

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

优于大市

核心观点

公司主营高压开关产品，是我国电工行业领军企业。公司系大型电力装备央企，控股股东为中国电气装备集团有限公司，核心业务为中压、高压、超高压、特高压交直流开关设备研发制造、销售安装、检修服务。公司主要产品包括 1100kV 及以下 SF6 气体绝缘封闭式组合电器 (GIS/H-GIS)、罐式断路器等，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。2023 年公司在国网输变电设备中标金额排名中稳居前 2 名，中标金额高达 52.05 亿元；在组合电器排名第一，斩获 40.62 亿元新增订单。

国内外特高压景气共振，公司充分受益于全球电网建设步伐加速。包括中国在内的新兴经济体有望成为全球电网建设高速增长市场。2021-2023 年公司营业收入分别为 92.7/92.7/110.8 亿元，同比增速分别为 -5.2%/0.0%/19.4%。2023 年公司实现归母净利润 8.2 亿元，同比增长 284.5%；实现扣非归母净利润 8.1 亿元，同比增长 303.5%。

高压开关行业领军企业，科技创新助力公司夯实地位。公司高压、超高压、特高压开关及电站成套设备研发、技术创新能力强，多项产品填补我国高压开关相关方面的空白。2021 年公司顺利实现海上风电 ±200kV 直流 GIS 示范应用，推出世界首支 ±1000kV 直流纯 SF6 气体绝缘穿墙套管，打破了国外垄断。2023 年 3 月，公司与南方电网超高压输电公司联合研制的 ±800kV 直流高速开关通过全部试验考核，标志着又一特高压直流重大装备实现国产化。

特高压进入黄金发展期，公司高价值产品贡献增量业绩。随着国家新能源大基地的发展，国内特高压工程预计在 2024 年-2030 年进入黄金发展期。2023 年国家电网核准 4 条直流工程和 2 条交流工程，新开工 4 条直流工程和 2 条交流工程，2024-2025 年特高压产业链迎来新一轮建设景气周期。

盈利预测与估值：公司是国内组合电器龙头企业，将充分受益于 2024-2025 年电网投资集中放量；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。预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 11.9/14.3/17.3 亿元，同比增速分别为 45.9%/20.5%/20.5%；结合绝对与相对估值股票合理价值在 21.9-23.7 元之间，对应 24 年动态 PE 区间为 25-27 倍，相对于公司目前股价有 6%-14%溢价空间。维持“优于大市”评级。

风险提示：产品价格下降、毛利下滑的风险；国内外电网投资不及预期的风险；海外市场盈利水平低于预期的风险；行业竞争加剧的风险。

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	12,878	14,576	16,173
(+/-%)	0.0%	19.4%	16.3%	13.2%	11.0%
净利润(百万元)	212	816	1190	1434	1728
(+/-%)	199.7%	284.6%	45.9%	20.5%	20.5%
每股收益(元)	0.16	0.60	0.88	1.06	1.27
EBIT Margin	4.1%	8.8%	11.5%	12.1%	13.1%
净资产收益率 (ROE)	2.3%	8.4%	11.4%	12.5%	13.7%
市盈率 (PE)	132.4	34.4	23.6	19.6	16.3
EV/EBITDA	43.0	27.7	21.0	18.5	16.3
市净率 (PB)	2.88	2.68	2.44	2.20	1.97

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 · 深度报告

电力设备 · 电网设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313
wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003

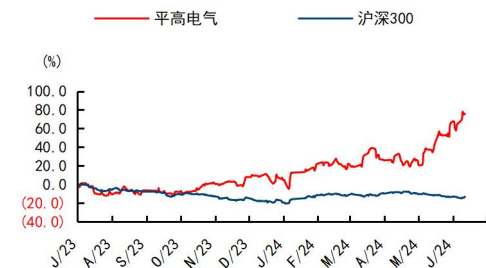
证券分析师：王晓声 010-88005231
wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

证券分析师：袁阳 0755-22940078
yuanyang2@guosen.com.cn
S0980524030002

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 21.90 - 23.70 元
收盘价 20.70 元
总市值/流通市值 28088/28088 百万元
52 周最高价/最低价 21.12/10.13 元
近 3 个月日均成交额 576.36 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) - 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
- 《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

内容目录

公司概况	5
成立五十余载，是国家电力工程行业重大技术装备支柱企业.....	5
高压开关行业领军企业，科技创新助力公司夯实地位.....	7
电网建设积极发展，公司盈利显著提升.....	9
新兴经济体电网设备市场空间巨大	12
巴西电网投资需求分析.....	12
印度电网投资需求分析.....	14
墨西哥电网投资需求分析.....	15
沙特阿拉伯电网投资需求分析.....	16
南非电网投资需求分析.....	18
越南电网投资需求分析.....	19
印度尼西亚电网投资需求分析.....	20
特高压进入黄金发展期，公司作为高压开关龙头有望受益	21
公司直流开关与 GIL 产品国际领先，GIS 龙头地位稳固.....	21
主网与配网投资景气共振，特高压迎来大发展.....	24
盈利预测	27
假设前提.....	27
估值与投资建议.....	29
风险提示	31
附表：财务预测与估值	33

图表目录

图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)	6
图 3: 公司组合电器产品	7
图 4: 公司断路器产品	7
图 5: 国内首套 1100kV GIS 产品应用于首条特高压示范工程	8
图 6: 国内首套 1100kV GIL 产品应用于苏通 GIL 管廊工程	8
图 7: 公司营业收入结构 (单位: 亿元)	8
图 8: 公司营业收入实际值与经营目标 (单位: 亿元)	8
图 9: 公司年度营业收入及同比增速 (亿元、%)	9
图 10: 公司年度归母净利润及同比增速 (亿元、%)	9
图 11: 公司年度营业收入及同比增速 (亿元、%)	9
图 12: 公司年度归母净利润及同比增速 (亿元、%)	9
图 13: 公司销售毛利率、净利率、ROE 情况 (%)	10
图 14: 公司主要产品毛利率情况 (%)	10
图 15: 公司分产品直接材料成本占比 (%)	11
图 16: 公司期间费用率 (%)	11
图 17: 河南平芝高压开关有限公司经营情况 (百万元)	11
图 18: 上海平高天灵开关有限公司 (百万元)	11
图 19: 河南平高通用电气有限公司 (百万元)	12
图 20: 平高集团国际工程有限公司 (百万元)	12
图 21: 巴西电力系统发展规划	13
图 22: 巴西输变电网络情况	13
图 23: 2022 年巴西电力装机结构	13
图 24: 以美元计价的巴西 GDP 及同比变动	13
图 25: 2022 年墨西哥电力装机结构	15
图 26: 2015-2022 年墨西哥发电量情况 (TWh)	15
图 27: 墨西哥 2022-2036 年新增电力装机目标 (MW)	16
图 28: 2021 年墨西哥输电网络 (万公里)	16
图 29: 2023 年沙特电力装机结构	17
图 30: 2015-2021 年沙特阿拉伯发电量情况	17
图 31: 沙特阿拉伯输变电网络情况	17
图 32: 现代电气中东地区营业收入与新增订单情况 (亿美元)	17
图 33: 2010-2022 年越南发电量及同比	19
图 34: 2021 年越南电力装机结构 (GW)	19
图 35: 2024-2050 年越南新增电力装机规划 (GW)	20
图 36: 越南输电线路建设目标 (公里)	20
图 37: 2012-2023 年印尼发电量及同比	20

图 38: 2021 年印尼电力装机结构 (GW)	20
图 39: 印尼 JETP 电力净新增装机规划 (GW)	21
图 40: 印尼年平均电网投资规划 (十亿美元)	21
图 41: 电力系统结构示意图	22
图 42: GIS 实物图	22
图 43: GIS 结构示意图	22
图 44: 2023 年国网输变电设备中标份额	23
图 45: 2023 年国网组合电器中标份额	23
图 46: 公司研制的世界首台 1100kV 滤波器组断路器	24
图 47: 公司直流穿墙套管应用于白鹤滩-江苏直流工程	24
图 48: GIL 内部结构示意图	24
图 49: 苏通综合管廊截面示意图	24
图 50: 国家电网、南方电网“十三五”与“十四五”电网投资对比 (单位: 亿元)	25
图 51: 电源工程年度投资完成额 (亿元)	25
图 52: 电网工程年度投资完成额 (亿元)	25
图 53: 我国特高压直流项目历年核准、开工、投运数量统计 (条)	26
图 54: 我国特高压交流项目历年核准、开工、投运数量统计 (条)	26
表 1: 公司主要高管个人介绍	6
表 2: 印度绿色能源走廊计划 (GEC) 规划汇总	15
表 3: 南非 TDP (2023-2032 年) 新增输电线路及变压器容量	18
表 4: 南非 TDP 未来 5 年 (2023-2027 年) 输电项目资本投入计划 (亿美元)	18
表 5: 我国推进中特高压直流项目列表	27
表 6: 我国推进中特高压交流项目列表	27
表 7: 公司主营业务预测核心假设	28
表 8: 公司盈利预测核心假设	29
表 9: 资本成本假设	30
表 10: 绝对估值敏感性分析	30
表 11: 同类公司估值比较 (2024 年 7 月 11 日收盘价)	31

公司概况

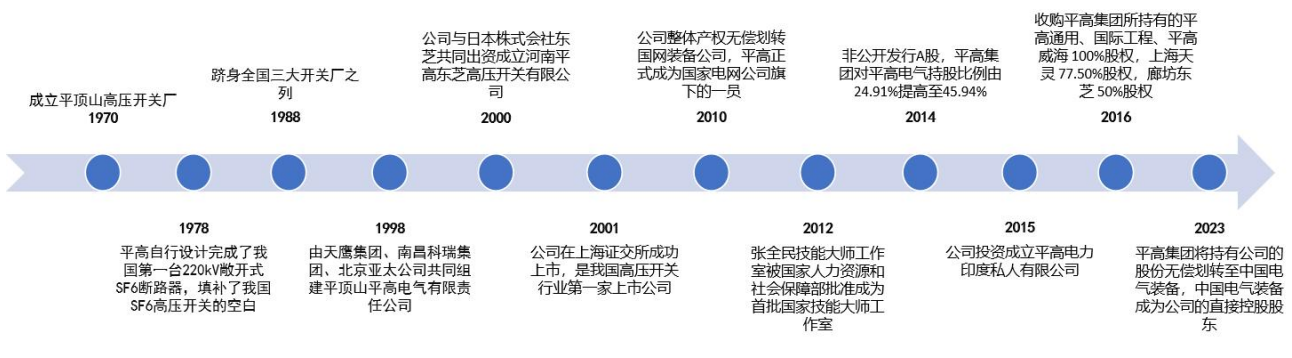
成立五十余载，是国家电力工程行业重大技术装备支柱企业

公司前身位平顶山高压开关厂，成立于1970年，1988年跻身全国三大开关厂之列，2001年2月公司在上海证券交易所上市，是我国高压开关行业第一家上市公司。

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，平高电气正式成为国家电网公司旗下成员企业。2016年公司完成非公开发行，收购国际工程100%股权、平高通用100%股权、平高威海100%股权、上海天灵90%股权和廊坊东芝50%股权，形成高压板块、配电网板块、运维检修板块和国外工程总承包板块协同发展的产业布局。

公司是国家电工行业重大技术装备支柱企业，我国高压、超高压、特高压开关及电站成套设备研发、制造基地，研发实力雄厚，技术创新能力强，多年来坚持自主创新，多项产品填补我国高压开关相关方面的空白。

图1：公司历史沿革



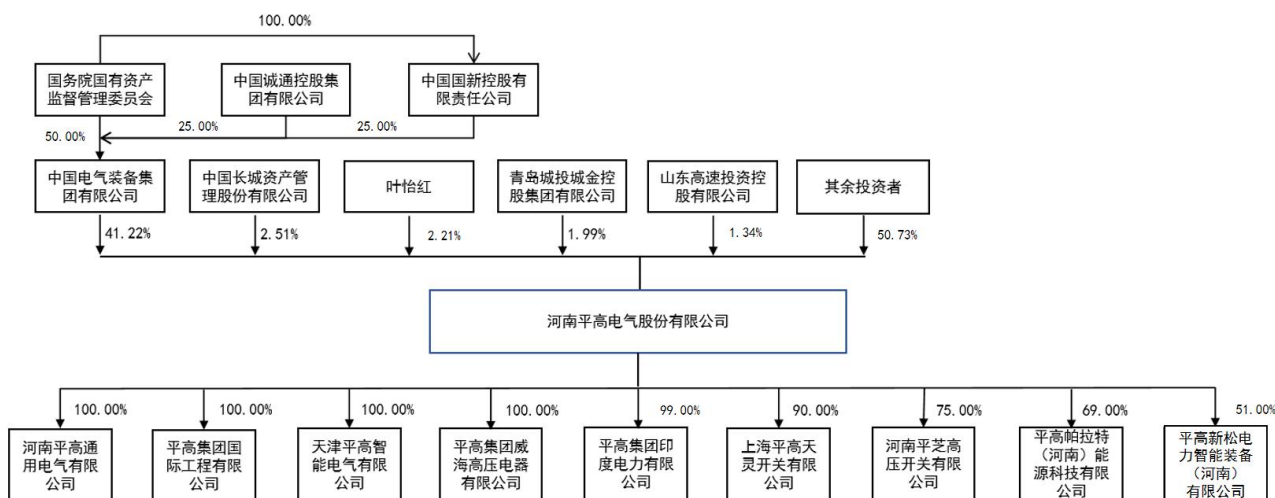
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2023年1月17日，平高集团有限公司将其持有的河南平高电气股份有限公司40.50%股权无偿划转至中国电气装备集团有限公司，中国电气装备集团有限公司直接持有公司41.22%股权，而国务院国有资产监督管理委员会直接及间接持有中国电气装备集团有限公司75.00%的股权。

