

平高电气 (600312.SH)

盈利能力大幅改善，高压开关龙头未来可期

买入

核心观点

2022年业绩符合预期，2023年一季度业绩维持高增。公司2022年实现营收92.74亿元(+0.01%)，归母净利润2.12亿元(+199.68%)，扣非净利润2.00亿元(+469.65%)。2023年一季度公司实现营收19.56亿元(+20.82%)，归母净利润1.51亿元(+276.10%)，扣非净利润1.53亿元(+289.10%)。

盈利能力大幅提升，高压板块助力公司增长。2022年公司销售毛利率17.59%(+3.87pct.)，销售净利率3.24%(+1.94pct.)。2023年一季度公司销售毛利率20.78%(同比+4.59pct.，环比+4.68pct.)，销售净利率8.92%(同比+5.39pct.，环比+7.31pct.)，盈利能力同环比均实现大幅提升。2022年公司高压板块实现收入49.77亿元(+15.93%)，毛利率24.41%(+7.59pct.)。

2023年营业收入有望达到110亿元，国际业务有望扭亏。根据公司经营计划，2023年公司预计实现营业收入100-110亿元。2022年公司网内业务新签合同额同比增长30%，网外业务新签合同额同比增长109%，中标非洲单体容量最大的储能项目，订单高增为公司远期成长奠定良好基础。2022年公司国际业务经营主体平高国际亏损3.49亿元，随着疫情影响的消散和公司对于海外项目精细化管理的推进，我们预计2023年公司国际业务有望扭亏。

高压开关领域持续引领行业，生产效率提升30%以上。2022年公司推出的我国首款145千伏环保真空断路器等系列产品获得欧洲市场“绿卡”，24千伏中压充气柜首次打入欧洲高端市场。公司试点“工位制、节拍化”连续流生产模式，月均生产效率提高30%以上。

风险提示：电网投资强度不及预期；上游原材料大幅涨价；高压开关行业竞争加剧。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

基于公司在手订单情况和电网开工建设节奏，我们上调23-24年盈利预测，预计23-25年公司实现归母净利润分别为5.06/8.01/9.29亿元(23-24年原预测值为4.31/7.29亿元)，同比增速分别为138.6%/58.3%/16.0%，摊薄EPS分别为0.37/0.59/0.68元，当前股价对应PE分别为29.6/18.7/16.1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	11,084	13,995	14,556
(+/-%)	-5.2%	0.0%	19.5%	26.3%	4.0%
净利润(百万元)	71	212	506	801	929
(+/-%)	-43.9%	199.7%	138.6%	58.3%	16.0%
每股收益(元)	0.05	0.16	0.37	0.59	0.68
EBIT Margin	3.4%	4.1%	7.1%	8.8%	9.6%
净资产收益率(ROE)	0.8%	2.3%	5.3%	7.9%	8.6%
市盈率(PE)	203.8	68.0	28.5	18.0	15.5
EV/EBITDA	30.4	26.8	22.1	17.2	15.7
市净率(PB)	1.52	1.48	1.39	1.27	1.17

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

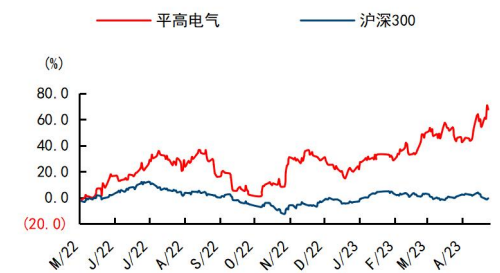
电力设备·电网设备

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

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值
收盘价 11.05元
总市值/流通市值 14994/14994百万元
52周最高价/最低价 11.25/6.08元
近3个月日均成交额 257.92百万元

