

平高电气 (600312.SH)

全年业绩订单双高增，配网与国际业务持续改善

买入

核心观点

业绩高速增长，盈利能力显著增强。23年公司实现营收110.8亿元，同比增长19.4%，实现归母净利润8.16亿元，同比增长284.5%，实现扣非净利润8.07亿元，同比增长303.5%，销售毛利率21.38%（同比+3.79pct.）。此前公司业绩快报预计归母净利润为8.15亿元，扣非净利润为7.70亿元。

四季度业绩延续高增态势，毛利率持续改善。23年第四季度公司实现营收36.30亿元（同比+15.40%，环比+38.31%），归母净利润2.63亿元（同比+682.20%，环比+20.25%），销售毛利率24.25%（同比+8.16pct.，环比+2.84pct.），销售净利率8.21%（同比+6.60pct.，环比-0.92pct.）。

全年新签合同同比增长44%，开关技术持续引领行业。2023年公司电网市场龙头地位持续巩固，新签合同同比增长44.20%。公司成功研制国际首台550千伏高速断路器、国内首台±800千伏直流高速开关，研发的国际首台252千伏真空柱式断路器通过全部型式试验。

高压板块持续发力，国际板块量利齐增。23年公司实现高压板块收入61.55亿元，同比+23.67%，毛利率22.90%，同比-1.91pct.；配网板块收入29.09亿元，同比-2.19%，毛利率16.74%，同比+5.26pct.；国际板块收入7.24亿元，同比+261.10%，毛利率9.15%，同比+129.61pct.。

收入结构短期影响高压板块毛利率，配网业务提质增效显著。受全年1100kV等级GIS确认收入占比较低影响，高压板块毛利率有所下降。23年公司配网业务毛利率同比大幅增长，配网协议库存14个省份所投标段占有率保持领先，17个省份中标额同比实现增长。

配网设备子公司业绩增长显著，国际业务扭亏为盈。子公司上海平高天灵实现净利润0.36亿元，同比+242.26%；平高通用电气实现净利润0.51亿元，同比+262.66%；平高国际工程实现净利润0.01亿元，22年亏损3.5亿元。

风险提示：市场竞争加剧；原材料价格大幅上涨；特高压建设进度不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到公司降本增效工作推进情况和23年市场中标表现，上调盈利预测。预计公司2024-2026年实现归母净利润11.00/13.48/16.34亿元（24-25年原预测值为9.95/12.05亿元），当前股价对应PE分别为19/16/13倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,274	11,077	12,444	14,067	15,627
(+/-%)	0.0%	19.4%	12.3%	13.0%	11.1%
净利润(百万元)	212	816	1100	1348	1634
(+/-%)	199.7%	284.6%	34.9%	22.5%	21.3%
每股收益(元)	0.16	0.60	0.81	0.99	1.20
EBIT Margin	4.1%	8.8%	10.9%	11.8%	12.7%
净资产收益率 (ROE)	2.3%	8.4%	10.5%	11.9%	13.1%
市盈率 (PE)	98.6	25.6	19.0	15.5	12.8
EV/EBITDA	34.5	22.4	17.9	15.7	13.9
市净率 (PB)	2.15	1.99	1.84	1.66	1.49

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

证券分析师：王晓声

010-88005313

010-88005231

wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn

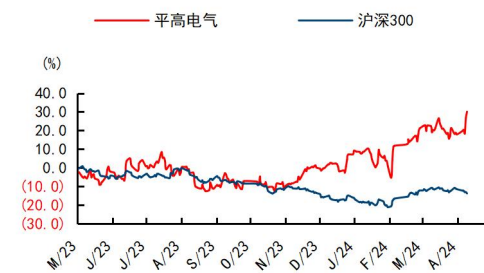
S0980520080003

S0980523050002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	15.41元
总市值/流通市值	20910/20910百万元
52周最高价/最低价	15.55/9.35元
近3个月日均成交额	273.94百万元

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)-盈利能力持续提升，新增订单表现突出》——2023-10-23

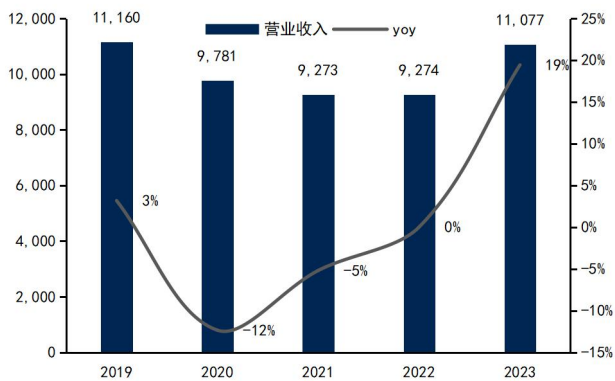
《平高电气(600312.SH)-半年报业绩预告点评：上半年业绩亮眼，电网建设加速助力公司成长》——2023-07-09

