

平高电气 (600312)

利润触底反弹，高压开关龙头扬帆再起航

买入 (首次)

2023年03月21日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

执业证书: S0600121060016

xiezd@dwzq.com.cn

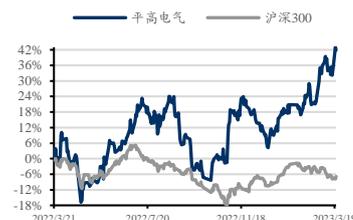
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	9,273	9,274	10,376	12,721
同比	-5%	0.01%	12%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	71	212	515	825
同比	-44%	200%	143%	60%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.05	0.16	0.38	0.61
P/E (现价&最新股本摊薄)	197.29	65.79	27.13	16.92

关键词: #成本下降 #困境反转 #新产品、新技术、新客户 #市占率上升

投资要点

- **高压开关龙头，乘特高压建设东风再起航。**平高电气是国内老牌的高压开关龙头企业，产品覆盖特高压、高压以及中低压全电压等级范围。2023-25年特高压建设迎来高峰期，组合电器(GIS)需求量爆发，公司500-1000kV GIS订单高速增长，业绩确定性较强，同时通过设备优化设计各电压等级产品毛利率逐步提升，海外业务扭亏为盈，我们预计公司2022-24年的利润CAGR约97%，
- **特高压工程迎来密集开工期，高压全系列产品量利齐升。**2023年，国网明确提出年内开工“6直2交”，特高压线路密集开工带动GIS的需求量提升。公司是国内特高压GIS的核心供应商。据我们测算，公司2023年特高压产品(500-1000kV)订单空间超50亿元，同时公司通过不断优化产品结构和性能，全电压等级的毛利率逐步提升，我们预计公司毛利率有望提升至24%+，高压板块实现量利齐升。
- **配电业务结构优化，国际板块扭亏为盈。**1) **配电方面**，分布式新能源的大规模接入倒逼配网优化升级，公司配电开关需求持续向好，毛利较差的融资租赁业务占比减小，我们预计配电业务毛利率有望修复至10%以上。2) **国际业务方面**，疫情影响下公司国际业务持续亏损，随着公司对在手国际合同的调整优化，我们估计2022年国际板块亏损见底，同时随着中电装备集团的出海战略落地推进，公司产品配套出海，我们预计公司2023年海外业务有望扭亏为盈。
- **盈利预测与投资评级：**特高压建设浪潮即将到来，公司高压板块业务蓄势待发，我们预计公司2022-2024年实现归母净利润2.12亿元/5.15亿元/8.25亿元，同比增速分别为200%/143%/60%。2023年给予公司35倍PE作为估值依据，目标价为13.3元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期、特高压建设不及预期、国际局势恶化、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.29
一年最低/最高价	6.01/10.75
市净率(倍)	1.50
流通 A 股市值(百万元)	13,962.72
总市值(百万元)	13,962.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.87
资产负债率(% ,LF)	46.94
总股本(百万股)	1,356.92
流通 A 股(百万股)	1,356.92

相关研究

《平高电气(600312): 并表中低压子公司大幅增厚业绩 特高压营收和毛利双提升》

2017-03-27

《平高电气(600312): 三季度报符合市场预期，业绩维持高增速》

2016-10-18

内容目录

1. 高压开关龙头持续开疆拓土，业绩触底反弹	5
2. “十四五”加速构建新型电力系统，特高压建设迎来新高潮	9
2.1. 特高压建设高峰增厚产业链订单弹性	9
2.2. 特高压建设步入建设高峰期，高压 GIS 持续赋能实现业绩放量	13
2.3. 特高压 GIS 订单测算	16
3. 多业务拓展，齐头并进	17
3.1. 新型电力系统下，电网投资结构性变化	17
3.2. 分布式新能源的广泛接入倒逼配网加速升级	18
3.3. 国际业务持续发力，随中电装备出海转亏为盈	19
3.4. 运维检修业务发展稳健	20
4. 盈利预测与投资建议	21
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司股权结构	6
图 2: 2015-2022 公司营收 (亿元)	7
图 3: 2015-2022 公司归母净利润 (亿元)	7
图 4: 2015-2022 公司扣非归母净利润 (亿元)	7
图 5: 高压板块和中低压及配网板块收入占比逐年增大至 85%以上	8
图 6: 运维检修及其他毛利率最高	8
图 7: 2022Q3 现金净流入 3.29 亿元	8
图 8: 2022Q3 期末存货较 2022 年初+2.65 亿元	8
图 9: 2022Q3 期末应收账款较 2022 年初+3.21 亿元	9
图 10: 2022Q3 期末应付账款较 2022 年初-5.62 亿元	9
图 11: “十四五”规划中的 3 交 9 直特高压工程	10
图 12: 风光打捆的特高压通道利用率不高	10
图 13: 2023 年特高压投资有望突破 1000 亿元	10
图 14: “十四五”及“十五五”规划线路及进展	11
图 15: 特高压直流/交流线路中标份额情况 (2010-2021 年历史累计口径)	12
图 16: 交流特高压投资结构	12
图 17: GIS 在交流特高压设备中金额占比达 58%	12
图 18: 直流特高压投资结构	13
图 19: 直流特高压设备中 GIS 占比 12%	13
图 20: 特高压直流 GIS 中标份额 (2010-2021 年历史累计口径)	13
图 21: 特高压交流 GIS 中标份额 (2010-2021 年历史累计口径)	13
图 22: 国内首台双断口 1100 千伏 GIS	14
图 23: 2022 年平高电气输变电物资招标 GIS 中标份额排名第一, 占比 17%	14
图 24: 平高 1000kV GIS 市场份额稳居第一	15
图 25: 2022 年国网 750kV GIS 招标中, 平高电气占比 79% (输变电物资招标)	15
图 26: 现货价格: 铜 (元/吨)	15
图 27: 现货价格: 铁矿石 (元/吨)	15
图 28: 平高特高压 GIS 订单空间测算	16
图 29: 电网投资结构上重点建设灵活性资源	18
图 30: 集中式/分布式光伏装机量激增	18
图 31: 上海平高天灵开关有限公司经营情况 (万元)	19
图 32: 河南平高通用电气有限公司经营情况 (万元)	19
图 33: 天津平高智能电气有限公司经营情况 (万元)	19
图 34: 平高集团威海高压电器有限公司经营情况 (万元)	19
图 35: 公司国际业务板块将迎来利润修复	20
图 36: 运维检修板块收入及毛利率	21
表 1: 四大业务板块	5
表 2: 公司发展历程	5
表 3: 平高电气在特高压直流/交流线路中标情况 (2010-2021 年历史累计口径)	16
表 4: 公司部分海外订单	20
表 5: 公司盈利预测拆分 (分产品)	21

表 6: 可比公司估值 (截至 2023 年 3 月 21 日) 22

1. 高压开关龙头持续开疆拓土，业绩触底反弹

平高电气是我国高压开关行业的龙头企业，全国三大高压开关设备研发、制造基地之一。公司业务范围涵盖输配电设备研发、设计、制造、销售、检测、相关设备成套、服务与工程承包。业务分为高压板块、中低压及配网板块、国际业务板块、运维服务及其他板块，能够满足我国电网建设对开关设备及配套服务的全部需求。公司的主要产品包括组合电器、隔离开关、断路器等。公司立志于打造“国际一流的高压开关产品和核心零部件专业制造企业”，并形成以特高压产品为龙头，常规产品、检修业务为两翼，配套零部件为辅助的产业格局。

表 1: 四大业务板块

业务板块	代表性子公司/分公司
高压板块	河南平芝高压开关；平高东芝（廊坊）避雷器；平高集团威海高压；河南平高电气销售有限责任公司
中低压及配网板块	上海平高天灵开关；天津平高智能电气；河南平高通用电气
国际业务板块	平高集团印度电力；平高集团国际工程
运维服务及其他板块	广州平高电力技术有限公司；四川平高高压开关维修；天津平高电气设备检修；平高帕拉特（河南）能源科技有限公司

