

电气设备

2017年06月01日

中国西电 (601179)

——受益“一带一路”的国内输配电一次设备供应商

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年05月31日

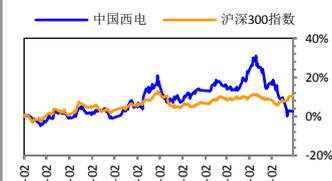
收盘价(元)	5.34
一年内最高/最低(元)	6.88/4.91
市净率	1.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	27372
上证指数/深证成指	3117.18/9864.85

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	3.77
资产负债率%	39.80
总股本/流通A股(百万)	5126/5126
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《电力设备与新能源行业三季报前瞻》
2011/10/13《中国西电点评：毛利率大幅下滑导致业绩
低于预期，维持中性评级》 2011/08/18

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
韩启明 A0230516080005
hanqm@swsresearch.com

研究支持

张雷 A0230117040007
zhanglei@swsresearch.com
郑嘉伟 A0230116110002
zhengjw@swsresearch.com

联系人

宋欢
(8621)23297818×7409
songhuan@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司是最具规模、成套能力最强的输配电一次设备供应商。公司是国内最具规模、成套能力最强的输配电一次设备生产制造企业，是中国西电集团旗下唯一上市平台，实际控制人是国务院国资委。公司主要产品包括高压开关、电力变压器、并联电抗器、换流变压器、平波电抗器、直流输电换流阀、电力电容器、互感器、绝缘子、套管、氧化锌避雷器等。公司电抗器市占率高达42%，换流阀为31%，GIS为25%。总体来看，公司在特高压主要设备的市场占有率以23.3%的比例位居第一。
- 受益经营改善和成本控制，盈利能力逐步提升。2016年公司实现营业收入139.80亿元，较2015年的131.04亿元同比增长6.68%，主要受益重点项目顺利交货和2016年公司合并范围变更；2016年公司实现归母净利润11.28亿元，较2015年的9.04亿元同比增长24.77%。公司积极狠抓“两金”压控，强化采购管理体制、机制建设，推动采购降本，扎实推进提质增效各项工作，改善经营效益，2016年主营业务毛利率为28.99%，较2015年的26.20%提高2.79个百分点。
- 布局海外市场多年，受益“一带一路”战略推进。公司已建立起四大洲、五大区的全球市场网络，并不断开拓海外业务。2016年子公司西开电气在印度中标第一个海外项目——800kV GIS项目，标志着公司的海外特高压市场正式打开。埃及与印尼子公司于2016年部分并表，西电埃及自2015年开始盈利，2016年营收3.4亿元，同比增长高达197%；西电印尼是东南亚最大的变压器制造厂，也于2017年3月开始投产。
- 公司是特高压板块投资快速增长的受益者。国家电网计划到2020年建成“五纵五横”，合计27条特高压线路。按照每条项目250亿元估算，27条特高压线路投资总金额达6750亿元，其中2016-2017年总投资约3000亿元。公司是特高压板块投资快速增长的受益者，2016年国网订单中标29.31亿，占上年营收22.37%。公司在手订单充裕，2016年末在手订单218.39亿元，较上年年末同比增长30.4%。
- 盈利预测与估值：公司是最具规模、成套能力最强的输配电一次设备供应商。公司受益于“一带一路”战略推进以及重点项目的顺利交付。我们预计公司2017-2019年的归母净利润分别为13.98亿元、17.14亿元和20.83亿元，对应EPS分别为0.27、0.33、0.41元/股，当前股价对应估值分别为20倍、16倍和13倍。可比公司18年平均估值为22倍，给予公司18年20倍PE。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：特高压项目建设不及预期；海外业务扩张不及预期。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,980	2,479	15,506	17,044	18,938
同比增长率(%)	6.68	1.93	10.92	9.92	11.11
净利润(百万元)	1,128	304	1,398	1,714	2,083
同比增长率(%)	24.77	30.93	23.95	22.60	21.53
每股收益(元/股)	0.22	0.06	0.27	0.33	0.41
毛利率(%)	29.4	35.3	31.8	32.1	32.7
ROE(%)	5.9	1.6	6.9	7.8	8.6
市盈率	24		20	16	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

盈利预测与估值：公司是最具规模、成套能力最强的输配电一次设备供应商。公司受益于“一带一路”战略推进以及重点项目的顺利交付。我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润分别为 13.98 亿元、17.14 亿元和 20.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.27、0.33、0.41 元/股，当前股价对应估值分别为 20 倍、16 倍和 13 倍。可比公司 18 年平均估值为 22 倍，给予公司 18 年 20 倍 PE。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

- 1) 预计公司特高压板块的营收保持 10% 以上的复合增速。
- 2) 预计 2017 年公司毛利率在 2016 年的基础上提升 2.5 个百分点。

有别于大众的认识

- 1) 市场认为国内电力市场投资增速放缓，而且电力设备市场竞争激烈。我们认为随着公司的成本控制和经营改善，公司产品毛利率水平有所提升；同时公司已建立起四大洲、五大区的全球市场网络，并不断开拓海外业务，随着“一带一路”战略的推进，公司有望打开增量发展空间，实现业绩持续增长。
- 2) 我们认为公司作为国内特高压领域的重要供应商，在 2017-2018 年的特高压订单集中交付期有望显著受益。总体来看，公司在特高压主要设备的市场占有率以 23.3% 的比例位居第一。此外，特高压技术已成为中国电力设备企业“走出去”的名片，有望为公司争取更多海外订单。
- 3) 我们认为中国西电集团是目前央企中唯一一家电力设备制造企业，在中央要求减少央企数量、加强行业内部兼并重组的大背景下，不排除国内电力设备行业进一步整合的可能性；此外，中国西电集团也是典型的“大集团小公司”模式，上市资产在集团资产中的占比较低，是国企改革中值得重点关注的模式。

股价表现的催化剂

公司海外业务扩张超预期。

核心假设风险

特高压项目建设不及预期；海外业务扩张不及预期。

目录

1. 公司是西电集团旗下唯一上市平台	5
2. 践行“一带一路”，积极开拓海外市场	7
3. 特高压设备重要供应商，受益行业快速发展	12
3.1 “十三五规划”将特高压发展推向高峰	12
3.2 市占率领先的特高压设备供应商	13
3.3 在手订单充裕，受益特高压行业快速发展	14
4. 打造新能源平台，开拓新能源市场	15
5. 盈利预测与估值	16

