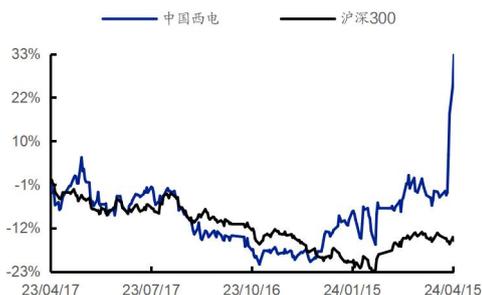


研究所：
 证券分析师：李航 S0350521120006
 lih11@ghzq.com.cn
 证券分析师：王刚 S0350524020001
 wangg06@ghzq.com.cn
 联系人：杨颖 S0350123070032
 yangly01@ghzq.com.cn

订单结构不断优化，公司有望迎来业绩释放期 ——中国西电（601179）2023 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中国西电	35.6%	44.0%	32.9%
沪深 300	-1.6%	6.4%	-14.2%

市场数据

市场数据	2024/04/16
当前价格(元)	7.50
52 周价格区间(元)	4.38-7.73
总市值(百万)	38,444.12
流通市值(百万)	38,444.12
总股本(万股)	512,588.24
流通股本(万股)	512,588.24
日均成交额(百万)	3,552.83
近一月换手(%)	1.80

事件：

中国西电 2024 年 4 月 11 日发布 2023 年年报：2023 年，公司实现营收 211 亿元，同比+12%；归母净利 8.9 亿元，同比+43%；扣非归母净利润 6.4 亿元，同比+142%；毛利率 17.8%，同比+1.4pct；净利率 4.9%，同比+0.9pct；扣非净利率 3.0%，同比+1.6pct。

其中，2023Q4，营收 72 亿元，环比+62%，同比+34%；归母净利 3.6 亿元，环比+267%，同比+144%；扣非归母净利润 1.9 亿元，环比+201%，同比+253%；毛利率 19.9%，环比+2.6pct，同比+2.5pct；净利率 5.5%，环比+2.1pct，同比+1.7pct。

投资要点：

- **2023 年变压器、开关营收快速增长，开关、工程贸易业务毛利提升明显。** 2023 年，公司实现变压器营收 78 亿，同比+40%，毛利率 8.5%，同比-0.9pct；开关 77 亿，同比+22%，毛利率 25.2%，同比+2.2pct；电力电子与工程贸易 37 亿，同比-30%，毛利率 15.8%，同比+5.4pct。公司营收增长主要系公司持续做强做优输变电市场，带来变压器、开关（组合电器、断路器）收入增长。各业务毛利率变化与产品结构紧密相关，其中变压器中高毛利的特高压、直流产品占比下降，开关高毛利产品占比提升，电力电子与工程贸易高毛利产品收入占比提升。
- **2023 年国内电网优质订单大幅增长，2024 年有望迎来盈利大幅改善。** 国网市场新签合同同比大幅增长，特高压项目市场占有率保持行业领先地位，国网批次市场占有率同比提升位居行业第一。我们根据国网公开招标数据统计分析，2023 年公司高毛利的电网变压器订单大幅增长，中标输变电及特高压采购的变压器 59 亿，同比近+450%，其中输变电 20 亿，特高压 39 亿。公司的高毛利电网开关订单也快速增长，中标输变电及特高压采购的组合电器 44 亿（不含新划拨的恒驰电气），同比+94%，其中输变电 26 亿，同比+68%；特高压 18 亿，同比+247%。此外，公司中标换流阀 9.7 亿元。国网输变电和特高压项目为优质订单，将大幅改善公司变压器和开关业务的营收结构，从而提升公司盈利水平。

