

平高电气 (600312.SH)

优于大市

业绩快速增长，主网、配网与发电共同提供成长持续性

核心观点

前三季度净利润同比+55%，出货结构优化大幅提高毛利率。前三季度公司实现营收 78.85 亿元，同比+5.88%；归母净利润 8.57 亿元，同比+55.13%；扣非净利润 8.48 亿元，同比+54.91%。前三季度毛利率 24.27%，同比+4.29pct；净利率 11.69%，同比+3.33pct；公司毛利率大幅提升主要系 1000/750kV 高电压等级 GIS 出货占比提升引起。

三季度业绩环比大幅提升，毛利率环比提升。三季度公司实现营收 28.43 亿，同比+8.42%，环比-5.18%；归母净利润 3.23 亿，同比+47.72%，环比+6.49%；扣非净利润 3.16 亿元，同比+46.45%，环比+3.85%。三季度公司销售毛利率 25.58%，同比+4.17pct，环比+3.21pct；净利率 12.19%，同比+3.06pct，环比+1.62pct。

主网需求持续性无虞，“十五五”特高压交流需求有望提升。2024 年 4 月，国家电网公司陆续启动“4 交 9 直”特高压工程可研设计主体协调招标或可研招标，特高压建设迎来增量需求。我们预计，随着新能源和水电的持续建设，“十五五”期间特高压直流需求有望保持高景气。特高压交流适用于近距离电力传输或受端网架强化，随着馈入直流数量的持续增长，我们预计负荷中心特高压交流建设需求有望增强。

公司配网业务成长可期，电源侧 GIS 需求空间较大。2023 年以来，配电网改造相关政策密集落地，我们预计在设备更新、农网改造、配网形态变化、拉动内需等多重因素驱动下配电网投资有望迎来景气周期。公司配网市场地位领先，在国网开关柜领域名列前茅。电源侧是 GIS 应用的重要市场，我们预计未来抽蓄、水电、核电等大型电源发展将为公司业务提供增量空间。

风险提示：国内电网投资不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司订单情况、网外业务开拓进展和行业招标需求，上调盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 11.94/15.39/18.38 亿元（原预测值为 11.90/14.34/17.28 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/17/14 倍，维持“优于大市”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	12,744	15,176	17,013
(+/-%)	0.0%	19.4%	15.1%	19.1%	12.1%
净利润(百万元)	212	816	1194	1539	1838
(+/-%)	199.7%	284.6%	46.3%	28.9%	19.5%
每股收益(元)	0.16	0.60	0.88	1.13	1.35
EBIT Margin	4.1%	8.8%	11.1%	12.3%	13.0%
净资产收益率 (ROE)	2.3%	8.4%	11.4%	13.4%	14.4%
市盈率 (PE)	120.3	31.3	21.4	16.6	13.9
EV/EBITDA	40.0	25.8	20.1	16.6	14.8
市净率 (PB)	2.62	2.43	2.22	1.98	1.76

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

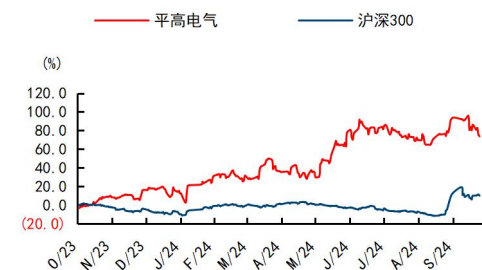
电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
 S0980520080003 S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.80 元
总市值/流通市值	25510/25510 百万元
52 周最高价/最低价	22.90/10.22 元
近 3 个月日均成交额	402.60 百万元

市场走势



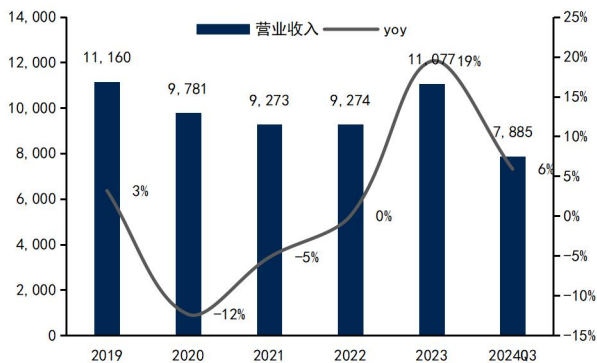
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《平高电气 (600312.SH) - 高压开关行业领军企业，受益全球电网建设提速》——2024-07-12
- 《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》——2024-04-13
- 《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