《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

业绩高速增长，盈利能力显著增强。2023年公司实现营业收入110.77亿元，同比增长19.44%，实现归母净利润8.16亿元，同比增长284.47%，实现扣非净利润8.07亿元，同比增长303.54%。全年销售毛利率21.38%（同比+3.79pct.），扣非销售净利率7.29%（同比+5.13pct.）。此前公司业绩快报预计归母净利润为8.15亿元，扣非净利润为7.70亿元。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



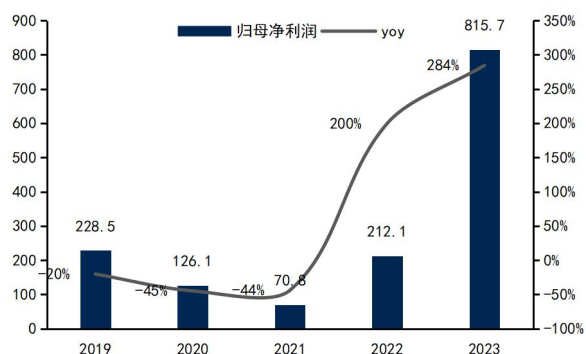
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）



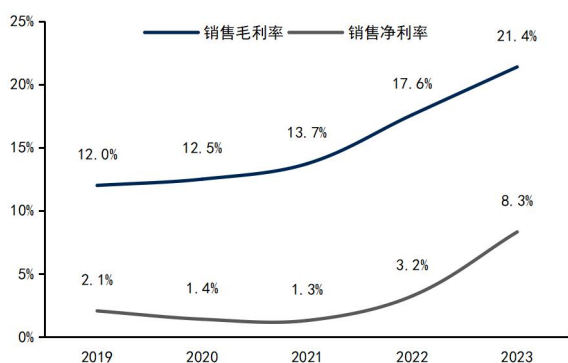
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



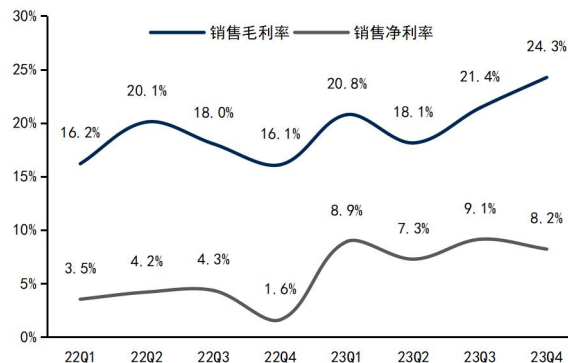
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

四季度业绩延续高增态势,毛利率持续改善。2023 年第四季度公司实现营收 36.30 亿元 (同比+15.40%, 环比+38.31%), 归母净利润 2.63 亿元 (同比+682.20%, 环比+20.25%), 销售毛利率 24.25% (同比+8.16pct., 环比+2.84pct.), 销售净利率 8.21% (同比+6.60pct., 环比-0.92pct.)。

全年新签合同同比增长 44%, 开关技术持续引领行业。2023 年公司电网市场龙头地位持续巩固, 新签合同同比增长 44.20%。公司成功研制国际首台 550 千伏高速断路器、国内首台±800 千伏直流高速开关, 研发的国际首台 252 千伏真空柱式断路器通过全部型式试验。

高压板块持续发力, 国际板块量利齐增。2023 年公司实现高压板块收入 61.55 亿元, 同比+23.67%, 毛利率 22.90%, 同比-1.91pct.; 配网板块收入 29.09 亿元, 同比-2.19%, 毛利率 16.74%, 同比+5.26pct.; 国际板块收入 7.24 亿元, 同比+261.10%, 毛利率 9.15%, 同比+129.61pct.; 运维检修和其他收入 11.74 亿元, 同比+14.92%, 毛利率 29.77%, 同比+3.96pct.。

收入结构短期影响高压板块毛利率, 配网业务提质增效显著。受全年 1100kV 等级 GIS 确认收入占比较低影响, 高压板块毛利率有所下降, 我们预计随着特高压交流项目的陆续交付, 24 年收入结构有望优化。23 年公司配网业务毛利率同比大幅增长, 配网协议库存 14 个省份所投标段占有率保持领先, 17 个省份中标额同比实现增长; 签订 24-36 千伏环网柜产品单笔最大海外订单, 进入欧洲高端市场。

配网设备子公司业绩增长显著, 国际业务扭亏为盈。子公司平芝高压开关实现收入 19.05 亿元, 净利润 3.91 亿元, 同比+15.08%; 上海平高天灵实现净利润 0.36 亿元, 同比+242.26%; 平高通用电气实现净利润 0.51 亿元, 同比+262.66%; 平高国际工程实现净利润 0.01 亿元, 去年同期亏损 3.5 亿元。