市场走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

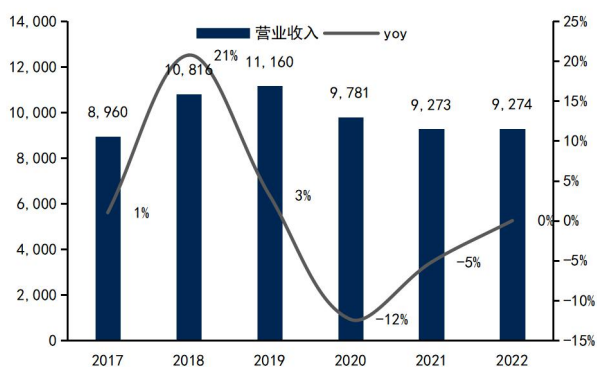
相关研究报告

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

2022 年业绩符合预期，净利润同比大幅增长。公司 2022 年实现营收 92.74 亿元 (+0.01%)，归母净利润 2.12 亿元(+199.68%)，扣非净利润 2.00 亿元(+469.65%)；全年销售毛利率 17.59% (+3.87pct.)，销售净利率 3.24% (+1.94pct.)。公司全年计提资产减值损失 1.24 亿元，其中 22Q4 计提 1.12 亿元。2022 年第四季度公司实现营收 31.45 亿元 (同比-6.67%，环比+48.91%)，归母净利润 0.34 亿元 (同比+200.05%，环比-45.16%)，扣非净利润 0.32 亿元(同比+174.77%，环比-41.82%)。2022 年第四季度公司销售毛利率 16.10% (同比-0.12pct.，环比-1.94pct.)，销售净利率 1.61% (同比+2.10pct.，环比-2.74pct.)。

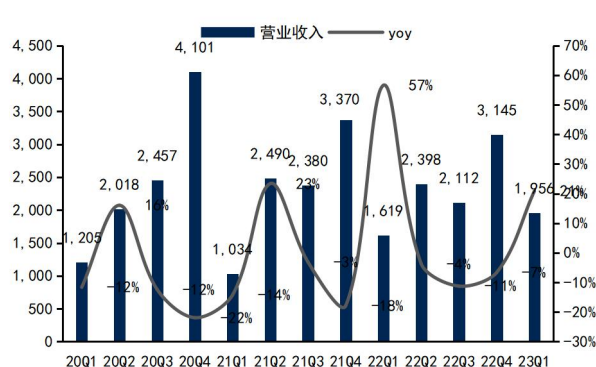
2023 年一季度业绩超预期，盈利能力大幅提升。2023 年一季度公司实现营收 19.56 亿元 (+20.82%)，归母净利润 1.51 亿元 (+276.10%)，扣非净利润 1.53 亿元 (+289.10%)。一季度公司销售毛利率 20.78% (同比+4.59pct.，环比+4.68pct.)，销售净利率 8.92% (同比+5.39pct.，环比+7.31pct.)，盈利能力同环比均实现大幅提升。

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、%）



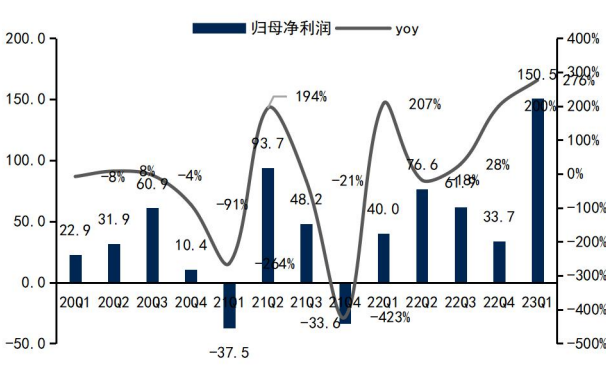
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

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、%）

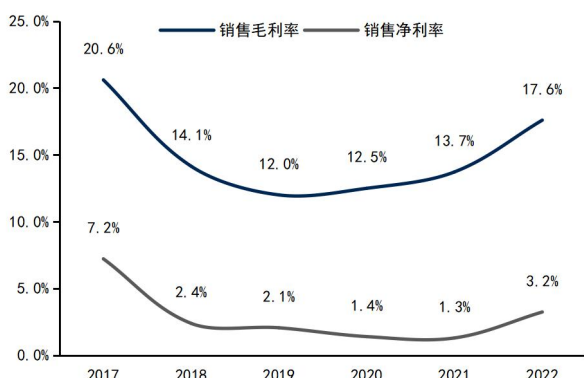


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

高压板块毛利率同比大幅增长，国际业务触底有望迎来反转。分业务看，2022 年公司高压板块实现收入 49.77 亿元 (+15.93%)，毛利率 24.41% (+7.59pct.)；中低压及配网板块实现收入 29.75 亿元 (-21.84%)，毛利率 11.48% (+2.88pct.)；国际业务实现收入 2.00 亿元 (+12.38%)，毛利率-120.46% (-61.63pct.)；运维服务实现收入 10.22 亿元 (+23.23%)，毛利率 25.81% (-5.06pct.)。2022 年公司国际业务经营主体平高国际亏损 3.49 亿元，随着疫情影响的消散和公司对于海外

