

平高电气（600312.SH）

盈利能力持续提升，新增订单表现突出

买入

核心观点

前三季度业绩大幅增长，盈利能力大幅提升。公司前三季度累计实现营收74.47亿元（同比+21.51%），归母净利润5.52亿元（同比+209.78%），扣非净利润5.48亿元（同比+227.08%），销售毛利率19.98%（同比+1.62pct.），扣非销售净利率7.35%（同比+4.62pct.）。

三季度业绩略超预期，高规格产品助力毛利率环比继续提升。三季度公司实现营收26.22亿元（同比+24.17%，环比-8.61%），归母净利润2.19亿元（同比+256.82%，环比+19.67%）；销售毛利率21.41%（同比+3.37pct.，环比+3.27pct.），销售净利率9.13%（同比+4.78pct.，环比+1.86pct.）。今年以来多重因素带动下公司盈利能力持续改善；三季度公司1000kV/750kV GIS产品交付放量助力毛利率环比继续提升。

稳居开关设备行业制高点，进入欧洲高端市场。2023年以来，公司组合电器产品技术实力与水平持续引领行业，公司研制的国内首台72.5kV单断口真空断路器通过全套型式试验、世界首台550kV高速开断GIS设备发货、世界首支高海拔特高压复合套管通过真型绝缘试验。2023年上半年，公司中标意大利国家电力公司高压开关设备供货项目，再次挺进欧洲高端市场。

今年以来主网设备招标维持高景气，公司新增订单表现突出。今年以来，国内主网设备招标保持较高景气度，截至目前，2023年国家电网输变电设备类招标共5次，中标公示4次，合计中标金额496亿元，同比增长47%；国家电网特高压设备类招标共5次，中标公示5次，合计中标金额383.1亿元。2023年上半年公司在国网物资公开招标的中标金额超35亿元，已超过公司2022年全年表现。

风险提示：电网建设需求不及预期；市场竞争加剧；主要原材料价格上涨。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到公司今年以来新增订单情况和配电业务毛利率改善情况，上调23-25年盈利预测。预计2023-2025年实现归母净利润7.04/9.95/12.05亿元（原预测值为6.76/9.60/11.65亿元），当前股价对应PE分别为21/15/12倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,273	9,274	11,184	12,938	14,566
(+/-%)	-5.2%	0.0%	20.6%	15.7%	12.6%
净利润(百万元)	71	212	704	995	1205
(+/-%)	-43.9%	199.7%	232.0%	41.2%	21.2%
每股收益(元)	0.05	0.16	0.52	0.73	0.89
EBIT Margin	3.4%	4.1%	9.6%	11.8%	12.5%
净资产收益率(ROE)	0.8%	2.3%	7.3%	9.6%	10.8%
市盈率(PE)	203.8	68.0	20.5	14.5	12.0
EV/EBITDA	30.4	26.8	17.5	13.9	12.5
市净率(PB)	1.52	1.48	1.36	1.24	1.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

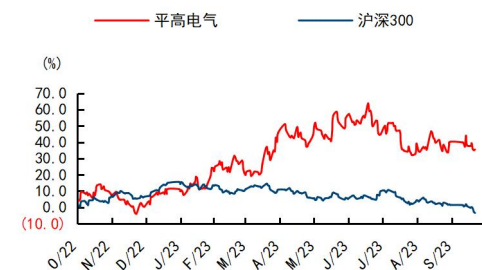
wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.63元
总市值/流通市值	14424/14424百万元
52周最高价/最低价	13.00/6.98元
近3个月日均成交额	135.49百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《平高电气（600312.SH）-半年报业绩预告点评：上半年业绩亮眼，电网建设加速助力公司成长》——2023-07-09

《平高电气（600312.SH）-盈利能力大幅改善，高压开关龙头未来可期》——2023-04-28

《平高电气（600312.SH）-高压开关行业龙头，电网投资带动下业绩迎来拐点》——2023-04-11

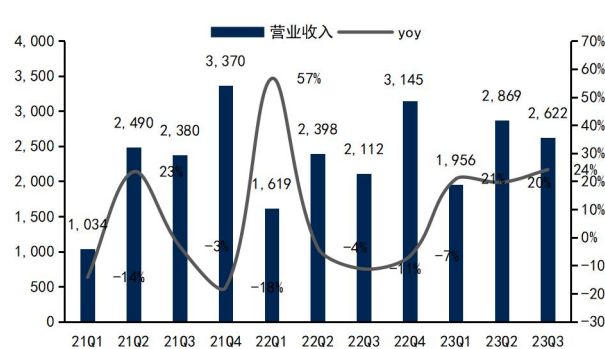
前三季度业绩大幅增长，盈利能力大幅提升。公司前三季度累计实现营收 74.47 亿元（同比+21.51%），归母净利润 5.52 亿元（同比+209.78%），扣非净利润 5.48 亿元（同比+227.08%），销售毛利率 19.98%（同比+1.62pct.），扣非销售净利率 7.35%（同比+4.62pct.）。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



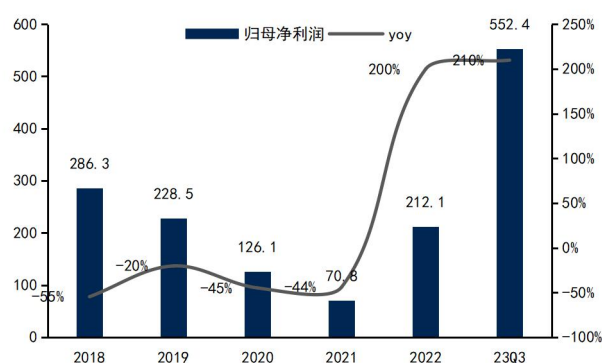
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



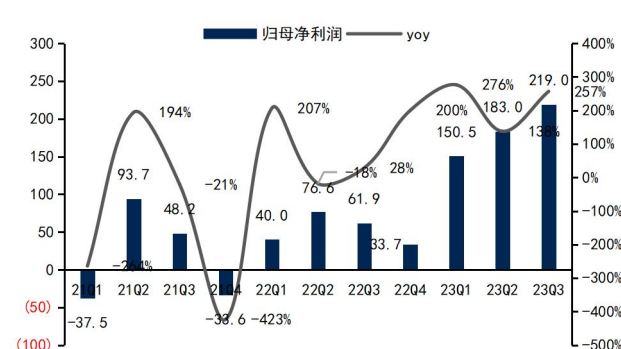
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



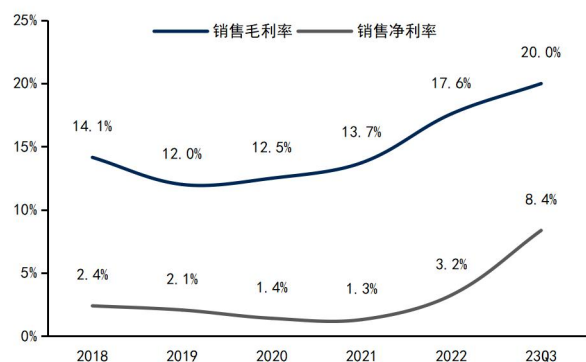
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



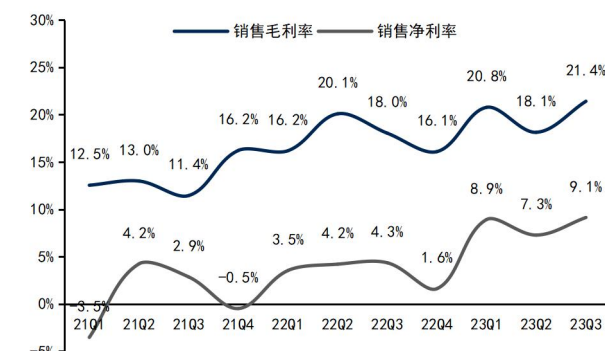
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度业绩略超预期，高规格产品助力毛利率环比继续提升。三季度公司实现营收 26.22 亿元（同比+24.17%，环比-8.61%），实现归母净利润 2.19 亿元（同比

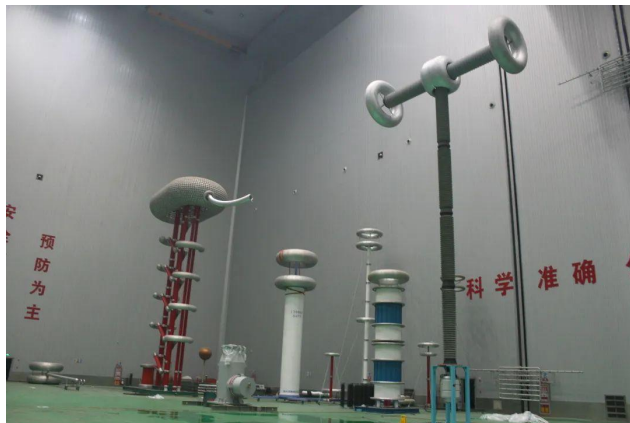
+256.82%，环比+19.67%），实现扣非净利润 2.16 亿元（同比+295.35%，环比+20.67%）。三季度公司销售毛利率 21.41%（同比+3.37pct.，环比+3.27pct.），销售净利率 9.13%（同比+4.78pct.，环比+1.86pct.）。今年以来大宗商品降价、高电压等级产品销量增加、公司积极推动降本增效，公司盈利能力持续改善；三季度公司 1000kV/750kV GIS 产品交付放量助力毛利率环比继续提升。

图7：公司研制的世界首支高海拔特高压复合套管



资料来源：国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理

图8：公司参与研发的我国首台 816kV 直流高速开关

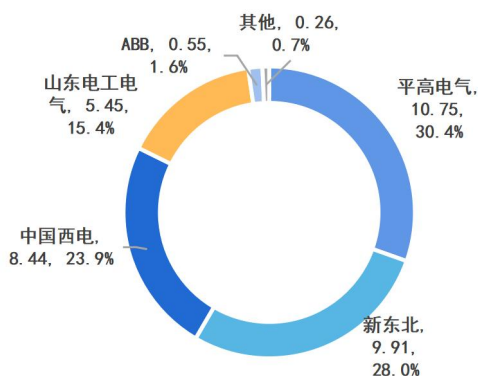


资料来源：国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理

稳居开关设备行业制高点，进入欧洲高端市场。2023 年以来，公司组合电器产品技术实力与水平持续引领行业，公司研制的国内首台 72.5kV 单断口真空断路器通过全套型式试验、世界首台 550kV 高速开断 GIS 设备发货、世界首支高海拔特高压复合套管通过真型绝缘试验。2023 年上半年，公司中标意大利国家电力公司高压开关设备供货项目，再次挺进欧洲高端市场。

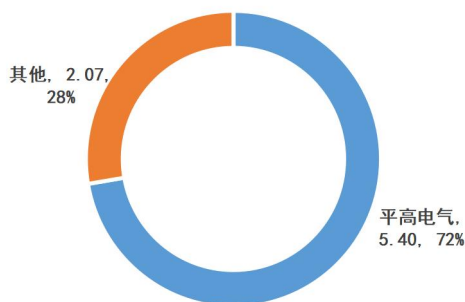
今年以来主网设备招标维持高景气，公司新增订单表现突出。今年以来，国内主网设备招标保持较高景气度，截至目前，2023 年国家电网输变电设备类招标共 5 次，中标公示 4 次，合计中标金额 496 亿元，同比增长 47%；国家电网特高压设备类招标共 5 次，中标公示 5 次，合计中标金额 383.1 亿元。2023 年上半年公司在国网物资公开招标的中标金额超 35 亿元，已超过公司 2022 年全年表现。

图9：国网 2023-1 特高压设备招标组合电器中标分析



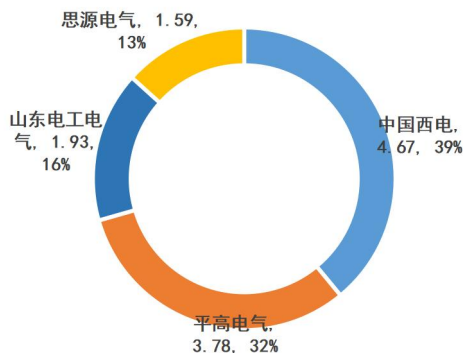
资料来源：国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理 注：主要为川渝、黄石特高压交流

图10：国网 2023-2 特高压设备招标组合电器中标分析



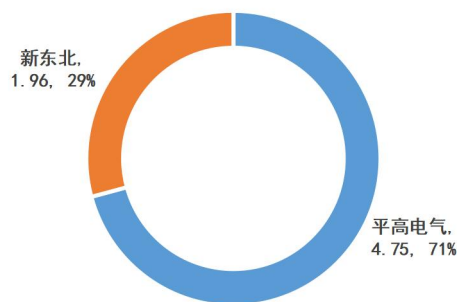
资料来源：国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理 注：主要为陇东-山东特高压直流

图11: 国网 2023-3 特高压设备招标组合电器中标分析



资料来源: 国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理 注: 主要为金上-湖北、宁夏-湖南特高压直流