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司深耕电力设备行业 50 年，逐步成为覆盖电力系统各环节的龙头企业之一。公司作为全国高压开关行业首家通过中科院、科技部“双高”认证的高新技术企业，于 2001 年元月完成了首次公开发行股票（IPO），并于 2001 年 2 月 21 日在上海证券交易所挂牌上市。公司前身为 1970 年成立的平顶山高压开关厂，发展近二十年成为全国三大开关厂之一，2010 年，国务院国资委正式批复同意公司整体产权无偿划转国网装备公司，成为国家电网公司旗下的一员，2016 年公司收购了国际工程、通用电气、平高威海、上海天灵以及廊坊东芝，实施“4+2”业务布局和“3+1”场地布局。2021 年 9 月 25 日，中国电气装备集团有限公司宣布成立，由国家电网所属相关企业和中国西电集团整合。公司背靠中国电气装备集团，深度整合资源。

表 2: 公司发展历程

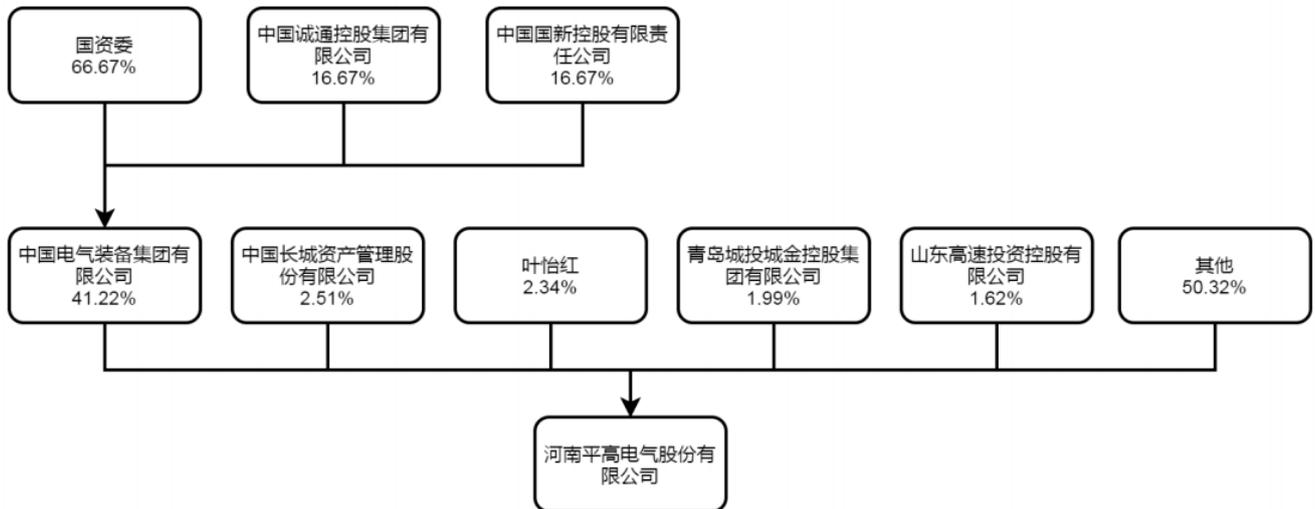
年份	事件
1970	平顶山高压开关厂成立
1988	跻身全国三大开关厂之列
1996	改制并更名为平顶山天鹰集团
1998	天鹰集团、南昌科瑞集团、北京亚太公司共同组建平顶山平高电气有限责任公司
1999	变更为河南平高电气股份有限公司

2000	与日本株式会社东芝共同出资组建河南平高东芝高压开关有限公司
2001	在上海证交所成功上市
2010	成为国家电网公司旗下一员
2014	完成非公开发行 A 股，平高集团对平高电气持股比例提高至 45.94%
2016	收购通用电气 100% 股权，平高威海 100% 股权，国际工程 100% 股权，上海天灵 90% 股权以及廊坊东芝 50% 股权
2021	中国电气装备集团有限公司宣布成立，由国家电网所属相关企业和中国西电集团整合

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权无偿划转至中电装备集团，实现资源的深度融合。根据公司公告，平高集团将持有平高电气的股份无偿划转至中国电气装备，至此公司的控股股东变更为中国电气装备集团，实际控制人为国资委，股权结构稳定。

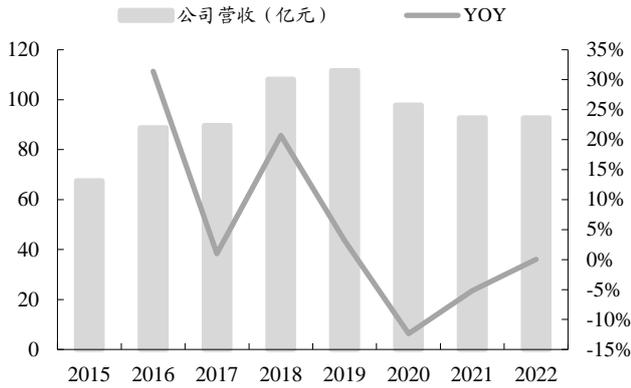
图 1：公司股权结构



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

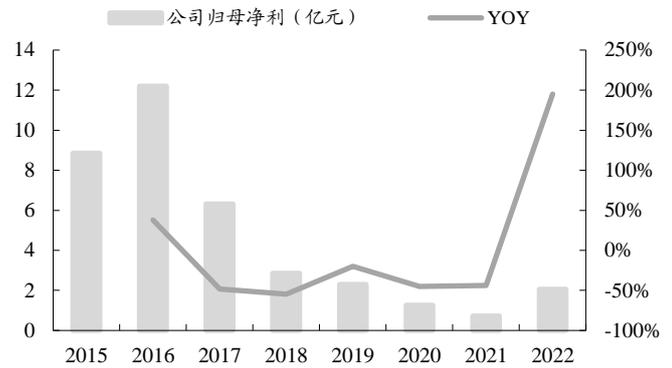
2022 年公司营收逆转颓势有所回升，净利润大幅增长。受海外疫情和配电业务结构变化影响，2020/2021 年公司营收出现负增长，2022 年随着公司特高压 GIS 产品的交付量提升，公司收入转增，根据公司业绩快报，2022 年实现营收 92.74 亿元，同比增长 0.01%。2022 年公司归母净利润预计 2.12 亿元，同比增长 199.68%。

图 2: 2015-2022 公司营收 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

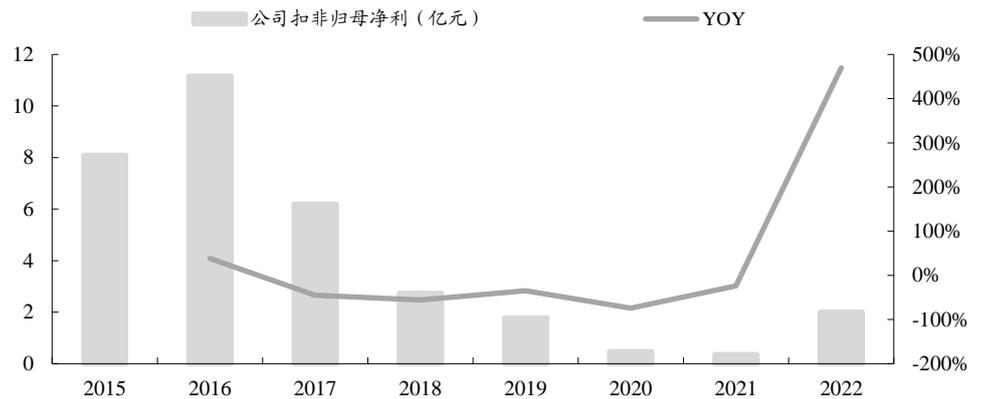
图 3: 2015-2022 公司归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

产品不断优化迭代升级, 公司盈利能力明显恢复。2020/2021 公司扣非归母净分别为 0.46 亿元/0.35 亿元, 随着疫情结束, 公司全面复工复产+各电压等级产品不断优化迭代升级, 产品毛利率持续改善, 2022 年的扣非归母净利为 2.00 亿元, 同比增速 469.65%。

图 4: 2015-2022 公司扣非归母净利润 (亿元)

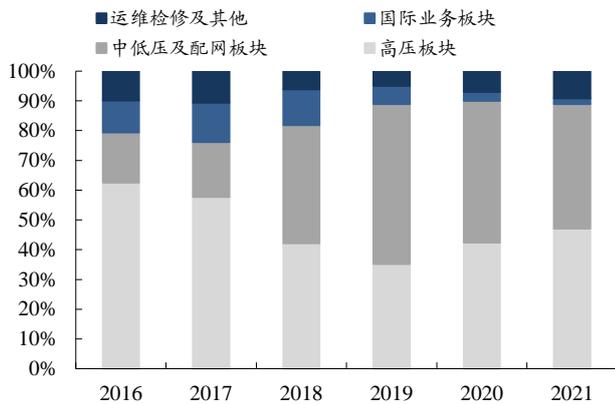


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

从公司的分业务类型营业收入占比来看, 高压板块和中低压及配网板块一直是占比最高的收入来源, 收入占比逐年上升达到 85% 以上, 运维检修及其他占比保持稳定, 收入占比稳定在 9% 左右; 国际业务板块受疫情以及国际局势影响占比有所下降。

