

2024年05月13日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

平高电气（600312）：业绩快速增长，盈利能力持续提升

——公司简评报告

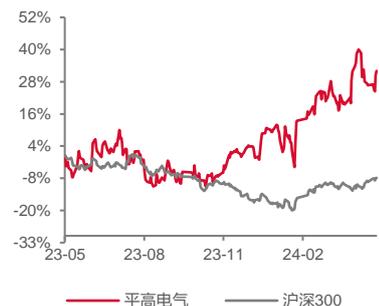
证券分析师

周啸宇 S0630519030001
zhouxiaoy@longone.com.cn

联系人

张帆远
zfy@longone.com.cn

数据日期	2024/05/10
收盘价	15.44
总股本(万股)	135,692
流通A股/B股(万股)	135,692/0
资产负债率(%)	47.30%
市净率(倍)	2.04
净资产收益率(加权)	2.27
12个月内最高/最低价	16.73/10.13



相关研究

投资要点

- 公司业绩持续快速增长，2024Q1业绩超出市场预期。2023年全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%。2023Q4公司实现营业收入36.30亿元，同比增长15.40%，环比增长38.41%，实现归母净利润2.63亿元，同比增长678.18%，环比增长20.25%。2024Q1公司实现营业收入20.44亿元，同比增长4.47%，实现归母净利润2.30亿元，同比增长52.69%，实现扣非净利润2.28亿元，同比增长49.11%，超出市场预期。
- 高压板块出货同比提升，盈利持续提升，存货管理能力优异。2023年公司高压板块收入达62亿元，同比+24%，凭借高压产品销量、单价的提升，营收占比提升2pct；2023年公司配网板块收入达29亿元，同比下降2%，营收占比-6pct。由于分布式光伏和充电桩的接入，配电网需要扩容和智能化升级，带动配网板块毛利提升，叠加公司降本增效顺利，盈利能力持续提升。2024年随着川渝、隆东-山东项目交付，公司高压板块业绩确定性较强。近年来公司强化精益生产，不断加强库存管理，报告期末公司整体存货余额较期初下降约5.97%，存货管理水平持续提升。
- 国外市场多点开花，多款产品实现零突破。海外市场稳步拓展，深度实施“走出去”战略。2023年公司多款产品通过海外认证，签订24-36千伏环网柜产品单笔最大的海外订单，全年公司国际板块实现收入7.24亿元，同比增长261.10%，海外市场获得新突破。2024年1月，公司中标意大利国家电力公司ENEL集团环网柜框架招标项目，中标金额约1.8亿元，标志着中国制造中压环网柜产品首次打入欧盟高端市场，实现今年欧盟高端市场“开门红”。
- 投资建议：考虑到国内特高压行业持续景气，公司作为高压GIS龙头，高毛利订单稳步提升+规模效应带动费用改善，公司销售净利润率持续增长，同时公司国际板块业务回暖，业绩有望获得进一步支撑。我们预计公司2024/2025/2026年实现营业收入134.18/156.76/180.99亿元，同比+21.14%/+16.82%/+15.46%，公司2024/2025/2026年归母净利润为11.76/14.56/17.54亿元，EPS分别为0.87/1.07/1.29元/股，对应当前P/E为17.81x/14.39x/11.94x。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：电网投资额不及预期风险；海外业务拓展不及预期风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测与估值简表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,077.00	13,418.18	15,675.60	18,098.86
(+/-)(%)	19.44%	21.14%	16.82%	15.46%
归母净利润	815.71	1,176.49	1,455.53	1,754.13
(+/-)(%)	284.47%	44.23%	23.72%	20.51%
EPS(元/股)	0.60	0.87	1.07	1.29
P/E	21.11	17.81	14.39	11.94