目前公司注册资本13.57亿元，控股股东为中国电气装备集团有限公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司总部设在平顶山，在波兰、印度等国家以及上海、天津、威海、郑州、四川、广州等地设有分公司或子公司，核心业务为中压、高压、超高压、特高压交直流开关设备研发制造、销售安装、检修服务。

图2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司主要高管均从公司基层业务部门逐步成长，在公司技术、销售、管理等岗位担任重要职务。对行业发展趋势和公司的核心竞争力有充分的认识。

表1：公司主要高管个人介绍

姓名	职务	个人简介
李俊涛	董事长	1968 年出生，中共党员，中国国籍，正高级经济师，大学学历、硕士学位。历任河南平高电气股份有限公司人劳部部长、综合管理部部长、副总经济师；平高集团有限公司办公室主任、人力资源部部长，河南平高电气股份有限公司第六届、第七届、第八届监事会主席，平高集团有限公司监事会主席等职。现任平高集团有限公司党委书记、董事长，河南平高电气股份有限公司第八届董事会董事长。
庞庆平	总经理	1964 年出生，中共党员，中国国籍，正高级工程师，大学学历、硕士学位。历任平顶山市经贸委能源科科长、资源科科长；平顶山市经贸委党委委员、纪委书记；平高集团有限公司党委副书记、纪委书记、监事会主席等职。现任平高集团有限公司党委委员，河南平高电气股份有限公司总经理、第八届董事会董事，平高帕拉特(河南)能源科技有限公司董事长，河南平高高压开关有限公司董事长，上海平高天灵开关有限公司董事长。
宋松民	副总经理	1974 年出生，中共党员，中国国籍，工程师，大学本科学历。历任河南平高电气股份有限公司组合电器事业部副总经理、常务副总经理，河南平高电气股份有限公司生产物资部部长、生产安全部部长、河南平高电气股份有限公司超特高压事业部总经理等职。现任河南平高电气股份有限公司副总经理、超特高压事业部总经理、党委委员。
李旭	副总经理	1976 年出生，中共党员，中国国籍，西安矿业学院机械电子工程专业本科学历，香港理工大学品质管理学研究生学历、理学硕士。1999 年 7 月参加工作，历任河南平高电气股份有限公司技术中心试验员、主任工程师，质保部部长、副部长、副部长(主持工作)、部长，副总工程师、安全质量部部长，副总经理、党委委员、安全质量部部长，党委委员、质保部部长。现任河南平高电气股份有限公司副总经理、党委委员。
李文艺	副总经理	1982 年出生，中共党员，中国国籍，历任河南平高电气股份有限公司技术中心主任工程师、平高清华研究所主任工程师、技术中心工程部副部长，天津平高智能电气有限公司技术总监，河南平高电气股份有限公司重大项目管理办公室副主任(主持工作)，平高东芝(河南)开关零部件制造有限公司董事、常务副总经理、党支部副书记，现任河南平高电气股份有限公司副总经理，机构事业部总经理。
刘湘意	副总经理；董事会秘书	1975 年出生，中共党员，中国国籍，会计师，大学本科学历。历任平顶山天鹰集团有限责任公司财务处会计、平顶山天鹰集团有限责任公司销售公司财务科科长、平高集团有限公司资财部资金处处长、平高集团有限公司财务资产部副主任、河南平高电气股份有限公司董事会秘书、证券部部长。现任河南平高电气股份有限公司副总经理、董事会秘书、证券部部长。
王军伟	副总经理	1979 年出生，中共党员，中国国籍，工程师，大学本科学历。历任河南平高电气股份有限公司销售部销售员、销售主管、经理助理、销售总监、副经理(主持工作)，河南平高电气股份有限公司市场支持部副经理(主持工作)、经理。现任河南平高电气股份有限公司副总经理、市场支持部经理。

杨保利	副总经理	1968 年出生，中共党员，中国国籍，正高级工程师，大学学历、硕士学位。历任河南平高电气股份有限公司副总工程师兼绝缘分厂厂长，河南平高电气股份有限公司副总经理、党委委员，复合绝缘子事业部总经理等职。现任河南平高电气股份有限公司副总经理、党委委员，机械制造事业部总经理。
李海峰	财务总监	1979 年出生，中共党员，中国国籍，会计师，大学学历、学士学位。历任平高集团有限公司通用电气财务部副部长，平高集团有限公司财务资产部副部长，河南平高电气股份有限公司财务部副部长(主持工作)、财务部部长，平高集团国际工程有限公司财务部部长、总会计师，河南平高电气股份有限公司财务总监、财务部部长等职。现任河南平高电气股份有限公司财务总监。

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

高压开关行业领军企业，科技创新助力公司夯实地位

公司主要产品包括 1100kV 及以下 SF6 气体绝缘封闭式组合电器（GIS/H-GIS）、罐式断路器、瓷柱式断路器、直流场成套设备、交直流隔离开关和接地开关、气体绝缘金属封闭输电线路（GIL）、模块化变电站、电锅炉、充电桩及控制系统等。公司还具备输变电设备在线监测装置，互感器、避雷器、液压/弹簧机构、绝缘件、复合绝缘子、穿墙套管、SF6 气体回收净化装置、真空灭弧室等核心配套零部件的研发、制造以及机械加工、热处理、表面处理等工序加工，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。

组合电器业务：业务范围涵盖 126kV-1100kV GIS、800kV 及以上罐式断路器、126kV-1100kV GIL 的产品。

敞开电器业务：业务包括断路器和隔离开关的研发与制造，产品覆盖 72.5kV-1100kV 瓷柱式断路器，126kV-550kV 隔离断路器、72.5kV-800kV 罐式断路器、72.5kV-252kV 复合式组合电器（PASS 开关）、直流场成套设备以及 10kV-1100kV 交直流隔离开关和接地开关等系列产品。

智能装备业务：业务包括工程总包、设备总包、预装/车载变电站、微电网等项目。

加工配套业务：主要包含绝缘件业务、机械制造业务、环保科技业务、复合绝缘子业务、操动机构业务、表面处理业务。

图3：公司组合电器产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司断路器产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 国内首套 1100kV GIS 产品应用于首条特高压示范工程



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 国内首套 1100kV GIL 产品应用于苏通 GIL 管廊工程



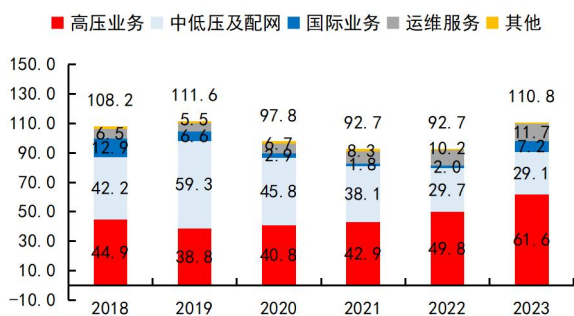
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司营业收入主要来源为高压板块、中低压及配网三个板块。近年来公司收入水平呈现稳中有降之后, 又快速反弹的趋势。2017-2021 年受下游客户压降产品售价和电网投资较为平稳影响, 公司营业收入有所下降。2023 年以来随着电网加快建设步伐的积极变化, 经营业务大幅改善。2021-2023 年公司营业收入分别为 92.7/92.7/110.8 亿元, 同比增速分别为-5.2%/0.0%/19.4%。

国际业务收入主要来自海外电网建设项目 EPC, 2019-2021 年受疫情等影响以及公司主动控制海外业务风险, 国际业务营业收入逐步减少, 2022 年甚至因为疫情的影响导致海外业务毛利率为-120.5%, 产生较大亏损。随着疫情逐步放开和中国电气装备集团总部成立国际业务平台公司, 重点推动海外业务发展。2023 年公司国际到 9.2%的正常水平。

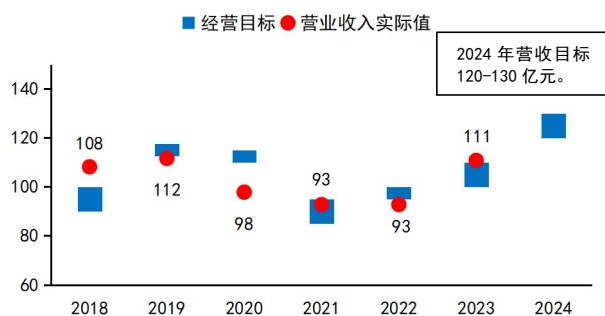
公司年初给制定当年营业收入目标, 对 2024 年给出 120-130 亿的营收目标区间。从历史情况看除 2020 年受疫情暴发影响外, 公司营业收入实际值与年初目标基本吻合。结合 2023 年电网招标需求和公司新增订单情况, 我们预计 2024 年公司营业收入有望超过 120 亿元。

图7: 公司营业收入结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司营业收入实际值与经营目标 (单位: 亿元)



资料来源: 公开业绩交流, 国信证券经济研究所整理

新产品研发: 公司作为高压开关行业的龙头企业, 长期高度重视科技创新与产品研发。2023 年公司成功研制国际首台 550 千伏高速断路器、国内首台 ±800 千伏直流高速开关、550 千伏 80 千安大容量开关等高端装备并实现工程应用; 具有划时代意义的国际首台 252 千伏真空柱式断路器通过全部型式试验; 完成一二次深

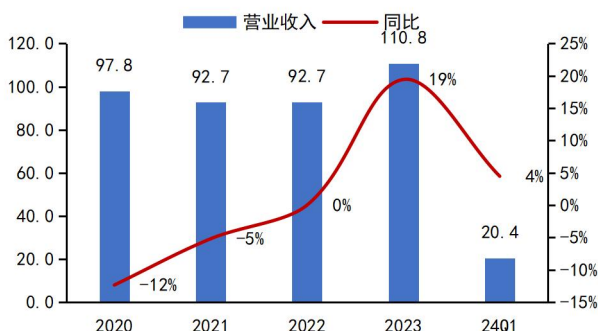
度融合配电开关及国产化平台配电智能终端研发；国内首套一二次融合环保环网柜通过国网技术符合性审查；攻克 550 千伏方形绝缘拉杆自制核心技术。

电网建设积极发展，公司盈利显著提升

随着新型电力系统加速建设，电网投资稳步提升，公司重点项目陆续履约交付，收入发生结构性变化。2023 年，公司实现营业收入 110.8 亿元，同比增长 19.4%；实现归母净利润 8.2 亿元，同比增长 284.5%；实现扣非归母净利润 8.1 亿元，同比增长 303.5%。公司营业收入与归母净利润均呈现出较为明显的季节性，公司产品与服务下游客户以电网公司、发电企业为主，均有严格的年度计划采购制度，每年一季度对当年采购计划进行审批，发货与交付集中在第二和第三季度，收入确认集中在第四季度。

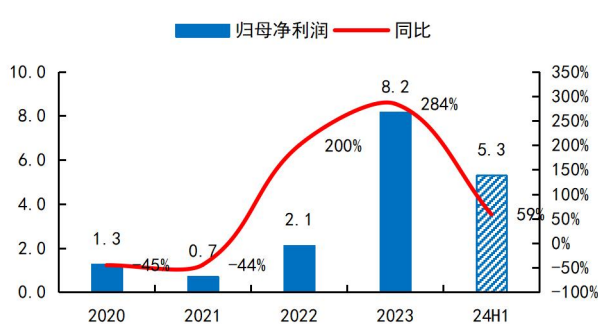
近日公司发布 2024 年半年度业绩预告，预计 2024 年上半年实现归母净利润 5.20-5.40 亿元，同比增长 55.9%-61.9%；扣非归母净利润 5.19-5.39 亿元，同比增长 56.3%-62.4%。经过折算，预计公司 2024 年第二季度实现归母净利润 2.90-3.10 亿元，同比增长 58.6%-69.5%；扣非归母净利润 2.91-3.11 亿元，同比增长 62.5%-73.7%。公司上半年业绩高增，主要原因包括：1) 电网重点项目加快建设，公司重点项目陆续履约交付，收入发生结构性变化；2) 公司持续推进提质增效，主营业务毛利率及费用端持续改善。

图9：公司年度营业收入及同比增速（亿元、%）



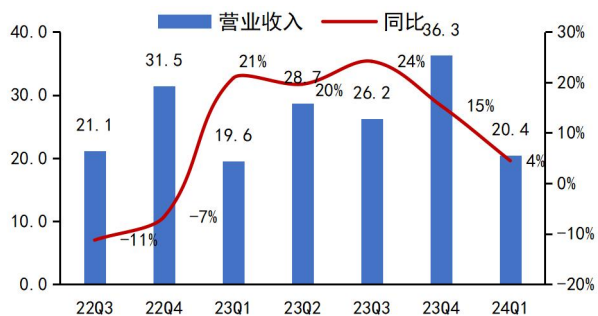
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司年度归母净利润及同比增速（亿元、%）