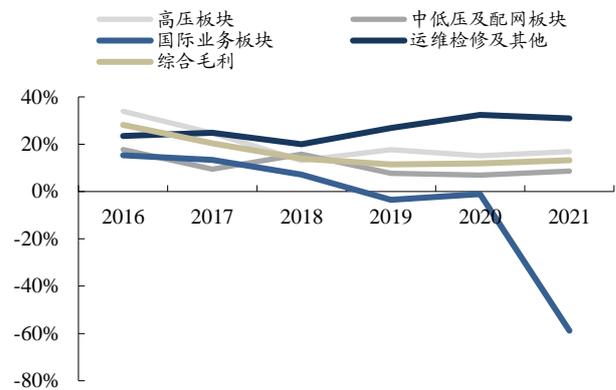
从分业务类型毛利率水平及毛利贡献来看, 公司高压及运维检修的毛利率水平较高。整体各块业务毛利率水平呈现差异化变化, 公司坚持精细管理、完善降本组织架构, 2019-2021 公司综合毛利率呈现稳步上升的趋势。受地缘政治等因素的综合影响, 公司从 2021 年开始国际业务板块开始持续亏损, 我们认为随着公司 2022 年公司对手合同结构的优化, 以及随着中电装备集团一起配套出海, 公司 2023 年国际业务板块有望实现盈亏平衡。

图 5: 高压板块和中低压及配网板块收入占比逐年增大至 85%以上



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

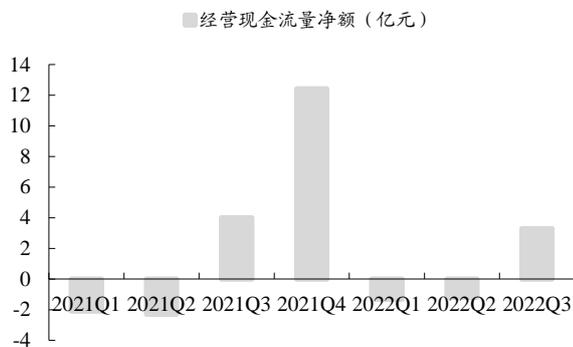
图 6: 运维检修及其他毛利率最高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

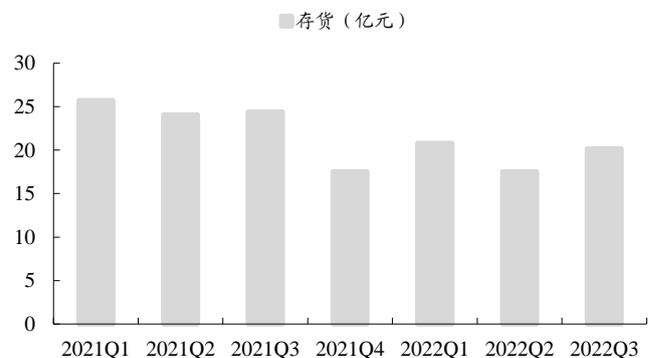
特高压等重点项目开始逐步履约交付, 经营性现金流实现提前转正。2022Q3 现金净流入 3.29 亿元, 2022 年三季报披露 Q1-3 经营活动现金流为 0.76 亿元, 实现提前转正 (一般前三季度均为负), 特高压等重点项目开始逐步履约交付, 业绩确定性较强。2022Q3 期末存货 20.16 亿元, 较 2022 年初增长 2.65 亿元。2022Q3 期末应收账款 65.89 亿元, 较 2022 年初增长 3.21 亿元。2022Q3 期末应付账款 49.65 亿元, 较 2022 年初减少 5.62 亿元。

图 7: 2022Q3 现金净流入 3.29 亿元



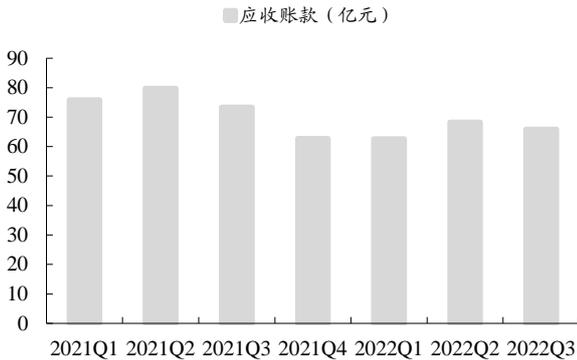
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2022Q3 期末存货较 2022 年初+2.65 亿元



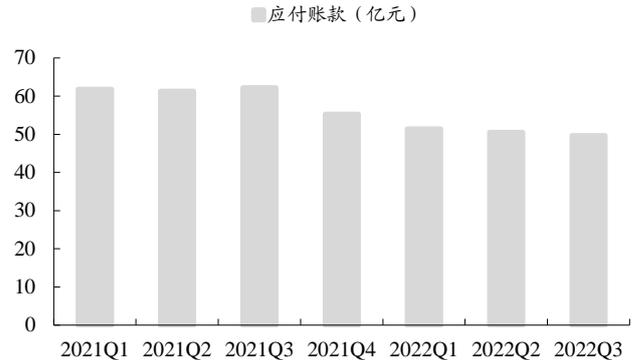
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 2022Q3 期末应收账款较 2022 年初+3.21 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 2022Q3 期末应付账款较 2022 年初-5.62 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

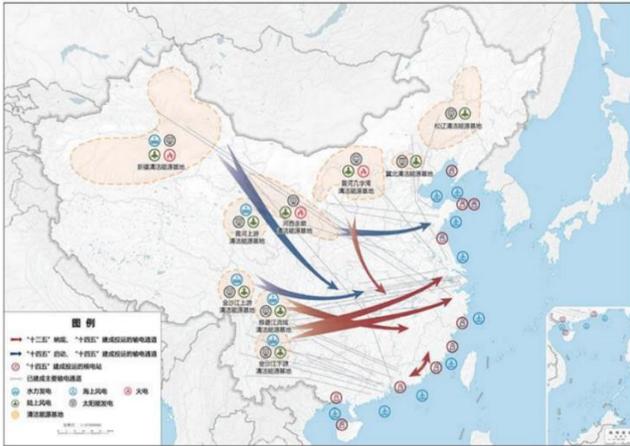
2. “十四五”加速构建新型电力系统，特高压建设迎来新高潮

2.1. 特高压建设高峰增厚产业链订单弹性

清洁能源大基地稳步推进，外送通道资源趋紧。根据 2023 年全国能源工作会议披露的数据，第一批风光大基地 9705 万千瓦已全部开工，第二批、第三批大基地项目陆续推进，根据中电联数据，2022 年全年我国新增风光装机约 125GW，电源建设投资完成 7208 亿元，同比+22.8%，电网建设投资完成 5012 亿元，同比+2.0%，电网建设略滞后于电源建设，而光伏等新能源的建设周期在 1 年左右，速度快于特高压工程，因此外送通道的开工建设必须超前于大基地。

特高压新线路的规划基本上围绕着清洁能源大基地建设以及省间互联通道开展规划和建设。1) 增量: 西北风光大基地、省间电力现货交易有望催生特高压外送通道的需求; 2) 存量: 提高存量线路利用率 (2021 年新能源输电量仅占输电容量 30%左右)，部分风光大基地围绕存量线路 (结合存量煤电) 去选址。我们认为，目前在运和在运的特高压通道可以基本满足第一批大基地的外送和消纳需求，但根据第二批大基地的规划，在运和规划的线路已无法满足二期项目的装机和外送需求，外送通道资源趋紧，因此我们预计“十四五”期间线路规划 (新增 5 条线路规划) 和相关投资有望增加。

