

2024年05月04日

中国西电 (601179.SH)

公司快报

输配电一次设备龙头，受益特高压建设+海外市场拓展

电力设备及新能源 | 输变电设备III

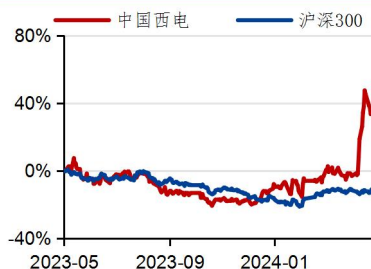
 投资评级 **增持-B(首次)**

 股价(2024-04-30) **7.07元**

交易数据

总市值(百万元)	36,239.99
流通市值(百万元)	36,239.99
总股本(百万股)	5,125.88
流通股本(百万股)	5,125.88
12个月价格区间	7.93/4.50

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	29.66	32.11	40.98
绝对收益	30.68	45.47	30.44

 分析师 **张文臣**

 SAC 执业证书编号: S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsec.cn

 分析师 **周涛**

 SAC 执业证书编号: S0910523050001
 zhou tao@huajinsec.cn

 分析师 **申文雯**

 SAC 执业证书编号: S0910523110001
 shenwenwen@huajinsec.cn

相关报告

投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年第一季度报告, 2023 全年实现营业总收入 210.51 亿元, 实现归母净利润 8.85 亿元, 实现归母扣非净利润 6.41 亿元, 实现经营活动产生的现金流量净额 12.15 亿元。2024 年第一季度, 实现营业总收入 47.11 亿元, 同比-2.94%; 实现归母净利润 2.03 亿元, 同比+7.27%; 实现归母扣非净利润 1.9 亿元, 同比+6.78%。

◆ **输配电一次设备龙头, 特高压中标提升。**公司作为能源电力装备行业内多年深耕的国资央企, 输配电产业链设备齐全, 主导产品包括 110kV 及以上电压等级的高压开关、变压器、电抗器、电力电容器、互感器、绝缘子、套管、氧化锌避雷器、直流输电换流阀等。2023 年, 分产品来看, 开关/变压器/电容器&避雷器/分别实现收入 76.63/78.23/8.03 亿元, 同比分别+21.53%/+40.31%/+20.67%, 毛利率分别为 25.23%/8.47%/21.71%, 同比分别+2.19/-0.89/+0.05pct, 毛利率增加主要系本期高毛利产品收入占比上升导致开关产品毛利率同比增加。24Q1 营收略有下滑, 主要系较去年同期相比合并范围发生变化, 去年同期含西电新能源、西电综合能源收入。公司 2023 年国网特高压设备实现中标约 79.28 亿元, 份额占比约为 19.56%; 输变电设备实现中标约 53.94 亿元, 同比+71.35%, 份额占比约为 7.56%。2024 年第一批输变电设备实现中标约 11.33 亿元, 市占率保持行业领先地位。从电网规划上来看, “十四五”期间, 我国规划建设特高压工程“24 交 14 直”共 38 条特高压线路, 线路里程为 3 万余公里。伴随大基地的持续落地以及用电量的快速增长, 特高压的建设需求与推进节奏全面加速, 预计 2024 年有望核准并开工“四直两交”, 特高压将保持高景气。国家电网表示今年将加大电网投资力度, 加快建设特高压和超高压等骨干网架, 预计 2024 年电网建设投资总规模将超 5000 亿元, 24 年 1-3 月份, 我国电网工程完成投资 766 亿元, 同比增长 14.7%。公司作为国内一次设备龙头, 有望充分受益。

