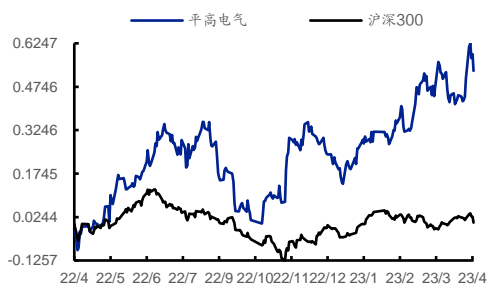


研究所  
 证券分析师：李航 S0350521120006  
 lih11@ghzq.com.cn  
 联系人：王刚 S0350122020033  
 wangg06@ghzq.com.cn

## 营收结构改善带来利润高增，预计主网投资上行带来公司盈利持续较快增长

### ——平高电气（600312）2022 年年报及 2023 一季报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
平高电气	-1.2%	16.0%	49.4%
沪深 300	1.3%	-3.6%	0.9%

#### 市场数据

市场数据	2023/04/21
当前价格 (元)	10.17
52 周价格区间 (元)	6.01-11.10
总市值 (百万)	13,799.89
流通市值 (百万)	13,799.89
总股本 (万股)	135,692.13
流通股本 (万股)	135,692.13
日均成交额 (百万)	561.89
近一月换手 (%)	1.83

#### 事件：

**平高电气发布 2022 年年报：**2022 全年，公司实现营收 92.74 亿元，同比+0.01%；归母净利 2.12 亿元，同比+199.68%；扣非归母净利 2.00 亿元，同比+469.65%；经营性净现金流 13.97 亿元，同比+16.63%。

其中，2022Q4，公司实现营收 31.45 亿元，同比-6.67%，环比+48.93%；归母净利 0.34 亿元，同比+200.05%，环比-45.58%；扣非归母净利 0.32 亿元，同比+174.77%，环比-40.62%；经营性净现金流 13.21 亿元，同比+6.37%，环比+301.74%。

此外，公司发布 2023 年一季度报告，2023Q1，公司实现营收 19.56 亿元，同比+20.82%；归母净利 1.51 亿元，同比+276.10%；扣非归母净利 1.53 亿元，同比+289.10%；经营性净现金流 0.38 亿元，同比+128.60%。

#### 投资要点：

■ **回顾 2022 年，公司高压板块和运营维护板块快速增长，整体盈利水平大幅改善。**2022 年高压板块实现营收 49.77 亿元，同比+15.93%，占总营收的 53.67%，占比较上年提升 7.37 个百分点。运营维护板块实现营收 10.22 亿元，同比+23.23%。中低压及配网板块实现营收 29.75 亿元，同比-21.84%。国际业务板块实现营收 2.00 亿元，同比+12.38%。2022 年公司营收明显改善，增速由负转正，归母净利实现大幅增长，主要系高压板块收入占比提升且其毛利率也有明显提升。其中，国际业务毛利为-2.41 亿元，主要系受国际政治经济形势影响，部分海外项目取消和延期执行，同时在执行项目由于原材料、运输费等成本高涨。2023Q1 和 2022Q4 分别实现归母净利 1.50 亿元和 0.34 亿元，同比+276.10%和+200.05%，出现连续高速增长，我们认为主要系高压板块收入高增。

■ **我们认为公司的投资看点主要在两方面，一是电网主网投资相对高增带来细分行业需求上行  $\beta$ ，以及公司相应业务高市占带来收入和盈利结构改善  $\alpha$ ；二是中国电气装备集团内部资源整合有望强化公**

司核心业务竞争力，尤其是增强公司出海能力。

- **受益于新能源大基地外送和能源保供需求，电网主网投资结构性更换有望实现更快增长，稳定市占提升将驱动公司高压板块较快增长。**考虑到新能源大基地建设加速、我国中东部能源保供和转型压力上升，为解决我国电力资源供需空间错配问题，我国特高压工程建设正重回上行周期。我们认为，由于特高压发展需要以坚强主网作为支撑，除开广受关注的特高压工程外，超高压/高压主网建设也有望加速。公司有望受益于主网投资建设增速提升带来的行业高增，实现高压板块业绩的较快增长。其次高电压等级电力设备技术和招标门槛较高，公司作为高电压等级开关龙头企业，核心竞争力突出。2022年，公司在电网市场新签合同同比增长 30%，所投标段市场占有率稳居前列。今年一季度，公司公告中标国网金额 20.67 亿元，占 2022 年营业收入的 22.29%。其中，在“国家电网有限公司 2023 年第十批采购（特高压项目第一次设备招标采购）”项目中，1000kV 组合电器中标金额为 10.75 亿元，占比达 32.68%。同时，企业坚持精益求精，积极开展毛利率提升专项行动，通过技术、采购综合降本，2022 年高压、配网板块毛利率分别同比提升近 8 个、3 个百分点，公司未来毛利有望进一步提升，业绩持续改善。
- **受益于中国电气装备集团内部整合赋能，以及公司海外业务布局，未来公司国际业务业绩有望不断改善。**公司并入中国电气装备集团后，有望受益于集团内部资源整合带来公司核心竞争力不断提升。其次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，积极开拓海外市场，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，未来公司会继续深度融入“一带一路”建设，加快国际化产品的认证和准入。同时通过实施意大利 ENEL、西班牙等国际项目，进一步掌握了高端市场对于开关设备供应链管理的标准和经验，国际化供应能力不断提升。报告期内，网外市场（含国际市场）拓展成效显著，新签合同同比增长 109.31%。随着公司海外项目风险预警和控制机制不断健全完善，公司国际业务有望逐步扭亏，未来进一步贡献业绩增长点。
- **盈利预测和投资评级：**公司主要聚焦中压、高压、超高压、特高压交直流等开关设备业务，受益于主电网投资增速提升和公司自身降本，公司有望实现业绩持续较快增长。我们预计公司 2023 年-2025 年实现营收 106 亿元、124 亿元和 147 亿元，归母净利 5.0 亿元、6.7 亿元和 9.2 亿元，当前股价对应 PE 为 27X、21X 和 15X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观及政策风险；海外投资环境变化风险；市场竞争风险；财务及汇率风险；电网投资不及预期风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9274	10560	12400	14693
增长率 (%)	0	14	17	18
归母净利润 (百万元)	212	504	662	905
增长率 (%)	200	138	31	37
摊薄每股收益 (元)	0.16	0.37	0.49	0.67
ROE (%)	2	5	6	8
P/E	50.61	27.38	20.83	15.25
P/B	1.15	1.40	1.32	1.21
P/S	1.16	1.31	1.11	0.94
EV/EBITDA	10.01	7.04	5.34	3.58