图 11：“十四五”规划中的 3 交 9 直特高压工程



数据来源：新华社，东吴证券研究所

图 12：风光打捆的特高压通道利用率不高

可再生能源占比		2021年	2020年	2019年
可再生能源发电全额消纳 (基本以水电为主)	复奉直流	100.0%	100.0%	100.0%
	锦苏直流	100.0%	100.0%	100.0%
	楚穗直流	100.0%	100.0%	100.0%
	普侨直流	100.0%	100.0%	100.0%
	新东直流	100.0%	100.0%	100.0%
	昆柳龙直流	100.0%	100.0%	-
	宾金直流	99.9%	100.0%	99.9%
	青豫直流	98.3%	100.0%	-
部分传输可再生能源 (含风电、光伏等，与火电打捆外送)	雅湖直流	97.0%	-	-
	鲁固直流	38.0%	17.1%	39.3%
	天中直流	35.8%	40.7%	50.2%
	昭沂直流	33.7%	47.5%	36.1%
	吉泉直流	31.4%	18.3%	22.3%
	祁韶直流	26.1%	27.3%	30.9%
	灵绍直流	23.1%	17.1%	26.3%
	锡泰直流	22.4%	0.3%	0.2%
基本不传输可再生能源	雁淮直流	17.6%	13.7%	0.8%
	淮沪特高压	0.0%	0.0%	0.0%
	浙福特高压	0.0%	0.0%	0.0%
	锡盟-山东	0.0%	0.0%	0.0%
	蒙西-天津南	0.0%	0.0%	0.0%
榆横至潍坊特高压	0.0%	0.0%	0.0%	

数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

2023 年特高压高速推进，开工和核准节奏有望超历史最高值。根据国网规划，2023 年预计核准“5 直 2 交”，开工“6 直 2 交”，特高压直流开工规模为历史最高值（15 年开工 5 条直流），2023 年特高压投资有望超过 1000 亿元。之前市场预期 2022H2 核准开工“4 交 4 直”，但由于 22 年下半年疫情爆发以及沿线核准进度不及预期，实际仅核准 4 条交流（无直流）。

图 13：2023 年特高压投资有望突破 1000 亿元

	单位	2025E	2024E	2023E	2022E	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年
电网投资 (国网+南网基建投资)	亿元	5822	5683	5121	5012	4951	4896	5012	5374	5339	5431	4640	4119	3856	3661	3687
配网投资	亿元	3027	3012	2765	2857	2773	2840	2356	3117	2830	3096	2784	2307	2082	1904	1696
配网占比		52%	53%	54%	57%	56%	58%	47%	58%	53%	57%	60%	56%	54%	52%	46%
输变电投资 (交流+直流)	亿元	2635	2511	2195	2187	1990	1880	2423	2016	2306	2186	1730	1686	1685	1554	1802
特高压直流投资额	亿元	752	1289	671	398	380			2655					1238		
特高压交流投资额	亿元	40	255	379	77	114			1000					600		
全部特高压投资额	亿元	792	1544	1050	474	494			3655					1838		

数据来源：国家电网，东吴证券研究所测算

图 14: “十四五”及“十五五”规划线路及进展

项目名称	进度/预计开建时间	类型
金上-湖北±800KV	已开工, 23年2月	特高压直流
陇东-山东±800KV	可研评审, 23年H1	
哈密北-重庆±800KV	成套设计, 23年	
蒙西-京津冀±600KV	已完成预可研, 23-24年	
宁夏-湖南±800KV	成套设计, 23年	
陕西-河南±800KV	已完成预可研, 23	
陕西-安徽±800KV	可研, 23	
外电入浙±800KV	已完成预可研, 23-24年	
藏东南-粤港澳大湾区±800KV	已完成预可研, 23-24年	
大同-怀来-天津北-天津南双回1000KV	可研, 23年	
川渝1000KV	已开工, 22年	
张北-胜利(锡盟)双回1000KV	已开工, 22年	
阿坝-成都东1000kV	可研, 23年	
库布齐-华东	待预可研, 十五五落地	新增规划(计划)
腾格里-华东	待预可研, 十五五落地	
巴丹吉林-华东	待预可研, 十五五落地	
青海-江苏	待预可研, 十五五落地	
藏电送粤二期	待预可研, 十五五落地	
吉电入京	待预可研, 十五五落地	
陇电入川	待预可研, 十五五落地	
陇电入桂	待预可研, 十五五落地	
外电入赣	待预可研, 十五五落地	
赣闽联网	待预可研, 十五五落地	

数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

特高压装备市场格局集中, 产业链公司份额稳定。特高压装备技术壁垒较高, 能够生产符合标准设备的企业集中在电气装备领域的头部企业, 因此核心设备格局集中、供应商中标量份额稳定。**1)特高压直流方面,**换流阀 CR3 中标量超 90%、换流变压器 CR3 中标量超 75%、直流保护控制 CR2 中标量超 99%; **2)特高压交流方面,**交流变压器 CR3 中标量 55%, GIS 产品 CR2 中标量在 45%以上, 格局集中。国电南瑞聚焦特高压直流项目, 换流阀及直流控保历史中标量(2010-2021 年历史累计) 份额分别 46%/70%, 许继电气、中国西电、平高电气特高压中标量份额同样居前, 格局集中在头部企业且份额相对稳固, 因此龙头公司相关特高压产品盈利能力能够常年保持较高水平。

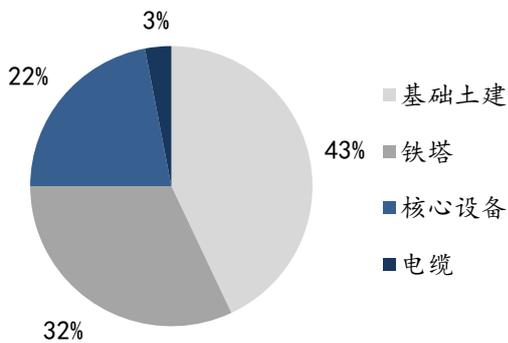
图 15: 特高压直流/交流线路中标份额情况 (2010-2021 年历史累计口径)

类型	公司	换流阀	换流变压器	直流保护系统	GIS	断路器	电抗器	电容器	开关柜	隔离开关和接地开关	避雷器	互感器
直流	国电南瑞	45.69%		70.45%		6.98%						17.98%
	平高电气				42.86%				6.52%	32.43%	26.92%	
	许继电气	26.72%		29.55%					6.52%			8.99%
	中国西电	18.97%	23.90%		22.86%	16.28%	2.67%	12.71%		14.86%	23.08%	4.49%
	保变电气		23.07%									
	特变电工		28.06%				4.00%					6.74%
	思源电气							11.02%				5.62%
	四方股份					25.58%						
长高集团									21.62%		3.37%	
类型	公司	变压器	GIS	电抗器	电容器	开关柜	隔离开关和接地开关	避雷器	互感器	断路器		
交流	平高电气		31.18%				10.74%	27.77%				
	中国西电	11.24%	14.00%	16.01%	13.21%	14.06%	25.62%	9.11%	19.33%	58.65%		
	保变电气	10.44%		5.49%								
	特变电工	36.55%		8.62%					5.36%			
	思源电气				24.53%				7.31%			
	长高集团						19.42%					

数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

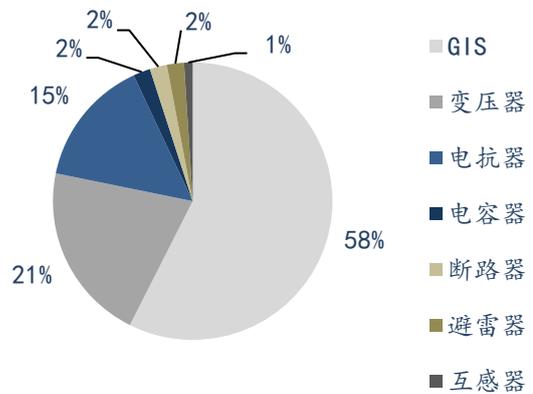
GIS 是交流特高压项目的关键设备。 GIS 组合电器包含断路器、隔离开关、接地开关、互感器、避雷器、母线、连接件和出线终端。交流特高压项目投资结构中核心设备占比为 22%。其中 GIS 占核心设备投资的 58%。直流特高压项目投资结构中核心设备占比为 25%。其中 GIS 占核心设备投资的 12%。预计 2023 年特高压投资可达 1050 亿元, 其中特高压直流投资额 671 亿元, 特高压交流投资额 379 亿元。估算 2023 年 GIS 市场规模将达到 68.49 亿元。