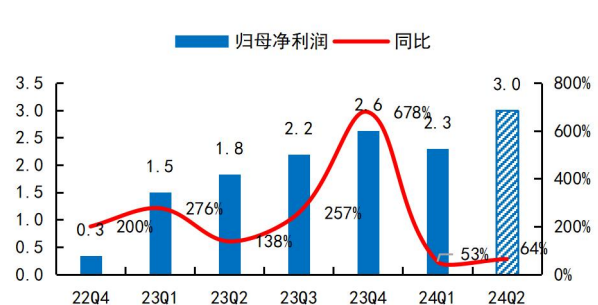
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司年度营业收入及同比增速（亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：公司年度归母净利润及同比增速（亿元、%）

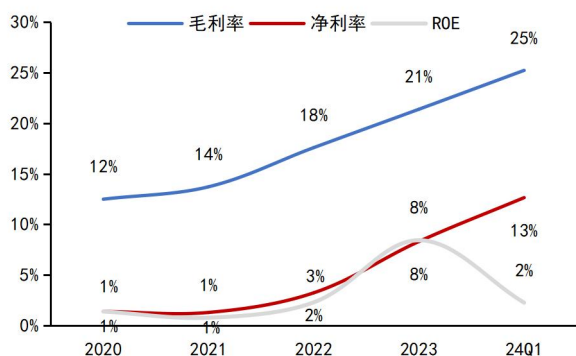


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2017-2021 年受产品价格下降、特高压产品收入占比下降等因素影响，公司销售毛利率整体呈现下降走势，销售净利率及 ROE 呈现同样趋势。2020 年以来公司综合毛利率呈现上升趋势，主要得益于特高压产品收入占比提高，高压、中低压及配电板块毛利率改善。销售净利率与 ROE 呈现类似走势。由于特高压间隔销售数量增加，2024 年一季度公司实现毛利率 25.2%，同比+4.4pct.，实现销售净利率 12.6%，同比+3.7pct.；ROE（年化）为 9.1%，同比+2.7pct.。

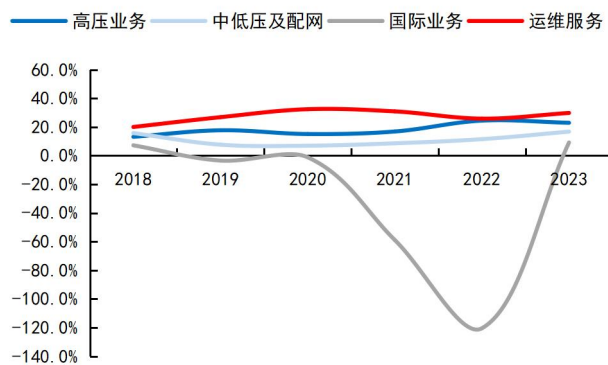
分业务看，公司四大业务中运维服务属于后市场业务且单个项目体量较小因此毛利率较高，高压板块、中低压及配网板块毛利率 2019-2020 年有所下降，2021 年以来随着电网公司招标改为优质优价策略，毛利率得到合理的修复，逐年改善。2020 年以来公司国际业务受疫情影响明显，部分海外 EPC 项目延期执行，人工、物流、原材料成本大幅上升，导致毛利率出现异常。2023 年以后随着国际电力装备市场的恢复，公司国际业务毛利率也明显改善到正常区间。

图13: 公司销售毛利率、净利率、ROE 情况 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 公司主要产品毛利率情况 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

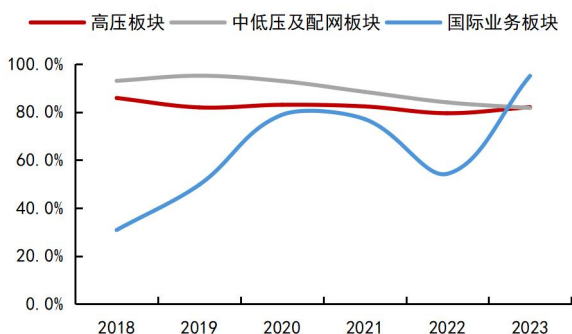
公司营业成本主要为原材料，2023 年高压板块、中低压及配网板块以及国际业务直接材料成本占比均超过 80%，2018 年公司海外 EPC 项目处于三通一平等土建期，其他成本投入增加因此国际业务直接材料成本降低。2021 年以来上游原材料涨价对于公司盈利能力造成压制。

为应对海外市场复杂局面，公司健全完善海外项目风险预警和控制机制，根据海外业务内容和特点，识别风险、分析风险；通过建立风险控制流程机制，培养全员风险管理思想，在保障项目目标的基础上，控制和回避风险，有效提升合同履行及境外资金风险防控能力。

2018-2023 年，公司注重增强科技创新驱动力，加大研发投入，公司的研发费用率不断提高。同时公司有息负债不断减少，财务费用率不断降低。

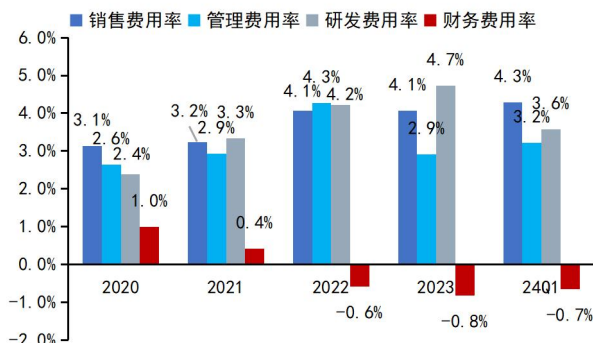
2020 年公司执行新收入准则，将与合同履行直接相关的运输费、装卸费调整至营业成本，销售费用率降低；2020-2023 年，公司持续加大市场开拓力度，新签合同持续增长，销售费用率有所增加。2022 年起公司不再享受疫情期间的社保减免政策，且开展富余人员分流安置，辞退福利增加，管理费用率有所上升。2023 年管理费用率明显下降，主要原因是当年富余人员分流安置产生辞退福利费用同比减少。

图15: 公司分产品直接材料成本占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司期间费用率 (%)



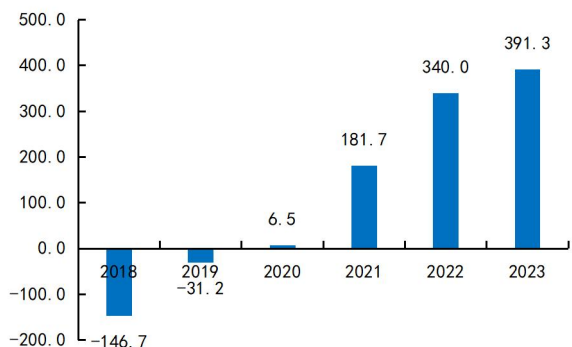
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司主要控股参股子公司包括河南平芝高压开关有限公司、上海平高天灵开关有限公司、河南平高通用电气有限公司、平高集团国际工程有限公司。

其中河南平芝高压开关有限公司为公司控股的中日合资公司, 公司持股比例 75%, 主营断路器、气体绝缘开关和组合电器。上海平高天灵开关有限公司为公司控股子公司, 公司持股比例 90%, 主营高、低压开关柜、高压元器件、输配电设备的制造。河南平高通用电气有限公司为公司全资子公司, 主营组合电器、断路器、互感器、避雷器、高低压开关柜、成套电器、箱式开闭所、环网柜等产品。平高集团国际工程有限公司为公司全资子公司, 是公司海外电力工程 EPC 业务的经营主体。

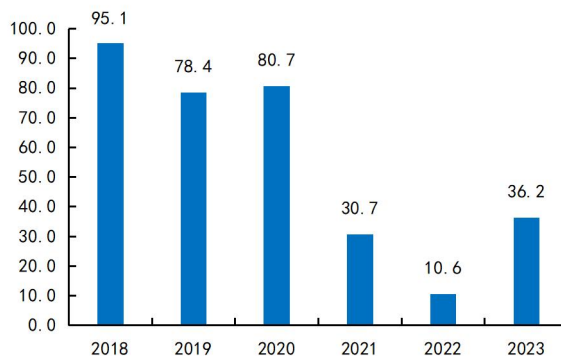
受益于组合电器 (GIS 类) 产品价格的逐步修复, 2018-2023 年平芝开关逐步扭亏为盈; 上海平高业务侧重于配网侧, 2018-2021 年配电网投资体量较小, 公司收入利润有所承压; 平高通用电气兼顾输电与配电业务, 产品种类繁多, 多数年份盈利情况较为稳定; 平高国际受疫情等因素影响 2019-2022 年出现持续亏损且幅度不断扩大, 2023 年公司实现扭亏为盈。

图17: 河南平芝高压开关有限公司经营情况 (百万元)



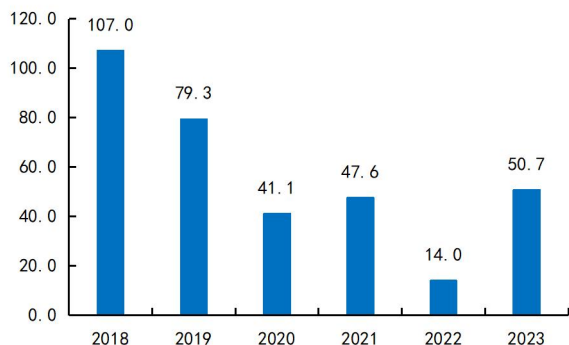
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 上海平高天灵开关有限公司 (百万元)



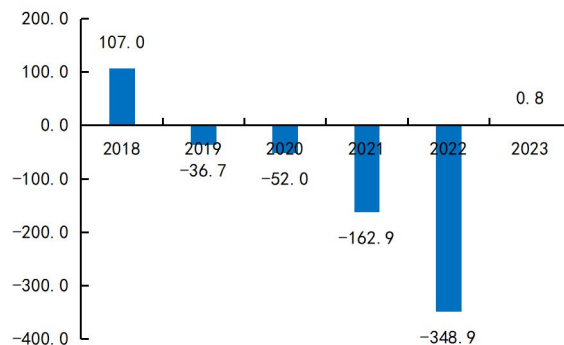
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 河南平高通用电气有限公司 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 平高集团国际工程有限公司 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

新兴经济体电网设备市场空间巨大

国际方面, 各国均面临经济增速放缓的压力, 政府通过增加基础建设投资来带动经济发展和就业, 其中电力基础设施建设是重点投资方向之一。新兴经济体有望成为全球电网建设高增速市场, 未来十年需求持续释放。

与发达国家相比, 新兴经济体人均 GDP 处于较低水平, 而电力弹性系数更高, 未来电力建设需求强劲。包括东南亚、南美、中东、非洲在内的新兴经济体积极推动能源转型, 2025 年以后对主网和配电网的建设需求加快推进。东南亚、中东、非洲等地区电力基础设施建设落后, 存在较大的新建业务机会。

公司电网市场龙头地位持续巩固, 新签合同同比增长 44.20%。特高压专项招标、国网集招所投标段市场占有率遥遥领先。配网协议库存 14 个省份所投标段占有率保持领先, 17 个省份中标额同比实现增长, 价值链高端产品合同持续提升。国内网外市场多点开花, 保持稳定增长。国际市场稳步拓展, 服务高质量共建“一带一路”, 170 千伏 HGIS、24 千伏充气柜等真空环保系列产品通过 TCA 认证, 签订 24-36 千伏环网柜产品单笔最大海外订单, 占领欧洲高端市场新高地。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。

巴西电网投资需求分析

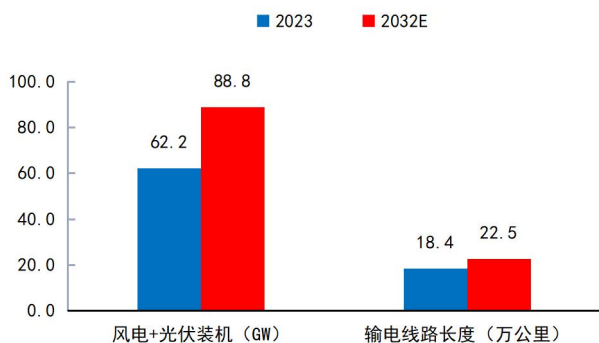
巴西是拉丁美洲最大的电力供应市场之一。截至 2022 年, 巴西输电线网络长度约 18.4 万公里, 变压器容量约 450GVA, 巴西输电网系统主要分为国家互联系统(SIN)和孤立的小电网系统两部分。国家互联系统(SIN)是巴西目前最主要的输电网, 分为南部、东南部/中西部、东北部和北部四个系统, 电压等级范围在 230 千伏至 800 千伏之间。

巴西国有电力公司能力薄弱, 国家电网积极参与巴西 15 个州的电力业务, 还在 2023 年 12 月 15 日成功独立中标巴西东北特高压项目(30 年特许经营权)。国网将新建 1468 公里±800 千伏特高压直流输电线路, 额定输送容量 5GW, 计划于 2029 年投运。国网旗下中电装备已中标, 预计 2024 年完成设备招标。

根据巴西矿产与能源部发布的 2023-2032 年十年规划, 计划新增输电线路 4.15 万公里, 其中 24-28 年新增 1.78 万公里, 29-32 年新增 2.37 万公里; 输变电端新增投资 1580 亿雷亚尔(约 300 亿美元), 其中输电线项目占 70%, 变电站项目