资料来源：Wind，东海证券研究所，2024年5月10日

正文目录

1. 主要观点	4
1.1. 公司业绩持续快速增长，2024Q1 业绩超出市场预期	4
1.2. 高压板块出货同比提升，存货管理能力优异	5
1.3. 国外市场多点开花，多款产品实现零突破	6
2. 投资建议	7
3. 风险提示	8

图表目录

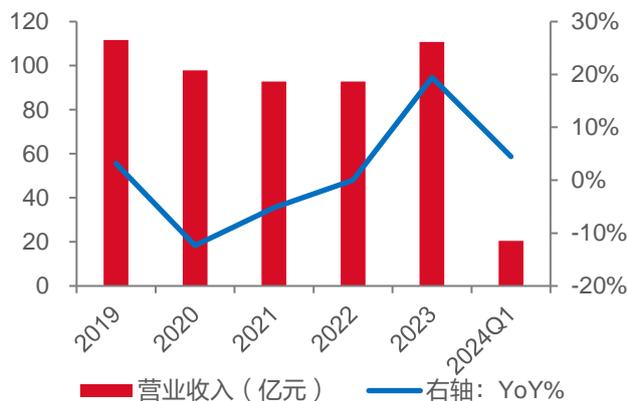
图 1 公司 2019-2024Q1 营业收入（单位：亿元）	4
图 2 公司 2019-2024Q1 归母净利润（单位：亿元）	4
图 3 公司单季度营业收入情况（单位：亿元）	4
图 4 公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）	4
图 5 2019-2024Q1 公司毛利率和净利率情况（%）	5
图 6 近三年公司期间费用率情况（%）	5
图 7 2019-2023 公司高压和配网板块收入及毛利率（亿元，%）	5
图 8 2019-2023 公司高压和配网板块收入占比（%）	5
图 9 2019-2023 年公司存货余额（亿元，%）	6
图 10 近三年公司合同负债情况（亿元，%）	6
图 11 2019-2023 年公司国际板块收入（亿元，%）	7
图 12 2019-2023 年公司国际板块毛利率	7
图 13 巴基斯坦±660kV 默拉直流输电工程	7
图 14 公司真空环保型断路器产品顺利通过 ENEL 认证	7
表 1 公司历年产销量情况分析表	6
表 2 可比公司估值表	8
附录：三大报表预测值	9

1.主要观点

1.1.公司业绩持续快速增长，2024Q1 业绩超出市场预期

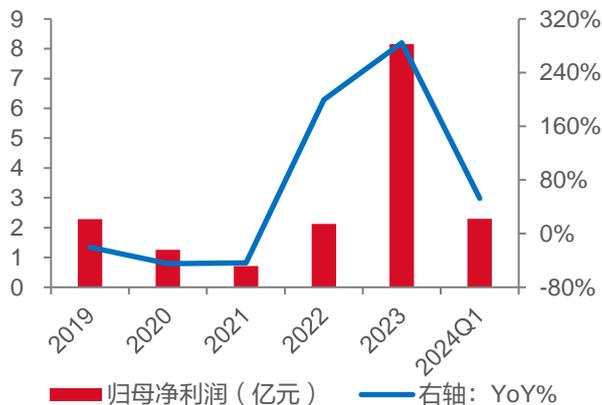
2023 年全年公司实现营业收入 110.77 亿元，同比增长 19.44%，实现归母净利润 8.16 亿元，同比增长 284.47%，实现扣非净利润 8.07 亿元，同比增长 303.54%。2023Q4 公司实现营业收入 36.30 亿元，同比增长 15.40%，环比增长 38.41%，实现归母净利润 2.63 亿元，同比增长 678.18%，环比增长 20.25%。2024Q1 公司实现营业收入 20.44 亿元，同比增长 4.47%，实现归母净利润 2.30 亿元，同比增长 52.69%，实现扣非净利润 2.28 亿元，同比增长 49.11%，超出市场预期。

图1 公司 2019-2024Q1 营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图2 公司 2019-2024Q1 归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图3 公司单季度营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 公司单季度归母净利润情况 (单位: 亿元)