图 16: 交流特高压投资结构



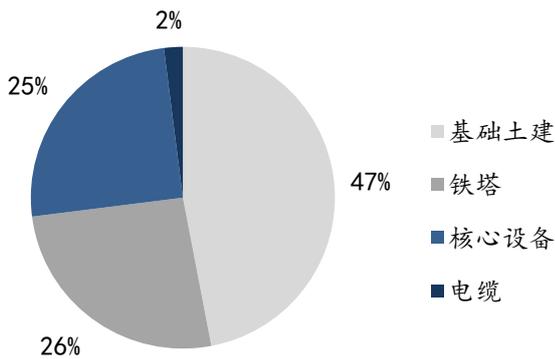
数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

图 17: GIS 在交流特高压设备中金额占比达 58%



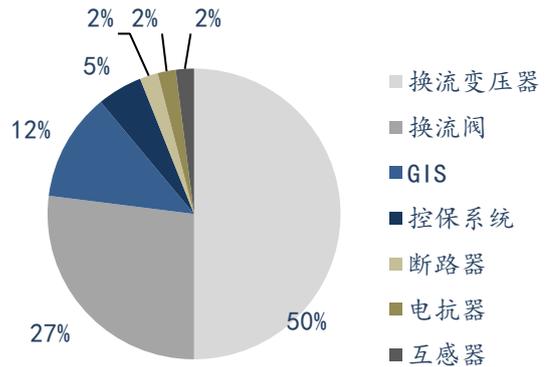
数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

图 18: 直流特高压投资结构



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

图 19: 直流特高压设备中 GIS 占比 12%

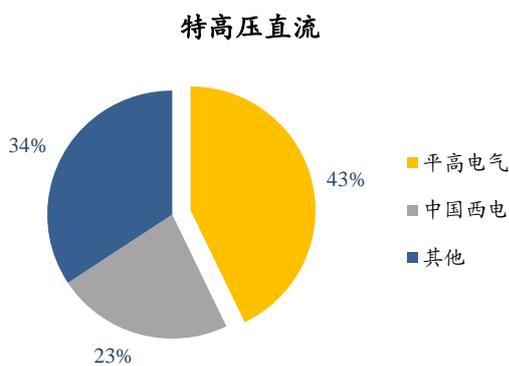


数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

2.2. 特高压建设步入建设高峰期, 高压 GIS 持续赋能实现业绩放量

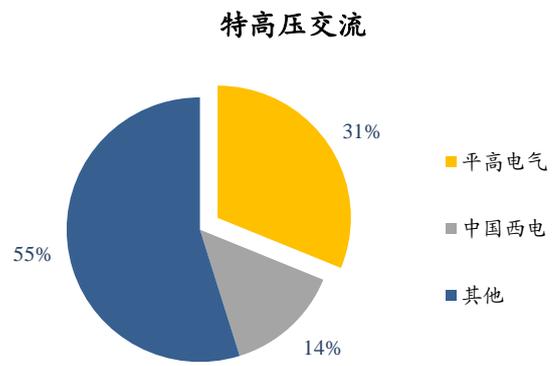
公司是特高压交流/直流 GIS 领域的龙头。我们统计了 2010-2021 年特高压交流/直流 GIS 的中标份额, 平高电气在特高压交流/直流领域的市占率是 43%/31%, 占据龙头地位, 预计随着十四五特高压建设的加速, 我们预计公司 2023 年特高压业务有望实现高速增长。同时随着电网“优质优价”采购策略的逐步推进以及国网招标的市场化竞争逐步展开, 我们预计未来平高电气超、特高压 (500kV-1000kV) GIS 的市占率有望逐步提升。

图 20: 特高压直流 GIS 中标份额 (2010-2021 年历史累计口径)



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

图 21: 特高压交流 GIS 中标份额 (2010-2021 年历史累计口径)



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

公司 GIS 技术优势明显, 成功研制我国第一套 252、800、1100kV 全封闭组合电器。2008 年, 平高电气研发生产了国内首台、第一代 1100 千伏 GIS, 成功应用于世界首条投入商业运行的 1100 千伏交流示范工程晋东南站, 填补了国内空白。2012 年, 自主研发我国首台套基于双断口开断技术的第二代 1100 千伏 GIS, 打破国外特高压技术垄断, 全面掌握 GIS 核心技术。2013 年平高电气荣获国家科学技术进步奖特等奖, 奠定了平

高在超特高压开关领域领先地位。2019 年，自主研发我国第一台配碟簧液压机构、双断口开断技术第三代 1100 千伏 GIS。自此平高特高压开关技术实现了从“技术引进”到“中国制造”再到“中国创造”的跨越式赶超，成为了行业标杆。第三代 1000KV GIS 试运行至今已满一年。预计 2023 年百万伏 GIS 体量将达到上百间隔。

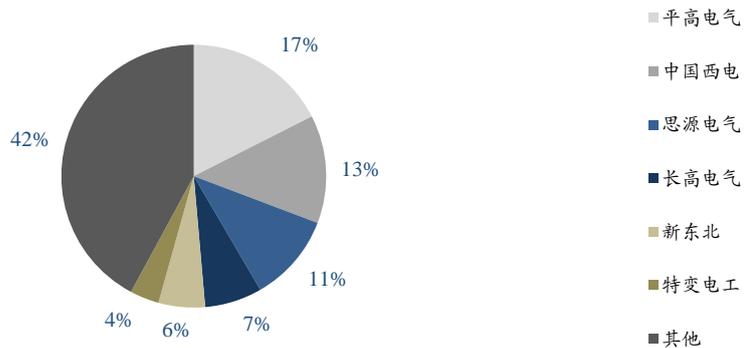
图 22: 国内首台双断口 1100 千伏 GIS



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

基于特高压 GIS 的多年的运行业绩和产品质量，公司在国网变电招标中的份额相对稳定，稳居第一。公司在 2022 年国网 35kV-750kV GIS 招标中，平高电气占比 17%，排名第一。2022 年 GIS 招标量提升 30%，公司的市占率保持稳定，中标量也提升了 30%。

图 23: 2022 年平高电气输变电物资招标 GIS 中标份额排名第一，占比 17%



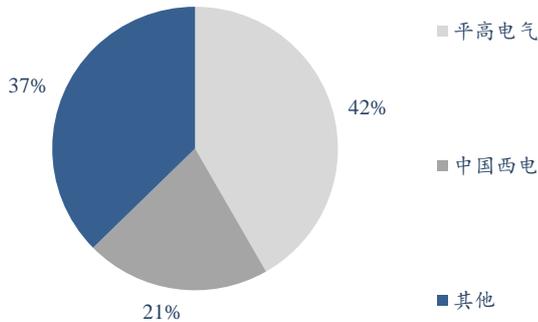
数据来源：国家电网，东吴证券研究所

公司在 750-1000kV GIS 领域占据龙一地位，我们预计 2023 年公司逐步实现收入与利润的快速增长。在 2022 年国网 750kV 组合电器招标中，平高电气中标量占比 79%，稳坐龙头。随着 GIS 电压等级的提高，产品技术壁垒越高，产品毛利率越高。公司的第三代 1000kV GIS 产品已经实现试运行一年，我们预计在 2023 年将实现订单放量。

随着母公司开始出货，公司 500kV GIS 出货将在 2023-2024 年实现快速放量。随着

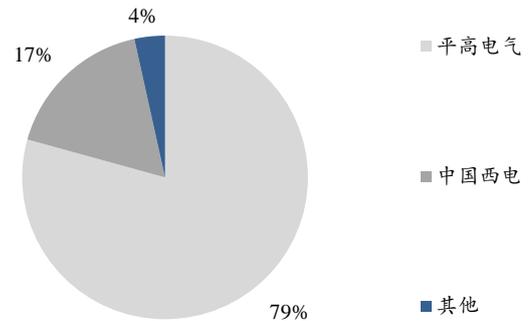
母公司与平高东芝高压开关有限公司的市场禁止协议到期，母公司在 2022 年实现 500kV GIS 的出货和试运行，挂网运行情况良好，后续我们预计公司 500kV GIS 产品的市占率将进一步提升。

图 24: 平高 1000kV GIS 市场份额稳居第一



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

图 25: 2022 年国网 750kV GIS 招标中,平高电气占比 79% (输变电物资招标)