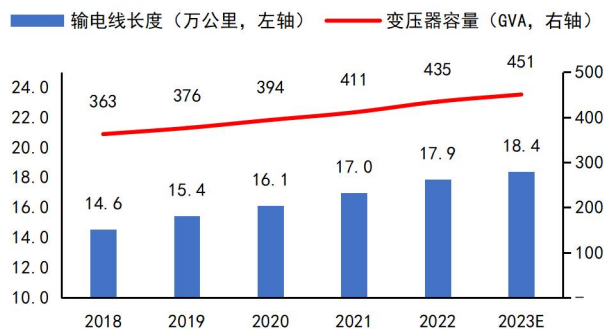
占 30%。巴西 2022 年第二期《输电扩张计划 (PET) / 长期扩张计划 (PELP)》指出, 将在 2033 年前共投资 994 亿雷亚尔 (约 191 亿美元), 在 2038 年之前建设 2.42 万公里输电线路和 74GVA 变电站。

图21: 巴西电力系统发展规划



资料来源: 巴西矿产与能源部, 国信证券经济研究所整理

图22: 巴西输变电网络情况



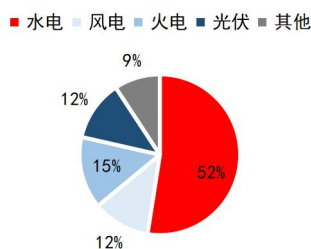
资料来源: 巴西矿产与能源部, 国信证券经济研究所整理

水电是巴西电力装机的主体。截至 2023 年 8 月, 巴西发电装机容量为 213.23GW, 其中, 水电装机容量占比 51.2%, 火电装机容量占比 19%、风电装机容量占比 13.4%、光伏装机容量占比 5.0%。巴西计划到 2032 年可再生能源增加 28.6GW, 其中风光新增 26.6GW。

巴西电网市场投资的驱动因素主要来自三个方面: 1) 用电需求持续增加; 2) 新能源装机对电网灵活性提出更高要求; 3) 巴西电力系统稳定性有待改善。

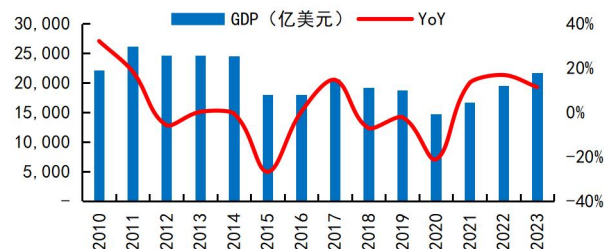
- 巴西逐步走出疫情影响, GDP 持续增长, 居民用电和工业用电需求也随之增加。根据巴西矿产与能源部的预测, 预计到 2032 年前, 巴西用电量年均增速将保持在 3.4% 的水平。
- 巴西目前极度依赖水力发电, 2022 年水电发电量占比达到 63%, 水电装机在电力总装机中的占比为 52%。为保障极端天气情况下的能源安全, 巴西在其北部及西北部地区大力发展光伏、风电等可再生能源。
- 巴西电力系统稳定性有待改善。2023 年 8 月, 巴西互联系统 (SIN) 运营网络发生故障, 全国出现大规模停电, 事故起因是塞阿腊州电网超载。包括本次大规模停电在内, 巴西近 15 年内累计规模性停电已达 7 次。电网自身线路及保护装置故障、电网结构薄弱是历次事故发生的主要原因之一。

图23: 2022 年巴西电力装机结构



资料来源: IRENA, 国信证券经济研究所整理

图24: 以美元计价的巴西 GDP 及同比变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

印度电网投资需求分析

截至 2020 年，印度 220 千伏及以上输电线路规模达到 41.3 万公里。其中，400 千伏输电线路长度达到 18.1 万公里；220 千伏输电线路长度达 17.5 万公里；765 千伏输电线路长度为 4.2 万公里，而直流输电近几年发展相对缓慢，线路长度 1.6 万公里。跨区输电能力方面，截止 2020 年印度跨区输送容量达到 99.1GW，其中，西部与北部跨区输送容量最大为 29.5GW，占比达 30%。2021 年，印度政府宣布了 2030 年累计发电装机容量 50%来自非化石燃料能源的目标，印度政府将采取绿色能源走廊计划（GEC）以满足 500GW 可再生能源的传输能力。

印度电力公司是当地最主要的电网服务供应商。截至 2024 年 3 月 31 日，印度电力公司的输电网络覆盖特高压（EHV）输电线路约 17.77 万公里，包括 278 个超高压交流和高压直流变电站，变电容量为 527.45GVA。印度电力公司已拥有 48GW 以上的非化石能源电力输送能力。目前印度国家电网跨区域输电能力约为 116.54GW。

火电是印度电力的主要来源。截至 2022 年底，印度发电装机总量达 410.34GW，其中火电装机占比 57.5%；太阳能光伏装机占比 15.1%；水电装机占比 11.4%；风电装机占比 10.2%。

绿色能源走廊（GEC）报告最早由印度电力公司于 2012-13 财年提交，并在经过适当批准程序后于 2015 年开始实施工作。2022 年至 2030 年，印度绿色能源走廊计划（GEC）预计总投入约为 263.1 亿美元，预计将增加约 5.1 万回路公里的输电线路 433.5GVA 的变电容量，输电方案包括各种大容量 765kV 和 400kV EHVAC 输电线路以及 800kV 和 350kV HVDC 线路。

目前，绿色能源走廊计划（GEC）在运行项目为州内输电系统绿色能源走廊二期、州际输电系统绿色能源走廊二期，合计涉及 39.14 亿美元投资金额、32GW 可再生能源发电运输能力。2015 年-2023 年，绿色能源走廊计划（GEC）已完成州际输电系统绿色能源走廊一期、州内输电系统绿色能源走廊一期，两个项目合计投资成本 29.52 亿美元，投运的输电线路 12,900ckm、变电站容量 39.6GVA，覆盖的可再生能源运输能力 34.5GW。

- 州内输电系统绿色能源走廊二期（在进行）：项目于 2022 年获得内阁经济事务委员会（CCEA）批准，项目运行周期为 2022-2026 财年。项目计划投入金额约为 14.50 亿美元，用于运输总计约为 20GW 的可再生能源电力。计划总目标是 7,574ckm 输电线路和 29,737MVA 变电站。
- 州际输电系统绿色能源走廊二期（在进行）：项目于 2023 年 11 月 3 日获得内阁经济事务委员会（CCEA）批准，项目截止时间为 2029-30 财年。项目计划投入金额约 24.91 亿美元，用于运输总计约为 13GW 的可再生能源电力。计划总目标为 713ckm 的输电线路（包括 480ckm 的高压直流输电线路）和 5GW 容量的高压直流终端设施。
- 州际输电系统绿色能源走廊一期（已完成）：该项目于 2015 年启动，项目成本约为 13.63 亿美元，实施目的主要是为了运输 6GW 左右可再生能源电力。2020 年 3 月，项目总长 3,200ckm 州际输电线路和 17,000MVA 变电站投入运行。此外，分配给印度国家电网的总计 7.45GW 的 8 个太阳能园区均已投入运行。
- 州内输电系统绿色能源走廊一期（已基本完成）：该项目于 2015 年启动，项目成本约为 15.89 亿美元，实施目的主要是为运输 24GW 的可再生能源电力，施工总目标是 9,700ckm 的州内输电线路和 22,600MVA 变电站。截至 2023 年 12 月 31 日，已建成输电线路 9060 公里，并已为 21,303 个 MVA 变电站充电，可满足 16GW 可再生能源电力运输需求，剩余部分延期至 2024 年 6 月 30 日。

表2: 印度绿色能源走廊计划 (GEC) 规划汇总

项目名称	项目起始时间 (年份)	输电线路长度 (ckm)	变电站容量 (MVA)	金额 (亿美元)	可再生能源运输能力 (GW)	项目状态
州际 1 期	2015-2020	3,200	17,000	13.63	7.5	已完成
州内 1 期	2015-2024	9,700	22,600	15.89	24	基本完成
州内 2 期	2022-2026	29,737	7,574	14.5	19	在运行
州际 2 期	2023-2030	713 (包含 480ckm 的高压直流线路)	5GW 高压直流终端设施	24.91	13	在运行
合计		43,350	52,174	68.93	63.44	

资料来源: 印度电力公司, 国信证券经济研究所整理

墨西哥电网投资需求分析

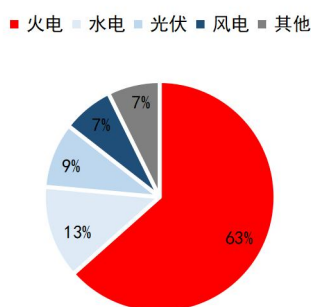
墨西哥当前电力结构以火电为主, 主要燃料为天然气。2022 年, 火电发电量占比约 77%, 火电装机在电力总装机中占比为 63%。

墨西哥用电潜力巨大。受益于美国“近岸外包”政策, 墨西哥有望获得大量中低端制造业产能, 工业用电需求潜力巨大。此外受贸易保护等政策影响, 中国大量企业在墨西哥落地产能实现间接出口, 进一步带动用电量增长。但当前墨西哥电力系统存在电力能源结构单一、发电侧能力总体不足、输配电网建设落后等问题。墨西哥企业协调委员会 (CCE) 声明稿指出, 墨西哥输电网络运作已过于拥挤, 衍生成本超过 18 亿美元, 电力系统缺乏可靠性。

墨西哥电力系统相对薄弱。墨西哥竞争力研究所的报告显示, 负责全国电力基础设施建设的联邦电力委员会长期忽视输配电网改造和智能化建设, 2017 年至 2021 年间只投入预算的 4.1% 用于电网建设, 其中又只有 1.6% 用于新输电项目, 其余多用于线路运营维护, 5 年间墨西哥输电线路只新增 3.1%, 变电站数量只增加约 5%。输电信道建设滞后、输配电能力弱、电网结构不合理, 这些问题严重削弱了墨西哥电网运转的安全稳定性。

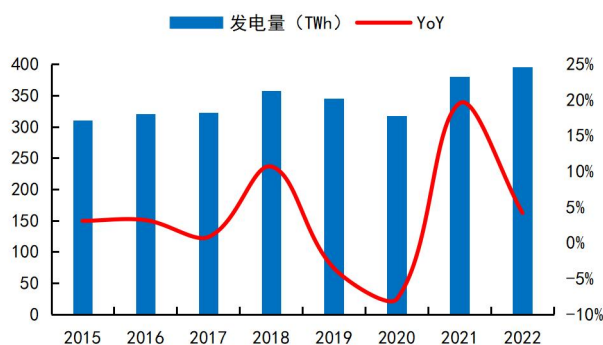
2022 年墨西哥人均用电量为 2,756KWh; 人均 GDP 为 1.09 万美元。

图25: 2022 年墨西哥电力装机结构



资料来源: IRENA, 国信证券经济研究所整理

图26: 2015-2022 年墨西哥发电量情况 (TWh)



资料来源: IEA, 国信证券经济研究所整理

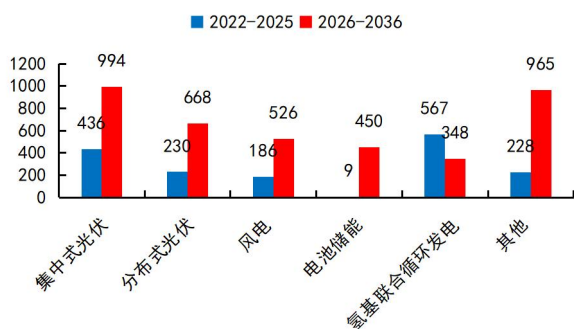
根据“墨西哥电力部门发展规划”, 2016 年到 2030 年期间, 墨西哥电力部门所需投资将达 1,316 亿美元, 共需建设 400 个新发电厂, 铺设 2.8 万公里的输电线路, 其中发电部门所需投资达 986.86 亿美元, 占 75%, 增加的电力发电装机容量

将为 57GW，主要为清洁能源。此外还将停止 140 座旧火电厂的使用。主要重点项目包括下加州接通全国电力系统项目、特墨直流电项目，以及连接美国亚利桑那州图森和墨西哥索诺拉州加利斯电力项目。在发展规划上，墨政府还首次提出公私合营的经营方式，除了基础设施建设，还包括设计、维护、经营等模式。

2022 年 5 月，墨西哥能源部发布 2022-2036 年国家电力系统发展规划（PRODESEN），其中提到：

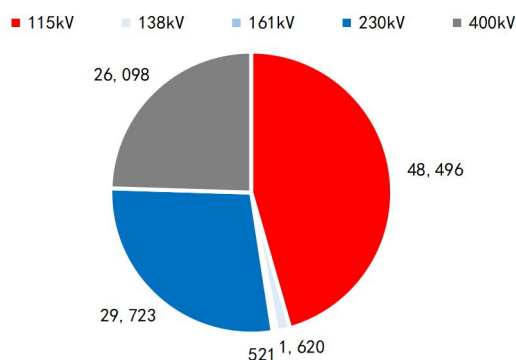
- 发电侧：墨西哥计划在 2022-2036 年期间增加 56GW 发电装机（约占 2022 年总装机的 55%），其中以清洁能源为主，包括 9GW 的光伏分布式装机和 4.6GW 的电池储能。
- 输配电侧：墨西哥计划在 2022-2036 年期间增加 5,058 回路公里（Circuit km）的输电网络及 30GVA 的变电容量。墨西哥更倾向于输配电网络的升级改造而不是投资大型输电项目。

