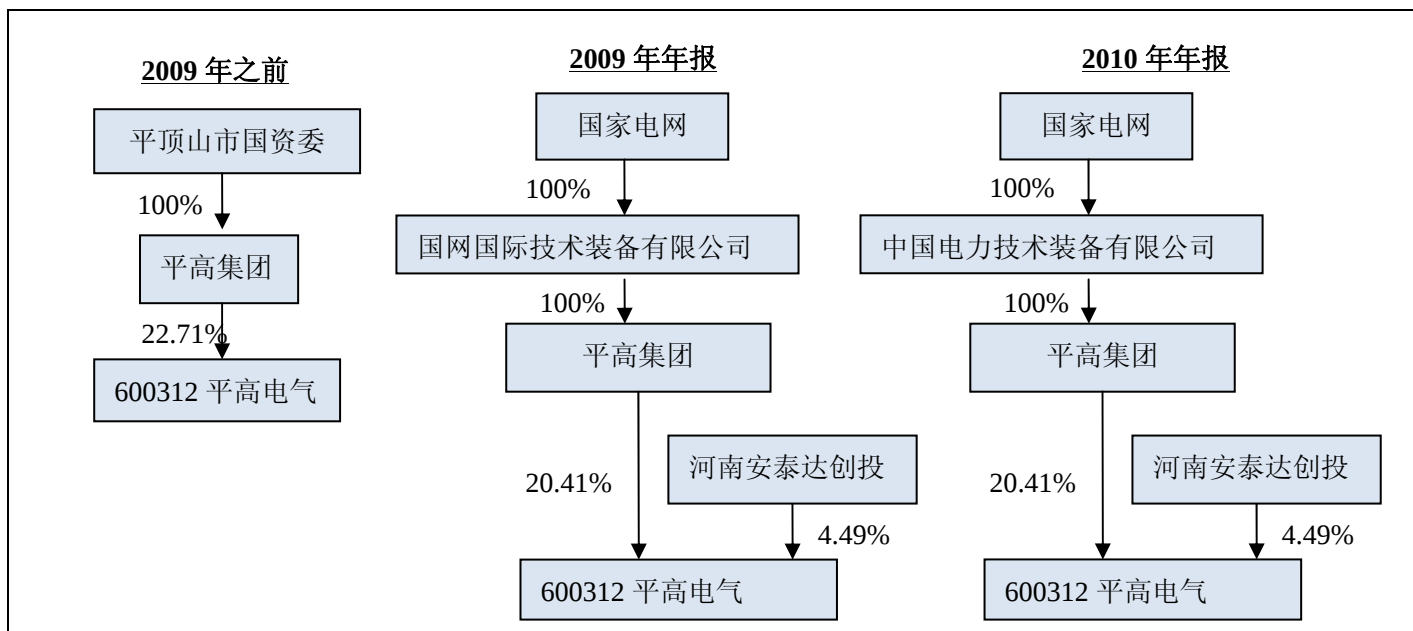
图4：三项费用率情况



数据来源：平高电气2010年报

国网入主第二年，2011年起营收有望改善

图5：近年来公司主要控股股东与实际控制人变动情况



数据来源：平高电气2008-2010年报

目前,平高电气的控制股东为国家电网下的电力技术装备有限公司,,我们认为,2011年起公司至少有三大看点。

首先, 2011年起,国网改变了过去以最低价中标的规则安排,转变成平均价中标,同时兼顾包括质量、服务等各种因素来确定企业中标。规则的改变将明显改善各生产企业的营收状况,平高作为GIS生产的龙头企业,业绩改善将尤为明显。

其次,平高作为国网唯一的一次设备生产企业和国内专业高压开关生产厂商,在2011年起启动的特高压项目招标中显然会有所收益。相较于竞争对手中国西电而言,平高的产品目前较为单一,一个特高压交流项目的大单对业绩的拉动效应巨大。在所有的特高压收益标的股中,平高电气之于特高压的业绩弹性是最大的,而国网作为控股股东,又为这一预计增加了一层确定性。

最后,国网今年海外扩张提速,2009年起相继收购菲律宾国家输电网和巴西7家输电特许权公司,由于设备主要在国内采购,作为旗下唯一的一次设备生产企业,平高拿下多个海外项目大单应该没有悬念。海外业务在2011年起应该可以对平高的业绩有所贡献

图6：2006-2010国网220kv以上电压等级GIS招标企业中标数份额一览，平高成为GIS龙头