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

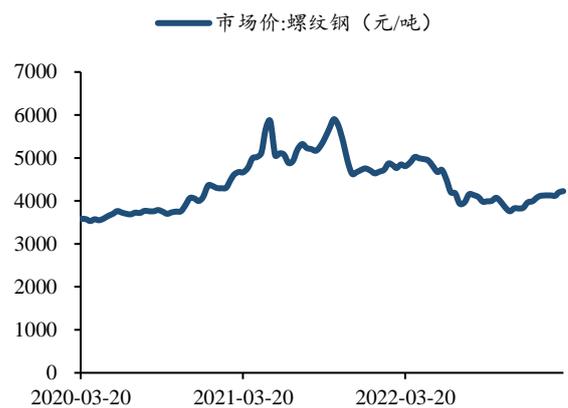
原材料成本下降+产品升级+电网优质优价采购策略，各电压等级 GIS 产品的毛利率有望持续改善。原材料端，2021 年铜、钢等大宗原材料价格大幅上涨，2022 年开始随着大宗原材料价格下行+产品优化升级，同时电网招标“优质优价”政策不断推进，各电压等级产品毛利率均有所提升。我们预计，公司 1000kV、750kV GIS 产品毛利率有望达到 30%+，500kV 产品有望提升至 25%左右，高压产品毛利率的提升有望带动公司整体盈利能力的持续修复。

图 26: 现货价格: 铜 (元/吨)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 27: 现货价格: 铁矿石 (元/吨)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司在特高压工程的一次设备中还涉及开关柜、避雷器、隔离开关和接地开关。公司在 2010-2021 年间开关柜中标额占比 6.52%，隔离开关和接地开关（直流/交流）中标额占比 32.43%/10.74，避雷器（直流/交流）中标额占比 26.92%/27.77%。预计未来将维持相对稳定的市占率。

表 3: 平高电气在特高压直流/交流线路中标情况 (2010-2021 年历史累计口径)

	GIS	开关柜	隔离开关和 接地开关	避雷器
直流	42.86%	6.52%	32.43%	26.92%
交流	31.18%		10.74%	27.77%

数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

2.3. 特高压 GIS 订单测算

随着“十四五”特高压项目建设潮的到来, 未来公司业绩的增长将很大程度上来源于高压 GIS 产品, 故我们对公司 1000kV/750kV/500kV GIS 订单及收入进行测算, 测算的核心假设如下:

- 1) 1000kV GIS: 市占率为 42%, 单价约 0.75 亿元;
- 2) 750kV GIS: 市占率为 79%, 单价约 0.2 亿元;
- 3) 500kV GIS: 市占率为 29%, 单价约 0.05 亿元;
- 4) 确认收入节奏: 按照合同签订当年不确认收入, 第二年确认 40%, 第三年确认 60%进行测算。

订单业绩测算: 基于以上假设, 我们预计特高压项目 (新建+改扩建) 有望为公司 2023-2025 年带来订单为 52/7/34 亿元, 有望在 2024-2026 年贡献收入分别为 21/34/18 亿元, 有望大幅地提升公司 2024-2026 年的业绩弹性。

图 28: 平高特高压 GIS 订单空间测算

	2023E	2024E	2025E	2026E
招标交流项目数	4	0	7	
招标直流项目数	6	3	0	
交流1000kV间隔数	109		100	
交流500kV间隔数	78		105	
直流750kV间隔数	76	40		
直流500kV间隔数	252	50		
订单空间	113.45	10.50	80.25	
1000kV	81.75	0.00	75.00	
750kV	15.20	8.00	0.00	
500kV	16.50	2.50	5.25	
平高特高压订单预测 (亿元)	51.95	7.05	33.77	
平高新增订单收入预测 (亿元)	0.00	20.78	33.99	17.74
1000kV	0.00	14.06	21.09	12.90
750kV	0.00	4.80	9.73	3.79

数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所测算

注: 750kV 电压等级主要为西北电网主网架的电压等级, 其中主要包括陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区、西藏自治区电网

3. 多业务拓展，齐头并进

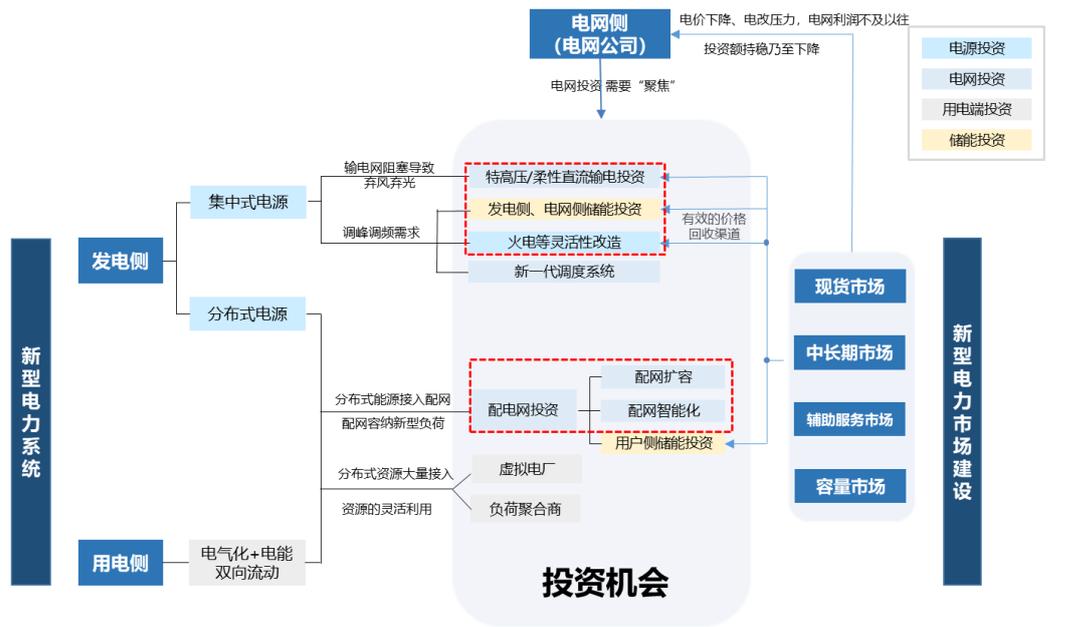
3.1. 新型电力系统下，电网投资结构性变化

建设以新能源为主体的新型电力系统是电网现阶段发展的主方向。自 2021 年 3 月 15 日中央财经委员会第九次会议上首次提出“新型电力系统”概念以来，经过接近 2 年的完善总结，2023 年 1 月 6 日，国家能源局正式发布《新型电力系统发展蓝皮书（征求意见稿）》，我国新型电力系统的发展方向初步明晰。《蓝皮书》明确了新型电力系统具备安全高效、清洁低碳、柔性灵活、智慧融合四大重要特征。其中，安全高效是基本前提，清洁低碳是核心目标，柔性灵活是重要支撑，智慧融合是基础保障。

新能源逐步成为发电量结构主体电源，电力系统安全稳定运行面临挑战。国家电网有限公司董事长辛保安曾指出，预计到 2030 年我国新能源发电装机规模将超过煤电，成为第一大电源；2060 年之前，新能源发电量有望超过 50%，成为电量的主体来源。新能源一般需要通过并网逆变器等电力电子装备接入电网，传统的电磁变换装备转为由电力电子装备主导，降低电网惯性，电网在安全稳定、电能质量存在挑战。同时高比例新能源接入后的出力波动性、随机性以及预测复杂性问题，对电网的调度、运行方式调整、稳定控制等方面提出了更高的要求。因此，电网未来的投资将重点围绕着解决新能源的安全、稳定、高比例消纳来展开。

电网投资方向：以解决新能源可靠消纳为主要目标。结构上，随新能源大比例接入、负荷结构变化等问题，电网增量投资方向将聚焦于网架建设（特高压直流为主）、配网智能化（针对分布式电源及新型负荷接入）、数字化（调度系统、业务管理系统等）、灵活性资源（各类独立储能、火电灵活性改造）及灵活性资源协调控制（虚拟电厂、需求侧响应）等方向。