图27：墨西哥 2022-2036 年新增电力装机目标（MW）



资料来源：墨西哥能源部，国信证券经济研究所整理

图28：2021 年墨西哥输电网络（万公里）



资料来源：墨西哥能源部，国信证券经济研究所整理

沙特阿拉伯电网投资需求分析

由于自身的丰富石油资源，长期以来沙特电力结构以火电为主。2023 年，火电占沙特电力总装机的 97%，火电发电量占比接近 99%。

为摆脱对石油的严重依赖，沙特致力于发展可再生能源。作为中东北非地区最大的发电商、输电商和配电商，沙特电力公司（SEC）承诺：建设可再生能源项目并将其整合到电网中；推动电网的数字化、智能化和自动化，包括智能电表项目。

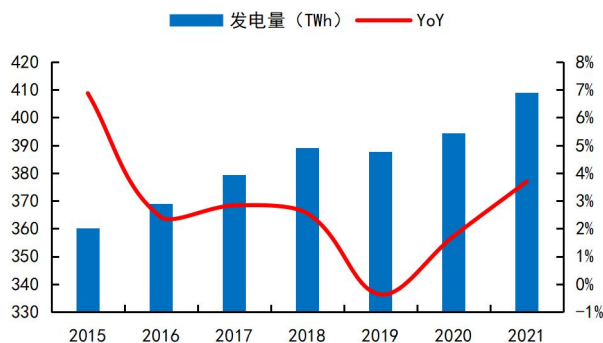
2022 年沙特人均发电量为 9,284KWh；人均 GDP 为 3.04 万美元。

图29: 2023 年沙特电力装机结构



资料来源: IRENA, 国信证券经济研究所整理

图30: 2015-2021 年沙特阿拉伯发电量情况



资料来源: IEA, 国信证券经济研究所整理

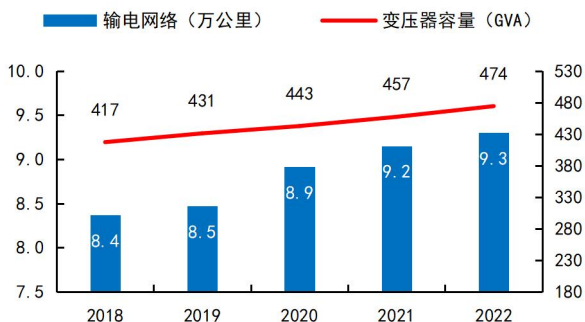
2016 年, 沙特宣布名为“愿景 2030”的战略框架和改革计划。作为愿景 2030 的重要组成部分, 沙特启动国家可再生能源计划 (NREP), 目标 2030 年实现新能源发电装机 58.7GW, 占电力装机总量的 50%, 包括光伏 40GW、风电 16GW、光热发电 2.7GW。沙特能源部预计在 2030 年之前向发电与可再生能源项目投资 2,930 亿美元。

2023-25 年, 沙特电网计划增加超过 3,600 公里的输电网络, 总投资约 54 亿沙特里亚尔 (约 15 亿美元)。此外, 沙特电力公司 CEO Khaled Al-Gnoon 表示, 公司计划在 2030 年前投资 4,000 亿-5,000 亿沙特里亚尔 (约 1,000 亿-1,350 亿美元) 来升级其输配电网络, 包括输电线和配电网络等。

沙特已完成中西、中南两条 ±500kV 柔直工程 EPC 招标, 国网旗下中电装备中标, 预计 24 年完成设备招标。此外, 沙特在未来 2-3 年有望落地沙特-约旦、沙特-埃及、沙特-伊拉克等跨国电网互联工程。

根据现代电气数据, 中东地区 2022 年受新能源装机发展带动, 2023 年超级工程带动 (Neom 新城、德拉伊耶门等), 公司新增订单率创新高。2023 年新增订单达 6.1 亿美元, 创造历史纪录。

图31: 沙特阿拉伯输变电网络情况



资料来源: 沙特电力公司 (SEC), 国信证券经济研究所整理

图32: 现代电气中东地区营业收入与新增订单情况 (亿美元)



资料来源: 现代电气公司公告, 国信证券经济研究所整理

南非电网投资需求分析

南非电网主要由南非国家电力公司控制。南非的电力供给及电网运输能力是南非国家电力公司为主体、地方及企业自备电力为补充构成。截至 2022 年底，南非电力公司电力系统发电容量累计达 8.1GW，输电线路达 4,347 公里，变电容量累计 19GVA。

火电是南非电力装机的主体。截至 2022 年底，南非发电装机总量达 54.67GW，其中煤电装机占比 72.8%；南非计划新增 29GW 的电力装机，其中风电和光伏发电新增装机占南非新增总电力装机的 70%。截至 2030 年，南非规划能源结构为：火电装机容量 38.36GW（占比 42.9%），风电装机容量 17.74GW（占比 22.8%），太阳能光伏装机容量 8.23GW（占比 10.7%），水电装机容量 4.6GW（占比 5.9%），核能装机容量 1.86GW（占比 2.4%）

根据南非国家电力公司最新发布的输电网发展规划（TDP），预计 2023-2032 年期间新增输电线路 14,218km，新增变电容量 105.87GVA。未来五年（2023-2027 年）TDP 计划资本支出 37.76 亿美元，其中 24.99 亿美元用于电力网络新建，5.09 亿美元用于 TDP 项目下的翻新计划。其中，TDP 包含翻新计划：鉴于当前连接南北的输电通道已使用 30 年以上，TDP 中包含 5.09 亿美元翻新计划，其中该计划 51% 的资金将用于变电站设施翻新。

表3: 南非 TDP（2023-2032 年）新增输电线路及变压器容量

设备	2023 年-2027 年新增	2028 年-2032 年新增	合计
输电线路			
765KV 线路（千米）	200	6,128	6,328
400KV 线路（千米）	2,679	5,019	7,698
275KV 以下线路（千米）	14	178	192
合计（千米）	2,893	11,325	14,218
变压器			
台数（台）	60	100	160
变电容量（MVA）	26,970	78,895	105,865

资料来源：南非国家电力公司，国信证券经济研究所整理

表4: 南非 TDP 未来 5 年（2023-2027 年）输电项目资本投入计划（亿美元）

资本支出分类	资金规模（亿美元）
新增输电网络	25
其中：整合型资源计划（IRP）中的输电线路投资额	11.5
其他输电网络投资额	13.4
翻新计划	5.1
其中：变电站设施翻新（占比 51%）	2.6
购买生产设备	1.1
EIA 和劳工支出	1.6
电信支出	1.6
战略冗余资金	3.4
合计	37.8

资料来源：南非国家电力公司，国信证券经济研究所整理

越南电网投资需求分析

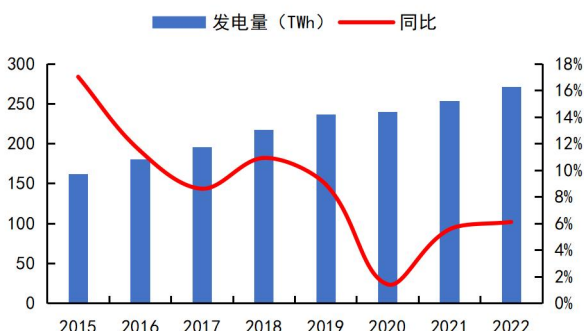
越南用电需求旺盛。在全球产业链、供应链转移的大背景下，越南本地制造业迎来重大发展机遇，用电需求也随之快速增长。即使有新冠疫情的影响，2017-2022年越南发电量 CAGR 仍高达 6.7%。

越南电力装机以火电为主。2021 年，越南燃煤发电量为 114TWh，在整体发电量中的占比为 47%，非可再生能源发电量占比为 57%。装机结构方面，2021 年越南火电（燃煤+燃气）装机达到 32GW，在整体装机中占比 42%。根据 PDP8，越南将继续建设已列入第七版电力规划中的燃煤发电厂，但在 2030 年后将停止新建，到 2050 年，越南将完全淘汰燃煤发电。

越南政府保持对输电网的垄断。由政府 100%控股的越南电力集团（EVN）是越南电力领域规模最大的企业，覆盖发电、输电、配电等领域，且在越南每个子领域均占据统治性地位。其全资子公司越南国家电力传输公司（EVNNT）垄断越南全国输电业务，截至 2021 年末，EVNNT 共运营 153 个变电站、25,236 公里输电线路（500kV 线路 7,996 公里，220kV 和 110kV 线路 17,240 公里），总变压器容量为 91,256MVA（500kV 线路 33,300MVA，220kV 和 110kV 线路 57,956MVA）。

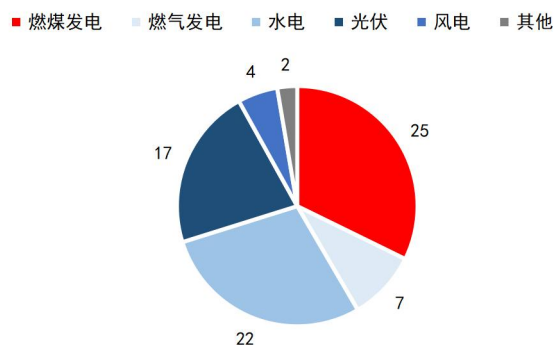
2022 年，越南人均 GDP 为 4163 美元，同比+10.8%；人均用电量 2,554KWh，同比+5.8%。

图33: 2010-2022 年越南发电量及同比



资料来源：IRENA，国信证券经济研究所整理

图34: 2021 年越南电力装机结构 (GW)



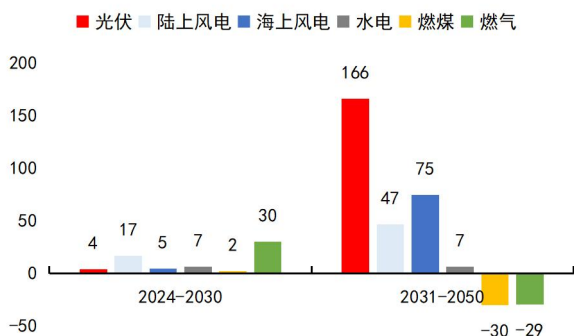
资料来源：IRENA，国信证券经济研究所整理

2023 年 5 月，越南政府正式批复第 8 号国家电力发展规划（PDP8），旨在通过确保足够的电力供应来维持越南的能源安全，从而在 2021-2030 年及远期实现约 7.0% 的 GDP 年增长率。其中：

- 可再生能源发电目标：到 2030 年，可再生能源发电占比达到 30.9%-39.2%，到 2050 年，这一比例达到 67.5%-71.5%。
- 电力装机目标：2030 年之前，风电与天然气是电力系统发展的重点。预计到 2030 年，风电（陆上+海上）装机将达到 28GW，占总装机的 18.5%；燃气+LNG 发电装机达到 37GW，占总装机的 24.8%。
- 电网投资：为实现 PDP8，2021-2030 年越南需要私营部门投资（包括海外直接投资）合计 1,347 亿美元，其中 1,198 亿美元（89%）用于电源侧投资，149 亿美元（11%）用于电网侧投资。

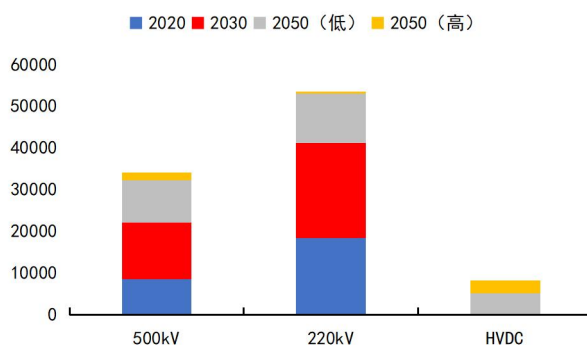
- 电网规划：2030 年之前，建设智能电网，发展 500kV、220kV 输电电网，为可再生能源大规模并网提供保障，并合理限制跨区送电，减少远距离输电；2030 年后建设连接南部、中部、北部的单向特高压输电线路。

图35: 2024-2050 年越南新增电力装机规划 (GW)



资料来源: PDP8, 国信证券经济研究所整理

图36: 越南输电线路建设目标 (公里)



资料来源: PDP8, 国信证券经济研究所整理 注: 包括新增及存量改造

印度尼西亚电网投资需求分析

印尼的发电能源结构以火电为主，主要是燃煤发电。2021 年，燃煤发电量占整体发电量的 61.5%；截至 2021 年底，印尼电力系统总装机约 75GW，其中燃煤发电占 49.7%，火电（燃煤+燃油+燃气）占比 84.5%。印尼可再生能源发展相对滞后，可再生能源装机仅有 12GW，占总装机的 15.5%，其中包括 2GW 的地热电力装机。