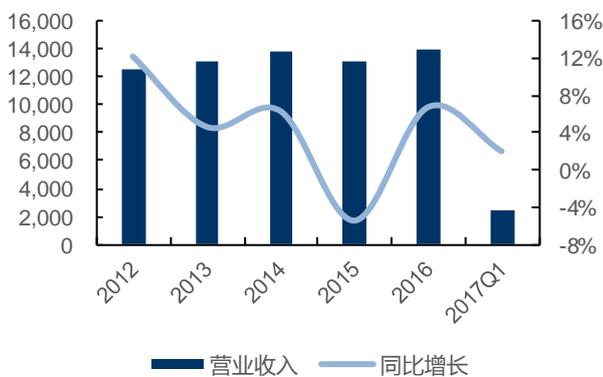
图表目录

图 1: 2012-2017Q1 公司营业收入 (单位: 百万元)	5
图 2: 2012-2017Q1 公司归母净利润 (单位: 百万元)	5
图 3: 2012-2017Q1 公司销售净利率及销售毛利率	6
图 4: 2016 年公司主营业务收入占比.....	6
图 5: 公司实际控制人是国务院国资委	6
图 6: 公司海外业务分布	8
图 7: 2012-2016 年公司国内外营业收入 (单位: 百万元)	8
图 8: 2014-2016 年西电埃及营业收入和净利润 (单位: 百万元)	11
图 9: 特高压主设备市场占有率.....	14
图 10: 公司在手订单金额 (单位: 亿元)	15
图 11: 西电新能源 5.9MWp 屋顶光伏发电项目	15
表 1: 公司十大股东 (截至 2017 年一季报)	7
表 2: 近年来公司主要海外业务梳理.....	9
表 3: 西电埃及在手订单 (更新至 2017 年 5 月)	12
表 4: 南方电网 3 个特高压工程.....	12
表 5: 国家电网 18 个特高压工程.....	13
表 6: 公司 2014 年以来中标公告梳理.....	14
表 7: 可比公司估值 (单位: 亿元、元/股、倍)	16
表 8: 关键假设表 (单位: 百万元)	16
表 9: 公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股)	17

1. 公司是西电集团旗下唯一上市平台

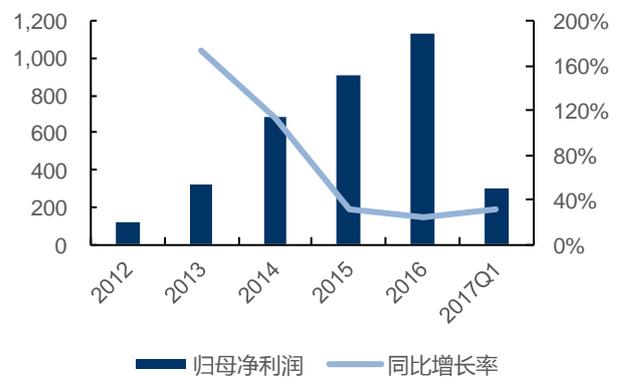
公司是最具规模、成套能力最强的输配电一次设备供应商。公司是国内最具规模、成套能力最强的输配电一次设备生产制造企业，是中国西电集团旗下唯一上市平台，实际控制人是国务院国资委。公司主要产品包括高压开关、电力变压器、并联电抗器、换流变压器、平波电抗器、直流输电换流阀、电力电容器、互感器、绝缘子、套管、氧化锌避雷器等。公司电抗器市占率高达 42%，换流阀为 31%，GIS 为 25%。总体来看，公司在特高压主要设备的市场占有率以 23.3% 的比例位居第一。

图 1：2012-2017Q1 公司营业收入（单位：百万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：2012-2017Q1 公司归母净利润（单位：百万元）



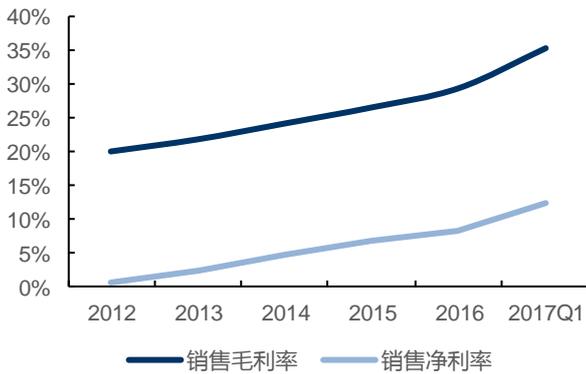
资料来源：Wind，申万宏源研究

受益经营改善和成本控制，盈利能力逐步提升。2016 年公司实现营业收入 139.80 亿元，较 2015 年的 131.04 亿元同比增长 6.68%，主要受益重点项目顺利交货和 2016 年公司合并范围变更；2016 年公司实现归母净利润 11.28 亿元，较 2015 年的 9.04 亿元同比增长 24.77%。公司积极狠抓“两金”压控，强化采购管理体制、机制建设，推动采购降本，扎实推进提质增效各项工作，改善经营效益，2016 年主营业务毛利率为 28.99%，较 2015 年的 26.20% 提高 2.79 个百分点。

2017 年一季度实现营业收入 24.79 亿元，较去年同期增长 1.93%；实现归母净利润 3.04 亿元，较去年同期增长 30.92%。2017 年一季度公司销售毛利率为 35.32%，销售净利率为 12.31%，较 2016 年同期分别提升了 5.94 和 4.20 个百分点。

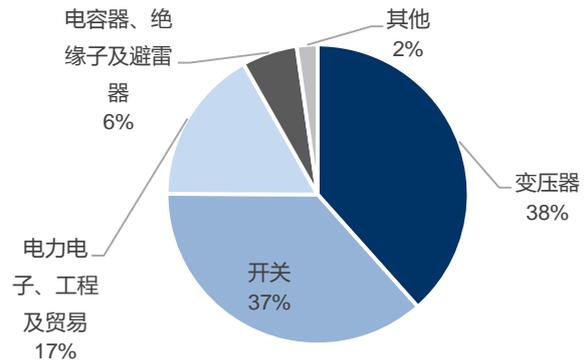
开关业务和变压器业务是公司收入的主要来源。公司主要产品包括变压器、开关、电力电子工程及贸易、电容器绝缘子和及避雷针，2016 年营业收入占比分别为 38%、37%、17% 和 6%，其中变压器和开关两项占比超过公司总收入的 70%，是公司收入的主要来源。受益本期国家重点项目建设，公司开关和变压器业务收入较上年同期增加，开关板块毛利率为 36.74%，较 2015 年的 33.30% 增长 3.44 个百分点。