◆ **网外市场持续增长, 国际市场战报频传。**2023 年, 公司“五大六小”等产品类新签合同同比提升, 成功中标首个商业化招标的发电机断路器成套项目, 打破进口设备垄断; 中标国内首台 1000 千伏百万机组核电变压器, 实现核电领域新突破。同时, 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。开放合作成果丰硕。与三峡集团、南水北调等建立长期战略关系, 与南方电网、中国电建等签订技术合作协议。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。在全球能源转型、电网升级改造及制造业扩张等多重因素驱动下, 全球电网投资迎来新周期, 电力设备出海链景气持续(1-3 月高压开关、变压器继续维持 30%、26%高增速), 公司作为国内输配电装备龙头有望充分享受



海外红利。

- ◆ **研发投入加大，提质增效深化改革。**2023年，公司研发费用7.18亿元，同比+19.70%，研发投入持续加大。成功研制190千安发断、550千伏/8000安/80千安GIS、世界首台混合换相换流器、大容量绿氢高压变流变压器等“卡脖子”核心设备和高端装备，填补多项行业空白；百兆瓦级高压级联直挂式储能系统等7类产品入选第三批能源领域首台（套）名单；抽水蓄能机组成套开关设备等18项科技成果通过国家级行业鉴定；“10兆瓦级磁悬浮飞轮储能关键技术”等3个国家重点研发计划获批立项，“特高压直流套管”项目成功申报工信部专项。同时积极推进智慧园区建设，制氢电源实现设备供货，长时储能获批国家重点研发计划，以上领域具有较大市场增量。为进一步优化公司业务布局，2023年公司完成处置西电新能源、西电综能股权，并入恒驰电气。公司着力深化改革攻坚，增强发展活力，新一轮国企改革行动全面实施，管理效能持续提升，“两金”周转率同比提升，经营活动净现金流同比改善。我们认为，随着央企改革深化以及考核体系的逐步完善，看好公司发展活力的进一步增强。
- ◆ **投资建议：**公司是国内能够为交直流输配电工程提供成套输配电一次设备的领先企业，是中国电气装备集团所属历史积淀厚重、成套能力强、研发制造体系完整、国际化程度最高的上市公司，有望持续受益我国特高压线路的建设及海外市场的持续开拓。我们预测公司2024-26年归母净利润分别为11.63、14.64和19.04亿元，对应EPS为0.23、0.29和0.37元，PE为31、25、19倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**1、电网投资低于预期。2、新品研发低于预期。3、行业竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,213	21,051	24,707	29,211	34,819
YoY(%)	26.6	15.6	17.4	18.2	19.2
归母净利润(百万元)	612	885	1,163	1,464	1,904
YoY(%)	12.6	44.5	31.4	25.8	30.1
毛利率(%)	17.4	18.6	18.1	18.1	18.2
EPS(摊薄/元)	0.12	0.17	0.23	0.29	0.37
ROE(%)	3.1	4.2	5.1	6.1	7.4
P/E(倍)	59.2	40.9	31.2	24.8	19.0
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
净利率(%)	3.4	4.2	4.7	5.0	5.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-26 年公司整体营收 247.1/292.1/348.2 亿元，毛利率 18.1%/18.1%/18.2%。其中：

开关：公司主导产品包括 110kV 及以上电压等级的高压开关（GIS、GCB、隔离开关、接地开关），23 年开关业务实现收入 76.63 亿元，同比+21.53%，考虑到公司在特高压及主网领域中标额大幅增长，随着公司持续推进传统产线扩能改造，加快数字化、智能化转型升级，高压开关产品产量有望均衡稳定增长，盈利能力小幅改善。预计 2024-26 年可实现收入 85.83/96.12/107.66 亿元，毛利率为 26.00%/26.50%/26.50%。

变压器：公司专注于交流变压器和直流变压器系列装备的研制，市场优势地位显著，中标份额提升。2023 年变压器产品实现营业收入 78.23 亿元，同比+40.31%。在变压器出海与特高压建设持续景气的背景下，变压器产品增速可期，考虑到特高压等级产品的交付节奏，预计 2024-26 年变压器实现收入 101.70/132.21/171.87 亿元，毛利率 9.50%/10.00%/11.00%。