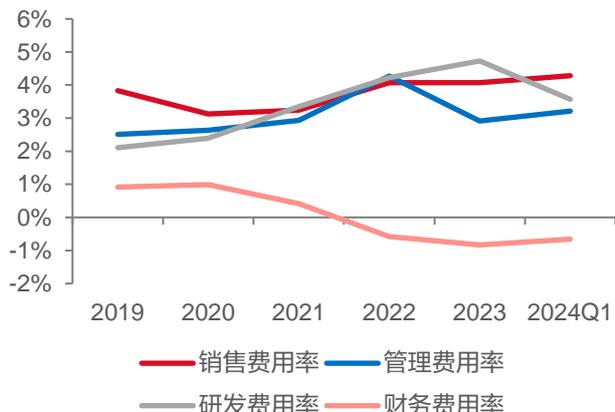
资料来源: Wind, 东海证券研究所

2023 年公司毛利率为 21.38%，较上年提升 3.79pct，主要是因为公司近年来通过实施技术标准降本增效、优化产业结构等措施，盈利能力逐步提升。2024Q1 公司毛利率为 25.22%，较上年提升 3.84pct，主要是因为公司在手特高压订单大部分在今年交付，带动毛利率提升。

公司 2023 年期间费用率为 10.88%，同比下降 1.10%pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.07% (0.00pct)、2.91% (-1.36pct)、4.73% (0.51pct)、-0.83% (-

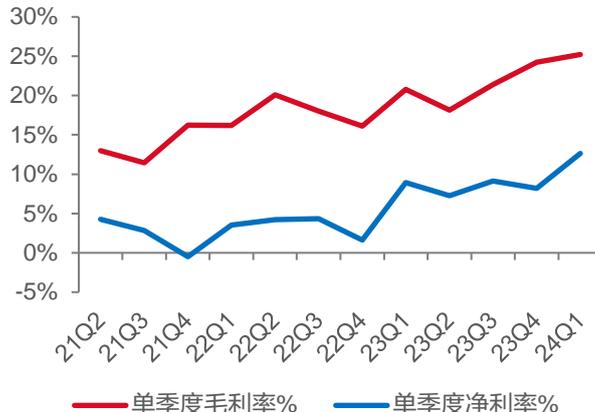
0.25pct)，其中，管理费用变动主要因为公司今年富余人员分流安置产生辞退福利费用同比减少，财务费用变动主要因为存款余额增加、带息负债减少。

图5 2019-2024Q1 公司毛利率和净利率情况 (%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 近三年公司期间费用率情况 (%)