图 3：2012-2017Q1 公司销售净利率及销售毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

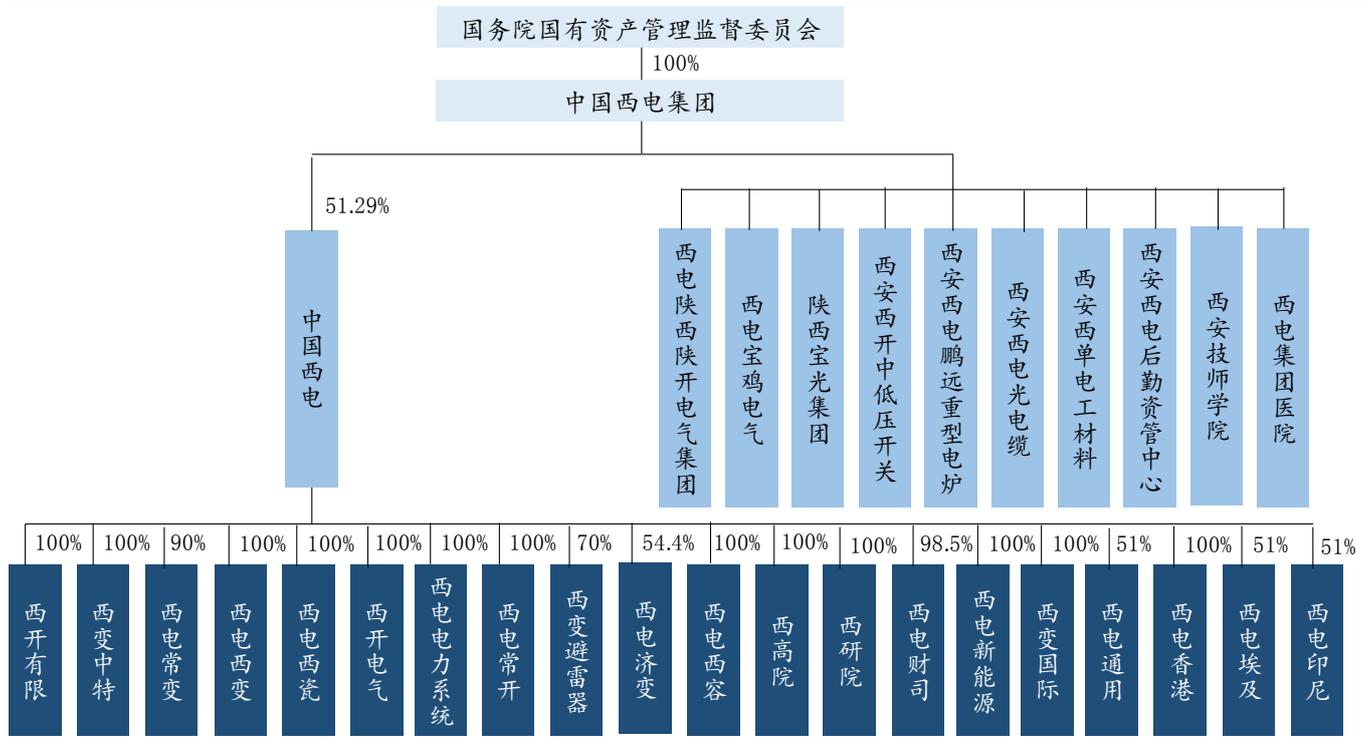
图 4：2016 年公司主营业务收入占比



资料来源：Wind，申万宏源研究

优化市场结构，订单同比增长。公司密切跟踪市场和行业变化，精耕细分市场，不断提高市场份额。积极参与“一带一路”建设，先后参加了德国汉诺威工业博览会、印度电力电工展、全球能源互联大会等多个展会，提升了公司品牌知名度。通过在电源市场、铁道电气化市场和工业用户市场的开拓，以主导产品销售带动配套产品销售，增强总成能力；同时公司利用西电新能源平台开拓光伏电站总包业务，公司市场结构逐步改善。2016 年末公司在手订单 218.39 亿元，较期初的 167.49 亿元增长 50.9 亿元。

图 5：公司实际控制人是国务院国资委



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司是中国西电集团旗下唯一上市平台。中国西电集团由国务院国资委 100%控股，持有公司 51.29% 的股份，是公司的实际控制人。中国西电集团主要经营电气机械及其器材、机械电子一体化产品、电子通信设备、普通机械的研究、设计、制造、销售，电站、电网成套工程的承包等业务。在 2008 年 4 月联合陕西省投资集团（有限）公司、中国信达资产管理公司和中国华融资产管理设立了本公司。

表 1：公司十大股东（截至 2017 年一季度）

编号	股东名称	方向	持股数量 (百万股)	持股比 例 (%)	较上期持股 变动数(百万 股)	持股比例 变动 (%)
1	中国西电集团公司	-	2629	51.29	0	0
2	GE Smallworld (Singapore) Pte Ltd.	-	769	15	0	0
3	陕西省投资集团(有限)公司	-	125	2.44	0	0
4	中国证券金融股份有限公司	减持	119	2.33	-13	-0.26
5	中央汇金资产管理有限责任公司	-	54	1.05	0	0
6	中国华融资产管理股份有限公司	-	28	0.54	0	0
7	中国银行股份有限公司-华安新丝路主题股票型 证券投资基金	减持	20	0.39	-1	-0.02
8	博时基金-农业银行-博时中证金融资产管理计 划	-	15	0.3	0	0
9	易方达基金-农业银行-易方达中证金融资产管 理计划	-	15	0.3	0	0
10	大成基金-农业银行-大成中证金融资产管理计 划	-	15	0.3	0	0
	合 计		3790	73.94		

资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 践行“一带一路”，积极开拓海外市场

布局海外市场多年，受益“一带一路”战略推进。“十三五”期间，我国政府大力推行“一带一路”战略，推动中国企业、产品、技术和投资“走出去”。另一方面，国内输配电行业出现产能过剩情况，“走出去”已经成为必然趋势。公司已建立起四大洲、五大区的全球市场网络，并不断开拓海外业务。2013 年公司的首个直流项目在韩国济州岛成功投运；2016 年子公司西开电气在印度中标第一个海外项目——800kV GIS 项目，标志着公司的海外特高压市场正式打开。埃及与印尼子公司于 2016 年部分并表，西电埃及自 2015 年开始盈利，2016 年营收 3.4 亿元，同比增长高达 197%；西电印尼是东南亚最大的变压器制造厂，也于 2017 年 3 月开始投产；公司是国内唯一一家与俄罗斯国家电网公司签订合作协议的装备制造企业，未来有望切入俄罗斯市场。