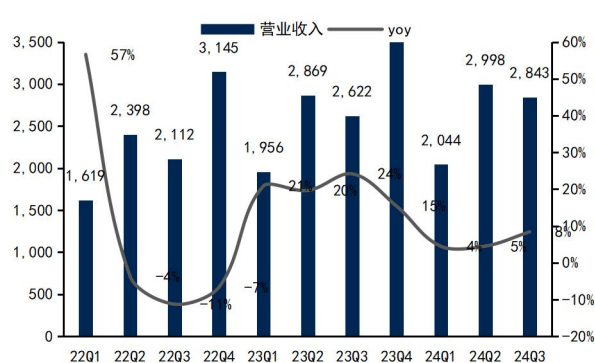
前三季度净利润同比+55%，出货结构优化大幅提高毛利率。前三季度公司实现营业收入 78.85 亿元，同比+5.88%；归母净利润 8.57 亿元，同比+55.13%；扣非净利润 8.48 亿元，同比+54.91%。前三季度毛利率 24.27%，同比+4.29pct；净利率 11.69%，同比+3.33pct；公司毛利率大幅提升主要系 1000/750kV 高电压等级 GIS 出货占比提升引起。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



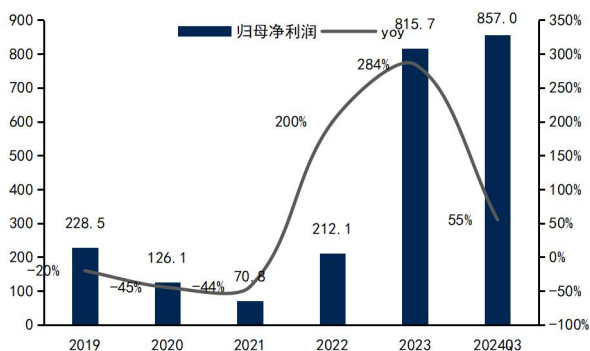
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）



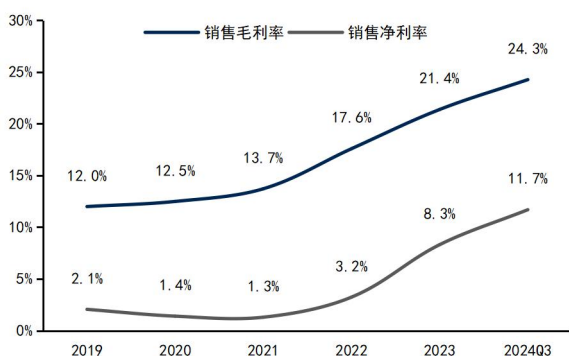
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



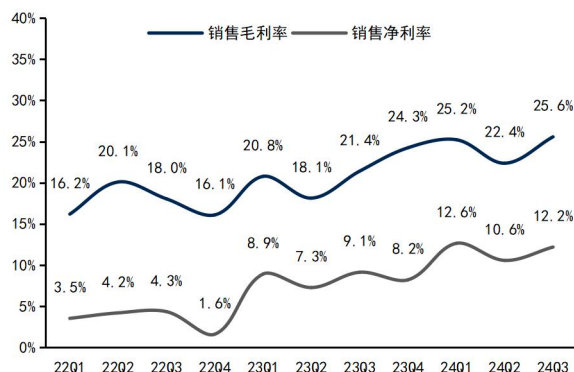
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

三季度业绩环比大幅提升，毛利率环比提升。三季度公司实现营收 28.43 亿，同比+8.42%，环比-5.18%；归母净利润 3.23 亿，同比+47.72%，环比+6.49%；扣非净利润 3.16 亿元，同比+46.45%，环比+3.85%。三季度公司销售毛利率 25.58%，同比+4.17pct，环比+3.21pct；净利率 12.19%，同比+3.06pct，环比+1.62pct。