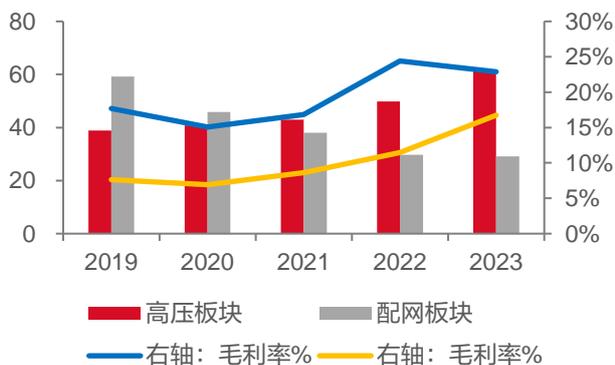


资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2. 高压板块出货同比提升，存货管理能力优异

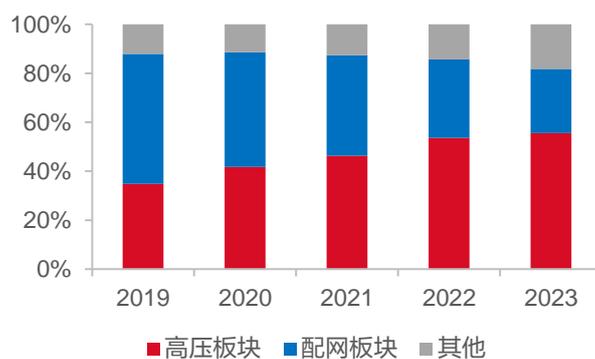
2023 年公司高压板块产销量分别同比增长 21%和 15%，板块收入达 62 亿元，同比增长 24%，凭借高压产品销量、单价的提升，营收占比提升 2pct。2023 年公司配网板块产销量分别同比增长 3%和 5%，板块收入达 29 亿元，同比下降 2%，营收占比下降 6pct，由于分布式光伏和充电桩的接入，配电网需要扩容和智能化升级，带动配网板块毛利提升。

图7 2019-2023 公司高压和配网板块收入及毛利率 (亿元, %)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 2019-2023 公司高压和配网板块收入占比 (%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

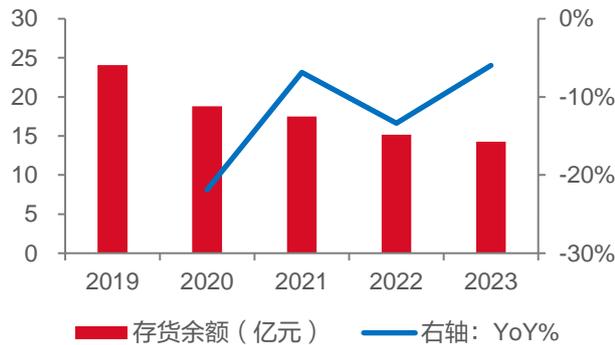
表1 公司历年产销量情况分析表

单位		2019	2020	2021	2022	2023
产量						
高压板块	间隔、台、组	5,859	7,054	7,341	6,623	8,033
YOY	%	2%	20%	4%	-10%	21%
配网板块	间隔、台、组	23,183	22,350	24,467	24,566	25,400
YOY	%	-9%	-4%	9%	0%	3%
销量						
高压板块	间隔、台、组	5,830	6,318	7,483	6,925	7,939
YOY	%	-6%	8%	18%	-7%	15%
配网板块	间隔、台、组	24,578	24,324	22,404	24,187	25,364
YOY	%	-2%	-1%	-8%	8%	5%
库存量						
高压板块	间隔、台、组	638	1,374	1,232	930	1,024
YOY	%	5%	115%	-10%	-25%	10%
配网板块	间隔、台、组	5,308	3,334	5,397	5,776	5,812
YOY	%	-21%	-37%	62%	7%	1%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司 2023 年可执行合同同比增加，产销量同比上涨，其中部分合同交货期为 2024 年初，为确保按期履约，2023 年末库存量小幅上涨。近年来公司强化精益生产，不断加强库存管理，报告期末公司整体存货余额较期初下降约 5.97%，存货管理水平持续提升。

图9 2019-2023 年公司存货余额（亿元，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 近三年公司合同负债情况（亿元，%）

