

中性 维持

平高电气 (600312)

2011 年 8 月 5 日

开关行业寒冬期 期待明年特高压

2011 年 8 月 4 日收盘价: 8.87 元

6 个月目标价: 8.10 元

电力设备及新能源行业高级分析师: 牛 品

SAC 执业证书编号: S0850511060001

np6307@htsec.com

021-23219390

联系人: 房 青

fangq@htsec.com

021-23219692

事件:

半年报净利为负。2011年1-6月,实现营业收入10.21 亿元,同比增加49.45%,实现净利润-7813.15 万元;实现归属于上市公司普通股股东的净利润-7677.94 万元;基本每股收益-0.09元,符合市场预期。本期无分红方案。

点评:

一次设备毛利率大幅下降。公司营业收入增长的主要原因是 2011 年晋东南-荆门交流示范线路扩建段 GIS 产品交货,导致公司封闭式组合电气产品销售收入大幅增长。报告期内,公司综合毛利率为 11.54%,同比减少 7.23 个百分点,主要原因是 2010 年一次设备需求下降、产能过剩,价格战激烈。报告期内,公司新签合同 9.36 亿元,比去年同期增加 22.67%。

敞开式六氟化硫断路器营业收入增长率、毛利率双双为负。报告期内,公司断路器产品实现销售收入 7.29 亿元,同比下降 22.14%;毛利率为-15.34%,同比减少 34.65 个百分点。我们从行业内了解到,与去年第四季度相比,2011 年上半年断路器产品价格略有上涨,但仍低于去年同期水平。

高压隔离开关、接地开关收入同比大幅下降,毛利率为负。报告期内,公司开关产品实现销售收入 5.51 亿元,同比增长下降 34.86%;毛利率为-12.37%,同比减少 17.52 个百分点。我们从行业内了解到,上半年 110KV、220KV 隔离开关、接地开关新签订单毛利率环比 2010 年第四季度略有上升。

特高压交货带动封闭式组合电器毛利率为正。报告期内,公司 GIS 产品实现营业收入 8.51 亿元,同比增长 94.59%;毛利率为 15.00%,同比减少 6.02 个百分点。我们认为,公司 GIS 毛利率为正的主要原因是上半年几台特高压 GIS 交货,冲销了其他产品的毛利率。

平高东芝利润连年低迷。报告期内,平高东芝高压开关实现净利润 1.68 亿元,为公司贡献投资收益 840.86 万元,占公司净利润比重为 10.76%。平高东芝主要生产 550KV 开关产品,由于去年行业价格战激烈,因此平高东芝产品利润情况一直低迷,我们暂时看不到有大幅反转的迹象。

期间费用率较快增长。报告期内,公司期间费用为 2.12 亿元,同比增长 14.35%。其中,销售费用 8164.58 万元,同比增加 19.55%;管理费用 11143.96 万元,同比增加 9.36%;财务费用为 1883.41 万元,同比增长 24.54%。

特高压明年或将贡献收益。锡盟-南京特高压交流、蒙西-长沙特高压交流、溪洛渡-浙西特高压直流、哈密-郑州特高压直流四个项目拿到发改委的批条,获准开展前期工作,我们预计这四个项目下半年将陆续开始招标,2012 年起开始贡献利率。2011 年公司交货的特高压产品只有晋东南-荆门交流示范线路扩建段,预计 2012 年在特高压产品的带动下,公司业绩反弹较快。

盈利预测与投资建议。预计公司 2011-2013 年公司每股收益分别为-0.03 元、0.13 元和 0.27 元，目前股价对应 2011 年动态市盈率为-296 倍，估值较高。我们认为，开关行业价格已经企稳，若特高压如期招标，2012 年公司利润将开始回升。我们给予公司 2013 年 25-30 倍市盈率计算，对应股价为 6.75-8.10 元。给予公司“中性”的投资评级。