表1：“十四五”特高压“三交九直”项目情况

项目名称	项目类型	项目进度	预计投产时间
张北-胜利	交流	已于 2023 年招标、开工	2024 年
川渝	交流	已于 2023 年招标、开工	2025 年
大同-天津	交流	预计 2024 年招标、开工	2026 年
陇东-山东	直流	已于 2023 年招标、开工	2025 年
金上-湖北	直流	已于 2023 年招标、开工	2025 年
哈密北-重庆	直流	已于 2023 年招标、开工	2025 年
宁夏-湖南	直流	已于 2023 年招标、开工	2025 年
甘肃-浙江	直流	已于 2024 年开工，预计 2024 年招标	2026 年
陕西-河南	直流	预计 2025 年招标、开工	2027 年
蒙西-京津冀	直流	预计 2024 年招标、开工	2026 年
陕西-安徽	直流	已于 2024 年招标、开工	2026 年
藏东南-粤港澳	直流	预计 2025 年招标、开工	2027 年

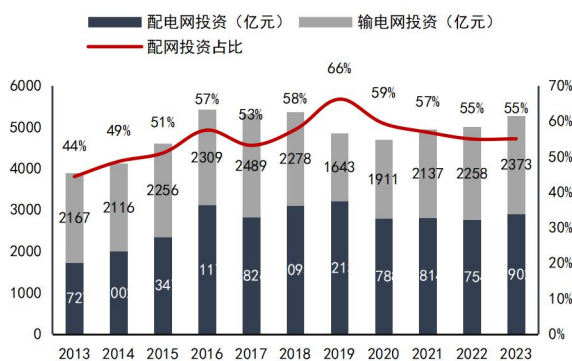
资料来源：国家电网，国家能源局，国信证券经济研究所整理 注：截至 2024 年 9 月底

表2：2024 年国网新增特高压“四交九直”可研设计协调或可研招标项目情况

项目名称	项目类型	项目进度
四川攀西	交流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
蒙西-华北	交流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
烟台-威海	交流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标，6 月启动可研招标，要求 12 月完成
浙江环网	交流	2024 年 4 月启动可研招标
乌兰布和-京津冀	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
库布齐-上海	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
巴丹吉林-四川	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标，6 月启动可研招标，要求 12 月完成
腾格里-江西	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
疆电（南疆）入川	直流	2024 年 4 月启动可研招标，要求 9 月完成
青海（海南州）-江苏	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
内蒙古沙漠地区-江苏	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
内蒙古沙漠基地-华东	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标
松辽-华北	直流	2024 年 5 月启动可研主体设计协调招标

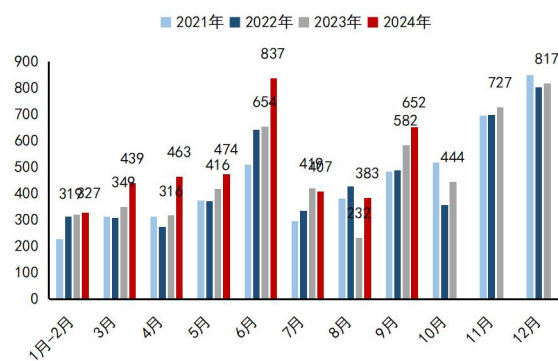
资料来源：国家电网，国家能源局，国信证券经济研究所整理 注：截至 2024 年 9 月底

图7：我国历年电网投资金额与结构（单位：亿元，%）



资料来源：国家能源局、中电联、国信证券经济研究所整理

图8：2021-2024 年我国月度电网投资完成额（单位：亿元）



资料来源：国家能源局、国信证券经济研究所整理

“十四五”特高压规划创历史新高，中期调规贡献额外增量。2022年1月，国家能源局在《关于委托开展“十四五”规划输电通道配套水风光及调节电源研究论证的函》中首次提出了“十四五”期间为配套水风光等能源基地，将规划建设“3交9直”12条特高压通道。2024年4-5月，国家电网公司陆续启动“4交9直”特高压工程可研设计主体协调招标或可研招标，根据项目进度要求，其中部分项目有望于“十四五”期间开工。

“十五五”特高压交流需求有望提升，公司有望充分受益。“十四五”期间，我国特高压建设以实现远距离“点对点”电力传输的特高压直流为主，解决新能源大规模远距离一次分配的瓶颈；随着新能源和水电的持续建设，“十五五”期间特高压直流需求有望保持高景气。特高压交流适用于近距离电力传输或受端网架强化，随着馈入直流数量的持续增长，我们预计负荷中心省区特高压交流建设需求有望增强。