- **2023 年公司国际市场业务增量提质，国际影响力持续提升。**公司设备类出口新签合同总量翻番，中标孟加拉 400 千伏变电站、沙特国网项目，创近年来组合电器设备海外最大订单。工程总包业务再获突破，成功进入非洲新能源市场。高水平高起点共建“一带一路”，与埃及电力控股公司签署配网升级改造合作备忘录，与乌兹别克斯坦国家配电网公司签订百个变电站建设框架协议。国际影响力持续提升，例如亚美尼亚变电站项目报道引起强烈反响。
- **盈利预测和投资评级：**公司处于业务结构和经营管理提升期，盈利有望显著改善。预计 2024-2026 年公司有望实现营业收入 239/272/306 亿元，归母净利润为 15/20/24 亿元，当前股价对应 PE 分别为 25X、19X、16X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**核心竞争力风险，经营风险，行业风险，宏观环境风险，海外市场拓展风险，原材料波动风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	21051	23879	27246	30560
增长率(%)	12	13	14	12
归母净利润（百万元）	885	1545	2018	2435
增长率(%)	43	75	31	21
摊薄每股收益（元）	0.17	0.30	0.39	0.48
ROE(%)	4	7	8	9
P/E	29.00	24.88	19.05	15.79
P/B	1.17	1.66	1.53	1.39
P/S	1.20	1.61	1.41	1.26
EV/EBITDA	9.02	12.15	9.08	7.13

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国西电盈利预测表

证券代码:	601179		股价:	7.50	投资评级:	增持	日期:	2024/04/16	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	4%	7%	8%	9%	EPS	0.17	0.30	0.39	0.48
毛利率	18%	20%	21%	21%	BVPS	4.22	4.52	4.91	5.39
期间费率	10%	9%	9%	9%	估值				
销售净利率	4%	6%	7%	8%	P/E	29.00	24.88	19.05	15.79
成长能力					P/B	1.17	1.66	1.53	1.39
收入增长率	12%	13%	14%	12%	P/S	1.20	1.61	1.41	1.26
利润增长率	43%	75%	31%	21%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.49	0.52	0.54	0.55	营业收入	21051	23879	27246	30560
应收账款周转率	2.13	2.31	2.36	2.36	营业成本	17137	19141	21588	24086
存货周转率	4.55	5.12	5.15	5.12	营业税金及附加	156	188	209	237
偿债能力					销售费用	779	858	926	1008
资产负债率	44%	45%	46%	47%	管理费用	1295	1433	1607	1772
流动比	1.77	1.76	1.76	1.78	财务费用	93	-101	-101	-118
速动比	1.24	1.23	1.26	1.30	其他费用/(-收入)	718	797	924	1028
					营业利润	1094	2000	2598	3144
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	13	0	0	0
现金及现金等价物	10382	12040	14542	17470	利润总额	1107	2000	2598	3144
应收款项	10088	11011	12564	13912	所得税费用	87	200	260	314
存货净额	3545	3935	4448	4959	净利润	1020	1800	2338	2829
其他流动资产	7069	8097	8669	9446	少数股东损益	135	255	320	394
流动资产合计	31085	35082	40222	45787	归属于母公司净利润	885	1545	2018	2435
固定资产	3706	3544	3379	3222					
在建工程	488	581	655	724	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	6158	6360	6582	6798	经营活动现金流	1215	1393	2187	2590
长期股权投资	2342	2342	2342	2342	净利润	885	1545	2018	2435
资产总计	43779	47909	53179	58872	少数股东损益	135	255	320	394
短期借款	1346	2009	2715	3407	折旧摊销	948	529	553	548
应付款项	9708	11164	12472	13960	公允价值变动	32	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-753	-811	-579	-631
其他流动负债	6498	6737	7655	8339	投资活动现金流	2044	-281	-269	-198
流动负债合计	17552	19910	22842	25706	资本支出	-311	-353	-400	-330
长期借款及应付债券	171	171	171	171	长期投资	439	-61	-59	-60
其他长期负债	1630	1630	1630	1630	其他	1916	132	190	191
长期负债合计	1801	1801	1801	1801	筹资活动现金流	-772	574	584	537
负债合计	19352	21711	24643	27506	债务融资	-1709	663	706	692
股本	5126	5126	5126	5126	权益融资	1115	0	0	0
股东权益	24426	26199	28537	31366	其它	-178	-89	-122	-155
负债和股东权益总计	43779	47909	53179	58872	现金净增加额	2460	1658	2502	2928

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，联席首席分析师，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，分析师，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、电力设备等方向。

李铭全，分析师，浙江大学硕士，能源环境工程专业，2年证券从业经验，主要覆盖新能源汽车、储能等方向。

洪瑶，助理分析师，南开大学学士，北京大学硕士。2022年加入国海证券，覆盖锂电新材料等板块。

【分析师承诺】

李航，王刚，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述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视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。