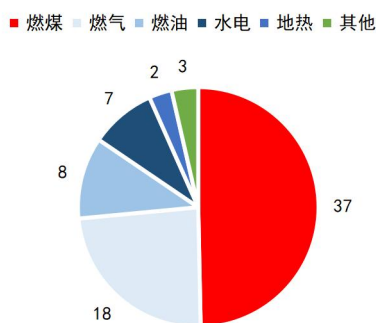
印尼岛屿众多，影响了岛屿间电网的连接。目前印尼全国尚未建有统一的电网系统，互联程度低。印尼全国电网系统一共由超过 600 个子独立电网及 8 个主要区域电网组成，呈现分布式结构。国有控股的印尼国家电力公司（PLN）垄断了印尼输配电网以及电力零售业务，截至 2020 年末，PLN 电力装机容量占全国总装机的比例超过 2/3。截至 2021 年末，印尼输电线路总长度为 6.48 万公里，包括 500kV 线路 6,445 公里、275kV 线路 3,648 公里、150kV 线路 48,734 公里以及 150kV 以下线路 5,971 公里；变电站数量为 2,269 个，变压器容量为 156,968MVA。2022 年，印尼人均 GDP 为 4,788 美元，同比+10.4%；人均用电量为 1,137KWh，同比+9.7%。

图37: 2012-2023 年印尼发电量及同比



资料来源: 印尼国家电力公司 PT. PLN, 国信证券经济研究所整理

图38: 2021 年印尼电力装机结构 (GW)

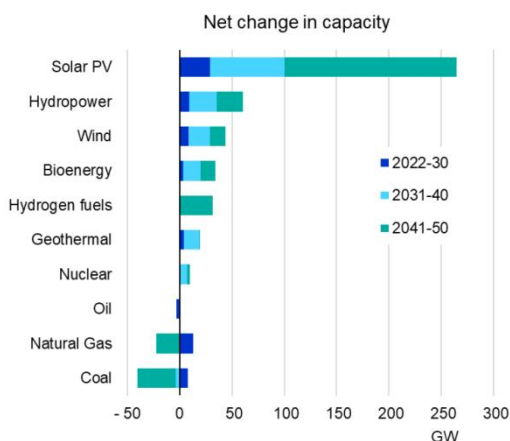


资料来源: IRENA, 国信证券经济研究所整理

印度尼西亚的国际融资机制——公正能源转型伙伴关系（JETP）在 2023 年 11 月发布《全面投资和政策计划》（CIPP），计划向美国、日本等国融资 200 亿美元，用于加速本国能源转型。

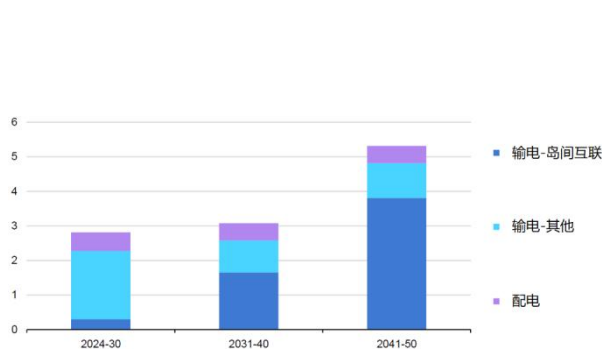
- 可再生能源装机目标：根据 JETP 的规划，印尼计划将可再生能源发电占比在 2030/2040/2050 年分别提高到 44%/75%/90%，2030/2040/2050 年末可再生能源累计装机分别为 70/225/460GW。截至目前，印尼电源侧优先发展目标为可调度再生能源，包括水电、地热以及生物质能，而光伏及风电等则是远期电力装机发展的重点。
- 电网投资目标：根据 JETP 的规划，印尼在 2030 年之前需要维持每年 30 亿美元的电网投资，2040 年之前累计电网投资将达到 500 亿美元，其中超过 80% 将投向输电系统。印尼国家电力公司（PLN）定期发布电力供应业务计划（RUPTL），根据 2021 年发布的 RUPTL 2021-2030，到 2030 年，PLN 计划实现变电站容量达到 76,662 MVA，并新增 47,723 公里输电线路。此外，为提升输配电网络的数字化水平，2023-2033 年期间，配电端智能电网投资将达到每年 20 亿美元，输电端将达到每年 3 亿美元，智能控制系统投资将达到每年 5 亿美元。

图39: 印尼 JETP 电力净新增装机规划 (GW)



资料来源：《全面投资和政策计划》，国信证券经济研究所整理

图40: 印尼年平均电网投资规划 (十亿美元)



资料来源：《全面投资和政策计划》，国信证券经济研究所整理

特高压进入黄金发展期，公司作为高压开关龙头有望受益

公司直流开关与 GIL 产品国际领先，GIS 龙头地位稳固

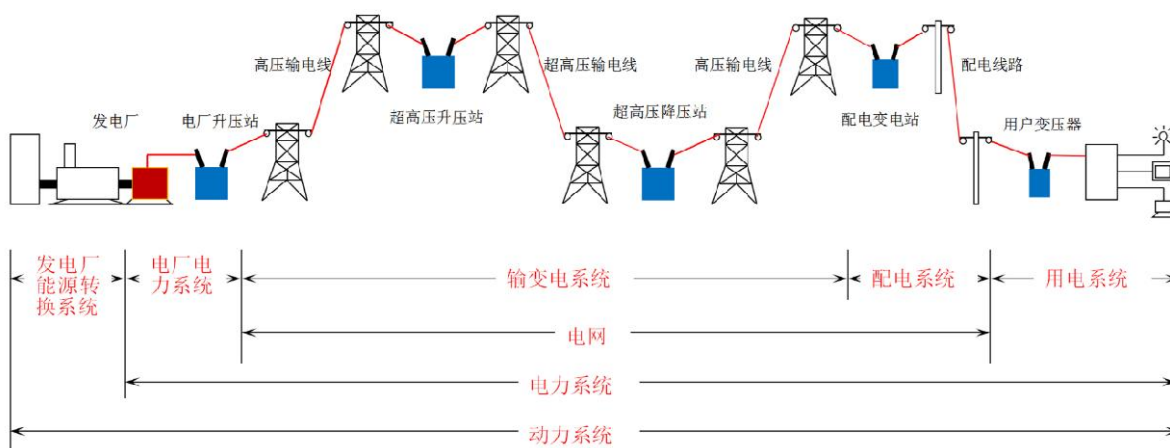
中国也在加速实现碳中和目标，受益于此，公司每年营业收入与新增订单量持续上升。开关设备需求与电源和电网建设密切相关，公司产品主要用于电力系统各环节（包括发电厂、变电站、输配电线路和工矿企业等用户）的控制和保护，既可根据电网运行需要，将一部分电力设备或线路投入或退出运行，保证电网中无故障部分的正常运行及设备、运行维修人员的安全。

配电网设备是用来接受、输送和分配电能的电气设备，在电力网分配电能的过程中起到重要的作用。因此，开关设备及配电网设备是非常重要的输配电设备，其

安全、稳定运行对电力系统的安全、有效运行具有十分重要的意义。

高压开关的使用场景和工作形式可以划分为断路器、隔离开关、接地开关等，将多种开关设备和其他电气设备（例如互感器、套管、母线等）封闭在绝缘气体中即可构成气体绝缘组合电器（GIS）。GIS 设备自 20 世纪 60 年代实用化以来，已广泛运行于世界各地。GIS 不仅在高压、超高压领域被广泛应用，在特高压领域也被广泛使用。与常规敞开式变电站相比，GIS 的优点在于结构紧凑、占地面积小、可靠性高、配置灵活、安装方便、安全性强、环境适应能力强，维护工作量很小，其主要部件的维修间隔不小于 20 年。

图41：电力系统结构示意图



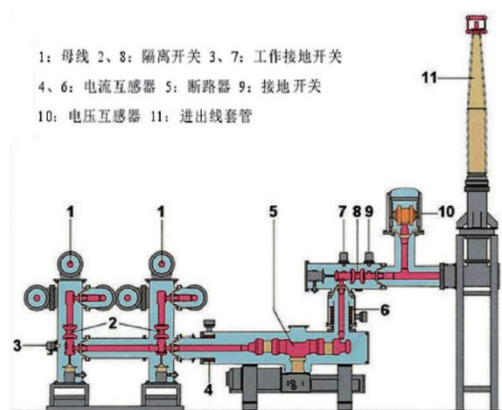
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图42：GIS 实物图



资料来源：公司官方网站，国信证券经济研究所整理

图43：GIS 结构示意图

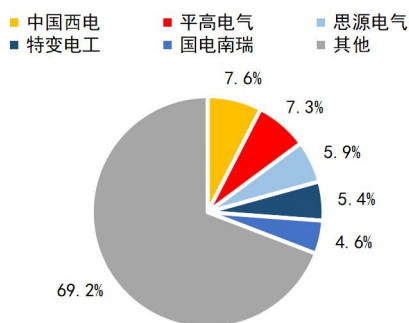


资料来源：邓华平，气体绝缘全封闭组合电器 GIS 在电厂的应用，集成电路应用，2020，37(02)：110-111，国信证券经济研究所整理

根据国网电子商务平台数据，2021 年、2022 年公司在国网组合电器招标中份额分别高达 30%和 23%，稳居行业第一，其他一线企业包括中国西电、思源电气、泰开集团。2022 年公司在国网隔离开关招标中份额为 15%，位居行业第四，与前三名份额持平（泰开集团 17%、思源电气 16%、长高电气 16%），在断路器招标中份额

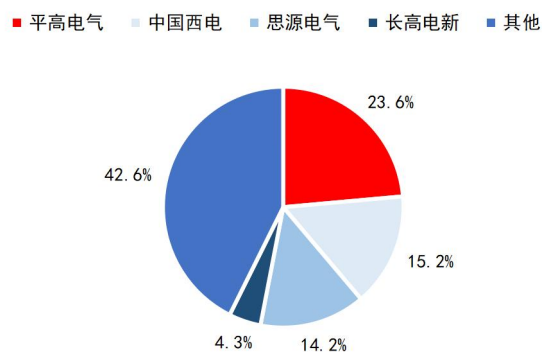
为 17%，位居行业第四。公司在高压开关领域位列行业第一梯队，在 GIS 领域稳居行业头把交椅。2023 年公司在国网输变电设备中标金额排名中稳居前 2 名，中标金额高达 52.05 亿元；在组合电器排名第一，斩获 40.62 亿元新增订单。

图44: 2023 年国网输变电设备中标份额



资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

图45: 2023 年国网组合电器中标份额



资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

公司直流类产品同样处于行业领先地位。电网方面，公司作为全国最大的直流隔离开关、接地开关研发生产制造基地，产品涵盖 10-1120kV 全电压等级，多项技术成果通过国家级鉴定，先后荣获机械工业科学技术进步奖、河南省科学技术奖等 10 多项荣誉。

2016 年公司研制世界首台 100kV 谐振型直流转换开关，为风电、光伏发电等清洁能源消纳及多端直流输电提供解决方案，研制的世界首台 1100kV 滤波器组断路器攻克了特高压交直流电网互联的关键“瓶颈”，填补了国际空白。

公司成功研制 150-1100kV 直流穿墙套管打破国际垄断，突破了特高压直流穿墙套管重大“卡脖子”装备核心技术，其技术成果荣获中国机械工业科学技术特等奖。

2021 年以来，公司顺利实现海上风电 ±200kV 直流 GIS 示范应用，推出世界首支 ±1000kV 直流纯 SF6 气体绝缘穿墙套管；打破了国外垄断。

2023 年 3 月，公司与南方电网超高压输电公司联合研制的 ±800kV 直流高速开关通过全部试验考核，标志着又一特高压直流重大装备实现国产化。

轨道交通方面，公司完全掌握了直流断路器和成套设备核心技术，成功研制出 PGDB-1800/D4000-80 型轨道交通直流断路器和 PGDA-1800 型轨道交通直流金属封闭开关设备。

气体绝缘输电线路（GIL）是一种采用 SF6 等气体绝缘、外壳与导体同轴布置的高电压、大电流、长距离电力传输设备。GIL 具有安全可靠、输电容量和架空线相当、输电损耗低、电磁辐射几乎为零、使用寿命长、占地面积小、防护性能好、故障率极低、抗冰雪和地震等灾害能力强等优点，相对于架空线和地下电缆在性能上有显著优势。

图46: 公司研制的世界上首台 1100kV 滤波器组断路器



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

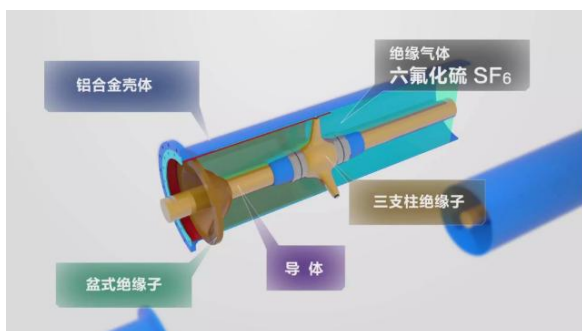
图47: 公司直流穿墙套管应用于白鹤滩-江苏直流工程



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

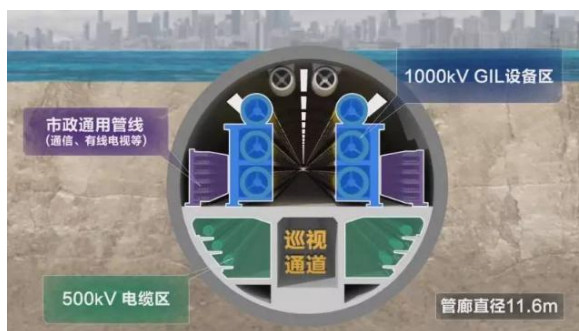
当前城市输电在地上以电力架空线为主, 在地下以高压电缆为主。GIL 同时具备架空线大容量输电, 以及地下高压电缆不占用土地资源的优点, 并且解决了电力架空线占用城市稀缺的土地资源、电磁辐射影响居民身心健康和高压电缆输电容量不足的痛点。采用 GIL 地下输电方案替代电力架空线可以盘活出大量的土地资源, 提升城市形象, 减少架空线对周围居民的辐射, 为地方政府带来经济效益。

