

# 中国西电 (601179)

## 业绩超预期，特高压中标支撑盈利增长

### 事件：

公司发布 2023 年年报，2023 年实现营业收入 208.48 亿元，同比+12.36%；实现归母净利润 8.85 亿元，同比+42.99%。其中 23Q4 公司实现营业收入 72.02 亿元，同比+34.52%，环比+62.72%；实现归母净利润 3.64 亿元，同比+144.32%，环比+266.63%。

#### ➤ 23Q4 业绩创新高，高毛利产品占比提升带动业绩增长

公司 23Q4 实现营收 72.02 亿元，实现归母净利润 3.64 亿元，均创单季度历史新高。2023 年全年公司主营业务毛利率同比+1.48pct，归母净利率同比+0.85pct，其中开关营收同比+21.53%，毛利率同比+2.19pct，变压器营收同比+40.31%，毛利率同比-0.89pct。我们认为公司业绩增长主要系高毛利开关产品收入占比上升，带动公司整体盈利能力提升。

#### ➤ 特高压中标大幅提升，为业绩持续增长提供支撑

根据我们的统计，公司 2023 年国网特高压设备/输变电设备分别实现中标约 79.28/53.58 亿元，同比+913.79%/+63.37%，2024 年第一批输变电设备实现中标约 11.65 亿元，市占率 13.3%。我们认为 2024 年特高压建设将保持高景气，核准开工 4 条直流线路。由于特高压建设周期 1.5-2 年，我们预计公司 2023 年特高压订单有望为公司 24-25 年业绩持续增长提供支撑。

#### ➤ 智慧产业园区有望促进公司降本增效

2023 年公司综合费用率为 13.7%，同比+0.6pct。其中管理费用率为 6.15%，同比-0.32pct。23 年 11 月，西电智慧产业基地高新园区科创楼封顶，后续标段进入全面施工建设阶段。公司将充分依托园区建设，打造 48 条数字化智能产线，全面推进数字化转型工作，升级研发设计、生产制造、智能检测、运维服务和运营管理能力，促进公司费用率下降。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 228.21/258.73/292.87 亿元，同比增速分别为 9.47%/13.37%/13.19%，归母净利润分别为 11.71/14.08/18.48 亿元，同比增速分别为 32.24%/20.27%/31.30%，EPS 分别为 0.23/0.27/0.36 元/股，3 年 CAGR 为 27.82%。鉴于公司国网特高压高中标额为业绩的持续增长提供支撑，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 27 倍 PE，目标价 6.2 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**特高压建设进度不及预期；原材料价格波动

行业： 电力设备/电网设备  
投资评级： 买入（维持）  
当前价格： 5.48 元  
目标价格： 6.20 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	5,125.88/5,125.88
流通 A 股市值(百万元)	28,089.84
每股净资产(元)	4.22
资产负债率(%)	44.21
一年内最高/最低(元)	6.20/4.38

### 股价相对走势



### 作者

分析师：贺朝晖  
执业证书编号：S0590521100002  
邮箱：hezha@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18006	20848	22821	25873	29287
增长率(%)	26.98%	15.78%	9.47%	13.37%	13.19%
EBITDA(百万元)	1583	2149	2970	3282	3843
归母净利润(百万元)	612	885	1171	1408	1848
增长率(%)	12.55%	44.55%	32.24%	20.27%	31.30%
EPS(元/股)	0.12	0.17	0.23	0.27	0.36
市盈率(P/E)	45.9	31.7	24.0	20.0	15.2
市净率(P/B)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.0	9.4	7.0	5.6	4.1

