



业绩已不重要，价值在于重组

增持维持

投资要点:

- 上半年亏损 7678 万元，每股收益-0.09 元
- 价格下滑、成本上升引起的毛利率大幅下降是亏损主因
- 国网资产整合时点未明，但股价下行空间有限，暂维持“增持”评级

- 2011 年上半年净利润-7678 万元，每股收益-0.09 元。报告期内公司实现营业收入 10.21 亿元，同比增长 49.45%；归属上市公司净利润-7677.94 万元，每股收益-0.09 元。公司出现亏损的原因主要是开关价格下滑及成本的上升导致的毛利率大幅下降，其中断路器和隔离开关的毛利率分别为-15.34%和-12.37%，GIS 毛利率下降 6.02 个百分点至 15.00%，主营业务综合毛利率下滑 7.23 个百分点至 11.54%。
- GIS 合同饱满，平高东芝效益回升。上半年公司新增订单 9.36 亿元，同比增长 22.67%，其中 GIS 合同 7.53 亿元，而断路器及隔离开关几乎无增量，体现了低端产品竞争的激烈。同时，中电装备与平高东芝成立合资公司后，平高东芝效益已开始回升，上半年实现净利润 1682 万元。
- 特高压进展缓慢，业绩改善尚需等待。今年上半年国网特高压进展缓慢，目前只有两条直流和两条交流拿到发改委的批条，获准开展前期工作。我们预计招标可能延迟到年底甚至明年，而交货及体现业绩至少要明年甚至 2013 年。另外，去年中标晋东南-荆门的 3 个间隔上半年已经发运两个，另一个正在发运。
- 公司最大看点依旧是国网资产整合。目前国家电网通过股权划拨已经将平高电气、许继集团划归中电装备，在解决许继集团整体上市后，有望对平高与许继进行整合。根据平高一直以来的业务类型，我们推断其可能成为国网高压一次设备的整合平台，但时点尚无法确定。
- 业绩已不重要，维持长期“增持”评级。不考虑资产整合的情况下，我们下调 11/12/13 年 EPS 预测分别至-0.12/0.12/0.24 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，其股价刺激因素在于特高压交流的招标与国网资产整合的进展。

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2340.47	2045.62	3174.47	4133.65	4946.74
增长率	-10.67%	-12.60%	55.18%	30.22%	19.67%
母公司净利润	142.05	5.40	-94.75	96.37	198.38
增长率	-31.49%	-96.20%	-1855.28%	201.71%	105.86%
毛利率	20.21%	22.33%	14.14%	18.25%	19.54%
EPS	0.173	0.007	-0.116	0.118	0.242
ROE	5.16%	0.20%	-3.60%	3.55%	6.89%

分析师

王静 (S1180207090092)

赵曦 (S1180511010008)

电话: 010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

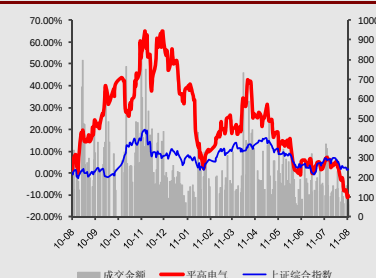
联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@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

平高电气中报点评: 业绩下滑超出预期, 静待国网实质动作

2010.08.05

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	4,287	4,608	5,265	营业收入	2,046	3,174	4,134	4,947
货币资金	800	1,129	877	1,276	营业成本	1,589	2,726	3,379	3,980
应收与预付款项	1,737	1,929	2,445	2,548	营业税金及附加	14	16	21	25
存货	613	861	918	1,072	销售费用	226	267	339	396
非流动资产	1,159	1,074	950	822	管理费用	185	254	322	376
固定资产在建工程	842	793	704	611	财务费用	24	26	28	29
无形资产待摊费用	315	280	246	211	资产减值损失	20	10	11	11
资产总计	4,676	5,361	5,558	6,087	投资收益	0	20	60	80
流动负债	1,695	2,495	2,670	3,109	利润总额	6	-94	103	220
短期借款	558	608	658	708	所得税	2	2	7	21
应付与预收账款	1,137	1,887	2,011	2,401	净利润	5	-95	97	199
长期借款	250	250	250	250	少数股东损益	-1	0	0	1
非流动负债	250	250	250	250	归属母公司净利	5	-95	96	198
负债合计	1,945	2,745	2,920	3,359	EPS (元)	0.007	-0.116	0.118	0.242
股本	819	819	819	819	主要财务比率				
资本公积	1,338	1,338	1,338	1,338	成长能力				
留存收益	569	474	556	724	营业收入	-12.60%	55.18%	30.22%	19.67%
少数股东权益	5	5	5	6	净利润	-96.69%	-2141.6%	201.7%	105.9%
归属于母公司权益	2,726	2,631	2,713	2,881	获利能力				
负债股东权益合计	4,676	5,381	5,638	6,247	毛利率	22.33%	14.14%	18.25%	19.54%
现金流量表					净利率	0.23%	-3.00%	2.34%	4.03%
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	0.20%	-3.60%	3.55%	6.89%
经营活动现金流	-358	376	-218	449	偿债能力				
净利润	5	-124	28	111	资产负债率	41.60%	51.21%	52.54%	55.19%
折旧摊销	77	155	163	167	流动比率	1.86	1.57	1.59	1.58
资产减值损失	20	10	11	11	速动比率	1.50	1.23	1.24	1.23
利息费用	36	26	28	29	营运能力				
投资活动现金流	120	-72	-42	-42	总资产周转率	0.44	0.59	0.74	0.81
融资活动现金流	-293	24	8	-8	应收账款周转率	1.33	1.94	1.94	2.27
现金流量净额	-531	329	-252	399	存货周转率	2.59	3.17	3.68	3.71

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	张璐 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。