图 29：电网投资结构上重点建设灵活性资源

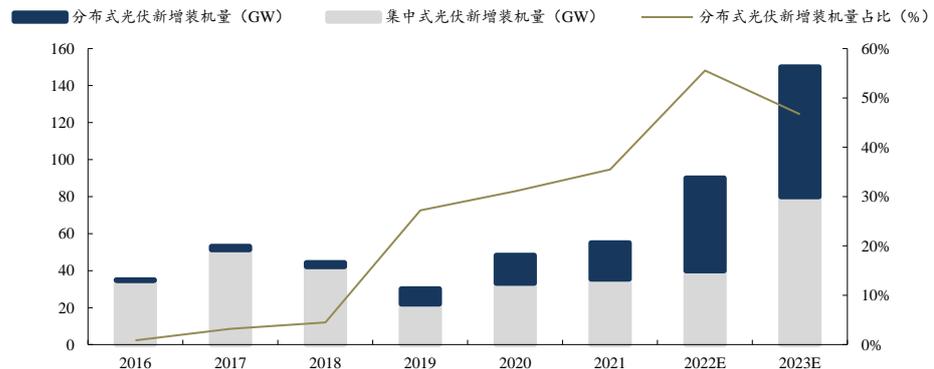


数据来源：国家电网，东吴证券研究所

3.2. 分布式新能源的广泛接入倒逼配网加速升级

随着分布式新能源大规模接入并网，配网安全稳定运行挑战来临。我们预计到“十四五”末，分布式电源总装机将超过 2.7 亿千瓦，分布式渗透率快速提升，局部地区甚至将超过 50%。相应的电站数量预计将超过 700 万座，配网电源高度离散化，配网调度模式将发生很大变化。分布式新能源大规模接入并网后，会明显增大配电网的节点数目，若仍采用原有的电网规划模式，配电网难以进行负荷预测，规划结果容易出现较大误差或无法得到最优网络布置方案。

图 30：集中式/分布式光伏装机量激增



数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

公司 2021 年起调整承接业务的类型，我们预计公司 2022 年起中低压及配网业务将逐步实现盈利。公司在 2017-2018 年通过扩大业务范围来提升配网业绩贡献，但因承接

了大量的国网融资租赁项目，该业务的毛利率偏低。公司于 2021 年调整战略，放弃承接融资租赁，更加专注于拓展有很多产品附加值的业务。随着毛利率相对较高的业务占比增多，以及公司持续开展提质增效，我们预计公司 2022 年中低压及配网板块逐步实现盈利，未来此板块业务将逐步提升对利润贡献。

图 31: 上海平高天灵开关有限公司经营情况 (万元)



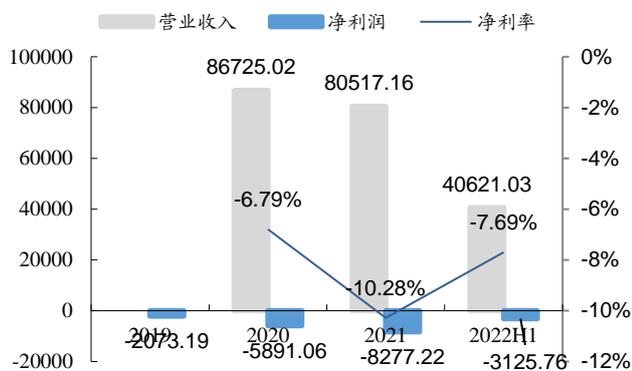
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 32: 河南平高通用电气有限公司经营情况 (万元)



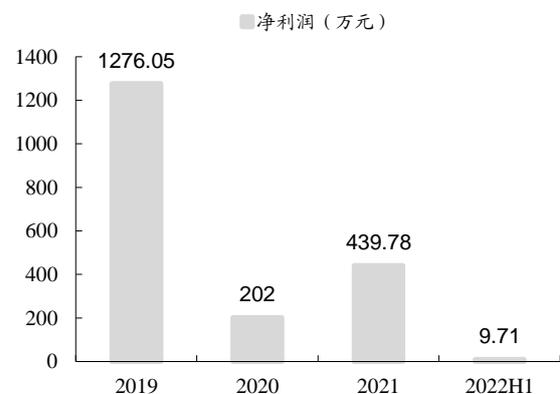
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 33: 天津平高智能电气有限公司经营情况 (万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 34: 平高集团威海高压电器有限公司经营情况 (万元)

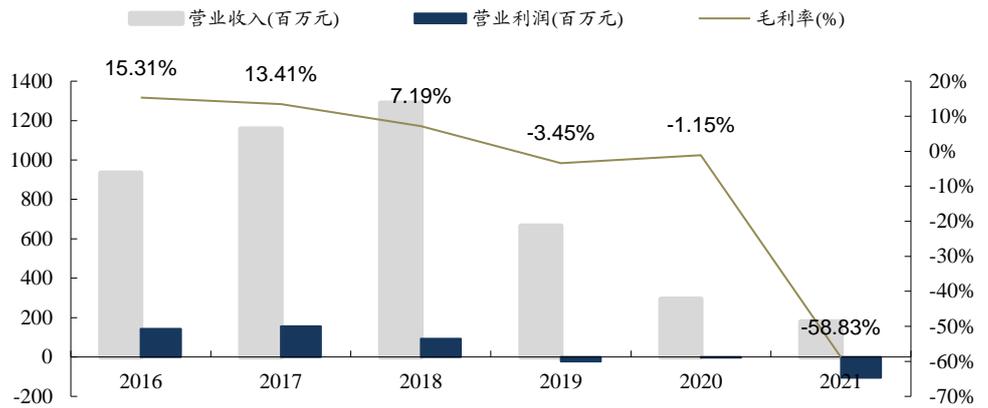


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 国际业务持续发力，随中电装备出海转亏为盈

公司在积极布局海外业务，但业绩由盈转亏。公司先后与日本东芝、挪威帕拉特等国际公司合资合作，成功组建中外合资公司，为公司带来了新的管理理念，提升了制造技术和工艺。公司，成功将产品推广到全球 60 多个国家与地区，并建立了完整的海外营销网络。由于国际形势变化、疫情封控等因素的综合影响，公司国际业务板块从 2020 年开始持续亏损，截至 2022 年 H1 已经亏损近 2 亿元。

图 35: 公司国际业务板块将迎来利润修复



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

海外订单重新筛选利润率修复, 随中国电气装备集团一同出海在手订单充裕。公司国际业务中 80%-90%为 EPC 类别, 毛利率相对较低, 公司在 2022 年完成国际业务的订单筛选, 砍掉部分不盈利的订单。预计未来中国电气装备集团将不断深化资源共享, 启动业务融合, 充分整合资源, 配套出海, 降低费用率。我们预计 2023 年公司国际业务板块有望实现盈亏平衡。目前国际业务板块在手订单有南非 17 亿, 未来公司海外业务业绩增长确定性较高。

表 4: 公司部分海外订单

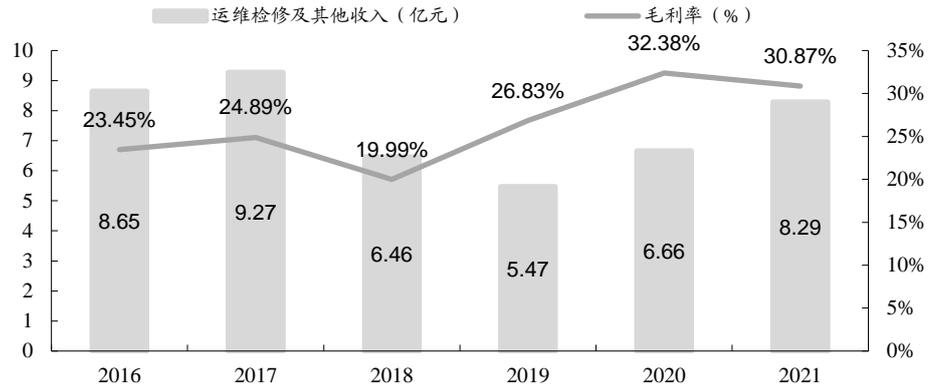
时间	项目名称
2022	145 千伏真空断路器中标意大利国家电力公司框架协议, 首次进入欧洲高端市场
	公司协同国际工程签订意大利 HGIS 项目大额框架合同
2023	公司中标巴基斯坦项目 39 台 252kV 柱式断路器产品
	印尼南苏电气一体化工程总包项目及保加利亚舒门 3 × 5MW 光伏项目, 中标意大利国家电力公司高压开关设备供货项目, 三个项目金额近 6 亿元
	南非国家电力公司 80 兆瓦/320 兆瓦时电化学储能电站 EPC 项目