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：平高电气盈利预测表

证券代码:	600312		股价:	10.17	投资评级:	买入	日期:	2023/04/21	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	2%	5%	6%	8%	EPS	0.16	0.37	0.49	0.67
毛利率	18%	20%	21%	22%	BVPS	6.87	7.24	7.73	8.39
期间费率	8%	7%	7%	7%	<b>估值</b>				
销售净利率	2%	5%	5%	6%	P/E	50.61	27.38	20.83	15.25
<b>成长能力</b>					P/B	1.15	1.40	1.32	1.21
收入增长率	0%	14%	17%	18%	P/S	1.16	1.31	1.11	0.94
利润增长率	200%	138%	31%	37%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	0.52	0.48	0.57	0.53	营业收入	9274	10560	12400	14693
应收账款周转率	1.76	1.38	1.81	1.55	营业成本	7643	8413	9760	11478
存货周转率	6.11	5.05	6.52	5.03	营业税金及附加	83	89	107	126
<b>偿债能力</b>					销售费用	377	384	460	550
资产负债率	45%	52%	48%	54%	管理费用	396	375	457	550
流动比	1.53	1.45	1.61	1.52	财务费用	-54	-61	-88	-109
速动比	1.21	1.17	1.30	1.23	其他费用/(-收入)	392	383	469	559
					<b>营业利润</b>	<b>324</b>	<b>826</b>	<b>1089</b>	<b>1472</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	6	0	0	0
现金及现金等价物	3497	4432	5472	7213	<b>利润总额</b>	<b>330</b>	<b>826</b>	<b>1089</b>	<b>1472</b>
应收款项	5352	8065	6969	10021	所得税费用	30	108	121	168
存货净额	1517	2092	1903	2923	<b>净利润</b>	<b>300</b>	<b>717</b>	<b>968</b>	<b>1303</b>
其他流动资产	1743	1842	2219	2616	少数股东损益	88	213	305	399
<b>流动资产合计</b>	<b>12109</b>	<b>16431</b>	<b>16563</b>	<b>22773</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>212</b>	<b>504</b>	<b>662</b>	<b>905</b>
固定资产	2220	2009	1798	1587					
在建工程	118	138	162	185	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	3176	3142	3108	3064	<b>经营活动现金流</b>	<b>1397</b>	<b>1488</b>	<b>1234</b>	<b>1916</b>
长期股权投资	224	237	250	263	净利润	212	504	662	905
<b>资产总计</b>	<b>17847</b>	<b>21958</b>	<b>21881</b>	<b>27873</b>	少数股东权益	88	213	305	399
短期借款	360	9	9	9	折旧摊销	463	393	392	388
应付款项	6119	9652	8365	12746	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	517	193	-295	131
其他流动负债	1448	1660	1902	2210	<b>投资活动现金流</b>	<b>-52</b>	<b>-193</b>	<b>-193</b>	<b>-174</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7927</b>	<b>11321</b>	<b>10276</b>	<b>14965</b>	资本支出	-64	-205	-210	-197
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-2	-14	-13	-13
其他长期负债	181	181	181	181	其他	14	26	30	35
<b>长期负债合计</b>	<b>181</b>	<b>181</b>	<b>181</b>	<b>181</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-364</b>	<b>-360</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>8108</b>	<b>11502</b>	<b>10457</b>	<b>15145</b>	债务融资	-287	-351	0	0
股本	1357	1357	1357	1357	权益融资	10	0	0	0
股东权益	9739	10457	11424	12728	其它	-87	-9	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17847</b>	<b>21958</b>	<b>21881</b>	<b>27873</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>980</b>	<b>935</b>	<b>1040</b>	<b>1741</b>

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

王刚，华中科技大学博士，电气工程专业，近4年电网企业实业经历，具有能源战略与政策研究经验，主要覆盖储能及电力设备等方向。

## 【分析师承诺】

李航，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。