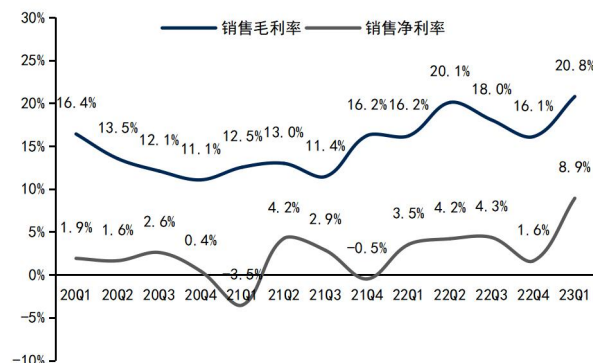
项目精细化管理的推进，我们预计 2023 年公司国际业务有望扭亏。

图5：公司年度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



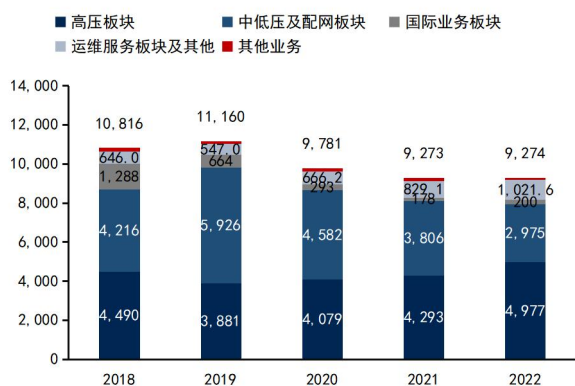
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司季度销售毛利率、净利率变化情况（单位：%）



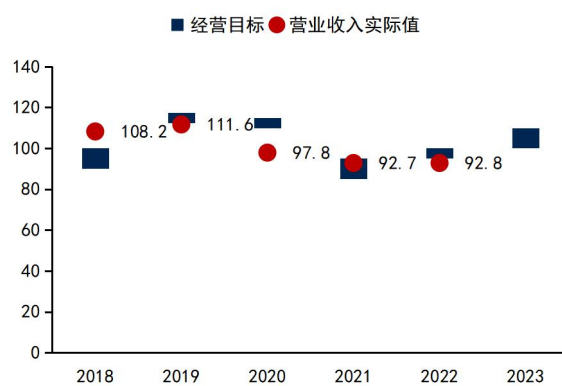
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司营业收入结构（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8：公司营业收入目标与完成值（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

稳居高压开关行业龙头，2023 年营业收入有望达到 110 亿元。2022 年公司确认武汉站变电站新建工程等 15 个间隔 1000 千伏 GIS，确认甘肃兰临等 16 个间隔 750 千伏 GIS。2022 年公司网内业务新签合同额同比增长 30%，网外业务新签合同额同比增长 109%，中标非洲单体容量最大的储能项目。公司推出的我国首款 145 千伏环保真空断路器等系列产品获得欧洲市场“绿卡”，24 千伏中压充气柜首次打入欧洲高端市场。公司试点“工位制、节拍化”连续流生产模式，月均生产效率提高 30%以上。2023 年公司预计实现营收 100-110 亿元。

投资建议：维持“买入”评级。

公司是国内组合电器龙头企业，将充分受益于 2023-2025 年电网投资集中放量，随着疫情等影响的消除公司海外业务有望在 2023 年扭亏为盈，公司在特高压直流开关设备和 GIL 领域处于国际领先水平，远期成长性良好。基于公司在手订单情况和电网开工建设节奏，我们上调 23-24 年盈利预测，预计 23-25 年公司实现归母净利润分别为 5.06/8.01/9.29 亿元（23-24 年原预测值为 4.31/7.29 亿元），同比增速分别为 138.6%/58.3%/16.0%，摊薄 EPS 分别为 0.37/0.59/0.68 元，当前股价对应 PE 分别为 29.6/18.7/16.1 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表（2023 年 4 月 27 日）

代码	公司简称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资 评级
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E	
600406	国电南瑞	25.52	1708	1.02	0.96	1.12	1.29	25.0	26.6	21.3	19.8	买入
002028	思源电气	45.43	350	1.56	1.59	2.04	2.40	29.1	28.6	22.3	18.9	买入
000400	许继电气	21.98	222	0.72	0.75	0.97	1.38	30.5	29.3	22.7	15.9	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与预测 注：许继电气采用 wind 一致预测

附表：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	2616	3203	4531	营业收入	9273	9274	11084	13995	14556
应收款项	6539	5352	8503	10736	11166	营业成本	8001	7643	9004	11295	11645
存货净额	1751	1517	2467	3094	3190	营业税金及附加	78	83	89	112	116
其他流动资产	933	757	630	791	815	销售费用	300	377	388	448	466
流动资产合计	12866	12109	14936	18728	20634	管理费用	272	396	443	490	495
固定资产	2518	2336	2163	1987	1808	研发费用	310	392	377	420	437
无形资产及其他	1404	1306	1219	1132	1045	财务费用	39	(54)	(28)	(15)	(26)
其他长期资产	2176	1872	1663	1399	1164	投资收益	24	22	35	36	37
长期股权投资	211	224	224	224	224	资产减值及公允价值变动	(205)	(141)	(60)	(60)	(60)
资产总计	19175	17847	20204	23470	24876	其他收入	230	148	80	80	80
短期借款及交易性金融负债	658	363	700	700	700	营业利润	116	324	806	1242	1420
应付款项	7243	6119	6907	8664	8933	营业外净收支	17	6	10	10	10
其他流动负债	666	732	984	1223	1261	利润总额	133	330	816	1252	1430
流动负债合计	9601	7927	9699	11987	12350	所得税费用	13	30	114	163	186
长期借款及应付债券	0	0	40	80	120	少数股东损益	50	88	196	288	315
其他长期负债	82	181	58	61	64	归属于母公司净利润	71	212	506	801	929
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	9797	12128	12533	净利润	71	212	506	801	929
少数股东权益	356	419	581	866	1178	资产减值准备	(179)	(124)	(40)	(40)	(40)
股东权益	9136	9320	9826	10476	11165	折旧摊销	483	458	310	313	316
负债和股东权益总计	19175	17847	20204	23470	24876	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)	(15)	(26)
每股收益	0.05	0.16	0.37	0.59	0.68	营运资本变动	317	100	(2273)	(916)	(217)
每股红利	0.02	0.00	0.11	0.18	0.21	其它	507	751	50	280	295
每股净资产	7.00	7.18	7.67	8.36	9.10	经营活动现金流	1198	1397	(1447)	438	1283
ROIC	2%	3%	7%	9%	10%	资本开支	(99)	(69)	(50)	(50)	(50)
ROE	1%	2%	5%	8%	9%	其它投资现金流	96	17	245	299	272
毛利率	14%	18%	19%	19%	20%	投资活动现金流	(4)	(52)	195	249	222
EBIT Margin	3%	4%	7%	9%	10%	权益性融资	26	(7)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	10%	11%	12%	负债净变化	(599)	(386)	377	40	40
收入增长	-5%	0%	20%	26%	4%	支付股利、利息	(41)	(26)	(34)	(155)	(243)
净利润增长率	-44%	200%	139%	58%	16%	其它融资现金流	(599)	(386)	337	0	0
资产负债率	50%	45%	48%	52%	50%	融资活动现金流	(652)	(364)	371	(100)	(178)
股息率	0.2%	0.0%	1.1%	1.7%	1.9%	现金净变动	542	981	(881)	587	1328
P/E	203.8	68.0	28.5	18.0	15.5	货币资金的期初余额	2339	2774	3497	2616	3203
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	2774	3497	2616	3203	4531
EV/EBITDA	30.4	26.8	22.1	17.2	15.7	企业自由现金流	982	838	(1339)	418	1264
						权益自由现金流	348	501	(938)	471	1327

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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