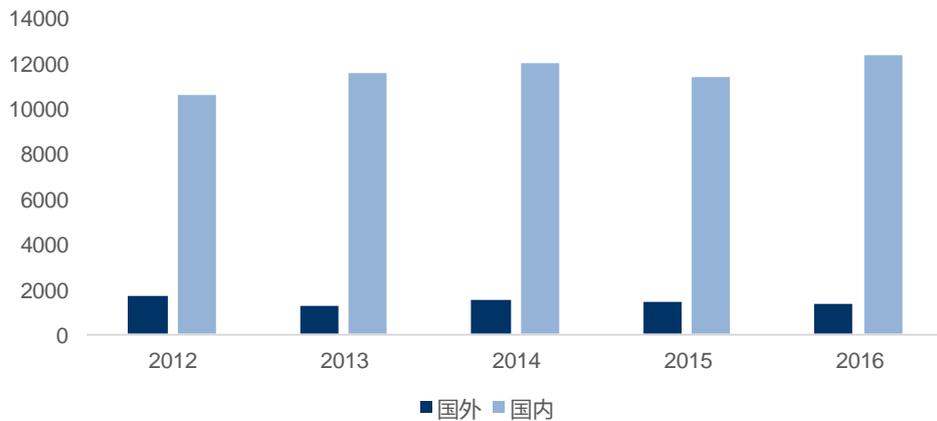
图 6：公司海外业务分布



资料来源：中国西电集团 2015 年社会责任书、公司官网、申万宏源研究

与通用电气合作，布局海外销售渠道。2012 年公司与 GE 建立战略联盟，开展境外商业合作，与 GE 新加坡公司成立西电通用（公司控股 59%）并由 GE 向合资公司转让二次技术。该合作弥补了公司在二次设备方面的能力短板，完善了公司输变电产业链。同时，GE 在国际上的知名度和高市占率，有助于公司布局海外市场。由于跨国公司通常需要 2-3 年时间磨合，因此协同效应在业绩层面的贡献较为缓慢。国际项目交货周期不均衡导致 2015-2016 年海外收入波动，但长期来看“一带一路”战略利好公司的海外业务发展。

图 7：2012-2016 年公司国内外营业收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

进入香港地区时间早，市场占有率拥有绝对优势。香港地区电网建设及用电服务由中华电力有限公司、香港电灯有限公司两家企业负责。公司从1998年起为中华电力提供开关、变压器等输变电设备；从2011年开始为香港电灯提供电力设备。目前公司输变电设备供货量，特别是132 kV电压等级的开关、变压器产品在近十年来占香港中华电力市场的99%，约占香港整体市场的70%。

公司业务遍布“一带一路”区域，不断拓展市场空间。近年来，公司在西亚、东南亚、东欧等地区斩获丰富订单。2015年12月，子公司西电国际完成在刚果（金）市场以及非洲法语区国家的首个EPC交钥匙工程签约。2016年7月，公司分别在西亚的吉尔吉斯斯坦和东欧的亚美尼亚中标，且均是首次在该国中标，公司覆盖国家进一步增加。此外，子公司西电西变在2016年8月还斩获近年来外贸合同金额最大订单。我们认为，公司2017年产品实力凸出，未来有望拿下更多海外订单。

表2：近年来公司主要海外业务梳理

国家	时间	项目
埃及	2017.4	与埃及输电公司（EETC）签署坦塔(南)220千伏GIS变电站、坦米娅220千伏GIS变电站、马沙拉66千伏GIS变电站成套项目和格巴·扎伊特220/66千伏变压器供货项目合同。同时获得埃及电力控股公司（EEHC）对萨姆·沙伊赫和赫尔格达两个220千伏GIS变电站的授标，以及EETC对湄十五220千伏GIS成套变电站的授标。
	2015.12	与埃及国家电力输电公司共同签署了埃及本班(Benban)四个220/22/22kV升压变电站成套交钥匙工程合同，合同总金额4.8亿人民币。2016.6投运。
苏丹	2015.8	苏丹东部基金输变电工程项目，该项目合同内容包括3座220kV变电站，2座110kV变电站和约100km的输电线路，总金额6566万欧元，总工期18个月。
埃塞俄比亚	2016.1	西电常变在埃塞俄比亚GD3项目中，中标2台OSFPZ-250000/400和4台OSFSZ-125000/230电力变压器以及2台BKS-75000/400电抗器，订单总金额4425万元。
非洲	2015.12	与刚果（金）国家电力公司（SNEL）成功签约220kV水泥厂供电项目，加之7月份公司已经获得的此水泥厂两台220kV主变的订单，项目整体金额达800万美元，这也是西电国际在刚果（金）市场以及非洲法语区国家的首个EPC交钥匙工程。2017.3，水泥厂供电项目一次性成功带电。
	2015.1-4	与南非约翰内斯堡及德班用户签订了4套共28个间隔的145 kV GIS的供货合同。
肯尼亚	2015.5	签署了肯尼亚内罗毕市72.5kV、252kV GIS城市电网改造项目。
西非四国	2017.3	西电国际同国机集团核心企业江苏苏美达成套设备工程公司组成联合体，成功中标由冈比亚河流域开发组织（OMVG）发起的西非四国联网225千伏输变电线路L4项目，合同金额近5000万美元，项目总长241公里。
加纳	2016.3	西开电气承担深能加纳二期工程顺利带电运行。
阿曼	2016.8	西电西变在山东电力建设第三工程公司招标的“阿曼SOHAR 1700MW联合循环电厂项目主变压器和高厂变、启备变”、“阿曼IBRI1500MW联合循环电厂项目主变压器和高厂变、启备变”项目中，喜中两个项目所有主变压器、高厂变、启备变，其中SFZ-410000/400主变4台、SFZ-450000/400主变2台，SFZ-380000/400主变4台、SFZ-420000/400主变2台、厂用变8台、启动变4台、变压器总台数24台，此项目为西电西变近年来外贸合同金额最大订单。
东	2016.8	西电国际承建的菲律宾CALONG CALONG - TOLEDO - COLON138kV输电线路项目带电投运。
南	2014.1	中标菲律宾国家电网公司（以下简称“NGCP”）Las Pinas变电站230kV GIS成套扩建项目，项目总金额约1428万美金。
亚		