投资建议: 上调盈利预测, 维持“买入”评级。考虑到公司降本增效工作推进情况和 23 年市场中标表现, 上调盈利预测。预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 11.00/13.48/16.34 亿元 (24-25 年原预测值为 9.95/12.05 亿元), 当前股价对应 PE 分别为 19/16/13 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	投资评级
				22A	23E	24E	22A	23E	24E	(22A)	
600312.SH	平高电气	15.41	209	0.16	0.60	0.81	98.6	25.6	19.0	2.3	买入
600406.SH	国电南瑞	24.7	1,984	0.96	0.93	1.09	25.7	26.6	22.7	15.2	-
002028.SZ	思源电气	65.64	508	1.59	2.00	2.67	41.3	32.8	24.6	13.3	-
000400.SZ	许继电气	27.08	276	0.75	0.99	1.17	36.1	27.4	23.1	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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3497	5001	2956	4427	5858	营业收入	9274	11077	12444	14067	15627
应收款项	5352	6555	7500	8479	9419	营业成本	7643	8708	9614	10838	11978
存货净额	1517	1426	2634	2969	3282	营业税金及附加	83	91	100	113	125
其他流动资产	757	947	673	759	838	销售费用	377	451	473	506	547
流动资产合计	12109	14515	14532	17501	20355	管理费用	396	323	336	345	359
固定资产	2336	2223	2059	1891	1721	研发费用	392	524	560	605	625
无形资产及其他	1306	1225	1143	1062	980	财务费用	(54)	(92)	(44)	(25)	(42)
其他长期资产	1872	1579	1867	1407	1250	投资收益	22	16	21	22	23
长期股权投资	224	617	617	617	617	资产减值及公允价值变动	(141)	(140)	(100)	(80)	(80)
资产总计	17847	20159	20218	22478	24924	其他收入	148	190	130	116	122
短期借款及交易性金融负债	363	216	700	700	700	营业利润	324	1000	1356	1664	2020
应付款项	6119	7438	6058	6829	7548	营业外净收支	6	3	10	10	10
其他流动负债	732	605	730	818	902	利润总额	330	1002	1366	1674	2030
流动负债合计	7927	9509	8732	9754	10712	所得税费用	30	82	116	142	173
长期借款及应付债券	0	0	40	80	120	少数股东损益	88	105	150	184	223
其他长期负债	181	161	55	55	55	归属于母公司净利润	212	816	1100	1348	1634
长期负债合计	181	161	95	135	175	现金流量表 (百万元)					
负债合计	8108	9670	8827	9889	10887	净利润	212	816	1100	1348	1634
少数股东权益	419	464	553	734	954	资产减值准备	(124)	(89)	(50)	(30)	(30)
股东权益	9320	10026	10838	11856	13085	折旧摊销	458	384	296	299	302
负债和股东权益总计	17847	20159	20218	22479	24927	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	(54)	(92)	(44)	(25)	(42)
每股收益	0.16	0.60	0.81	0.99	1.20	营运资本变动	100	828	(3324)	(475)	(465)
每股红利	0.06	0.21	0.24	0.30	0.36	其它	751	565	30	166	186
每股净资产	7.18	7.73	8.39	9.28	10.35	经营活动现金流	1397	2504	(1948)	1307	1626
ROIC	3%	8%	11%	12%	13%	资本开支	(69)	(113)	(50)	(50)	(50)
ROE	2%	8%	11%	12%	13%	其它投资现金流	17	(326)	(267)	482	180
毛利率	18%	21%	23%	23%	23%	投资活动现金流	(52)	(439)	(317)	432	130
EBIT Margin	4%	9%	11%	12%	13%	权益性融资	(7)	(35)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	12%	13%	14%	15%	负债净变化	(386)	(250)	524	40	40
收入增长	0%	19%	12%	13%	11%	支付股利、利息	(26)	(108)	(349)	(333)	(407)
净利润增长率	200%	285%	35%	23%	21%	其它融资现金流	(386)	(250)	484	0	0
资产负债率	45%	48%	44%	44%	44%	融资活动现金流	(364)	(300)	219	(268)	(325)
股息率	0.4%	1.4%	1.6%	1.9%	2.3%	现金净变动	981	1765	(2046)	1471	1431
P/E	98.6	25.6	19.0	15.5	12.8	货币资金的期初余额	2774	3497	5001	2956	4427
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5	货币资金的期末余额	3497	5001	2956	4427	5858
EV/EBITDA	34.5	22.4	17.9	15.7	13.9	企业自由现金流	838	1999	(1832)	1293	1609
						权益自由现金流	501	1834	(1268)	1357	1688

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提及的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