电子电力、工程贸易：主要涉及换流阀及电力电子产品的研制，提供超特高压直流输电晶闸管换流阀、柔性直流输电换流阀、控制保护设备、静止无功补偿装置等电力电子产品的研发与制造。随着公司国内外工程项目逐渐开工与特高压投资的逐渐加大，预计电子电力&工程贸易业务实现稳定小幅增长，2024-26 年实现收入 38.41/40.33/42.35 亿元，毛利率 16.00%/17.00%/18.00%。

电容器、避雷器：主要提供 1100kV（±1100kV）及以下电压等级瓷瓷、复合材料绝缘子及套管、多种类避雷器及避雷器用计数器和监测器等装备。2023 年此业务实现收入 8.03 亿元，同比+20.67%。随着电网投资加大以及电力设备出海景气度的提升，预计 2024-26 年电容器、避雷器实现收入 9.23/10.62/12.21 亿元，毛利率分别为 22.00%/23.00%/23.00%。

研发及检测及二次设备：公司在电气设备检测服务领域具备领先的技术和经验优势。预计 2024 年-26 年实现收入 5.21/5.47/6.02 亿元，毛利率为 50.00%/51.00%/52.00%。

表 1：收入成本拆分表

		2023A	2024E	2025E	2026E
开关	收入（亿元）	76.63	85.83	96.12	107.66
	YoY	21.53%	12.00%	12.00%	12.00%
	毛利率（%）	25.23%	26.00%	26.50%	26.50%
变压器	收入（亿元）	78.23	101.70	132.21	171.87
	YoY	40.31%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率（%）	8.47%	9.50%	10.00%	11.00%
电子电力、工程贸易	收入（亿元）	36.58	38.41	40.33	42.35
	YoY	-30.11%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率（%）	15.80%	16.00%	17.00%	18.00%
电容器、避雷器	收入（亿元）	8.03	9.23	10.62	12.21
	YoY	20.67%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率（%）	21.71%	22.00%	23.00%	23.00%
研发及检测及二次设备	收入（亿元）	4.96	5.21	5.47	6.02
	YoY	-9.05%	5.00%	5.00%	10.00%
	毛利率（%）	49.09%	50.00%	51.00%	52.00%
其他业务	收入（亿元）	6.11	6.7	7.4	8.1
	YoY		10.00%	10.00%	10.00%

		2023A	2024E	2025E	2026E
	毛利率 (%)	30.99%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入 (亿元)	210.5	247.1	292.1	348.2
	YoY	15.6%	17.4%	18.2%	19.2%
	毛利率 (%)	18.6%	18.1%	18.1%	18.2%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值对比

基于公司业务范围,我们选取电网设备核心供应商平高电气(我国高压开关等重要电气装备的龙头企业)、许继电气(全国电力设备龙头,专业从事电力系统自动化、智能配电、新能源等领域的高新技术企业)、国电南瑞(以能源电力智能化为核心的能源互联网整体解决方案提供商,我国能源电力及工业控制领域卓越的IT企业和电力智能化领军企业)作为可比公司。可比公司2024-25年平均PE估值为21、17倍,中国西电24-25年PE估值分别为31、25倍。考虑到公司是中国电气装备集团所属历史积淀厚重、成套能力强、研发制造体系完整、国际化程度最高的上市公司,有望持续受益我国特高压线路的建设及海外市场的持续开拓,随着央企改革深化,发展活力有望进一步增强,首次覆盖,给予“增持”评级。

表2: 估值对比

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600312.SH	平高电气	14.81	200.96	0.60	0.83	1.04	24.6	17.7	14.2
000400.SZ	许继电气	26.49	269.94	0.99	1.18	1.55	26.8	22.4	17.1
600406.SH	国电南瑞	23.54	1,890.93	0.89	1.04	1.18	26.3	22.7	19.9
平均							25.9	21.0	17.1
601179.SH	中国西电	7.07	362.40	0.17	0.23	0.29	40.9	31.2	24.8