	泰国	2013.4	和泰国 TEDA 有限公司组成联合体中标泰国国家发电局 Nan 变电站成套项目， 这是公司产品首次进入泰国电网市场。
	越南	2013.11	为越南国家电力公司提供的 12 台 500KV 电抗器。2014.5 成功通电。
	老挝	2010.6	与老挝 Hongsa(洪萨)电力公司签署了 500kV、115kV 输变电成套工程项目合同， 该项目合同金额 5.4 亿元。2014.1 完工。
	印尼	2017.3	与印尼 CCM 公司合资兴建的变压器制造工厂投产。
	马来西亚	2013.12	与马来西亚沙捞越能源公司 (SEB)、东芝输电系统亚洲有限公司 (TTDA) 就备受期待的 500 千伏输电网络建设达成协议项目 共计 8.8 亿元。
	印度	2016.6	西开电气获印度国家电网公司 8 个断路器间隔 800kV GIS 和 12 个断路器间隔 420kV GIS 项目订单。 此次中标是中国西电在海外市场的第一个 800kV GIS 项目。
		2016.2	西开电气获印度国家火电公司 18 个断路器间隔 420kV GIS 项目订单。
	尼泊尔	2016.1	西变中特出口尼泊尔。
	乌兹别克	2012.2	承建乌兹别克斯坦“锡尔河电站至新安格连电站 500 千伏高压输变电线路项目”项目包括一条 130 公里 500kV 输电线路、线路两端进出线间隔 500kV 敞开式变电站全部设备和材料成套的供货，以及项目土建施工中全部基础预制件的当地供货， 总金额 3475.71 万美元。
西	巴基斯坦	2016.1	西电西变与巴基斯坦输配电公司签订了首份自营出口 6 台 250MVA 220kV 三相一体自耦电力变压器合同。
亚		2014.10	与中国中原对外工程有限公司在西安成功签约 210KA 发电机出口断路器供货合同。合同涉及的 210KA 发电机出口断路器将用于巴基斯坦百万千瓦级核电站。
	吉尔吉斯斯坦	2016.7	水电站升级改造项目 4 台 500 千伏、425 兆伏安变压器的分包合同。 这是公司在吉尔吉斯斯坦首次中标。
	亚美尼亚	2016.7	西电国际中标 lot3-Vanadzor-1 110k 变电站及 lot4-Ashanak 220kV 变电站改造项目，合同总金额约 1500 万美元。这是公司在亚美尼亚首次中标。
拉	巴西	2016.9	西电西变收到巴西美丽山水电土 800kV 特高压直流送出二期项目整个变压器包的中标通知，该标包括 14 台高端换流变压器和 14 台低端换流变压器。
美	厄瓜多尔	2016.12	在厄瓜多尔电力公司“BID 2-TRANS-002-2015”的招标中成功中标， 总金额约 3000 万美元。
		2016.5	与俄罗斯电网合作写入中俄能源合作会议纪要。支持中国西电和俄罗斯 EK 电气集团在俄罗斯境内通过引进技术进行高科技产品生产并提供就业、开展工程技术服务以及对俄电力设施（高压开关和智能继电保护和工艺自动化系统）关键设备进行进口替代方面所进行的合作。
	俄罗斯	2015.6	签署了“俄罗斯国家电网公司与中国西电集团公司合作协议”。
		2014.12	为俄罗斯莫斯科联合电网公司奥金佐沃电站提供的首套 110kV GIS（全封闭组合电器）产品成功送电投运。在该项工程中，中国西电共为奥金佐沃电站提供了 12 个间隔的 110kV GIS，其中包括 11 个断路器间隔和 1 个保护间隔。该套 GIS 产品是中国西电第一套进入俄罗斯电网公司的产品。
欧	法国	2013	在法国国际热核聚变实验堆（ITER）项目中中标 14 台整流变压器，合同总金额逾亿元人民币。
洲	英国	2016.4	与英国国家电网公司签订了 6 年（3+3 模式）《变电站一次设备的供货及安装的框架协议》。此协议的签署表明英国国家电网公司高度认可中国西电产品和服务，标志着中国西电成为目前唯一一家正式通过英国国家电网产品技术型式注册的输配电供应商。
	白俄罗斯	2016.3	西变中特签约白俄罗斯铁路电气化三期项目四台 SFZ-40000/110 电力变压器。
	土耳其	2012.6	与土耳其国家电力公司签定的卡拉伦变电站 420kV GIS 项目。
北	加拿大	2010-2015	与加拿大 BCHydro 公司 buckley 电站签订了为期五年的 69 千伏—500 千伏变压器供货框架协议。
美	美国	2014.5	为美国太平洋电力公司设计制造的两台 60554kvar、362kV 三相并联电抗器全部通过试验。
其	澳大利亚	2016.3	西电常变承接的澳大利亚 Powercor Ararat 250MVA 230kV 变压器，在澳大利亚业主和中国电科院质检中心的共同见证下顺利通过了全部出厂试验。