图48: GIL 内部结构示意图



资料来源: 国家电网报, 国信证券经济研究所整理

图49: 苏通综合管廊截面示意图



资料来源: 国家电网报, 国信证券经济研究所整理

公司已成功研制世界首台 1100kV 环保型 GIL, 成功研制 363/420kV GIL, 是国内唯一具有 40.5-1100kV GIL 产品设计、生产、维护能力的厂家, 由公司组织申报的“1100kV 气体绝缘金属封闭输电线路 (GIL)”被河南省工信厅评选为“2018 年度河南省装备制造业十大标志性高端装备”。

苏通管廊作为世界首条特高压 GIL 工程, 是电压等级最高、输送容量最大、技术水平最先进的超长距离 GIL 创新工程, 公司为苏通管廊工程提供二分之一设备和四分之三绝缘子核心零部件。

主网与配网投资景气共振, 特高压迎来大发展

“十四五”期间, 国家电网计划实现电网投资 2.4 万亿元, 南方电网规划实现电网投资约 6700 亿元, 两大电网公司合计投资总额将达到 3.07 万亿元。

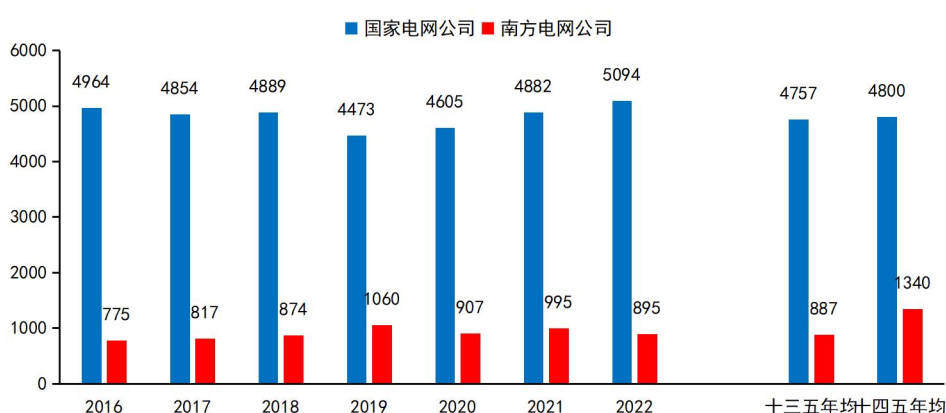
从投资方向来看, 国网侧重特高压, 而南网侧重配电网。“十四五”期间国家电

网公司规划建设特高压工程“24交14直”，涉及线路3万余公里，变电换流容量达3.4亿千瓦，总投资3800亿，较“十三五”特高压投资总额2800亿元增长35.7%，特高压有望迎来新一轮建设高峰。南方电网方面，预计“十四五”期间配电网规划投资达到3200亿元，约占总投资额的48%。

电网投资与电源投资相比具有跨区协调要求高的特点，2022年全年电网投资完成额仅为5012亿元；而电源投资受影响相对较小，全年投资完成额达到7208亿元，再创历史新高，电网/电源投资差进一步拉大。

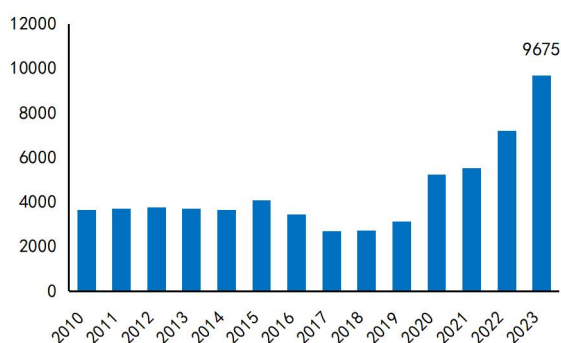
2023年电网投资达到5275亿元，再创历史新高。随着2022-2025年新能源装机容量的大幅提升，特高压与配电网侧投资需求日益迫切，将成为远期决定新能源装机和发电量占比的关键环节。

图50: 国家电网、南方电网“十三五”与“十四五”电网投资对比（单位：亿元）



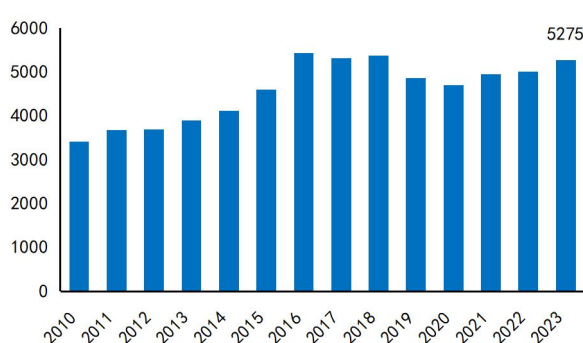
资料来源：国家电网，南方电网，国信证券经济研究所整理

图51: 电源工程年度投资完成额（亿元）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图52: 电网工程年度投资完成额（亿元）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

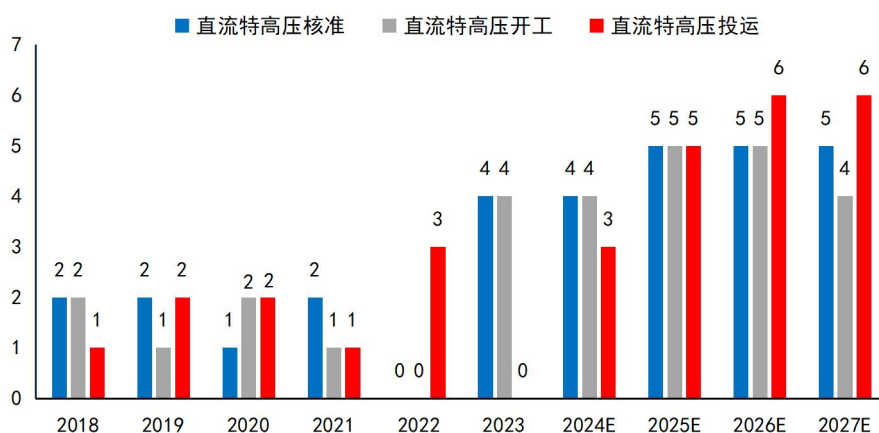
特高压交流适用于近距离大容量输电，可作为交流输电骨干网替代超高压交流电网；特高压直流适用于长距离大容量输电，往往用于送受端关系明确的新能源大规模外送和电网大区互联。

因此，特高压直流是“大基地”新能源外送的“大动脉”，而特高压交流负责将跨区输入的新能源电能在负荷中心合理分配，同时确保电网运行的稳定性。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，其中直流工程数量远超交流，可见直流输电是新能源远距离外送的主要方式。

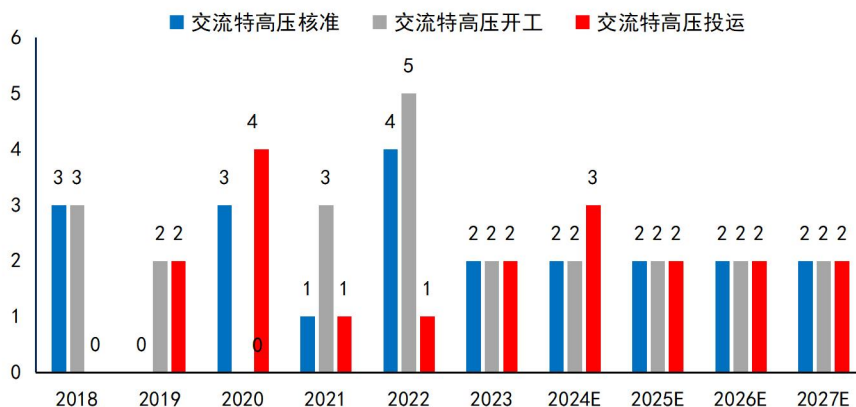
国家电网公司原计划 2022 年开工“10 交 3 直”共 13 条特高压线路，但受疫情等因素影响 2022 年实际仅开工“5 交 0 直”，开工进度低于预期。2023 年国家电网核准 4 条直流工程和 2 条交流工程，新开工 4 条直流工程和 2 条交流工程，2024-2025 年特高压产业链迎来新一轮建设景气周期。

图53: 我国特高压直流项目历年核准、开工、投运数量统计（条）



资料来源：国家电网，国家能源局，国信证券经济研究所整理

图54: 我国特高压交流项目历年核准、开工、投运数量统计（条）



资料来源：国家电网，国家能源局，国信证券经济研究所整理

表5: 我国推进中特高压直流项目列表

项目名称	电压等级	长度 (km)	投资额 (亿元)	送电容量 (MVA)	核准时间	开工时间	投运时间
陇东-山东	±800kV	926	202	8000	2023年2月	2023年3月	预计2024年
金上-湖北	±800kV	1784	334	8000	2023年	2023年2月	预计2024年
哈密北-重庆	±800kV	2300	300	8000	2023年7月	2023年8月	预计2025年
宁夏-湖南	±800kV	1619	275	8000	2023年5月	2023年6月	预计2024年
陇电入浙	±750kV	-	-	-	预计2024年	预计2024年	预计2025年
陕西-河南	±800kV	-	-	-	预计2024年	预计2024年	预计2025年
蒙西-京津冀	±660kV	-	-	-	预计2024年	预计2024年	预计2025年
陕北-安徽	±800kV	1070	205	8000	2024年2月	2024年3月	预计2025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

表6: 我国推进中特高压交流项目列表

项目名称	电压等级	长度 (km)	投资额 (亿元)	送电容量 (MVA)	核准时间	开工时间	投运时间
驻马店-武汉	1000kV	287	34	8000	2021年11月	2022年3月	2023年11月
汇能长滩电厂送出	1000kV	26	3	-	2021年11月	2022年4月	2022年12月
福州-厦门	1000kV	234	71	变电容量 6000	2022年1月	2022年3月	2023年12月
武汉-南昌	1000kV	926	91	-	2022年6月	2022年9月	预计2024年10月
张北-胜利	1000kV	140	-	-	2022年9月	2023年8月	预计2024年
川渝特高压	1000kV	660	288	变电容量 24000	2022年9月	2022年9月	预计2025年
阿坝-成都东	1000kV	300	60	-	2024年1月	2024年1月	预计2025年
黄石特高压	1000kV	-	22	-	2023年	2023年	预计2024年
大同-怀来-天津北-天津南	1000kV	-	-	变电容量 12000	预计2024年	预计2024年	预计2026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

盈利预测

假设前提

我们对于公司 2024-2026 年的盈利预测基于以下假设条件:

高压板块: 主要产品包括 110kV 及以上 GIS、断路器、隔离开关, 其中 GIS 是主要收入来源。在特高压建设放量的带动下, 预计 750kV/1000kV 等高毛利率产品销售占比有望显著提升, “优质优价”政策下产品销售价格有望恢复到正常水平。我们预计 2024-2026 营业收入分别为 74.3/82.1/88.8 亿元, 毛利率分别为 26.0%/26.3%/26.6%。

中低压及配网板块: 主要包括 110kV 以下 GIS、断路器、隔离开关, 轨道交通电气开关设备。中低压及配网板块收入与配电网建设密切相关, 且市场竞争较高压产品更为激烈, 市场格局较为分散。我们保守预计 2024-2026 年营业收入分别为 32.4/36.0/39.6 亿元, 毛利率分别为 17.5%/18.0%/19.0%。

国际业务板块: 主要包括海外电力工程总包和设备销售, 随着全球疫情影响的逐步消退和中国电气装备集团海外战略的逐步落地, 我们预计该业务 2023 年有望扭亏。我们保守预计 2024-2026 年营业收入分别为 8.0/12.0/15.0 亿元, 毛利率分别为 9.5%/10.0%/10.3%。

运维检修及其他：主要包括公司各类产品的运维检修业务和公司新增的带电作业机器人业务。我们预计 2024-2026 年营业收入分别为 12.9/14.2/16.3 亿元，毛利率分别为 28.0%/28.0%/28.0%。

其他业务：包括公司电锅炉等其他业务，电锅炉是电能替代和清洁采暖的重要方向。我们预计 2024-2026 年营业收入分别为 1.2/1.5/2.0 亿元，毛利率分别为 50.0%/50.0%/50.0%。

综上所述，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入分别为 128.8/145.8/161.7 亿元，同比+16.3%/13.2%/11.0%，毛利率分别为 23.3%/23.3%/23.7%。