公司配网业务成长可期，电源侧GIS需求空间较大。2023年以来，配电网改造相关政策密集落地，我们预计在设备更新、农网改造、配网形态变化、拉动内需等多重因素驱动下配电网投资有望迎来景气周期。公司配网市场地位领先，在国网开关柜领域名列前茅。电源侧是GIS应用的重要市场，我们预计未来抽蓄、水电、核电等大型电源发展将为公司业务提供增量空间。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司订单情况、网外业务开拓进展和行业招标需求，上调盈利预测。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润11.94/15.39/18.38亿元（原预测值为11.90/14.34/17.28亿元），当前股价对应PE分别为21/17/14倍，维持“优于大市”评级。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	23A	24E	25E		
600312.SH	平高电气	18.8	255	0.60	0.88	1.13	31.3	21.4	16.6	8.1	优于大市
600406.SH	国电南瑞	26.48	2,127	0.89	1.00	1.13	29.8	26.5	23.4	15.2	-
002028.SZ	思源电气	76.02	589	2.01	2.65	3.29	37.8	28.7	23.1	15.0	-
000400.SZ	许继电气	30.12	307	0.99	1.21	1.61	30.4	24.9	18.7	9.4	-

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	2909	4273	5805	营业收入	9274	11077	12744	15176	17013
应收款项	5352	6555	7682	9147	10254	营业成本	7643	8708	9745	11612	12989
存货净额	1517	1426	2670	3181	3559	营业税金及附加	83	91	102	121	136
其他流动资产	757	947	682	813	909	销售费用	377	451	484	546	595
流动资产合计	12109	14515	14722	18343	21567	管理费用	396	323	421	372	391
固定资产	2336	2223	2059	1891	1721	研发费用	392	524	573	653	681
无形资产及其他	1306	1225	1143	1062	980	财务费用	(54)	(92)	(44)	(24)	(41)
其他长期资产	1872	1579	1912	1518	1361	投资收益	22	16	30	25	25
长期股权投资	224	617	617	617	617	资产减值及公允价值变动	(141)	(140)	(80)	(80)	(80)
资产总计	17847	20159	20453	23431	26246	其他收入	148	190	140	141	147
短期借款及交易性金融负债	363	216	700	700	700	营业利润	324	1000	1473	1901	2273
应付款项	6119	7438	6141	7317	8185	营业外净收支	6	3	10	10	10
其他流动负债	732	605	745	877	978	利润总额	330	1002	1483	1911	2283
流动负债合计	7927	9509	8861	10412	11565	所得税费用	30	82	126	162	194
长期借款及应付债券	0	0	40	80	120	少数股东损益	88	105	163	210	251
其他长期负债	181	161	55	55	55	归属于母公司净利润	212	816	1194	1539	1838
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	8956	10547	11740	净利润	212	816	1194	1539	1838
少数股东权益	419	464	565	773	1021	资产减值准备	(124)	(89)	(30)	(30)	(30)
股东权益	9320	10026	10932	12112	13489	折旧摊销	458	384	296	299	302
负债和股东权益总计	17847	20159	20453	23432	26249	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)	(24)	(41)
每股收益	0.16	0.60	0.88	1.13	1.35	营运资本变动	100	828	(3432)	(706)	(538)
每股红利	0.06	0.21	0.26	0.34	0.41	其它	751	565	14	190	213
每股净资产	7.18	7.73	8.47	9.50	10.69	经营活动现金流	1397	2504	(1959)	1292	1784
ROIC	3%	8%	12%	14%	15%	资本开支	(69)	(113)	(50)	(50)	(50)
ROE	2%	8%	11%	13%	14%	其它投资现金流	17	(326)	(303)	419	182
毛利率	18%	21%	24%	23%	24%	投资活动现金流	(52)	(439)	(353)	369	132
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%	15%	19%	12%	支付股利、利息	(26)	(108)	(349)	(361)	(465)
净利润增长率	200%	285%	46%	29%	19%	其它融资现金流	(386)	(250)	484	0	0
资产负债率	45%	48%	44%	45%	45%	融资活动现金流	(364)	(300)	219	(297)	(383)
股息率	0.3%	1.1%	1.4%	1.8%	2.2%	现金净变动	981	1765	(2093)	1364	1532
P/E	120.3	31.3	21.4	16.6	13.9	货币资金的期初余额	2774	3497	5001	2909	4273
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8	货币资金的期末余额	3497	5001	2909	4273	5805
EV/EBITDA	40.0	25.8	20.1	16.6	14.8	企业自由现金流	838	1999	(1888)	1256	1745
						权益自由现金流	501	1834	(1323)	1317	1822

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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