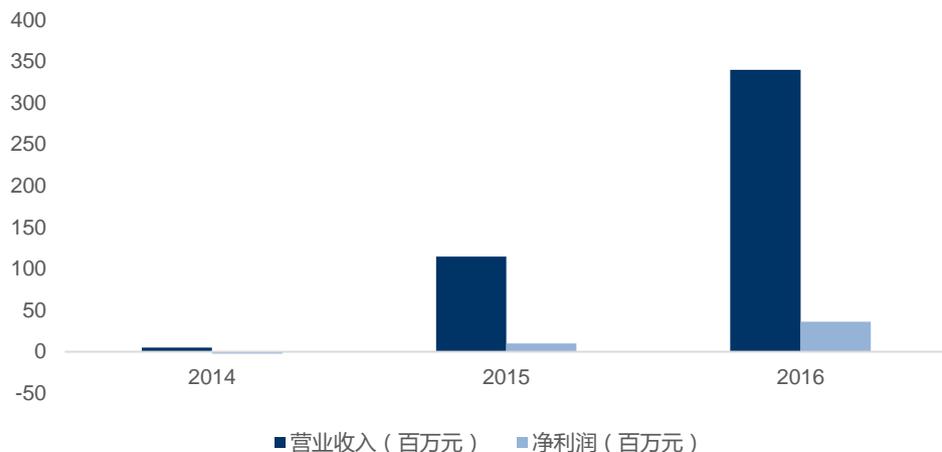
资料来源：公司官网、申万宏源研究

特高压有望成为中国电力设备企业“走出去”的名片。2016年6月，子公司西开电气获印度国家电网公司8个断路器间隔800kV GIS和12个断路器间隔420kV GIS项目订单。此次中标是中国西电在海外市场的第一个800kV GIS项目，标志着公司的海外特高压市场正式打开。自2014年2月中标巴西美丽山水电特高压直流送出项目以来，国家电网大力推行特高压“走出去”工作。2015年启动和国外互联的电网项目，开展哈萨克斯坦埃基巴斯图兹-南阳±1100 kV特高压直流工程、俄罗斯叶尔科夫齐-河北霸州±800 kV特高压直流工程、蒙古锡伯敖包-天津和新疆伊犁-巴基斯坦伊斯兰堡±660 kV直流工程前期工作。我们认为，特高压是中国电力设备企业“走出去”的名片，公司也有望分享技术红利。

埃及与印尼的子公司于2016年部分并表，带动公司2017年海外业务收入提升。西电埃及自2015年开始盈利，业绩增长迅猛。西电埃及成立于2009年，注册资本6854万美元，中国西电持股51%。西电埃及生产和装配66kV-550kV GIS、生产装配电力变压器、电力电容器和避雷器产品，年产能6625 MVA，产品销往埃及、中东和非洲，是第一家在中东和非洲制造高达550kV的高压设备的企业。前期由于投入成本高，西电埃及处于亏损阶段。2015年开始扭亏为盈，并在2016年实现营业收入3.40亿元，净利润0.36亿元，与2015年相比分别同比增长197%和265%。目前，GIS的当地化制造初步具备72.5—550kV GIS的总装和试验能力，随着公司逐步扩大当地化制造比例，西电埃及业绩有望增厚。

西电印尼是东南亚最大的变压器制造厂，2017年3月开始投产。公司于2011年与印尼CCM公司共同投资设立的一家合资公司，建立变压器类输变电设备的制造基地，并覆盖印尼及东南亚国家市场。西电印尼注册资本4000万美元，公司持股51%；产品范围是从70kV到500kV的各种变压器和开关设备产品，年产能10539 MVA，是西电埃及产能的1.6倍。作为目前印尼及东南亚最大的变压器制造厂、中国企业在印尼投资的第一家变压器生产企业，西电印尼于2017年3月15日正式成立并投产，有望拓展公司业绩上涨空间。

图 8：2014-2016 年西电埃及营业收入和净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 3: 西电埃及在手订单 (更新至 2017 年 5 月)

单位	地区	电压 (kV)	项目
埃及输电公司	坦塔(南)	220	GIS 变电站
埃及输电公司	坦米娅	220	GIS 变电站
埃及输电公司	马沙拉	66	GIS 变电站成套项目
埃及输电公司	格巴·扎伊特	220/66	变压器供货项目合同
埃及输电公司	湄十五	220	GIS 变电站成套项目
埃及电力控股公司	萨姆·沙伊赫	220	GIS 变电站
埃及电力控股公司	赫尔格达	220	GIS 变电站

资料来源: 公司官网、申万宏源研究

3. 特高压设备重要供应商, 受益行业快速发展

3.1 “十三五规划”将特高压发展推向高峰

“十三五规划”将特高压发展推向高峰。全球能源互联网战略正在逐步推进, 将建成以特高压电网为骨干网架、清洁能源为主的能源互联网, 行业迎来快速成长期。“十三五”期间, 国家电网将进一步加快特高压建设, 首先是加快建设目前正在建的“四交六直”10 个工程, 其次是后续推进“五交八直”特高压工程, 共 13 条, 包括蒙西-长沙、榆横-潍坊等特高压交流及锡盟-江苏、山西-江苏、上海庙-山东、蒙西-湖北等特高压直流线路, 然后是在 2018 年之前开工建设“十交两直”特高压工程。截至 2016 年 9 月, 我国已投运、已开工建设的特高压工程共计 21 项, 其中特高压交流工程 7 项, 特高压直流工程 14 项; 国网 18 项, 南网 3 项。国家电网计划到 2020 年建成“五纵五横”, 合计 27 条特高压线路。按照每条项目 250 亿元估算, 27 条特高压线路投资总金额达 6750 亿元, 其中 2016-2017 年总投资约 3000 亿元。

特高压建设稳步推进, 迎来投运高峰期。2016 年“三交一直”建成投产, “六交五直”已投运, 建设计划符合预期。2017 年国家电网计划电网投资 4657 亿元, 同比增长 6.08%; 且承诺“四交四直”特高压工程在本年内全部投运, “9 交 9 直”特高压工程在 2016-2017 完成前期工作, 即“滇西北-广东直流”、“榆横-潍坊交流”、“锡盟-胜利交流”、“晋北-南京”等 8 个项目预计将在年内集中投运。

表 4: 南方电网 3 个特高压工程

编号	项目名称	输电类型	输电电压 (kV)	输电距离 (km)	线路投资 (亿元)	状态	说明
1	滇西北-广东	特高压直流	±800	1928	222	2016. 2. 24 开工, 2017 年投运	在建
2	糯扎渡送广东	特高压直流	±800	1413	187	2011 核准; 2013. 9. 1 投运	直
3	云南-广州	特高压直流	±800	1373	137	2006 核准; 2010 投运	流 已建成