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

3.4. 运维检修业务发展稳健

公司运维检修业务稳定发展, 2019/2020/2021 运维检修业务营收分别为 5.47 亿元/6.66 亿元/8.29 亿元。毛利率稳定在 30%左右。公司和国网签订高压、超高压备品备件库协议, 持续搭建战略合作平台, 与 20 多个网省公司签署战略合作协议, 有望实现运维检修服务的持续发展。同时为运用传感技术减少人力, 公司和新松合资成立平高新松电力智能装备(河南)有限公司来研发生产智能运维机器人。随着电网运维检修智能化需求的不断提高, 我们预计公司运维检修板块未来将持续向好。

图 36: 运维检修板块收入及毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预计 2022-2024 年公司整体营收增速分别为 0.01%/11.88%/22.60%。

1、高压板块主要产品是 GIS，受益于“十四五”期间特高压项目快速建设发展，GIS 订单预计稳增，公司业务有望实现收入、利润齐升。我们预计 2022-2024 年该板块营收同比增速分别为 15.92%/6.64%/27.98%。

2、中低压板块主要受益于新型电力系统建设引起的电网投资结构性变化，分布式新能源广泛接入逼迫配网加速升级，电网投资逐渐向配网倾斜。公司业务预计加速增长。我们预计 2022-2024 该板块营收同比增速分别为 -22.00%/17.00%/15.00%。

3、国际业务主要为 EPC 和设备的外售，未来随着公司与中电装备配套出海，费用端压力减小，业务实现扭亏为盈。我们预计 2022-2024 年该板块营收同比增速分别为 16.50%/10.00%/10.00%。

4、运维板块随着公司与国网签订高压、超高压备品备件库协议以及同 20 多个省签订战略合作协议，该板块业务预计实现稳健增长。我们预计 2022-2024 年该板块营收同比增速分别为 22.30%/24.00%/25.00%。

表 5: 公司盈利预测拆分 (分产品)

(单位: 百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
高压板块				
收入	4293.44	4976.88	5307.33	6792.13
YoY	5.25%	15.92%	6.64%	27.98%
成本	3571.33	3765.72	4026.42	5036.21
毛利率	16.82%	24.34%	24.13%	25.85%
中低压板块				
收入	3805.81	2968.53	3473.18	3994.16
YoY	-16.94%	-22.00%	17.00%	15.00%

成本	3478.42	2627.74	3039.03	3474.92
毛利率	8.60%	11.48%	12.50%	13.00%
国际业务				
收入	178.30	207.72	228.49	251.34
YoY	-39.15%	16.50%	10.00%	10.00%
成本	283.20	477.75	226.21	248.83
毛利率	-58.83%	-130.00%	1.00%	1.00%
运维板块				
收入	829.09	1014.0	1257.3	1571.7
YoY	24.45%	22.30%	24.00%	25.00%
成本	573.12	750.34	905.27	1100.16
毛利率	30.87%	26.00%	28.00%	30.00%
其他业务				
收入	166.67	107.17	109.32	111.50
YoY	3.66%	-35.70%	2.00%	2.00%
成本	95.19	62.16	63.40	64.67
毛利率	42.89%	42.00%	42.00%	42.00%
合计				
收入	9273.31	9274.27	10375.65	12720.78
YoY	-5.19%	0.01%	11.88%	22.60%
毛利	1272.06	1590.56	2115.31	2796.00
毛利率	13.72%	17.15%	20.39%	21.98%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

费用率假设：公司继续维持高研发投入，高压板块业务放量能实现费用快速摊薄，公司管理能力得到提升，费用控制能力加强。我们假设公司 2022-2024 年销售费用率分别为 4.00%/3.60%/3.20%，管理费用率分别为 5.00%/4.50%/4.00%，研发费用率分别为 3.60%/3.20%/3.10%。

表 6: 可比公司估值 (截至 2023 年 3 月 21 日)

股票代码	股票简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	EPS(元)			PE			投资 评级	来源
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
002028.SZ	思源电气	45.35	349	7.69	1.56	1.58	2.00	29	29	23	买入	东吴证券
000400.SZ	许继电气	24.30	245	10.08	0.72	0.83	1.04	34	29	23	买入	东吴证券
600406.SH	国电南瑞	27.31	1,828	66.95	0.84	1.01	1.19	32	27	23	买入	东吴证券
平均值								32	28	23		
600312.SH	平高电气	10.29	140	13.57	0.05	0.16	0.38	197	66	27	买入	东吴证券

数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：特高压建设浪潮即将到来，公司高压板块业务蓄势待发，我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 2.12 亿元/5.15 亿元/8.25 亿元，同比增速分别为 200%/143%/60%。对应现价 (3 月 21 日) PE 分别为 66 倍、27 倍、17 倍。可比公司均为电力设备行业龙头，可比公司 2023 年估值平均值为 23 倍。考虑到公司在特高压

GIS 领域龙一的市场地位,特高压建设迎来高潮且持续性较强,公司业绩有望快速增长,2023 年给予公司 35 倍 PE 作为估值依据,目标价为 13.3 元/股,给予“买入”评级。

5. 风险提示

电网投资不及预期。电网投资不及预期,将会影响电力设备招标量,从而对公司业绩造成不利影响。

特高压建设不及预期。公司毛利最高的产品是特高压(500-1000kV)GIS,若特高压建设进度滞后或开工项目不及预期,则会对公司利润造成较大影响。

国际局势恶化。由于战争、地缘政治等因素导致国际局势严峻,可能影响公司海外业务。

竞争加剧。公司高压 GIS 领域份额降低,或新进入玩家进入引发价格战,影响公司高压产品毛利率下行。

平高电气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	12,866	13,102	16,732	18,020	营业总收入	9,273	9,274	10,376	12,721
货币资金及交易性金融资产	2,774	2,596	4,435	6,644	营业成本(含金融类)	8,001	7,684	8,260	9,925
经营性应收款项	7,545	7,989	8,916	7,534	税金及附加	78	69	79	98
存货	1,751	1,634	1,967	2,354	销售费用	300	352	374	445
合同资产	684	742	1,245	1,272	管理费用	272	427	457	534
其他流动资产	112	141	169	216	研发费用	310	334	353	420
非流动资产	6,310	5,993	5,649	5,295	财务费用	39	-13	-10	-38
长期股权投资	211	221	234	247	加:其他收益	25	40	42	50
固定资产及使用权资产	2,435	2,189	1,913	1,626	投资净收益	24	23	26	32
在建工程	87	88	89	91	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,404	1,322	1,240	1,158	减值损失	-205	-152	-112	-112
商誉	53	53	53	53	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	13	13	13	13	营业利润	116	332	820	1,306
其他非流动资产	2,106	2,106	2,106	2,106	营业外净收支	17	18	19	20
资产总计	19,175	19,095	22,381	23,315	利润总额	133	349	838	1,325
流动负债	9,601	9,190	11,729	11,513	减:所得税	13	66	152	225
短期借款及一年内到期的非流动负债	658	658	658	658	净利润	120	283	686	1,100
经营性应付款项	7,243	6,844	8,713	8,655	减:少数股东损益	50	71	172	275
合同负债	1,034	999	1,652	1,389	归属母公司净利润	71	212	515	825
其他流动负债	666	689	706	811	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.05	0.16	0.38	0.61
非流动负债	82	82	82	82	EBIT	256	488	895	1,348
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	743	893	1,302	1,755
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	13.72	17.15	20.39	21.98
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	0.76	2.29	4.96	6.49
其他非流动负债	81	81	81	81	收入增长率(%)	-5.19	0.01	11.88	22.60
负债合计	9,683	9,271	11,811	11,595	归母净利润增长率(%)	-43.87	199.86	142.52	60.32
归属母公司股东权益	9,136	9,397	9,972	10,847					
少数股东权益	356	427	598	873					
所有者权益合计	9,493	9,824	10,570	11,720					
负债和股东权益	19,175	19,095	22,381	23,315					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,198	-67	1,896	2,252	每股净资产(元)	6.73	6.93	7.35	7.99
投资活动现金流	-4	-60	-29	-14	最新发行在外股份(百万股)	1,357	1,357	1,357	1,357
筹资活动现金流	-652	-50	-29	-29	ROIC(%)	2.22	3.83	6.75	9.48
现金净增加额	541	-178	1,838	2,209	ROE-摊薄(%)	0.77	2.26	5.16	7.61
折旧和摊销	487	405	406	407	资产负债率(%)	50.50	48.55	52.77	49.73
资本开支	-99	-73	-42	-32	P/E (现价&最新股本摊薄)	197.29	65.79	27.13	16.92
营运资本变动	389	-896	708	655	P/B (现价)	1.53	1.49	1.40	1.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