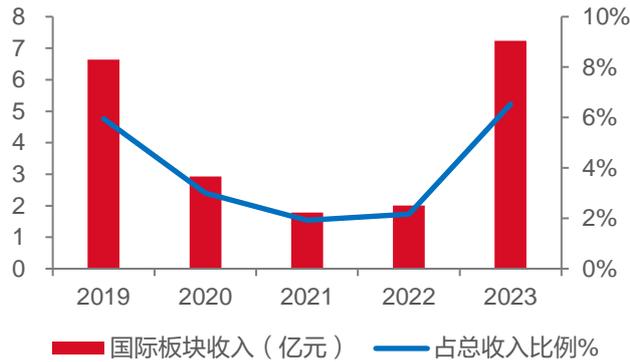


资料来源：Wind，东海证券研究所

1.3.国外市场多点开花，多款产品实现零突破

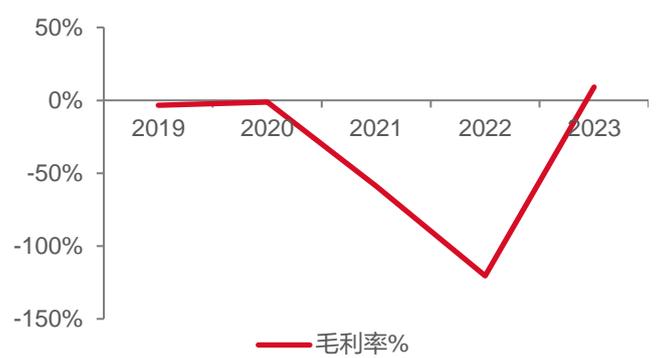
海外市场稳步拓展，深度实施“走出去”战略。2023 年公司多款产品通过海外认证，签订 24-36 千伏环网柜产品单笔最大的海外订单，全年公司国际板块实现收入 7.24 亿元，同比增长 261.10%，海外市场获得新突破。2023 年公司多个重点项目落地，营收、毛利同比上升。2021-2022 年公司国际业务板块受国际政治经济形势影响，部分海外项目取消和延期执行，叠加原材料、运输费等成本高涨，造成国际业务亏损。

图11 2019-2023 年公司国际板块收入（亿元，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 2019-2023 年公司国际板块毛利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

2023 年公司深度融入“一带一路”国家：1) 为巴基斯坦 500kV 吉尔吉特变电站和 500kV 穆扎法尔格尔变电站项目供货的 LW10B-550 带电阻柱式断路器；2) 中标由南非奈欧戈斯能源等五家投资开发公司共同开发的南非 5*10WM 光伏电厂项目，中标金额约 2 亿元；3) 聘请外部咨询机构参与项目风控，签订印尼南苏电气一体化等工程合同，实现市场新突破。

公司通过实施意大利国家电力公司、西班牙国家电力公司等国际项目，开关设备成功进入欧洲高端市场，目前已经获得欧盟认证的焊工资质，国际化供应能力不断提升。2024 年 1 月，公司中标意大利国家电力公司 ENEL 集团环网柜框架招标项目，中标金额约 1.8 亿元，标志着中国制造中压环网柜产品首次打入欧盟高端市场，实现今年欧盟高端市场“开门红”。

图13 巴基斯坦±660kV 默拉直流输电工程



资料来源：中国电气装备官网，东海证券研究所

图14 公司真空环保型断路器产品顺利通过 ENEL 认证



资料来源：中国电气装备官网，东海证券研究所

2.投资建议

公司作为高压、中压设备龙头企业，选取中国西电、许继电气、国电南瑞作为可比公司进行估值比较，2024-2026 年可比公司 PE 平均值分别为 26.09x/20.66x/17.13x。考虑到国内特高压行业持续景气，公司作为高压 GIS 龙头，高毛利订单稳步提升+规模效应带动费用改善，公司销售净利润率持续增长，同时公司国际板块业务回暖，业绩有望获得进一步支撑。我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 134.18/156.76/180.99 亿元，同比 +21.14%/+16.82%/+15.46%，公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 11.76/14.56/17.54 亿

元，EPS分别为0.87/1.07/1.29元/股，对应当前P/E为17.81x/14.39x/11.94x。首次覆盖，给予“买入”评级。

表2 可比公司估值表

	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000400.SZ 许继电气	289.19	12.04	15.75	19.38	24.02	18.36	14.92
600406.SH 国电南瑞	1,880.48	82.01	93.69	105.64	22.93	20.07	17.80
601179.SH 中国西电	385.47	12.31	16.36	20.66	31.31	23.56	18.66
平均值					26.09	20.66	17.13

资料来源：携宁，东海证券研究所，2024年5月10日

3.风险提示

- 1、电网投资额不及预期风险。**公司主要产品为电力开关，如果国家电网投资额不及预期，公司将面临经营业绩下滑的风险。
- 2、海外业务拓展不及预期风险。**海外业务拓展易受到地缘政治等因素影响，导致项目进展放缓甚至延期，公司国际板块业务收入有下滑风险。
- 3、行业竞争加剧风险。**配电网市场技术壁垒相对较弱，国内中小企业较多，造成市场竞争加剧，引发价格竞争，公司中低压产品收入有下滑风险。

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,077	13,418	15,676	18,099
%同比增速	19%	21%	17%	15%
营业成本	8,708	10,361	12,064	13,909
毛利	2,369	3,058	3,611	4,190
%营业收入	21%	23%	23%	23%
税金及附加	91	111	129	149
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	451	496	556	615
%营业收入	4%	4%	4%	3%
管理费用	323	335	384	434
%营业收入	3%	3%	2%	2%
研发费用	524	590	690	796
%营业收入	5%	4%	4%	4%
财务费用	-92	-68	-109	-155
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%
资产减值损失	-89	-176	-215	-253
信用减值损失	-51	-40	-49	-58
其他收益	50	34	47	63
投资收益	16	20	24	27
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	1,000	1,431	1,768	2,130
%营业收入	9%	11%	11%	12%
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	1,002	1,431	1,768	2,130
%营业收入	9%	11%	11%	12%
所得税费用	82	124	151	181
净利润	921	1,307	1,617	1,949
%营业收入	8%	10%	10%	11%
归属于母公司的净利润	816	1,176	1,456	1,754
%同比增速	284%	44%	24%	21%
少数股东损益	105	131	162	195
EPS (元/股)	0.60	0.87	1.07	1.29

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.60	0.87	1.07	1.29
BVPS	7.39	8.39	9.62	11.10
PE	21.11	17.81	14.39	11.94
PEG	0.07	0.40	0.61	0.58
PB	1.72	1.84	1.60	1.39
EV/EBITDA	9.38	8.69	5.65	3.24
ROE	8%	10%	11%	12%
ROIC	8%	10%	11%	11%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,001	7,732	10,779	14,161
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	6,555	6,762	6,982	7,510
存货	1,426	1,612	1,810	2,009
预付账款	229	259	277	292
其他流动资产	1,304	1,438	1,614	1,790
流动资产合计	14,515	17,803	21,462	25,762
长期股权投资	617	617	617	617
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2,134	2,002	1,877	1,751
无形资产	1,225	1,225	1,225	1,225
商誉	53	53	53	53
递延所得税资产	142	142	142	142
其他非流动资产	1,473	1,434	1,434	1,434
资产总计	20,159	23,277	26,811	30,985
短期借款	216	201	191	186
应付票据及应付账款	7,438	8,753	10,141	11,743
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	40	51	60	68
应交税费	79	126	146	163
其他流动负债	1,736	2,007	2,302	2,652
流动负债合计	9,509	11,138	12,839	14,811
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	35	35	35	35
其他非流动负债	126	123	123	123
负债合计	9,670	11,295	12,997	14,969
归属于母公司的所有者权益	10,026	11,388	13,059	15,066
少数股东权益	464	594	756	951
股东权益	10,489	11,982	13,815	16,017
负债及股东权益	20,159	23,277	26,811	30,985

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	2,504	2,737	3,089	3,416
投资	-329	0	0	0
资本性支出	-110	-51	-49	-49
其他	0	61	24	27
投资活动现金流净额	-439	10	-26	-22
债权融资	-145	-15	-10	-5
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-152	-7	-7	-6
其他	-3	5	0	0
筹资活动现金流净额	-300	-17	-17	-11
现金净流量	1,766	2,731	3,047	3,382

资料来源：携宁，东海证券研究所，2024年5月10日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在 -20%—20% 之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在 -10%—10% 之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15% 之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在 -5%—5% 之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15% 之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证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, 本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089