表7：公司主营业务预测核心假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
高压板块						
销售量（间隔、台、组）	7483	6000	7939	8288	8840	9182
销售收入（亿元）	42.93	49.77	61.55	74.27	82.05	88.79
同比	5.3%	15.9%	23.7%	20.7%	10.5%	8.2%
毛利率	16.8%	24.4%	22.9%	26.0%	26.3%	26.6%
中低压及配网板块						
销售量（间隔、台、组）	22404	16526	25364	27000	30000	33000
销售收入（亿元）	38.06	29.75	29.09	32.40	36.00	39.60
同比	-16.9%	-21.8%	-2.2%	11.4%	11.1%	10.0%
毛利率	8.6%	11.5%	16.7%	17.5%	18.0%	19.0%
国际业务板块						
销售收入（亿元）	1.78	2.00	7.24	8.00	12.00	15.00
同比	-39.1%	12.4%	261.1%	10.6%	50.0%	25.0%
毛利率	-58.8%	-120.5%	9.2%	9.5%	10.0%	10.3%
运维检修及其他						
销售收入（亿元）	8.29	10.22	11.74	12.91	14.21	16.34
同比	24.4%	23.2%	14.9%	10.0%	10.0%	15.0%
毛利率	30.9%	25.8%	29.8%	28.0%	28.0%	28.0%
其他业务						
销售收入（亿元）	1.67	1.00	1.14	1.20	1.50	2.00
同比	3.7%	-39.9%	14.3%	4.9%	25.0%	33.3%
毛利率	42.9%	52.3%	49.3%	50.0%	50.0%	50.0%
综合						
销售收入（亿元）	92.73	92.74	110.77	128.78	145.76	161.73
同比	-5.2%	0.0%	19.4%	16.3%	13.2%	11.0%
毛利率	13.7%	17.6%	21.4%	23.3%	23.3%	23.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

我们假设公司销售费用率、管理费用率随着销售规模的扩张略有下降，由于公司将在高压开关、检修机器人等领域有持续的研发投入，预计研发费用率维持在较高水平。我们预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 3.8%/3.6%/3.5%，管理费

用率分别为 2.7%/2.5%/2.3%，研发费用率分别为 4.5%/4.3%/4.0%。

表8: 公司盈利预测核心假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收增长率	-5.2%	0.0%	19.4%	16.3%	13.2%	11.0%
营业税金及附加/营业收入	0.85%	0.90%	0.83%	0.80%	0.80%	0.80%
销售费用/营业收入	3.24%	4.07%	4.07%	3.80%	3.60%	3.50%
管理费用/营业收入	2.93%	4.27%	2.91%	2.70%	2.45%	2.30%
研发费用/营业收入	3.34%	4.22%	4.73%	4.50%	4.30%	4.00%
财务费用/营业收入	0.42%	-0.58%	-0.83%	-0.34%	-0.17%	-0.26%
所得税率	9.51%	8.96%	8.14%	8.50%	8.50%	8.50%
股利支付率	30.68%	35.19%	35.30%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 128.8/145.8/161.7 亿元, 同比增速分别为+16.3%/13.2%/11.0%; 归母净利润 11.9/14.3/17.3 亿元, 同比增速分别为 45.9%/20.5%/20.5%, 2024-2026 年每股收益分别为 0.88/1.06/1.27 元。

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 21.1-24.1 元

公司是国内高压开关市场龙头企业, 在 GIS 领域位居行业第一, 在配网开关等电力设备领域处于行业第一梯队。“十四五”我国电网建设将迎来新一轮上行周期, 两网投资额有望超过 3 亿元。“十四五”期间国家电网特高压计划投资 3800 亿元, 较“十三五”增长 35.7%; “十四五”期间南网电网计划配电网投资 3200 亿元, 投资额占比高达 48%, 输电网与配电网建设将迎来景气共振。2021-2022 年受疫情等因素影响, 电网建设进度低于预期, 我们预计 2024-2026 年将迎来电网建设集中放量, 公司作为开关领域龙头将充分受益。在电网公司“优质优价”指引下, 公司产品售价迎来显著复苏, 此外特高压销售占比的提升助力公司毛利率修复。公司海外业务经验丰富, 受疫情影响 2021-2022 年出现严重亏损, 2023 年成功实现扭亏为盈。公司是国内唯一具有 40.5-1100 千伏 GIL 产品设计、生产、维护能力的厂家, 未来在架空线入地、减少土地占用、城市美化、配电网扩容等需求带动下有望迎来快速增长。

表9: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	15.00%
无风险利率	2.80%	Ka	10.17%
股票风险溢价	6.70%	有杠杆 Beta	1.13
公司股价 (元)	20.7	Ke	10.35%
发行在外股数 (百万)	1357	E/(D+E)	70.00%
股票市值 (E, 百万元)	28088	D/(D+E)	30.00%
债务总额 (D, 百万元)	740	WACC	8.52%
Kd	5.00%	永续增长率 (10年后)	3.00%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上假设采用 FCFF 估值方法, 得到公司的绝对估值区间为 21.1-24.1 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于加权平均资本成本和永续增长率较为敏感, 下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析, 得出公司绝对估值的股价区间在 21.1-24.1 元。

表10: 绝对估值敏感性分析

		WACC				
		8.1%	8.3%	8.5%	8.7%	8.9%
永续增长率 (10年后)	3.6%	26.86	25.60	24.44	23.38	22.39
	3.4%	26.00	24.82	23.74	22.74	21.81
	3.2%	25.21	24.11	23.09	22.14	21.27
	3.0%	24.48	23.45	22.48	21.59	20.76
	2.8%	23.81	22.83	21.92	21.08	20.29
	2.6%	23.18	22.26	21.40	20.59	19.84
	2.4%	22.60	21.73	20.91	20.14	19.43

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 21.9-23.7 元

公司是电力设备龙头企业, 主营业务、市场地位与国电南瑞、思源电气、许继电气较为接近, 因此选择上述公司作为可比公司。

通过对比可以看出可比公司 2024 年平均 PE 为 25.4 倍, 高于公司 21.6 倍的 PE 水平。我们认为公司估值低于可比公司主要原因如下: 国电南瑞为电力二次设备公司, 因此长期估值高于一次设备企业; 思源电气国际化业务占比更高, 同时产品布局更为广泛, 市场基于更高估值溢价; 许继电气因换流阀业务, 在直流特高压工程和海上柔性输电工程可以获得更高的价值量。公司作为电力开关行业龙头, 可充分受益于各类电网建设的景气度, 业务长期稳定性高, 并且在参与亚非拉美市场当中是我国电力装备央企的排头兵。综上所述, 我们认为 2024 年公司合理估值区间为 25-27 倍 PE, 得出公司合理相对估值股价区间为 21.9-23.7 元。

表11: 同类公司估值比较 (2024年7月11日收盘价)

公司名称	股票代码	公司市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB	PEG
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2023	2024E
国电南瑞	600406.SH	1962	81.0	92.4	104.9	24.2	21.2	18.7	4.2	1.7
思源电气	002028.SZ	493	20.5	25.4	31.1	24.1	19.4	15.8	4.7	1.0
许继电气	000400.SZ	337	12.1	15.9	19.4	27.8	21.3	17.4	3.2	0.9
平均值						25.4	20.6	17.3	4.0	1.2
平高电气	600312.SH	256	11.9	14.3	17.3	21.6	17.9	14.8	2.6	1.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测 注: 国电南瑞、思源电气、许继电气采用 Wind 一致预测数据, PEG 取 2024-2025 年增速

投资建议: 维持“优于大市”评级

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理价值在 21.9-23.7 元之间, 对应 24 年动态 PE 区间为 25-27 倍, 相对于公司目前股价有 6%-14% 溢价空间。我们认为, 公司是国内组合电器龙头企业, 将充分受益于 2024-2025 年电网投资集中放量; 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。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 128.8/145.8/161.7 亿元, 同比增速分别为 +16.3%/13.2%/11.0%; 归母净利润 11.9/14.3/17.3 亿元, 同比增速分别为 45.9%/20.5%/20.5%; 维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法, 多角度综合分析得出公司的合理估值在 21.9-23.7 元之间, 但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本 WACC 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择, 其中都加入了很多个人的判断, 进而导致估值出现偏差的风险, 具体如下:

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权平均资本成本 WACC 对公司的估值影响较大, 我们在计算 K_e 时采用的无风险利率 2.80%、股票风险溢价 6.70% 的取值都有可能偏低, 导致 K_e 计算值较低; K_d 采用 5.0%, 实际债务融资成本可能高于该值; 目标资产负债率 30% 取值可能偏高, 从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 3.0%, 公司产品销售主要依赖电网投资, 目前下游需求良好, 行业景气度较高, 但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性, 那么公司持续成长实际偏低或者负增长, 从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面: 我们主要关注公司 24 年估值, 选取可比公司 24 年平均 PE 和 PEG 作为参考, 最终判断公司 24 年合理的 PE 在 25-27 倍之间。上述估值方法存在以下风险: 选取的可比公司, 各公司对应下游应用存在差异, 市场竞争要素和格局存在区别, 行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

毛利率/价格下降: 钢铁、铜、铝、绝缘气体等公司主要原材料价格持续上涨造成

产品毛利率下降，市场竞争加剧、同行业公司扩产等原因造成公司主要产品价格和毛利率下降。

电网投资不及预期：电网投资节奏对于公司业绩存在显著影响，若电网投资节奏或金额低于预期，则公司业绩增速可能受到影响。

海外市场盈利水平低于预期：海外市场受到战争、政治、法律、劳工等多重因素影响，存在较大的不确定性，若海外市场出现较大波动，则公司海外业务盈利水平可能低于预期。

行业竞争加剧：目前高压开关行业竞争格局较为稳定，若后续行业竞争加剧，则公司产品营业收入增速和毛利率存在高估的风险。

附表：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	2851	4390	5898	营业收入	9274	11077	12878	14576	16173
应收款项	5352	6555	7762	8785	9748	营业成本	7643	8708	9884	11180	12346
存货净额	1517	1426	2708	3063	3383	营业税金及附加	83	91	103	117	129
其他流动资产	757	947	692	783	864	销售费用	377	451	489	525	566
流动资产合计	12109	14515	14804	17915	20880	管理费用	396	323	348	357	372
固定资产	2336	2223	2059	1891	1721	研发费用	392	524	580	627	647
无形资产及其他	1306	1225	1143	1062	980	财务费用	(54)	(92)	(43)	(24)	(42)
其他长期资产	1872	1579	1932	1458	1294	投资收益	22	16	20	20	20
长期股权投资	224	617	617	617	617	资产减值及公允价值变动	(141)	(140)	(100)	(80)	(80)
资产总计	17847	20159	20555	22943	25493	其他收入	148	190	130	116	122
短期借款及交易性金融负债	363	216	700	700	700	营业利润	324	1000	1468	1771	2137
应付款项	6119	7438	6228	7045	7780	营业外净收支	6	3	10	10	10
其他流动负债	732	605	750	844	930	利润总额	330	1002	1478	1781	2147
流动负债合计	7927	9509	8967	10046	11027	所得税费用	30	82	126	151	182
长期借款及应付债券	0	0	40	80	120	少数股东损益	88	105	163	196	236
其他长期负债	181	161	55	55	55	归属于母公司净利润	212	816	1190	1434	1728
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	9062	10182	11202	净利润	212	816	1190	1434	1728
少数股东权益	419	464	565	758	991	资产减值准备	(124)	(89)	(50)	(30)	(30)
股东权益	9320	10026	10928	12005	13303	折旧摊销	458	384	296	299	302
负债和股东权益总计	17847	20159	20555	22944	25496	公允价值变动损失	(0)	(0)	0	0	0
						财务费用	(54)	(92)	(43)	(24)	(42)
关键财务与估值指标						营运资本变动	100	828	(3466)	(492)	(477)
每股收益	0.16	0.60	0.88	1.06	1.27	其它	751	565	44	181	202
每股红利	0.06	0.21	0.26	0.32	0.38	经营活动现金流	1397	2504	(1986)	1391	1725
每股净资产	7.18	7.73	8.47	9.41	10.53	资本开支	(69)	(113)	(50)	(50)	(50)
ROIC	3%	8%	12%	13%	14%	其它投资现金流	17	(326)	(333)	494	184
ROE	2%	8%	11%	13%	14%	投资活动现金流	(52)	(439)	(383)	444	134
毛利率	18%	21%	23%	23%	24%	权益性融资	(7)	(35)	0	0	0
EBIT Margin	4%	9%	11%	12%	13%	负债净变化	(386)	(250)	524	40	40
EBITDA Margin	9%	12%	14%	14%	15%	支付股利、利息	(26)	(108)	(349)	(360)	(433)
收入增长	0%	19%	16%	13%	11%	其它融资现金流	(386)	(250)	484	0	0
净利润增长率	200%	285%	46%	21%	21%	融资活动现金流	(364)	(300)	219	(296)	(351)
资产负债率	45%	48%	44%	44%	44%	现金净变动	981	1765	(2151)	1540	1508
股息率	0.3%	1.0%	1.3%	1.5%	1.8%	货币资金的期初余额	2774	3497	5001	2851	4390
P/E	132.4	34.4	23.6	19.6	16.3	货币资金的期末余额	3497	5001	2851	4390	5898
P/B	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0	企业自由现金流	838	1999	(1870)	1377	1707
EV/EBITDA	43.0	27.7	21.0	18.5	16.3	权益自由现金流	501	1834	(1306)	1439	1786

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±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±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