资料来源: 南方电网官网、申万宏源研究

表 5: 国家电网 18 个特高压工程

编号	项目名称	输电类型	输电电压 (kv)	输电距离 (km)	线路投资 (亿元)	状态	说明	
1	晋东南-南阳-荆门	特高压交流	1000	640	102	2006 年核准; 2009.01.06 投运	已建成	交流
2	淮南-浙北-上海	特高压交流	1000	2×648.7	196.7	2011 年核准; 2013.09.25 投运		
3	浙北-福州	特高压交流	1000	2×603	188.7	2013 年核准; 2014.12.26 投运		
4	锡盟-北京-天津-山东	特高压交流	1000	2×730	178	2014 年核准; 2016.07.31 投运		
5	淮南-南京-上海	特高压交流	1000	2×779.5	261	2014.11.4 开工, 2016.12.12 投运		
6	蒙西-天津南	特高压交流	1000	2×608	175	2015.03.27 开工, 2016.11.24 投运		
7	陕北榆横-山东潍坊	特高压交流	1000	2×1048.5	241.8	2015.05.12 开工, 2017 年投运	在建	
8	锡盟-胜利	特高压交流	1000	2×240	49.56	2016.04.29 开工, 2017 年投运		
9	向家坝-上海	特高压直流	±800	1907	232.74	2007 年核准; 2010.07.08 投运	已建成	直流
10	锦屏-苏南	特高压直流	±800	2059	220	2008 年核准; 2012.12.12 投运		
11	哈密南-郑州	特高压直流	±800	2210	233.9	2012 年核准; 2014.01.27 投运		
12	溪洛渡左岸-浙江金华	特高压直流	±800	1653	239	2012 年核准; 2014.07.03 投运		
13	宁东-浙江	特高压直流	±800	1720	237	2014.11.04 开工, 2016 年投运		
14	山西晋北-江苏南京	特高压直流	±800	1112	162	2015.06.29 开工, 2017 年投运		
15	内蒙古锡盟-江苏泰州	特高压直流	±800	1620	245	2015.12.15 开工, 2017 年投运	在建	
16	内蒙古上海庙-山东	特高压直流	±800	1237.5	221	2015.12.17 开工, 2017 年投运		
17	酒泉-湖南	特高压直流	±800	2386	262	2015.06.03 开工, 2017 年投运		
18	准东-皖南	特高压直流	±1100	3324	407	2016.01.11 开工, 2018 年投运		
19	内蒙古扎鲁特—山东青州	特高压直流	±800	1234	221	2016.08.25 核准, 2017 年投运		

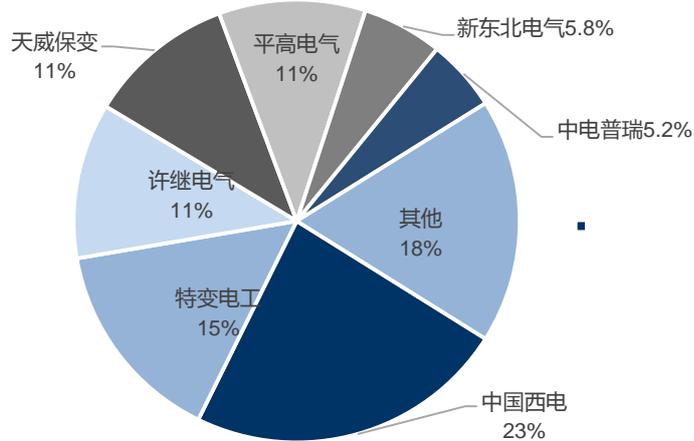
资料来源: 国家电网官网、申万宏源研究

3.2 市占率领先的特高压设备供应商

特高压产品系列最为完善, 技术水平国际领先。公司的特高压交流产品包括变压器、电抗器和 GIS, 特高压直流产品包括换流变压器、换流阀, 而其他特高压厂商仅侧重 1-3 项产品。在生产制造时, 变压器、电抗器和换流变压器的生产过程类似, 特变电工等公司可提供该产品; 换流阀的生产流程需要另一套系统, 许继电气等公司可提供该产品; 而公司是中国地区唯一两种不同生产流程的产品均享有高市占率的供应商。公司技术水平国际领先, 例如公司参与的“鲁西背靠背直流工程”柔性直流单元是目前世界上等级最高、输电容量最大的柔性直流输电工程, 标志着公司已全面掌握国际一流水准的高压大容量柔性直流输电关键技术。

公司是市占率领先的特高压设备供应商。根据已公布的特高压主设备中标情况 (更新到 2015 年), 按照下表中的估算平均单价, 对中标企业的市场占有率进行估算。公司的五项特高压主设备均具有高市占率, 其中电抗器市占率高达 42%, 换流阀为 31%, GIS 为 25%。总体来看, 公司的特高压主要设备的市场占有率以 23.3% 位居第一。

图 9：特高压主设备市场占有率



资料来源：申万宏源研究

3.3 在手订单充裕，受益特高压行业快速发展

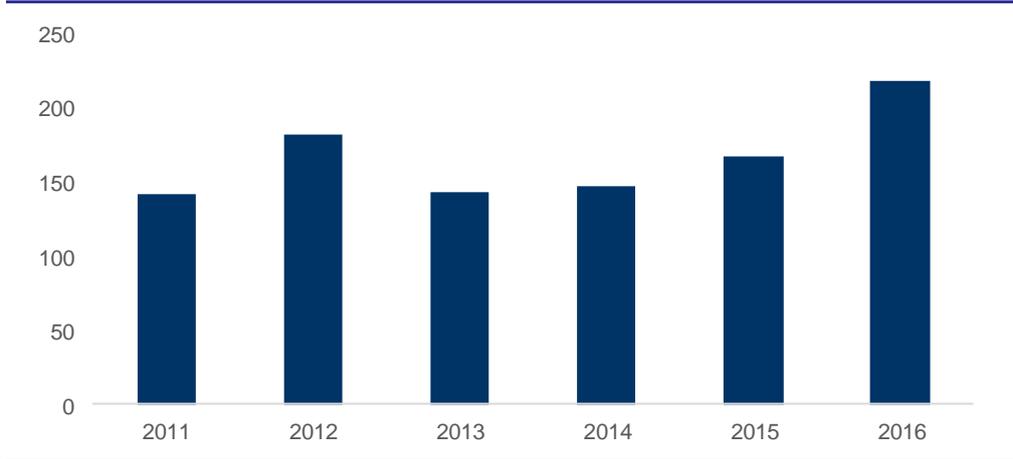
公司是特高压投资快速增长的受益者。从 2014 年下半年开始，特高压核准速度明显加快。2015 年 6 月，公司中标蒙西-天津南 1000 千伏特高压交流工程第一批设备招标项目，总金额 16.51 亿元；随后公司先后中标榆横-潍坊 1000 千伏特高压交流工程第一批设备招标项目、酒泉-湖南±800kV 特高压直流输电工程、山西晋北-江苏南京±800kV 特高压直流输电工程第一批设备招标采购项目；2015 年 12 月，公司中标锡盟-泰州、上海庙-山东±800KV 特高压直流工程第一批设备招标采购项目，总金额 35.94 亿元。2016 年国网订单中标 29.31 亿，占上年营收 22.37%。公司在手订单充裕，2016 年末在手订单 218.39 亿元，较上年年末同比增长 30.4%。

表 6：公司 2014 年以来中标公告梳理

中标时间	招标项目	中标金额 (亿元)	中标金额占上 年营收比例	全年中标占 上年营收比例
2014/9/1	淮南-南京-上海特高压交流工程主设备招标	13.03	9.98%	
2014/12/4	灵州-绍兴±800kV 特高压直流输电工程换流站设备招标	14.41	11.04%	27.35%
2014/12/4	锡盟-山东特高压交流工程变电一次设备招标	8.26	6.33%	
2015/6/1	蒙西-天津南 1000 千伏特高压交流工程第一批设备招标	16.51	11.90%	
2015/7/13	榆横-潍坊 1000 千伏特高压交流工程第一批设备招标	12.99	9.37%	
2015/8/7	酒泉-湖南±800kV 特高压直流输电工程和山西晋北-江苏南京±800kV 特高压直流输电工程第一批设备招标采购	22.38	16.14%	63.32%
2015/12/21	锡盟-泰州、上海庙-山东±800KV 特高压直流工程第一批设备招标采购	35.94	25.91%	
2016/4/28	渝鄂直流背靠背联网工程第一批设备公开招标	29.31	22.37%	22.37%
2016/5/3	昌吉-古泉±1100kV 特高压直流工程第一批设备公开招标			

资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 10: 公司在手订单金额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报、申万宏源研究

4. 打造新能源平台, 开拓新能源市场

2016年5月西电新能源成立, 标志着公司从单一的输配电设备供应商转型为以新能源为主的电力工程建设总包商。西电新能源是由原子公司西电销司转型而来, 可充分利用中国西电集团的品牌优势, 电气设备成套供应、资金、研发、政府资源等优势。西电新能源以光伏发电和风力发电为切入点, 探索与新能源领先企业之间包括设备集成供货、工程总包、技术合作、资本参与在内的多种合作方式。成立之后, 西电新能源迅速在光伏电站设备总包、一次高压设备集成供货等业务领域取得了零的突破。

图 11: 西电新能源 5.9MWp 屋顶光伏发电项目



资料来源: 中国西电集团官网、申万宏源研究

西电新能源首个新能源发电项目并网发电。2017年5月10日，西电新能源5.9MWp屋顶光伏发电项目成功并网发电，这标志着中国西电集团拥有了第一个新能源发电项目，此项目工程所采用的组串式逆变器、箱式变电站、集装箱式SVG、光伏电站预制仓及综合保护系统等主要电气设备，均是由中国西电集团所属企业设计制造的，特别是西电通用自主设计制造的VISTA3000变电站综合自动化监控系统第一次使用在10千伏光伏发电项目中，西电电力系统自主研发生产的集装箱式SVG第一次应用于实际工程。

5. 盈利预测与估值

公司是最具规模、成套能力最强的输配电一次设备供应商。公司受益于“一带一路”战略推进以及重点项目的顺利交付。我们预计公司2017-2019年的归母净利润分别为13.98亿元、17.14亿元和20.83亿元，对应EPS分别为0.27、0.33、0.41元/股，当前股价对应估值分别为20倍、16倍和13倍。可比公司18年平均估值为22倍，给予公司18年20倍PE。首次覆盖，给予“增持”评级。

我们选取电力设备板块中的许继电气、特变电工、平高电气、东方电气、上海电气作为同类可比公司。可比公司18年平均估值为22倍，综合考虑公司的成长性和安全边际，给予公司18年20倍PE。

表7：可比公司估值（单位：亿元、元/股、倍）

代码	简称	收盘价	总市值	EPS				PE			
		2017/5/31	(亿元)	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
000400	许继电气	16.15	163	0.86	1.15	1.33	1.54	19	14	12	10
600089	特变电工	9.66	313	0.68	0.78	0.92	1.07	14	12	10	9
600312	平高电气	13.65	185	0.93	1.08	1.24	1.42	15	13	11	10
600875	东方电气	9.38	219	-0.76	0.10	0.26	0.47	-12	97	36	20
601727	上海电气	6.81	915	0.16	0.16	0.17	0.18	44	43	40	38
	平均值								36	22	17
601179	中国西电	5.34	274	0.22	0.27	0.33	0.41	24	20	16	13

资料来源：Wind，申万宏源研究

表8：关键假设表（单位：百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	14,173.82	15,506.23	17,044.05	18,938.20
变压器	5,290.14	6,242.37	7,365.99	8,691.87
开关	5,035.87	5,438.74	5,873.84	6,461.22
电力电子、工程及贸易	2,306.30	2,260.17	2,214.97	2,170.67
电容器、绝缘子及避雷器	816.75	824.92	833.17	841.50
研发及检测板块	235.59	247.37	259.74	272.72
二次设备	70.22	73.73	77.42	81.29

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业成本	9,873.48	10,575.50	11,572.06	12,737.72
变压器	4,194.79	4,824.72	5,619.51	6,544.11
开关	3,185.75	3,331.77	3,539.58	3,828.92
电力电子、工程及贸易	1,608.19	1,530.82	1,511.27	1,459.34
电容器、绝缘子及避雷器	614.37	612.25	620.04	617.83
研发及检测板块	104.88	107.66	110.44	113.24
二次设备	58.95	61.75	64.68	67.75

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 9：公司盈利预测（单位：百万元，元/股）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	14,082	13,337	14,174	15,506	17,044	18,938
二、营业总成本	13,411	12,470	13,085	13,982	15,145	16,602
其中：营业成本	10,522	9,630	9,873	10,576	11,572	12,738
营业税金及附加	107	112	143	147	162	180
销售费用	1,040	971	1,076	1,163	1,244	1,345
管理费用	1,669	1,563	1,785	1,892	1,994	2,178
财务费用	(60)	8	8	31	15	47
资产减值损失	123	172	193	173	158	115
加：公允价值变动收益	2	(5)	(0)	0	0	0
投资收益	113	133	138	50	50	50
三、营业利润	787	995	1,226	1,574	1,949	2,386
加：营业外收入	87	112	114	120	120	120
减：营业外支出	51	25	41	45	45	45
四、利润总额	823	1,082	1,299	1,649	2,024	2,461
减：所得税	161	179	164	240	296	362
五、净利润	661	902	1,134	1,409	1,728	2,099
少数股东损益	(23)	(2)	6	11	14	17
归属于母公司所有者的净利润	684	904	1,128	1,398	1,714	2,083
六、基本每股收益	0.13	0.18	0.22	0.27	0.33	0.41
全面摊薄每股收益	0.13	0.18	0.22	0.27	0.33	0.41

资料来源：WIND，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。