图12: 国网 2023-5 特高压设备招标组合电器中标分析



资料来源: 国家电网电子商务平台、国信证券经济研究所整理 注: 主要为哈密-重庆特高压直流

投资建议: 上调盈利预测, 维持“买入”评级。考虑到公司今年以来新增订单情况和配电业务毛利率改善情况, 上调 23-25 年盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 7.04/9.95/12.05 亿元 (原预测值为 6.76/9.60/11.65 亿元), 当前股价对应 PE 分别为 21/15/12 倍, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (22A)	投资评级
				22A	23E	24E	22A	23E	24E		
600312.SH	平高电气	10.63	144	0.16	0.52	0.73	68.0	20.5	14.5	2.3	买入
600406.SH	国电南瑞	22.1	1,775	0.96	0.92	1.08	23.0	24.0	20.5	15.2	-
002028.SZ	思源电气	47.62	368	1.59	2.17	2.70	29.9	21.9	17.6	13.3	-
000400.SZ	许继电气	17.38	177	0.75	0.95	1.22	23.2	18.3	14.2	7.5	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2774	3497	2648	3805	4975	营业收入	9273	9274	11184	12938	14566
应收款项	6539	5352	8580	9925	11174	营业成本	8001	7643	8894	10110	11302
存货净额	1751	1517	2437	2770	3096	营业税金及附加	78	83	89	104	117
其他流动资产	933	757	623	708	791	销售费用	300	377	391	414	466
流动资产合计	12866	12109	14998	18017	20940	管理费用	272	396	369	414	452
固定资产	2518	2336	2163	1987	1808	研发费用	310	392	369	375	408
无形资产及其他	1404	1306	1219	1132	1045	财务费用	39	(54)	(28)	(19)	(33)
其他长期资产	2176	1872	1678	1294	1165	投资收益	24	22	22	24	24
长期股权投资	211	224	224	224	224	资产减值及公允价值变动	(205)	(141)	(100)	(110)	(110)
资产总计	19175	17847	20281	22653	25183	其他收入	230	148	120	130	130
短期借款及交易性金融负债	658	363	700	700	700	营业利润	116	324	1041	1474	1789
应付款项	7243	6119	6823	7756	8670	营业外净收支	17	6	10	10	10
其他流动负债	666	732	965	1094	1222	利润总额	133	330	1051	1484	1799
流动负债合计	9601	7927	9607	10843	12048	所得税费用	13	30	105	178	216
长期借款及应付债券	0	0	40	80	120	少数股东损益	50	88	242	312	378
其他长期负债	82	181	58	61	64	归属于母公司净利润	71	212	704	995	1205
长期负债合计	82	181	98	141	184	现金流量表（百万元）					
负债合计	9683	8108	9705	10984	12232	净利润	71	212	704	995	1205
少数股东权益	356	419	627	936	1311	资产减值准备	(179)	(124)	(50)	(50)	(50)
股东权益	9136	9320	9950	10733	11640	折旧摊销	483	458	310	313	316
负债和股东权益总计	19175	17847	20281	22653	25183	公允价值变动损失	(0)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	39	(54)	(28)	(19)	(33)
每股收益	0.05	0.16	0.52	0.73	0.89	营运资本变动	317	100	(2396)	(624)	(549)
每股红利	0.02	0.06	0.16	0.22	0.27	其它	507	751	119	322	374
每股净资产	7.00	7.18	7.79	8.60	9.54	经营活动现金流	1198	1397	(1312)	954	1296
ROIC	2%	3%	9%	11%	12%	资本开支	(99)	(69)	(50)	(50)	(50)
ROE	1%	2%	7%	10%	11%	其它投资现金流	96	17	217	408	153
毛利率	14%	18%	20%	22%	22%	投资活动现金流	(4)	(52)	167	358	103
EBIT Margin	3%	4%	10%	12%	13%	权益性融资	26	(7)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	12%	14%	15%	负债净变化	(599)	(386)	377	40	40
收入增长	-5%	0%	21%	16%	13%	支付股利、利息	(41)	(26)	(108)	(214)	(301)
净利润增长率	-44%	200%	232%	41%	21%	其它融资现金流	(599)	(386)	337	0	0
资产负债率	50%	45%	48%	48%	49%	融资活动现金流	(652)	(364)	297	(155)	(229)
股息率	0.2%	0.5%	1.5%	2.1%	2.5%	现金净变动	542	981	(849)	1157	1170
P/E	203.8	68.0	20.5	14.5	12.0	货币资金的期初余额	2339	2774	3497	2648	3805
P/B	1.5	1.5	1.4	1.2	1.1	货币资金的期末余额	2774	3497	2648	3805	4975
EV/EBITDA	30.4	26.8	17.5	13.9	12.5	企业自由现金流	982	838	(1172)	977	1320
						权益自由现金流	348	501	(769)	1034	1389

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032