主要不确定因素。特高压项目招标延后的风险。

表 1 平高电气盈利预测假设条件(万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入					
封闭式组合电气	144451	118478	201413	302119	422966
敞开式六氟化硫断路器	57054	38783	34905	38395	41886
高压隔离开关	18785	24762	21048	22100	24205
备品备件及其他	0	16550	17378	18246	18246
合计	220290	198573	274743	380861	507303
yoy					
封闭式组合电气	-15.73%	-17.98%	70.00%	50.00%	40.00%
敞开式六氟化硫断路器	4.14%	-32.02%	-10.00%	10.00%	20.00%
高压隔离开关	-21.35%	31.82%	-15.00%	5.00%	15.00%
备品备件及其他	0.00%	0.00%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	-11.92%	-9.86%	38.36%	38.62%	33.20%
毛利率					
封闭式组合电气	22.95%	22.90%	20.00%	21.00%	22.00%
敞开式六氟化硫断路器	14.30%	19.50%	-8.00%	10.00%	15.00%
高压隔离开关	11.96%	13.63%	5.00%	10.00%	15.00%
备品备件及其他	0.00%	48.44%	27.00%	26.00%	25.00%
合计	19.77%	20.77%	14.20%	19.20%	21.20%
主营成本					
封闭式组合电气	111302	91346	161130	238674	329914
敞开式六氟化硫断路器	48893	36062	37697	34556	35603
高压隔离开关	16538	21386	24205	20995	20574
备品备件及其他	0	8533	12686	13502	13685
合计	176733	157327	235718	307727	399776

注：2011-2013 年末考虑其他营业收入
资料来源：公司公告，海通证券研究所

表2 平高电气损益表预测(万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	262016	234047	204562	274743	380861	507303
增长率(%)	49.79%	-10.67%	-12.60%	34.31%	38.62%	33.20%
营业成本	202724	186746	158892	235718	307727	399776
毛利率(%)	22.63%	20.21%	22.33%	14.20%	19.20%	21.20%
营业税金及附加	858	1141	1355	1236	1714	2283
销售费用	20829	19640	22553	21979	30469	40584
销售费用率(%)	7.95%	8.39%	11.03%	8.00%	8.00%	8.00%
管理费用	18248	20038	18522	21979	30469	40584
管理费用率(%)	6.96%	8.56%	9.05%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用	6167	5615	2422	3297	4570	6088
资产减值损失	1700	1545	2005	1374	1904	2537
期间费用	45243	45293	43497	47256	65508	87256
期间费用率(%)	17.27%	19.35%	21.26%	17.00%	17.20%	17.20%
投资净收益	12097	12771	15	2100	2520	3024
营业利润	23588	12092	-1172	-7367	8432	21013
营业外收入	1252	1205	2687	4121	4570	5073
营业外支出	610	263	875	275	381	507
利润总额	24230	13034	640	-3521	12621	25578
增长率(%)	54.63%	-46.20%	-95.09%	-649.98%	458.48%	102.66%
所得税	3383	-1056	174	-843	1515	3383
所得税率(%)	-11.89%	13.96%	-8.10%	27.14%	23.95%	12.01%
净利润	20847	14091	466	-2678	11106	22195
少数股东损益	113	-114	-73	-13	56	111
归属于母公司所有者净利润	20734	14205	540	-2664	11050	22084
增长率(%)	17.76%	-31.49%	-96.20%	-593.57%	514.77%	99.85%
稀释 EPS(元)	0.25	0.17	0.01	-0.03	0.13	0.27

注:每股收益按最新总股本81897万股计算,由于其他业务收入占比较小,2011-2013年末将其纳入营业总收入。

资料来源:公司定期报告,海通证券研究所

表3 可比上市公司估值对比

		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
		8月4日	8月4日	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
601179.SH	中国西电	5.34	232.66	0.15	0.24	0.34	36.38	22.53	15.62
600089.SH	特变电工	12.03	317.06	0.61	0.75	0.96	19.68	16.10	12.53
002028.SZ	思源电气	16.07	70.66	1.26	0.80	1.00	12.75	20.08	16.06
002358.SZ	森源电气	20.59	35.41	0.41	0.65	0.94	50.11	31.71	21.99
600550.SH	天威保变	17.89	245.63	0.45	0.60	0.83	39.69	29.66	21.59
002074.SZ	东源电器	11.05	28.00	0.11	0.44	0.63	102.22	25.11	17.61
							48.16	28.24	20.57

资料来源:WIND,海通证券研究所

信息披露

分析师声明

牛 品: 电力设备和新能源行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 国电南自、国电南瑞、四方股份、积成电子、荣信股份、理工监测、华光股份、杭锅股份、东方电气、上海电气、龙源技术、中国西电、平高电气、合康变频。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。