

2024年01月27日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

特高压电气检测龙头，特高压提速助力增长

—西高院（688334.SH）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

分析师：张涵 S1050521110008
zhanghan3@cfsc.com.cn
联系人：罗笛箫 S1050122110005
luodx@cfsc.com.cn

基本数据

2024-01-26

当前股价（元）	15.53
总市值（亿元）	49
总股本（百万股）	317
流通股本（百万股）	76
52周价格范围（元）	14.44-20.73
日均成交额（百万元）	72.5

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 央企控股检测机构，高压检测国内领先

公司是由中国西电控股的独立第三方检测机构，主要从事电气领域检验检测、计量、认证及技术咨询等服务，其中检测服务为公司核心业务，检测对象包括高压开关设备、绕组类设备、电力电子设备、输变电辅助设备及材料等。

公司在电气设备检测领域具备领先的技术和经验优势，是国内少数具备从低压到交直流特高压检测能力的机构，特别在高压交直流输变电装备试验方面技术领先。公司客户包括国网、南网、中国西电、平高集团、思源电气、山东电工电气、施耐德等国内外知名企业或其下属单位。

■ 特高压提速助力增长，高盈利有望维持

国网 2021~2030 年重点任务中提出要加快特高压电网建设，到 2025 年实现华北、华东、华中和西南特高压网架全面建成，预计“十四五”期间我国将新建特高压工程“24 交 14 直”。2024 年，武汉-南昌、川渝等 6 条交流线路有望年内建成投运，陕北-安徽、阿坝-成都东等 8 条线路有望年内开工，国网还将推动数条线路的核准。随着特高压建设提速，下游电气设备供应商的检测需求将进一步释放。

目前，由于高压电气设备检测的技术含量高、资本投入大（尤其特高压领域），国内仅有包括公司在内的少数几家机构具备检测能力。公司作为特高压检测龙头机构，具备企业规模优势，同时在业内一直维持较好的公信力和影响力，特高压检测业务有望持续保持较高增速。一般而言，检测产品的电压等级越高，技术难度越大，订单价格越高，因此超特高压类业务的毛利率相对中低压类业务更高，再加上检测服务的定价具有定制化特点，目前公司保持 45%~50%的较高毛利率，随着超特高压类业务增长，高盈利有望维持。

■ 持续拓宽业务范围，产能配套有序跟进

公司持续拓宽业务范围并跟进产能配套，除西安本部外，还布局两家全资子公司（沈变院、常州公司）及一家合营公司（青岛公司）：1）沈变院专业从事变压器检验检测业务，公司收购沈变院旨在布局变压器检测新增长点；2）常州公司可充分利用长三角地区在产业政策、营商环境及客户资源等方面的优势；3）青岛公司开展海洋电气设备及新能源领域相关业务。未来公司将进一步统筹四地检测资源，发挥协同效

应。公司还正积极推动收购河南高压所控制权、整合电工仪器仪表检验检测相关竞争业务的事项。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 6.07、7.51、9.25 亿元，EPS 分别为 0.52、0.65、0.80 元，当前股价对应 PE 分别为 30.0、24.0、19.3 倍，看好公司检测业务持续增长，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

电网投资/建设进度不及预期风险、检测需求不及预期风险、政策和行业标准变动风险、竞争加剧风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	521	607	751	925
增长率（%）	16.5%	16.5%	23.8%	23.1%
归母净利润（百万元）	130	164	205	254
增长率（%）	59.8%	25.5%	25.1%	24.3%
摊薄每股收益（元）	0.55	0.52	0.65	0.80
ROE（%）	7.0%	5.4%	6.3%	7.3%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	286	1,362	1,649	1,971
应收款	94	110	136	167
存货	79	79	96	118
其他流动资产	44	349	360	374
流动资产合计	503	1,899	2,242	2,630
非流动资产:				
金融类资产	0	300	300	300
固定资产	872	768	679	602
在建工程	3	2	2	2
无形资产	104	104	104	104
长期股权投资	34	34	34	34
其他非流动资产	740	740	740	740
非流动资产合计	1,752	1,647	1,558	1,481
资产总计	2,255	3,546	3,799	4,111
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	45	54	66	81
其他流动负债	29	29	29	29
流动负债合计	236	321	389	472
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	168	168	168	168
非流动负债合计	168	168	168	168
负债合计	404	489	557	640
所有者权益				
股本	237	317	317	317
股东权益	1,851	3,058	3,242	3,471
负债和所有者权益	2,255	3,546	3,799	4,111

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	130	164	205	254
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	117	129	114	101
公允价值变动	0	1	0	0
营运资金变动	-51	64	13	16
经营活动现金净流量	197	357	332	371
投资活动现金净流量	-346	-196	89	77
筹资活动现金净流量	1226	1043	-20	-25
现金流量净额	1,076	1,205	401	423

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	521	607	751	925
营业成本	270	314	385	472
营业税金及附加	10	12	15	19
销售费用	12	11	14	16
管理费用	80	77	95	117
财务费用	-6	-6	-8	-9
研发费用	50	61	71	81
费用合计	135	143	172	205
资产减值损失	0	-1	0	0
公允价值变动	0	1	0	0
投资收益	15	22	25	30
营业利润	148	183	228	284
加: 营业外收入	1	1	2	2
减: 营业外支出	8	0	0	0
利润总额	141	184	230	286
所得税费用	10	20	25	31
净利润	130	164	205	254
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	130	164	205	254

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	16.5%	16.5%	23.8%	23.1%
归母净利润增长率	59.8%	25.5%	25.1%	24.3%
盈利能力				
毛利率	48.2%	48.3%	48.8%	49.0%
四项费用/营收	25.9%	23.5%	22.9%	22.1%
净利率	25.0%	27.0%	27.3%	27.5%
ROE	7.0%	5.4%	6.3%	7.3%
偿债能力				
资产负债率	17.9%	13.8%	14.7%	15.6%
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	5.6	5.5	5.5	5.5
存货周转率	3.4	4.1	4.1	4.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.55	0.52	0.65	0.80
P/E	28.3	30.0	24.0	19.3
P/S	7.1	8.1	6.5	5.3
P/B	2.0	1.6	1.5	1.4

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5 年证券行业研究经验，曾获得 2022 年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

罗笛箫：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。