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 10 日收盘价

### 相关报告

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7268	9506	10673	13449	16648	营业收入	18006	20848	22821	25873	29287
应收账款+票据	12886	12496	13366	14799	16350	营业成本	15048	17131	18563	20951	23355
预付账款	990	1653	1810	2052	2323	营业税金及附加	149	156	171	194	219
存货	3907	3545	3814	4190	4543	营业费用	626	779	856	944	1046
其他	5498	3884	4169	4610	5102	管理费用	1760	2012	2170	2419	2709
<b>流动资产合计</b>	<b>30548</b>	<b>31085</b>	<b>33832</b>	<b>39100</b>	<b>44966</b>	财务费用	-10	93	1	-37	-50
长期股权投资	141	2342	2346	2351	2355	资产减值损失	-157	-91	-100	-113	-128
固定资产	4016	3730	3041	2369	1443	公允价值变动收益	71	-32	0	0	0
在建工程	364	488	294	50	50	投资净收益	49	176	176	176	176
无形资产	1738	1947	1646	1330	871	其他	476	365	349	324	297
其他非流动资产	4036	4187	4002	3816	3774	<b>营业利润</b>	<b>872</b>	<b>1094</b>	<b>1485</b>	<b>1789</b>	<b>2353</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10295</b>	<b>12694</b>	<b>11328</b>	<b>9916</b>	<b>8494</b>	营业外净收益	-4	13	13	13	13
<b>资产总计</b>	<b>40843</b>	<b>43779</b>	<b>45160</b>	<b>49016</b>	<b>53460</b>	<b>利润总额</b>	<b>869</b>	<b>1107</b>	<b>1499</b>	<b>1802</b>	<b>2367</b>
短期借款	513	1346	0	0	0	所得税	155	87	150	180	237
应付账款+票据	9194	9708	10519	11873	13235	<b>净利润</b>	<b>714</b>	<b>1020</b>	<b>1349</b>	<b>1622</b>	<b>2130</b>
其他	6831	6498	7120	8052	9052	少数股东损益	101	135	178	214	281
<b>流动负债合计</b>	<b>16538</b>	<b>17552</b>	<b>17639</b>	<b>19925</b>	<b>22286</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>612</b>	<b>885</b>	<b>1171</b>	<b>1408</b>	<b>1848</b>
长期带息负债	81	179	125	73	25	<b>财务比率</b>					
长期应付款	404	404	404	404	404		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	877	1217	1217	1217	1217	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>1362</b>	<b>1801</b>	<b>1746</b>	<b>1694</b>	<b>1646</b>	营业收入	26.98%	15.78%	9.47%	13.37%	13.19%
<b>负债合计</b>	<b>17899</b>	<b>19352</b>	<b>19385</b>	<b>21619</b>	<b>23933</b>	EBIT	14.03%	39.75%	24.98%	17.67%	31.23%
少数股东权益	1890	2784	2963	3177	3458	EBITDA	8.95%	35.73%	38.23%	10.51%	17.08%
股本	5126	5126	5126	5126	5126	归属于母公司净利润	12.55%	44.55%	32.24%	20.27%	31.30%
资本公积	12007	12174	12174	12174	12174	<b>获利能力</b>					
留存收益	3921	4342	5513	6921	8769	毛利率	16.43%	17.83%	18.66%	19.02%	20.26%
<b>股东权益合计</b>	<b>22944</b>	<b>24426</b>	<b>25775</b>	<b>27397</b>	<b>29527</b>	净利率	3.96%	4.89%	5.91%	6.27%	7.27%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>40843</b>	<b>43779</b>	<b>45160</b>	<b>49016</b>	<b>53460</b>	ROE	2.91%	4.09%	5.13%	5.81%	7.09%
						ROIC	2.65%	5.93%	7.39%	9.42%	13.42%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	43.82%	44.21%	42.93%	44.11%	44.77%
净利润	714	1020	1349	1622	2130	流动比率	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0
折旧摊销	724	948	1470	1517	1527	速动比率	1.4	1.3	1.4	1.5	1.5
财务费用	-10	93	1	-37	-50	<b>营运能力</b>					
存货减少(增加为“-”)	714	361	-269	-376	-353	应收账款周转率	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8
营运资金变动	-633	-957	-146	-206	-305	存货周转率	3.9	4.8	4.9	5.0	5.1
其它	-1001	-251	11	118	95	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>508</b>	<b>1215</b>	<b>2416</b>	<b>2638</b>	<b>3043</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	-532	-309	-100	-100	-100	每股收益	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
长期投资	-274	-129	0	0	0	每股经营现金流	0.1	0.2	0.5	0.5	0.6
其他	456	2482	253	253	253	每股净资产	4.1	4.2	4.5	4.7	5.1
<b>投资活动现金流</b>	<b>-350</b>	<b>2044</b>	<b>153</b>	<b>153</b>	<b>153</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	324	932	-1401	-52	-48	市盈率	45.9	31.7	24.0	20.0	15.2
股权融资	0	0	0	0	0	市净率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
其他	1213	-1703	-1	37	50	EV/EBITDA	11.0	9.4	7.0	5.6	4.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1537</b>	<b>-772</b>	<b>-1402</b>	<b>-14</b>	<b>2</b>	EV/EBIT	20.3	16.7	13.8	10.4	6.8
<b>现金净增加额</b>	<b>1713</b>	<b>2460</b>	<b>1167</b>	<b>2777</b>	<b>3199</b>						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 10 日收盘价

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