资料来源: Wind, 华金证券研究所(可比公司数据来自wind一致预期,截至2024年4月30日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	30548	31085	32849	35010	42060	营业收入	18213	21051	24707	29211	34819
现金	7268	9506	5637	6716	6494	营业成本	15048	17131	20230	23912	28477
应收票据及应收账款	10351	10088	13900	14462	19346	营业税金及附加	149	156	198	234	279
预付账款	990	1653	1449	2219	2153	营业费用	626	779	731	786	811
存货	3907	3545	5255	5147	7241	管理费用	1179	1295	1151	1314	1313
其他流动资产	8032	6292	6608	6467	6826	研发费用	581	718	803	967	1146
非流动资产	10295	12694	14931	17241	19700	财务费用	-10	93	161	270	425
长期投资	141	2342	4545	6750	8954	资产减值损失	-316	-259	-173	-175	-192
固定资产	3963	3706	4055	4438	4912	公允价值变动收益	71	-32	-51	2	-3
无形资产	1996	2235	1973	1729	1514	投资净收益	49	176	119	147	133
其他非流动资产	4195	4411	4358	4325	4320	营业利润	872	1094	1510	1893	2495
资产总计	40843	43779	47780	52251	61760	营业外收入	32	70	45	46	48
流动负债	16538	17552	20268	23241	30730	营业外支出	35	56	50	46	47
短期借款	513	1346	1346	1346	4758	利润总额	869	1107	1505	1894	2497
应付票据及应付账款	9194	9708	12646	13776	17690	所得税	155	87	186	226	312
其他流动负债	6831	6498	6276	8119	8282	税后利润	714	1020	1319	1668	2185
非流动负债	1362	1801	1767	1734	1702	少数股东损益	101	135	156	204	281
长期借款	57	171	137	104	72	归属母公司净利润	612	885	1163	1464	1904
其他非流动负债	1305	1630	1630	1630	1630	EBITDA	1353	1818	2042	2556	3346
负债合计	17899	19352	22034	24975	32432	主要财务比率					
少数股东权益	1890	2784	2940	3144	3425	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	5126	5126	5126	5126	5126	成长能力					
资本公积	12007	12174	12174	12174	12174	营业收入(%)	26.6	15.6	17.4	18.2	19.2
留存收益	3776	4558	5444	6693	8355	营业利润(%)	30.0	25.4	38.0	25.4	31.8
归属母公司股东权益	21054	21642	22805	24132	25903	归属于母公司净利润(%)	12.6	44.5	31.4	25.8	30.1
负债和股东权益	40843	43779	47780	52251	61760	获利能力					
						毛利率(%)	17.4	18.6	18.1	18.1	18.2
						净利率(%)	3.4	4.2	4.7	5.0	5.5
						ROE(%)	3.1	4.2	5.1	6.1	7.4
						ROIC(%)	2.5	3.5	4.7	5.9	6.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	43.8	44.2	46.1	47.8	52.5
						流动比率	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4
						速动比率	1.2	1.2	1.0	1.0	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1
						应付账款周转率	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
						估值比率					
						P/E	59.2	40.9	31.2	24.8	19.0
						P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
						EV/EBITDA	22.4	17.1	17.2	13.4	11.4

现金流量表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	508	1215	-831	4442	143
净利润	714	1020	1319	1668	2185
折旧摊销	667	903	678	762	859
财务费用	-10	93	161	270	425
投资损失	-49	-176	-119	-147	-133
营运资金变动	-633	-957	-2922	1891	-3196
其他经营现金流	-181	331	51	-2	3
投资活动现金流	-350	2044	-2847	-2923	-3188
筹资活动现金流	1537	-772	-191	-440	-590
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.17	0.23	0.29	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.24	-0.16	0.87	0.03
每股净资产(最新摊薄)	4.11	4.22	4.45	4.71	5.05

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、周涛、申文雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn