

中国西电（601179）

全球电网建设新周期，老牌王者再腾飞

买入（首次）

2024年06月14日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书：S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	18761	21051	24742	29160	32626
同比（%）	30.42	12.21	17.53	17.85	11.89
归母净利润（百万元）	619.07	885.19	1,252.58	2,054.87	2,511.58
同比（%）	13.78	42.99	41.50	64.05	22.23
EPS-最新摊薄（元/股）	0.12	0.17	0.24	0.40	0.49
P/E（现价&最新摊薄）	60.03	41.98	29.67	18.09	14.80

关键词：#产品结构变动带来利润率上升

投资要点

■ **老牌输变电一次设备领先企业，新时代迎发展新气象。**中国西电是国内老牌一次设备供应商，产品涵盖了全电压等级范围的变压器、组合电器、换流阀、电力电子装备等全品类一次设备。2023年公司实现总营收/归母净利润同比+12%/43%，毛利率/归母净利率同比+1.41pct/0.91pct，经营拐点已至。随着国内特高压&主网建设进入高景气周期+一带一路重启海外业务复苏+经营管理改善，我们预计公司23-26年营收/归母净利润CAGR分别约为15-20%/35-40%，新时代迎发展新气象。

■ **特高压进入高景气周期，一带一路重启成就第二增长曲线。**1) **国内市场**，特高压进入高景气发展周期，24年国网预计开工“5直3交”，公司23年特高压订单中标金额约79亿元，同比+1001%，截至2024年5月，公司换流阀/换流变/1000kV变压器/1000kV组合电器的中标份额分别为20%/25%/13%/17%，核心设备份额均处在领先地位。随着中标订单陆续交付，有望拉动公司综合毛利率持续提升，我们预计公司开关/变压器/电力电子及工程贸易业务23-26年收入CAGR分别约为15-20%/15-20%/10-15%。2) **国际市场**，公司海外市场布局较早，拥有西电埃及、西电印尼两大产能基地，业务覆盖全球80多个国家和地区，GE作为公司战略股东可以带来技术和市场赋能，23年实现海外收入27亿元，同比+4%，新签国际订单40+亿，海外需求爆发+海外产能布局+股东优势，公司海外业务有望成为重要的第二增长曲线。

■ **新时代央国企改革再加码，高质量发展成为发展新主题。**新时代央国企改革迈入新阶段，21年9月公司与国网控股的许继电气、平高电气两大上市公司及其他主体合并组建中国电气装备集团，市场化水平再度提升，新时代下市值考核逐渐落地+领导人员考核标准质、量并重，公司积极推动富裕人员优化、市场化激励政策等方式提高经营管理效率。21-23年公司人员累计减少3310人，23年人均薪酬/创利同比+16%/56%，改革效果显著。同时聚焦主业，剥离盈利能力较差的新能源EPC业务，公司盈利能力有望持续改善。我们预计随着改革深度推进，公司有望持续实现高质量发展。

■ **盈利预测与投资评级：**公司是老牌输变电一次设备领先企业，新时代国企改革+特高压改善收入结构+供应链降本+国际业务持续拓展。我们预计公司24-26年归母净利润分别为12.5/20.5/25.1亿元，同比+42%/64%/22%，现价对应PE分别为30/18/15倍。考虑到央国企改革和市值考核后经营改善空间大+交直流特高压订单持续兑现利润弹性大，给予2025年25倍PE，目标价10.0元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**特高压项目建设不及预期，电网投资不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.25
一年最低/最高价	4.38/8.47
市净率(倍)	1.70
流通A股市值(百万元)	37,162.65
总市值(百万元)	37,162.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.25
资产负债率(% ,LF)	43.51
总股本(百万股)	5,125.88
流通A股(百万股)	5,125.88

相关研究

内容目录

1. 输变电一次设备领先企业，新时代发展迎新气象	4
1.1. 输变电成套设备领先企业，六十甲子拼搏继往开来	4
1.2. 股权结构集中稳定，战略重组力拓海外	4
1.3. 公司专注输配电行业，一次设备制造实力国内领先	6
1.4. 产品品类渐完善业绩激增，盈利能力有望提升	7
2. 央国企改革东风已至，经营改善释放公司潜在动能	10
2.1. 新时代央国企改革迈入新阶段，国有资产持续高质量发展	10
2.2. 管理提效持续释放潜能，人员+业务结构双优化降本增效	11
3. 新型电力系统成长大周期，需求驱动迎发展机遇期	13
3.1. 宏观战略拉动电网建设，特高压建设前景广阔	13
3.2. 受益于特高压建设，高质量订单驱动业绩高增	16
4. 一带一路再出发，电力设备航母待启航	19
4.1. 全球电网建设有望加速，一次设备出口高增	19
4.2. 海外本地化前瞻布局，国际业务有望打开发展空间	20
5. 盈利预测与投资评级	24
6. 风险提示	26

图表目录

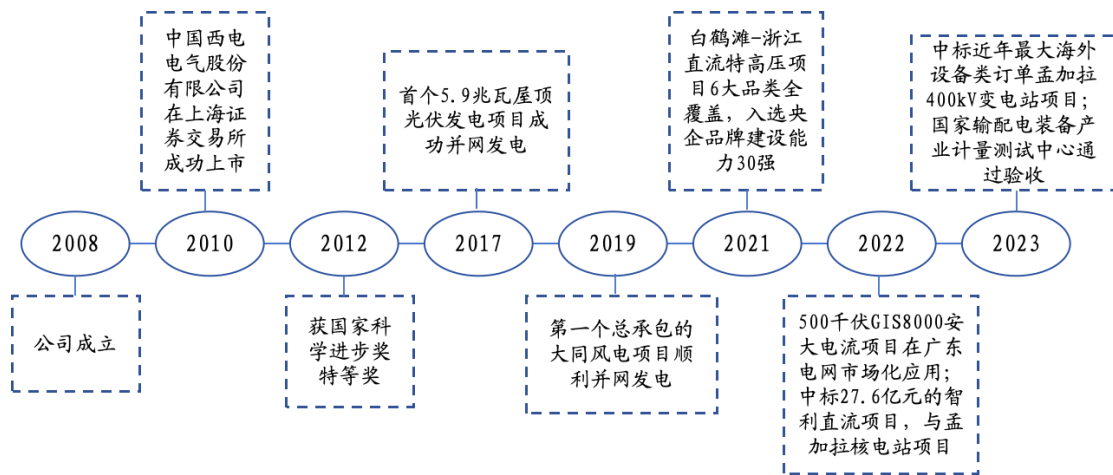
图 1:	中国西电发展历程	4
图 2:	中国西电股权变化 (2021 至 2024Q1)	5
图 3:	中国西电管理层 (截至 24 年一季报)	5
图 4:	中电装备集团主要管理人员	6
图 5:	公司主要产品及对应子公司	7
图 6:	公司总营收情况 (亿元) 及增速	8
图 7:	公司归母净利润情况 (亿元) 及增速	8
图 8:	2018-2023 年公司销售毛利率、归母净利率	8
图 9:	费用率持续压降	8
图 10:	可比公司 ROE 水平 (%), 西电处于较低位置	9
图 11:	2021 年起生产人员下降幅度较大 (人)	9
图 12:	2018-2023 年研发费用及占营收比例 (%)	9
图 13:	2021 年后人均创收有较大提升	9
图 14:	《国企改革深化提升行动方案 (2023-2025 年)》对改革提出新的要求	10
图 15:	央国企经营考核逐渐侧重高质量发展	11
图 16:	公司在职人员数量 22-23 年大幅下降	12
图 17:	2014-2023 年员工人均薪酬与人均创利 (万元)	12
图 18:	近五年高管总报酬 (万元) 与增长率 (%)	12
图 19:	2022 年起盈利能力开始稳步提升	13
图 20:	国家电网历史投资情况	13
图 21:	2019 年开始电源投资增速已超过电网	14
图 22:	电网冗余容量在逐渐减少 (单位: 万 kVA)	14
图 23:	我国已初步形成了特高压交直流混合大电网格局	14
图 24:	中国能源与负荷分布形态	15
图 25:	“十四五”规划工程及潜在规划工程	16
图 26:	公司特高压产品	17
图 27:	特高压主设备市场份额 (截至 2024 年 5 月)	18
图 28:	2021-2023 年开工项目主要设备公司中标份额均有提升	18
图 29:	23 年公司特高压项目中标金额同比大幅提升	19
图 30:	全球电网投资均迎来上行周期 (亿美元)	19
图 31:	等待并网的可再生能源已有 3TW	20
图 32:	全球范围内, 欧美日发达国家电网老化更严重	20
图 33:	2021-2023 年中国变压器出口金额及同比增速 (单位: 亿元)	20
图 34:	2021-2023 年中国高压开关出口金额及同比增速 (单位: 亿元)	20
图 35:	公司海外业务布局	21
图 36:	2014-2023 年公司分地区收入及增速	22
图 37:	2015-2023 年公司国内外市场毛利率	22
图 38:	2021-2024 年公司海外项目订单	23
图 39:	中国西电营业收入拆分	25
图 40:	可比公司估值表 (截至 2024 年 6 月 12 日)	26

1. 输变电一次设备领先企业，新时代发展迎新气象

1.1. 输变电成套设备领先企业，六十甲子拼搏继往开来

中国西电是我国最具规模、成套能力最强的综合电气设备制造商，产品覆盖中压、高压、超/特高压全电压等级，产品&技术国际领先。公司深耕一次设备领域，主要产品包括 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、特高压换流阀等。公司成立于 1959 年 7 月，于 2010 年在上交所主板上市。历经一个甲子的拼搏与发展，公司多年位居中国电气百强企业之首，先后荣获国家科技进步奖 23 项，研发能力强劲，先后为我国首条 1000kV 特高压交流晋东南-南阳-荆门工程和首条 ±800kV 特高压直流工程提供核心主设备，并持续不断地为我国电网建设提供高品质、自主可控的核心电力装备。

图1：中国西电发展历程

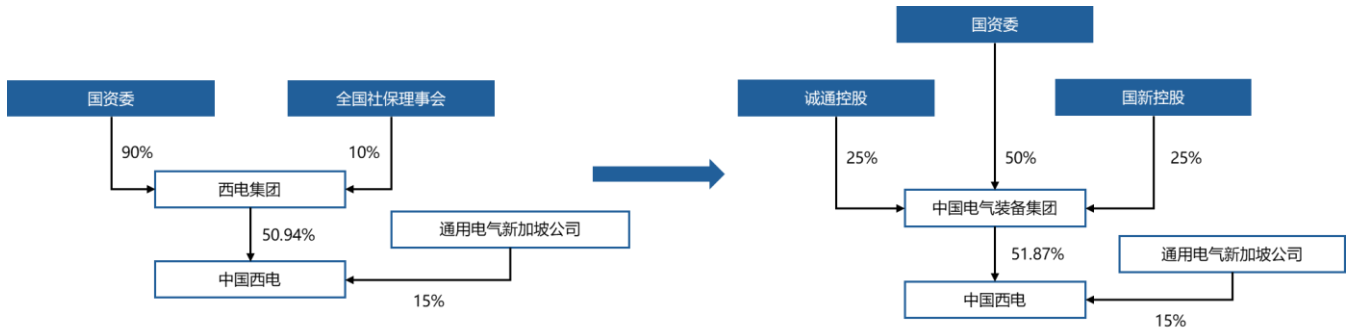


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权结构集中稳定，战略重组力拓海外

电力央企强强联合，西电迎来全新发展机遇期。西电集团曾是中国西电的控股股东，2020 年 12 月 23 日，中国西电、平高电气和许继电气发布公告，西电集团与国家电网有限公司部分子企业筹划战略性重组，实现国网“主辅分离”，与许继、平高、山东电工等头部电力设备国企整合形成平台型集团；2021 年国务院发布《国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》(国办发〔2016〕56 号)，批准组建中电装备集团；2023 年 1 月，中国西电集团 100% 股权整体转移至中国电气装备集团，截至 2024 年 Q1，中国电气装备集团持有公司 51.87% 股份，为公司控股股东；通用电气新加坡公司持有 15.00% 股份。中电装备集团的成立，打造了具有国际竞争力的电力设备央企平台，聚力拓展海外份额，西电有望迎来全新的发展机遇期。

图2: 中国西电股权变化 (2021 至 2024Q1)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

核心管理层技术出身, 西电为中电装备集团贡献了大量管理人才。现任董事长赵启专注输变电领域多年, 曾任西安西电开关电气有限公司副总经理, 西安西电高压开关有限责任公司党委书记、董事长、总经理, 中国西电电气股份有限公司总经理等职务, 根据公司公告, 24年4月30日赵启正式担任公司党委书记、董事长, 正式掌舵西电。多位中电装核心管理层人员曾任职于公司, 其中中电装董事长白忠泉曾任西电集团董事长, 组建中电装备集团后, 中国西电有望作为集团的发展核心, 为集团持续输送管理人才。

图3: 中国西电管理层 (截至 24 年一季报)

姓名	主要工作经历
赵启	历任广州西电高压电气制造有限公司副经理, 西安西电开关电气有限公司副总经理, 西安西电光电电缆有限责任公司党委副书记、副总经理、党委书记、执行董事, 西安西电高压开关有限责任公司党委书记、董事长、总经理, 公司总经理助理, 中国西电集团党委常委、董事等职务。现任本公司党委副书记、董事、总经理。
孙鹏	历任平高集团有限公司人力资源部主任、办公室(新闻中心)主任, 平高电气总经理助理、副总经理、党委副书记、党委书记、工会主席, 平高集团总经理助理, 平高集团有限公司运维检修服务公司总经理、党支部书记, 中国西电集团党委常委、纪委书记, 中国西电党委常委、纪委书记。现任中国西电集团党委副书记、董事, 本公司党委副书记、董事。
李亚军	历任重庆泰山电缆有限公司总会计师、党委委员、副总经理、常务副总经理、总经理、党委副书记(主持工作)、党委书记, 山东电工电气集团有限公司营销服务中心副总经理, 重庆泰山电缆有限公司执行董事、党委书记、总经理, 平高集团有限公司总会计师、党委委员。现任中国西电集团董事, 平高集团有限公司党委委员, 河南平高电气股份有限公司党委委员、总会计师、总法律顾问, 本公司董事。
郑高潮	历任许继电气股份有限公司财务管理部主任, 许继集团有限公司财务资产部主任, 会计核算中心主任、党支部书记等职务。现任中国西电集团有限公司党委常委, 本公司党委常委、董事会秘书、总会计师。
谢庆峰	历任西电西变副总工程师、副总经理, 西电常变副总经理、总经理, 辽宁兴启董事长, 公司战略投资部部长、战略发展部部长等职务。现任本公司党委常委、副总经理。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 中电装备集团主要管理人员

姓名	主要工作经历
白忠泉	出生于1966年1月, 研究生学历, 华东工学院(现南京理工大学)特种力学专业毕业, 高级工商管理硕士(清华大学高级管理人员工商管理专业)。2011年6月担任中国兵器装备集团公司党组成员、副总经理。2012年3月—2018年11月, 任中国钢研科技集团有限公司总经理、党委副书记。2018年11月, 任中国西电集团有限公司党委书记、董事长。2021年9月, 任中国电气装备集团董事长。
周群	1967年9月生, 中共党员, 大学学历, 西南财经大学硕士学位, 高级工程师。2017年10月起任许继集团有限公司董事、总经理、党委副书记。现任中国电气装备集团有限公司党委副书记、董事、总经理。
朱安珂	1974年4月出生, 西安交通大学机械工程专业硕士学位, 高级工程师。历任西开有限总经理助理, 西电西变副总经理, 西开中低压执行董事, 总经理, 公司办公室副主任, 党委办公室副主任, 北京办事处主任, 西电宝鸡电气副总经理、总经理、执行董事、党委书记, 宝光集团副总经理、总经理、党委副书记, 宝光股份董事。
成卫	1965年生, 中共党员, 高级工程师, 西安交通大学电气绝缘及电缆技术专业本科学历历任河南送变电建设公司经营部主任、副经理、总经济师、经理、党委委员, 河南省电力公司基建部(特高压工程办公室)主任, 国家电网公司基建部副主任, 中国电力技术装备有限公司副总经理、党组成员, 国家电网公司直流建设分公司党组书记、董事、总经理等职。
裴振江	1964年5月生, 华中工学院(现华中科技大学)电力工程系高压技术与设备专业, 获学士学位, 华中科技大学高压电器专业, 获博士学位, 教授级高级工程师。现任中国电气装备集团有限公司党委副书记、董事。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 公司专注输配电行业, 一次设备制造实力国内领先

始终专注输配电装备研发制造, 子公司业务网络高效协同。公司主要提供变压器、电抗器、高压开关、中低压开关、电容器、互感器、避雷器、换流阀及电力电子产品、电线电缆、电力自动化集成及成套电力设备, 致力于为全球用户提供完整的输配电设备系统解决方案及装备。公司目前拥有全资和控股子公司(单位)60余家, 形成门类齐全、技术先进、经验丰富的输配电专业化研发、生产、建设的子公司业务网络。

图5: 公司主要产品及对应子公司

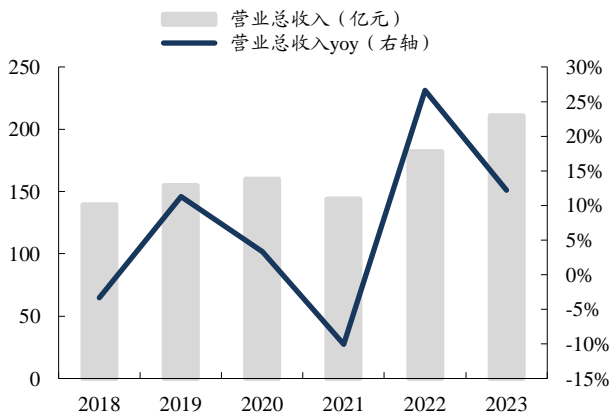
主要产品	产品类型	产品图示	对应子公司
电力变压器	交流变压器、直流变压器、电抗器		西安西电高压套管有限公司, 西安西电变压器有限责任公司, 西安西电电力系统有限公司, 成都西电中特电气有限公司
高压开关	组合电器、断路器、隔离开关、管道母线、发电机保护断路器、直流场开关以及复合式、组合式开关		广州西电高压电气制造有限公司, 西安西电高压开关有限责任公司, 西安西电开关电气有限公司
电力电容器	6~1000kV的并联电容器及其成套装置、滤波电容器及其成套装置、串联电容器、耦合电容器、高压断路器用均压电容器、脉冲电容器、高压标准电容器		西安西电电力电容器有限责任公司
互感器	SF6电流互感器、油浸电流互感器(倒立、正立)、电子式电流互感器、电压互感器、电子式电压互感器、电容式电压互感器		常州西电变压器有限责任公司
避雷器	35~1000kV瓷外套无间隙金属氧化物避雷器; 6~800kV复合外套无间隙金属氧化物避雷器; 66~1000kV GIS无间隙金属氧化物避雷器; 35~750kV线路型复合外套有串联间隙金属氧化物避雷器; ±50~±1100kV直流输电工程用成套避雷器; 铁道电气化用无间隙金属氧化物避雷器; 避雷器用计数器和监测器等		西安西电避雷器有限责任公司
中低压开关	空气绝缘开关柜、气体绝缘开关柜、气体绝缘环网柜、固体绝缘环网柜、户内真空断路器、灭弧室及其它开关元件、户外断路设备等		西安西电开关电气有限公司
电力电子	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、静止同步无功发生器、动态电压恢复器、有源电力滤波器、光伏并网逆变器、微电网系统、融冰装置、大功率整流装置、特种电源及电力电子变压器等		西安西电电力电子有限公司, 西电通用电气自动化有限公司

数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

1.4. 产品品类渐完善业绩激增, 盈利能力有望提升

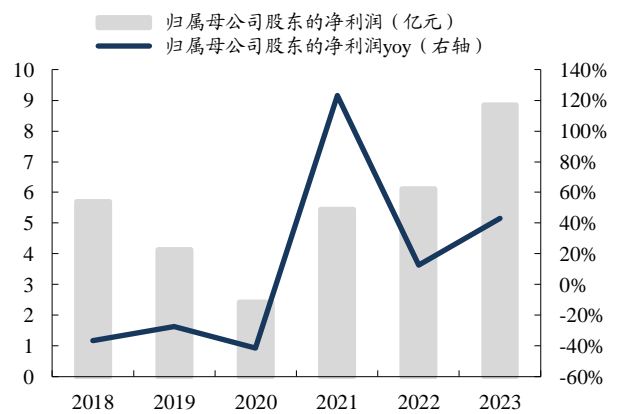
市场持续拓展，营收与归母净利润稳中有增。2018至2023年，公司总营业收入由139.08亿元增长至210.51亿元，复合增长率为8.6%，其中2021年受疫情影响营收略有回落；2018-2023年归母净利润由5.69亿元增长至8.85亿元，复合增长率为9.2%，2021年利润大幅增长主要系当年有多个特高压项目确认收入所致。2023年公司实现总营收为210.51亿元，同比+12%，主要系变压器产品及海外市场销售收入增长拉动，实现归母净利润为8.85亿元，同比+43%，主要系开关业务毛利率提升+聚焦主业剥离EPC业务等提高了公司整体盈利能力，我们预计公司营收和盈利有望持续稳健增长。

图6: 公司总营收情况(亿元)及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

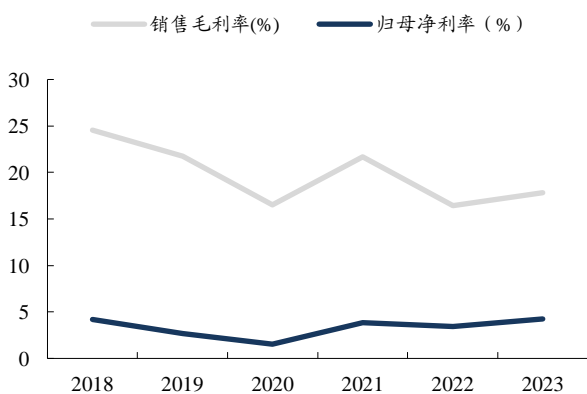
图7: 公司归母净利润情况(亿元)及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

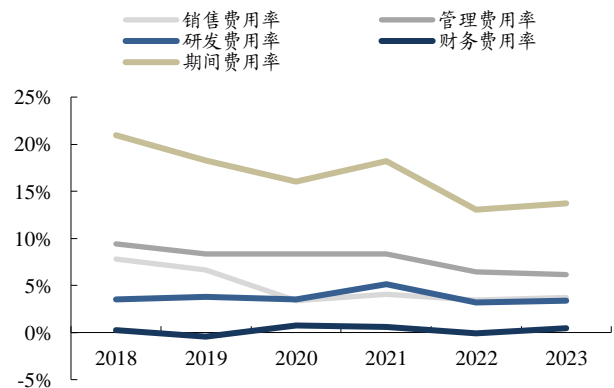
盈利能力提升空间较大，毛利率&归母净利率持续改善。2023年公司销售毛利率与归母净利率分别为17.83%/4.25%，分别同比+1.41pct/+0.91pct；公司为开拓网外和国际市场，销售费用率有所提升。随着公司产业升级步伐加快，业务结构重组，管理降本增效+高毛利的特高压订单交付，费用端持续压降，未来毛利率、归母净利率有望持续提升。横向对比来看，公司整体ROE水平处于较低位置，但同比持续提升，公司经营管理仍有较大提升空间。

图8: 2018-2023年公司销售毛利率、归母净利率



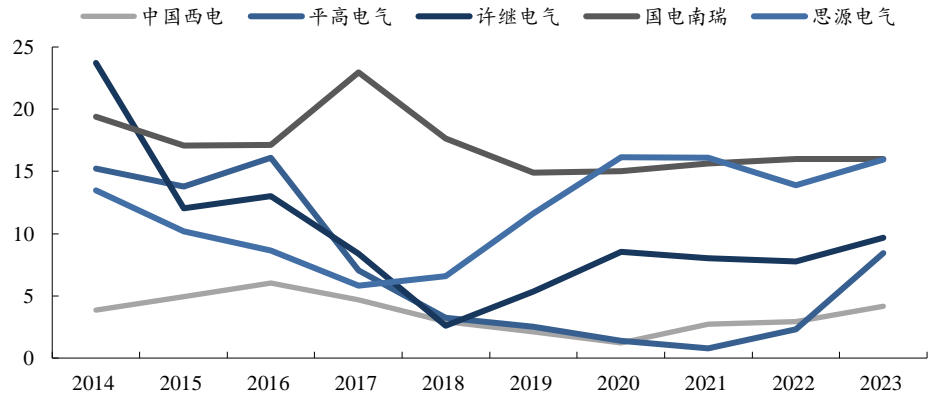
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 费用率持续压降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

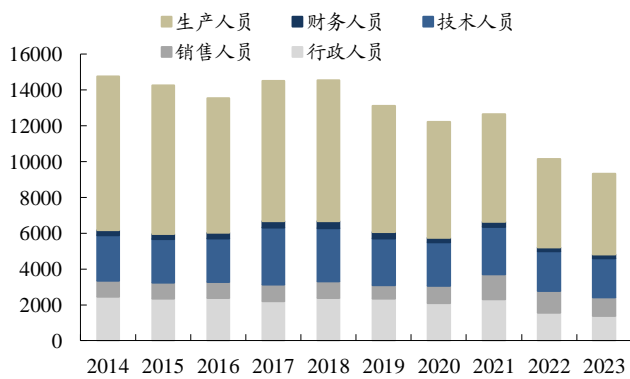
图10: 可比公司 ROE 水平 (%), 西电处于较低位置



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

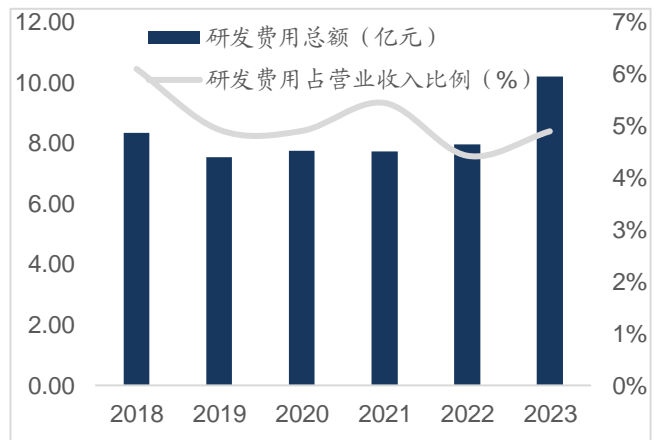
持续降本增效, 优化人员结构, 持续投入前瞻性技术研发。2021 年开始, 公司持续推进降本增效, 通过引入管理数字化、生产自动化, 有效降低人力成本, 2023 年公司员工人数下降至 9312 人, 同比-8%; 公司始终重视前瞻性技术的研发, 18-23 年公司研发费用 CAGR 约为 8%, 公司持续加大在柔性直流输电、风电技术、新能源等领域的投入, 未来有望持续拓展业务版图, 打开成长天花板。

图11: 2021 年起生产人员下降幅度较大 (人)



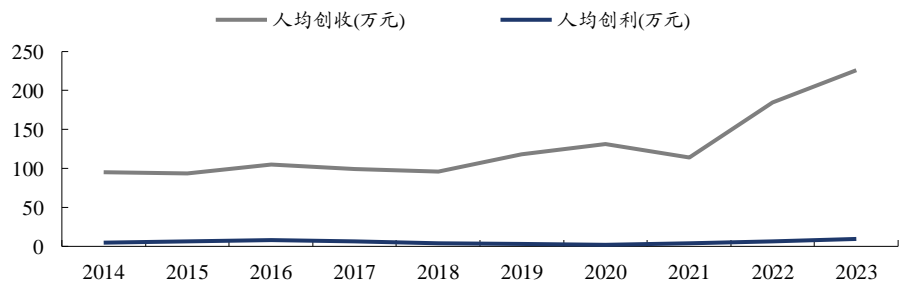
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2018-2023 年研发费用及占营收比例 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2021 年后人均创收有较大提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 央国企改革东风已至，经营改善释放公司潜在动能

2.1. 新时代央国企改革迈入新阶段，国有资产持续高质量发展

新时代国企改革重塑央国企治理体系，看好国有资产长期高质量发展。2023年1月，国资委新闻发布会上提出把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，进一步加大现金分红力度，更好地回报投资者。在《国企改革深化提升行动方案（2023-2025）》中，首次提出在国企改革过程中，要通过市场化方式推进整合重组来提升国有资本配置效率，同时在经营管理层面推动长期市场化经营，政府对国企的管理更加强调管资本为主，我们认为这是简政放权、让专业的人做专业的事的重要表现。后续，随着央国企改革的不断推进，央国企在市场竞争、经营管理等方面不断精进能力，伴随着优质资产的整合注入，我们认为国有资产将迎来长期高质量发展的历史机遇期。

图14: 《国企改革深化提升行动方案（2023-2025年）》对改革提出新的要求

序号	新方案（2023-2025）	老方案（2020-2022年）
1	优化国有经济布局，加快建设现代产业体系	完善中国特色现代企业制度，形成科学有效的公司治理机制
2	完善国有企业科技创新机制，加快实现高水平自立自强	推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦主责主业，发展实体经济，提升国有资本配置效率
3	强化国有企业对重点领域保障，支撑国家战略安全	积极稳妥推进混合所有制改革，促进各类所有制企业取长补短、共同发展
4	以市场化方式推进整合重组，提升国有资本配置效率	激发国有企业的活力，健全市场化经营机制，加大正向激励力度
5	推动中国特色国有企业现代公司治理和市场化经营机制长效化	形成以管资本为主的国有资产监管体制，着力从监管理念、监管重点、监管方式、监管导向等多方位实现转变
6	健全以管资本为主的国资监管体制	推动国有企业公平参与市场竞争，强化国有企业的市场主体地位
7	营造更加市场化、法治化、国际化的公平竞争环境	推动一系列国企改革专项行动落实落地
8	全面加强国有企业党的领导和党的建设	加强国有企业党的领导党的建设，推动党建工作与企业的生产经营深度融合

数据来源：国资委，东吴证券研究所

中央企业经营指标体系优化，考核重量又重质。我国对央国企领导管理考核体系不断完善更新，从2020年以前的“两利一率”，发展到“一例五率”：考核用净资产收益率替换净利润指标，用营业现金比率替换营业收入利润率指标，并继续保留资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率指标，重点关注公司 ROE 及利润指标，从根本上引导企业增强自生能力、积累能力、可持续发展能力和价值创造能力，央国企发展将重量又重质。

图15: 央国企经营考核逐渐侧重高质量发展

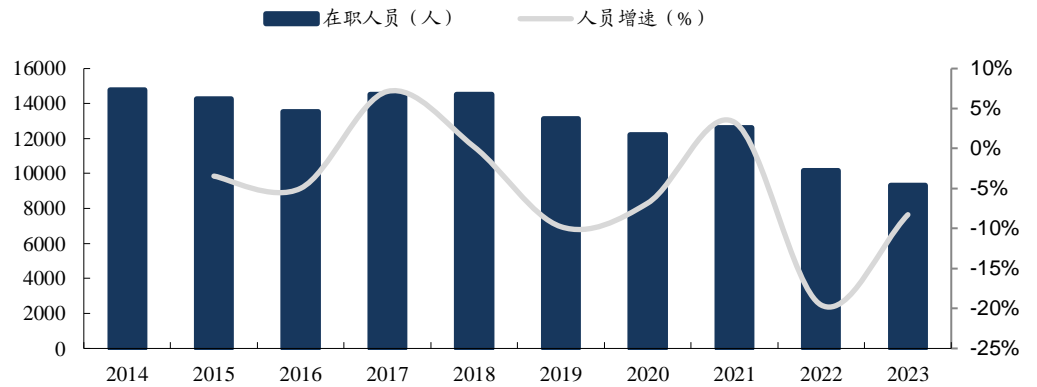
时间	考核指标	具体指标	政策意图
2020年前	两利一率	净利润、利润总额、资产负债率	
2020	两利三率	净利润、利润总额、资产负债率， 新增营业收入率、研发经费投入强度	引导企业关注提高经营效率，加大科技创新产业布局
2021	两利四率	净利润、利润总额、资产负债率，营业收入率、 研发经费投入强度，新增全员劳动生产率	引导企业提高劳动力配置效率和人力资本水平
2022	两利四率 目标“两增一控三提高”	两增：利润总额和净利润增速高于国民经济增速 一控：资产负债率控制在65%以内 三提高：营业收入利润率再提高0.1个百分点，全员劳动生产率再提高5%，研发经费投入进一步提高	国企改革收官之年，评价标准更具体细化
2023	一利五率 目标“一增一稳四提升”	利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率， 剔除净利润、营业收入利润率，新增净资产收益率，营业现金比率 一增：确保利润总额增速高于全国GDP增速 一稳：资产负债率总体保持稳定 四提升：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升	引导企业更加注重投入产出比，关注现金流安全，推动中央企业加快实现高质量发展
2024	保持“一利五率”不变	“一利稳定增长，五率持续优化”，即中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长，净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定。	带动我国产业体系全面升级的引领性力量，推动国家经济发展的支撑性力量

数据来源：国资委，东吴证券研究所

2.2. 管理提效持续释放潜能，人员+业务结构双优化降本增效

优化人员结构，数智化升级推动降本增效。公司员工人数众多，费用压力较大，公司为了降本增效、提高管理效率和经营效率，持续推进人员结构的优化，同时通过自动化、数字化转型升级，减少生产制造环节人员数量，2022/2023年，公司人员增速分别为-19.57%/-8.27%，我们预计公司未来将继续压降非技术类员工人数，通过不断优化人工成本，提升投入产出效率，有望能够为后续公司费用端释放弹性空间，助力央企改革大潮下业绩改善、降本增效。

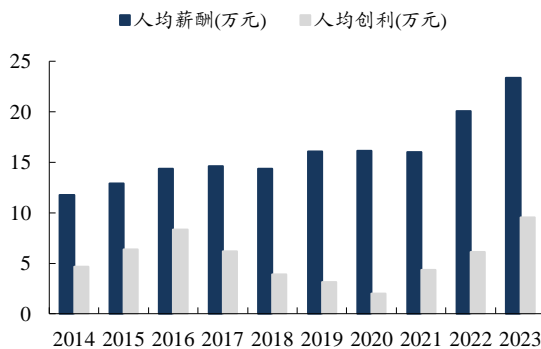
图16: 公司在职人员数量 22-23 年大幅下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

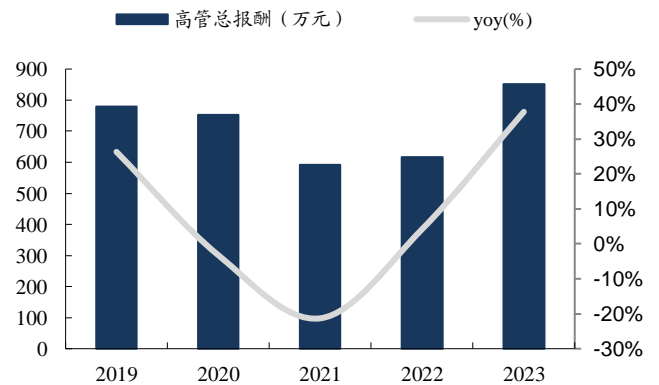
人员激励机制改善, 超额利润等激励手段调动员工积极性。2018 年以来, 公司以“激励机制改革”为核心, 全面落实“国企三年改革行动”“双百行动”, 整合运用绩效考评、销售奖励、山头项目、揭榜挂帅等现期激励工具和科技型企业项目收益分红中长期激励。2023 年, 公司人均薪酬/创利分别达到 23.35/9.51 万元, 同比+16%/56%。人均薪酬的显著增长有望充分激发员工生产积极性和创新能力, 共同助力企业高质量发展。

图17: 2014-2023 年员工人均薪酬与人均创利 (万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

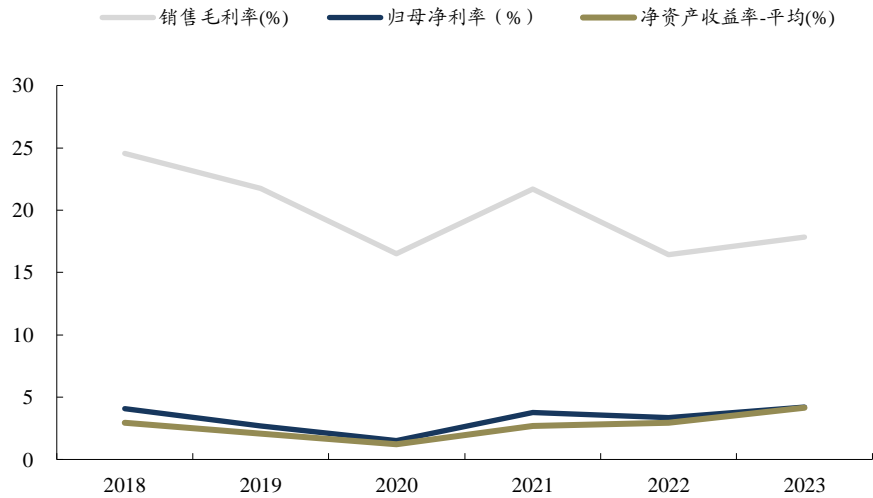
图18: 近五年高管总报酬 (万元) 与增长率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

聚焦电力设备主业, 高质量发展打造强盈利能力。根据公司公告, 2023 年 4 月, 公司将所持有的西电新能源 100% 股权、西电综能 95% 股权以非公开协议转让方式转让给中国西电集团, 转让收益共计 7.15 亿元。这两家子公司业务主要以新能源&综合能源 EPC 为主, 业务毛利率较低, 公司剥离 EPC 业务将进一步聚焦电力设备主业, 提高经营质量, 改善盈利能力, 高质量发展为国家和股东创造更多的利润和回报。

图19: 2022年起盈利能力开始稳步提升



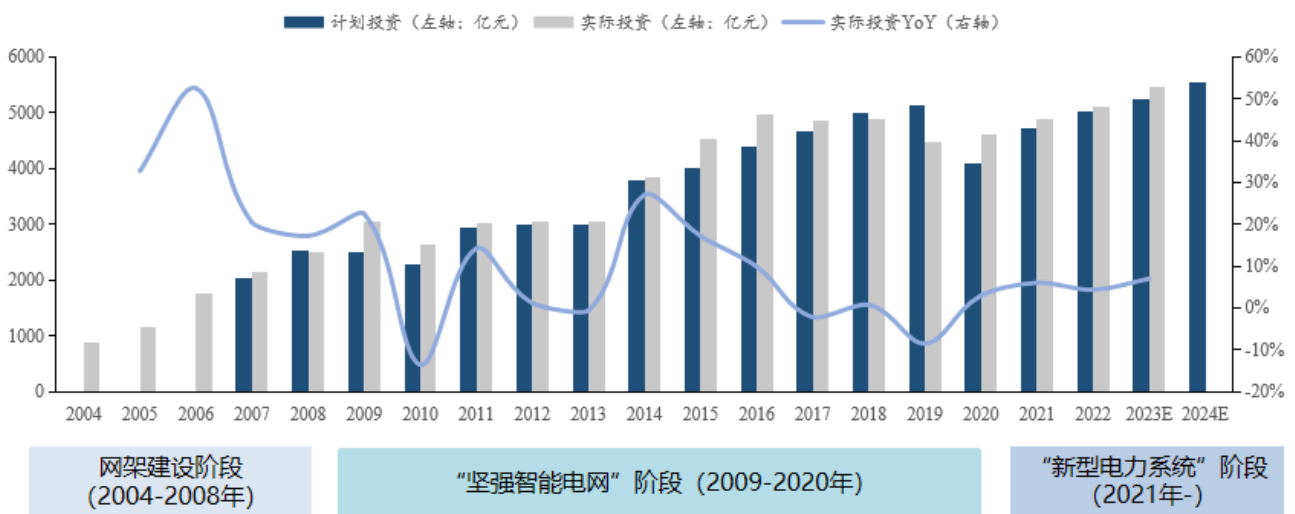
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 新型电力系统成长大周期, 需求驱动迎发展机遇期

3.1. 宏观战略拉动电网建设, 特高压建设前景广阔

“双碳”战略驱动“十四五”电网投资额稳健增长, 23年实现超5%的稳健增长, 24年预计约+8%增长。为了解决国家大力发展清洁能源和能源转型的战略目标, 预计“十四五”期间, 国网年均投资额有望维持在5000亿以上的高位。23年年初国网预计实现5200+亿的电网投资, 同比+4.5%, 从全年执行情况看, 国网实际完成额约5300亿+, 同比+5%。我们预计24年电网投资有望超5800亿+, 同比+8%, 增速超预期。

图20: 国家电网历史投资情况

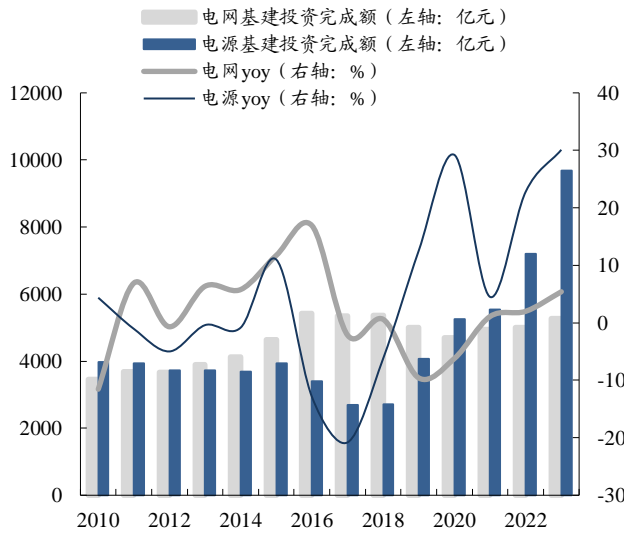


数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

双碳战略的实施拉动电源侧投资&装机快速增长, 电网建设滞后或将成为新能源并

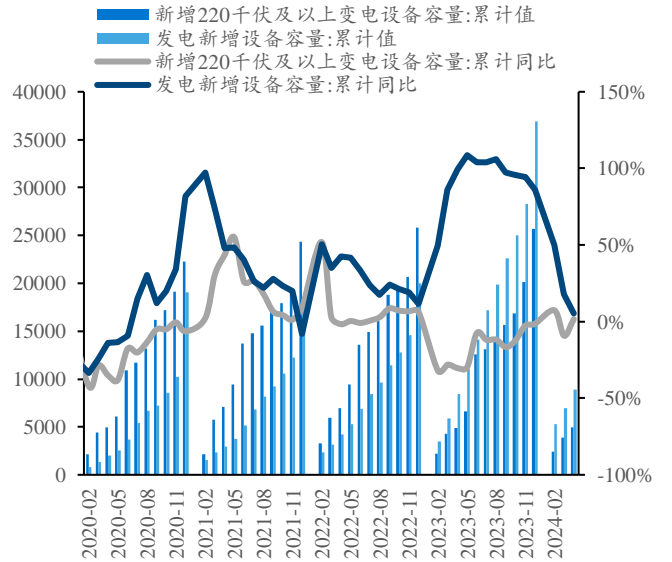
网外送的瓶颈。电网在经历“十二五”、“十三五”的大规模建设后，投资规模有所下降。从2020年开始，受“双碳”战略的拉动，电源基础建设投资额的总量超过电网，新增发电容量的增速开始超过电网新增220kV及以上变电容量的增速。2023年受清洁能源大基地建设提速，新增变电容量开始小于发电设备新增容量，电网冗余度被持续挤压。为了保证后续可靠的新能源的可靠并网+电网稳定，我们预计24-25年电网投资依旧将重点解决大基地外送问题。

图21: 2019年开始电源投资增速已超过电网



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

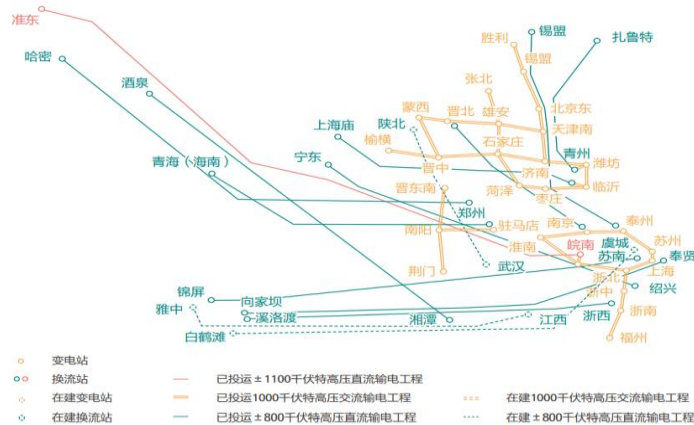
图22: 电网冗余容量在逐渐减少 (单位: 万 kVA)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

特高压工程的建设是我国近20年的电网发展的主旋律之一。2004年，国家电网提出了建设以特高压电网为核心的坚强国家电网的战略构想，2005年开始正式启动特高压交流试验示范工程的初步设计，从此特高压建设成为了贯穿我国电网发展的主旋律。截止到2022年底，国网已建成“17交16直”的33条特高压线路。“十四五”规划以及后续特高压外送通道建设将主要围绕清洁能源大基地的外送消纳展开，建设持续性强。

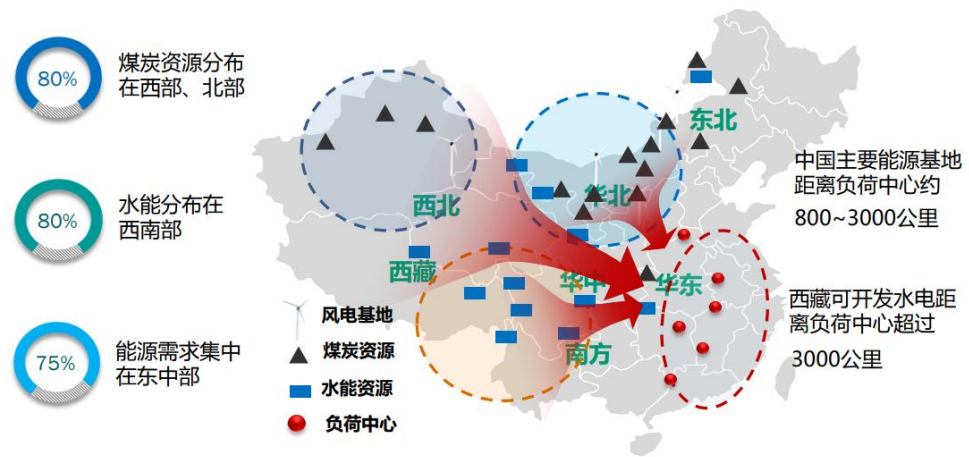
图23: 我国已初步形成了特高压交直流混合大电网络局



数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

我国能源基地与负荷中心逆向分布，资源分布不均催生远距离输电需求。我国幅员辽阔，自然资源分布极不均匀，东南沿海经济发达、用电需求大负荷中心主要分布在东南沿海，但煤炭、水力、新能源等资源则广泛分布在北方和西南地区，电源点远离负荷中心，整体呈逆向分布，由此催生了建设特高压通道连接电源与负荷中心的需求。

图24: 中国能源与负荷分布形态



数据来源：国家电网、东吴证券研究所

2023 年特高压高速推进，2024 年强度依旧不减。23 年已开工并完成物资招标“4 直 2 交”，符合市场全年预期，展望 24 年，我们预计开工有望延续高强度，随着“十四五”滚动增补+“十五五”规划落地，我们继续看好特高压的建设持续性。特高压直流方面，“十四五”规划中金上-湖北、陇东-山东、宁夏-湖南、哈密北-重庆已正式开工，所有已开工工程已完成物资招标，24 年我们预计会有至少 4 条直流开工建设。23 年川渝 1000kV 联网、张北-胜利特交工程已完成核准并开工，24 年我们预计还会核准开工至少 2 条交流工程。潜在新增规划方面，为了满足清洁能源大基地二期及远期的外送需求，我们预计“十四五”规划预计将增补至少 5 条直流(二期基地中的线路)，“十五五”大基地 165GW 的外送需求则对应至少 15 条的直流外送通道建设，交流特高压作为交流电网补强的重要手段，建设项目数量有望超市场预期。

图25: “十四五”规划工程及潜在规划工程

项目名称	进度/预计开建时间	类型
金上-湖北±800KV	建设中, 23年2月	特高压直流
陇东-山东±800KV	建设中, 23年3月	
宁夏-湖南±800KV	建设中, 23年5月	
哈密北-重庆±800KV	建设中, 23年8月	
陕西-安徽±800KV	已开工, 24年3月	
甘肃-浙江±800KV (柔)	可研, 24年	
陕西-河南±800KV	可研, 24年	
蒙西-京津冀±800KV (柔)	可研, 24H1	
藏东南-粤港澳大湾区±800KV一期 (柔)	已完成预可研, 25年	
川渝1000KV	建设中, 22年9月	
张北-胜利 (锡盟) 双回1000KV	建设中, 22年	
大同-怀来-天津北-天津南双回1000KV	可研, 24年	
阿坝-成都东1000kV	已开工, 24年1月	
达拉特-蒙西1000kV	已完成预可研, 24年-25年	
库布齐-上海±800kV	前期工作, 25-27年	“十四五”滚动增补
腾格里-江西±800kV	前期工作, 25-27年	
乌兰布和-京津冀±800kV	前期工作, 25-27年	
巴丹吉林-四川±800kV	前期工作, 25-27年	
柴达木-广西±800kV	前期工作, 25-27年	
攀西-川南-天府南1000kV	前期工作, 25-27年	
烟威 (含中核cx送出) 1000kV	前期工作, 25-27年	
藏电送粤二期	待纳规	
松辽-华北±800kV	待纳规	
陇电入川±800kV	待纳规	
陇电入桂±800kV	待纳规	
青海海南外送±800kV	待纳规	
库布齐-浙江±800kV	待纳规	
库布齐-安徽±800kV	待纳规	
库布齐-江苏±800kV	待纳规	
敦煌外送	待纳规	
疆电送川渝±800kV (柔)	待纳规	
外电入赣±800kV	待纳规	拟新增规划 (交流)
大同-乌兰察布-包头-巴彦淖尔1000kV	待纳规	
大同-达拉特-包头1000kV	待纳规	
开封-驻马店1000kV	待纳规	
长治-南阳1000kV二期	待纳规	
浙江1000kV环网	前期工作, 25年	
石家庄-北京1000kV	待纳规	
赣闽联网	待纳规	

数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

3.2. 受益于特高压建设, 高质量订单驱动业绩高增

公司的特高压技术行业领先, 产品覆盖特高压交流和直流项目。公司的特高压产品包括变压器、高压开关、电力电容器、互感器、避雷器、绝缘子及套管、换流阀与电线电缆产品等全套设备序列, 致力于为全球用户提供完整的输配电设备系统解决方案及装备。

图26: 公司特高压产品

产品		产品简介	产品展示
电力变压器	交流变压器	包括发电机变压器、电网用电力变压器、城网农网用配电变压器（干式配电变压器、油浸式配电变压器）、轨道交通用牵引变压器、工业冶金用特种变压器（电炉变压器、整流变压器）	
	换流变压器	换流变压器	
高压开关		专注于 40.5~1100kV 组合电器、断路器、隔离开关、管道母线、发电机保护断路器、直流场开关以及复合式、组合式开关装备的研制。	
电力电容器		专注于 6~1000kV 的并联电容器及其成套装置、滤波电容器及其成套装置、串联电容器、耦合电容器、高压断路器用均压电容器、脉冲电容器、高压标准电容器等装备的研制。	
互感器		专注于 SF6 电流互感器、油浸电流互感器（倒立、正立）、电子式电流互感器、电压互感器、电子式电压互感器、电容式电压互感器等装备的研制。	
避雷器		专注于 35~1000kV 瓷外套无间隙金属氧化物避雷器；6~800kV 复合外套无间隙金属氧化物避雷器；66~1000kV GIS 无间隙金属氧化物避雷器；±50~±1100kV 直流输电工程用成套避雷器	
绝缘子及套管		专注于 1100kV（±1100kV）及以下电压等级电瓷/复合材料绝缘子及套管的研制。	
换流阀		主要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等产品	
电线电缆		专注于电线电缆类产品的研发与制造，主要提供通信电缆、信号电缆、电力电缆、电气装备电缆、电气化铁路产品及机车车辆用线缆及铜加工产品等。	

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

公司特高压产品覆盖全面，核心设备市占率名列前茅。公司在特高压市场中产品覆盖全面，核心主设备市占率名列前茅，截至 2024 年 5 月，1) 特高压直流工程中，公司换流阀/换流变/组合电气（GIS）的市场份额分别为 20%/25%/15%，在上市公司中名列前

茅；2)特高压交流工程中，公司 1000kV 变压器/1000kV 组合电器/隔离开关市场份额分别为 13%/17%/24%，总体处于领先地位。

图27: 特高压主设备市场份额 (截至 2024 年 5 月)

类型	公司	换流阀	换流变	直流保护系统	GIS	断路器	电抗器	电容器	开关柜	隔离开关和接地开关
直流	国电南瑞	44.94%		70.97%		6.38%				
	平高电气				46.24%				6.52%	32.43%
	许继电气	25.32%		27.42%					6.52%	
	中国西电	19.62%	24.79%		15.04%	19.15%	1.58%	12.46%		14.86%
	保变电气		22.16%							
	特变电工		26.76%				0.45%			
	思源电气							16.41%		
长高集团									21.62%	
类型	公司	1000kV GIS	断路器	电抗器	电容器	开关柜	隔离开关和接地开关	避雷器	互感器	1000kV 变压器
交流	平高电气	30.09%					10.24%	27.68%		
	中国西电	16.89%	48.26%	16.44%	14.29%	13.53%	24.41%	8.82%	21.15%	13.03%
	保变电气			5.38%						12.70%
	特变电工			10.18%					5.08%	36.16%
	思源电气				25.71%				7.54%	
	长高集团						18.90%			

数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

公司产品+市场竞争力不断提高，特高压项目中标份额持续提升。在并入中电装备集团后，公司重点加强了市场端的投入和能力建设，用市场化的激励手段提高一线员工的积极性和创造力，2021-2023 年，公司加强对特高压市场的投入，在交流、直流特高压市场上，公司的直流换流阀、组合电器等产品市占率都有显著提升，老牌巨头重拾竞争力。不仅在特高压市场，在网外高端市场，公司中标了国内首台 1000 千伏百万机组核电变压器，实现核电领域新突破。

图28: 2021-2023 年开工项目主要设备公司中标份额均有提升

工程类型	工程名称	1000kV变压器 (台)	1000kV组合电器 (间隔)	750kV组合电器 (间隔)	500kV组合电器 (间隔)	
交流	福州-厦门	公司中标	0	9	0	2
		总计	7	12	0	17
	武汉-南昌	公司中标	0	0	0	0
		总计	0	3	0	0
	张北-胜利	公司中标	0	1	0	0
		总计	9	9	0	3
	川渝1000kV环网	公司中标	7	0	0	10
		总计	28	44	0	36
	黄石交流	公司中标	0	12	0	19
		总计	7	12	0	19
天津-雄安-石家庄扩建	公司中标	0	6	0	2	
	总计	18	12	0	13	
市场份额		10%	30%		38%	
		换流阀 (套)	换流变 (台)	750kV组合电器 (间隔)	500kV组合电器 (间隔)	
直流	陇东-山东	公司中标	0	14	0	0
		总计	8	56	32	34
	金上-湖北	公司中标	2	14	0	0
		总计	8	56	0	90
	宁夏-湖南	公司中标	4	28	26	0
		总计	8	56	26	32
	哈密-重庆	公司中标	0	0	0	0
		总计	8	56	30	34
	青海-西藏	公司中标	2	0	0	0
		总计	4	0	0	0
市场份额		22%	25%	30%	0%	

数据来源: 国家电网, 东吴证券研究所

2023 年特高压项目中标金额大幅提升，盈利能力有望持续改善。根据国网招标数

据，2023 年公司特高压项目累计中标 79.28 亿元，同比+1001%，2022 年受特高压项目开工数量不及预期等因素影响累计中标 7.20 亿元。特高压系列产品是公司毛利率最高的拳头产品，23 年新签的项目将陆续在 24-25 年逐步交付确认，我们预计公司的综合毛利率、净利率会显著提升，2024 年国网有望开工“5 直 3 交”，我们预计公司份额有望稳中有生，则盈利能力有望持续改善。

图29：23 年公司特高压项目中标金额同比大幅提升

中标设备	2021	2022	2023	2023yoy
1000kv组合电器 (间隔)	7	9	44	389%
500kv组合电器 (间隔)	33	2	29	1350%
1000kV交流变 (台)	23	7	56	700%
电抗器 (台)	30	23	30	30%
互感器 (台)	36	36	31	-14%
直流换流阀 (套)	2	-	6	
交直流断路器 (台)	9	-	99	
换流变 (台)	14	-	56	
隔离开关 (台)	54	-	168	
电容器 (台)	44	-	143	
总金额 (亿元)		7.20	79.28	1001%

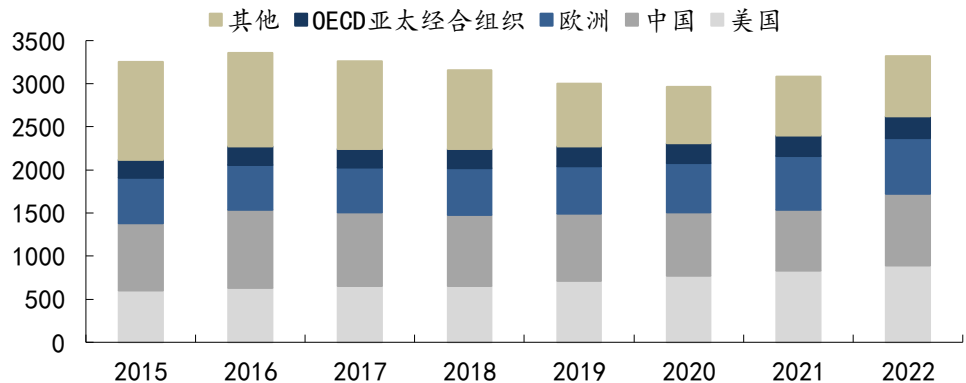
数据来源：国家电网，东吴证券研究所

4. 一带一路再出发，电力设备航母待启航

4.1. 全球电网建设有望加速，一次设备出口高增

电力设备需求全球“四分天下”，美欧市场不容小觑。根据 IEA 数据，2015-2022 年全球电网的资本开支总量稳定在 3000 亿美元左右，结构上中国、美国、欧洲和其他区域“四分天下”。增速方面：中国/美国/欧洲/其他区域（新兴经济体为主）15-22 年 CAGR 分别为 1%/6%/3%/-5%。

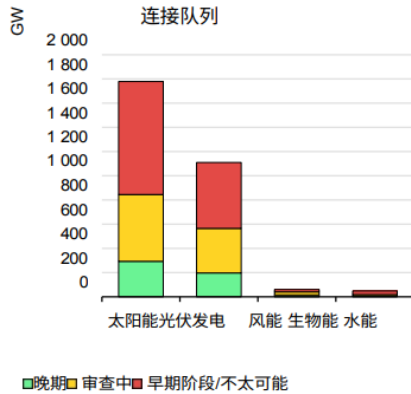
图30：全球电网投资均迎来上行周期（亿美元）



数据来源：IEA，东吴证券研究所

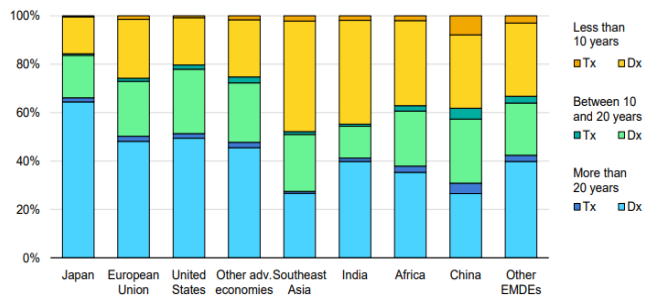
受新能源并网和老旧设备升级替换需求影响，全球电网建设有望进一步加速。电网目前或已成为全球新能源并网的瓶颈。根据 IEA，截至 22 年底至少有 3000GW 的可再生能源项目排队申请并网，其中 1500GW 处于后期阶段——500GW 已签订并网协议、1000GW 处于审查阶段。部分发达国家电网运行了 40 年甚至更久，老化现象严重。美国大部分电网建于 20 世纪 60-70 年代，70% 以上的输电系统已经超 25 年；根据欧盟电网行动计划，欧洲 40% 的配电网使用年限已超过 40 年。

图31: 等待并网的可再生能源已有 3TW



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

图32: 全球范围内，欧美日发达国家电网老化更严重



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

2022 年起我国变压器和高压开关出口体量和增速持续攀升。21-23 年变压器出口金额分别为 237/297/373 亿元，同比+13%/21%/20%；21-23 年高压开关设备及控制装置出口金额分别为 144/175/233 亿元，同比+5%/22%/34%，22 年开始电力设备出口景气度显著提升，海外市场需求旺盛。

图33: 2021-2023 年中国变压器出口金额及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图34: 2021-2023 年中国高压开关出口金额及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

4.2. 海外本地化前瞻布局，国际业务有望打开发展空间

布局海外子公司，积极开拓国际市场。西电埃及于 2009 年设立，生产制造 500kV 及以下 GIS、变压器、避雷器等高压输变电设备，使埃及正式成为中东北非地区第一个能够制造 500kV 超高压电力变压器和气体绝缘金属封闭开关设备的国家，有力支撑了埃及电力行业快速发展，被埃及国家电力与可再生能源部部长赞誉“有力地助推埃及电力革命”；西电印尼于 2012 年设立，具备 70kV-500kV 电力变压器生产能力，年生产能力 6000MVA，是印尼本国生产制造 500kV 级电压变压器能力最强、质量最优的制造厂。

与通用电气开展境外合作，海外业务有望蓬勃发展。2012 年，公司与美国通用电气公司共同成立西电通用公司，开展境外商业合作。2013 年，公司向通用电气定向增发股票 7.69 万股，通用电气持有公司 15% 的股权。公司获得了通用电气转让的二次设备技术，弥补了二次设备的技术短板，完善了输变电产业链。借助通用电气的品牌优势和知名度，公司进一步开拓了海外市场。利用通用电气遍布全球的销售网络，公司完善海外市场布局，进一步拓展海外业务。

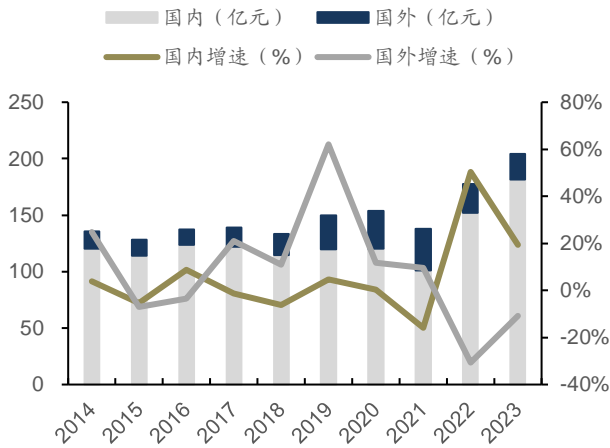
图35: 公司海外业务布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

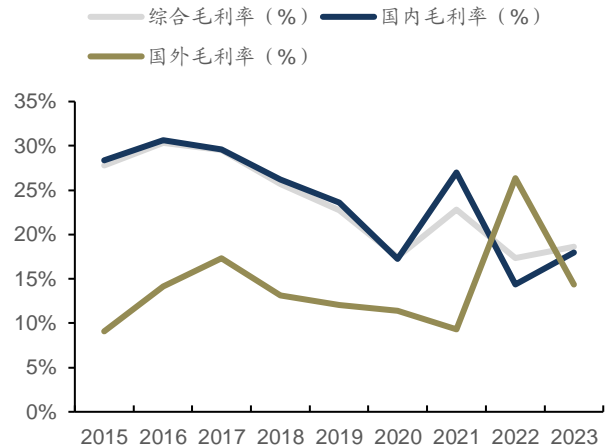
中国一次设备出海巨轮，一带一路有望拉动海外收入增长提速。公司作为我国一次设备的领先企业，较早布局海外市场，海外业务覆盖全球超过 80 多个国家和地区，在非洲、东南亚、西亚、拉美、欧洲以及北美建立起全球市场网络。截止 23 年末公司海外营收占比为 10%，国外营收占比、毛利率上升势头明显。公司在埃及、印尼等国设置有海外产能，深耕非洲及亚洲市场，并不断拓展新市场。

图36: 2014-2023 年公司分地区收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 2015-2023 年公司国内外市场毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2024 年初, 西开电气成功中标土耳其阿库尤核电站(Akkuyu Nuclear Power Plant) 550kV GIS 项目, 合同金额超 3 亿元, 创下了西开电气国际业务单笔合同额历史新高, 3 月 4 日、3 月 19 日, 西电西变连续收到巴基斯坦 WB10A 变电站升级改造工程变压器采购项目订单, 包含 220kV 变压器 3 台、500kV 变压器 4 台, 为公司完成全年任务打下了良好基础。公司 2022 年中标智利 Kilo 高压直流输电项目换流站项目, 承担合同金额约 29 亿元, 产品国际影响力进一步提升, 海外市场有望加速开拓。

图38: 2021-2024 年公司海外项目订单

时间	国家	工程名称	合同金额	产品
2021	马来西亚	马来西亚吉兰丹州三个小水电 EPC总承包工程	2.26亿美元	新建装机容量分别为30MW、29MW和25MW的三个小水电站, 总计装机容量84MW; 同时建设相关配套132kV/33kV输变电设施, 包括三个33kV水电站升压站, 一个132kV/33kV变电站, 一个132kV开关站以及数十公里132kV/33kV输电线路。
2021	厄瓜多尔	厄瓜多尔BID3输变电项目	3100万美金	包括1座新建230kV变电站, 2座扩建230kV变电站和一段42公里长的输电线路
2021	刚果(金)	刚果(金) GCK水泥厂输变电总承包项目	-	一座RC变电站的改造和一座GCK变电站的新建以及一条12公里120kV双回钢管杆线路的建设
2021	沙特	埃及-沙特±500千伏超高压直流输电线路EPC项目	-	线路总长335千米, 埃及巴德尔-沙特阿拉伯塔巴换流站
2022	智利	智利Kilo高压直流输电换流站 EPC项目	4.26亿美元	2座±600kV换流站
2022	埃及	NDHPS12 220kV GIS成套EPC变电站和NDHPS4 66kV GIS成套EPC变电站总包项目	2.57亿元人民币	220kV和66kV气体绝缘金属封闭开关设备, 220kV 175MVA电力变压器
2023	乌兹别克斯坦	乌兹别克斯坦国家电网公司500千伏输电线路项目	-	线路72千米, 将锡尔河电厂与国家电网的500kV主干输电环网相联
2023	孟加拉	MRSML钢厂230千伏变电站总包项目	-	-
2024	菲律宾	桑切斯米拉50MW风电EPC项目	-	50MW风电厂和相关升压站、输电线路等电力连接设施的设计、供货、施工和调试
2024	阿曼	阿曼玛纳500兆瓦光伏项目主变压器采购	3000万元	2台280兆伏安 400千伏变压器产品
2024	土耳其	土耳其阿库尤核电站550千伏GIS项目	3亿元	-

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

海外产能落子较早, 乘一带一路新建设东风再迎发展机遇期。公司较早在海外布局产能基地, 先后建成西电埃及、西电印尼两个海外生产基地, 分别具备 500kV 及以下 GIS、变压器的生产能力。随着“一带一路”战略重启, 中国西电有望依托海外产能的先发优势, 优化“一带一路”沿线国家和地区营销体系建设, 与“一带一路”沿线国家和地区开展深度合作, 积极开展“工程承包+融资”“工程承包+融资+运营”等合作, 努力推动“中国技术+中国标准+中国装备+中国建设”全链条走出去。

5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2024-2026 年总营收分别为 247.4/291.6/326.3 亿元，同比增长 18%/18%/12%，2024-2026 年归母净利润分别为 12.5/20.5/25.1 亿元，同比增长 42%/64%/22%，分业务来看：

开关业务：公司是国内高压开关设备的核心设备供应商之一，网内特高压高毛利收入占比提升，网外新能源+国际市场持续拓展，我们预计公司该业务收入分别为 86.1/105.9/127.1 亿元，同比增长 12%/23%/20%。

变压器业务：公司变压器业务是另一块核心业务板块，以四个子公司为承担主体，上游原材料总部集采+内部降本增效+特高压订单启动交付+海外市场持续突破，我们预计公司该业务收入分别为 100.5/112.8/122.3 亿元，同比增长 28%/12%/8%。

电力电子&工程贸易业务：公司电力电子业务受益于特高压直流换流阀份额提升，未来有望实现稳健增长，工程贸易业务依托西电国际、西电印尼和西电埃及积极拓展海外市场，我们预计公司该业务收入分别为 40.2/51.1/53.7 亿元，同比增长 10%/27%/5%。

电容器、绝缘子及避雷器业务：我们预计公司该业务收入分别为 8.8/9.3/10.0 亿元，同比增长 10%/5%/8%。

研发检测及二次设备：我们预计公司 2024-2026 年该业务收入分别为 5.7/6.4/7.1 亿元，同比增长 15%/13%/10%。

图39：中国西电营业收入拆分

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,847.91	24,542.38	28,959.87	32,426.10
yoy	14.46%	17.72%	18.00%	11.97%
毛利润	3,622.22	4,511.35	5,838.93	6,758.57
毛利率	17.37%	18.38%	20.16%	20.84%
开关				
营业收入	7,663.36	8,608.80	10,588.82	12,706.59
yoy	33.07%	12.34%	23.00%	20.00%
毛利润	1,933.47	2,017.97	2,647.21	3,240.18
毛利率	25.23%	23.44%	25.00%	25.50%
收入占比	37%	35%	37%	39%
变压器				
营业收入	7,823.17	10,047.74	11,276.51	12,226.76
yoy	40.31%	28.44%	12.23%	8.43%
毛利润	662.62	1,176.69	1,420.75	1,633.97
毛利率	8.47%	11.71%	12.60%	13.36%
收入占比	38%	41%	39%	38%
电力电子&工程贸易				
营业收入	3,657.78	4,023.56	5,109.92	5,365.42
yoy	-30.11%	10.00%	27.00%	5.00%
毛利润	577.93	804.71	1,200.83	1,260.87
毛利率	15.80%	20.00%	23.50%	23.50%
收入占比	18%	16%	18%	17%
电容器、避雷器				
营业收入	802.95	883.24	927.40	1,001.59
yoy	20.67%	10.00%	5.00%	8.00%
毛利润	174.32	194.31	208.67	225.36
毛利率	21.71%	22.00%	22.50%	22.50%
收入占比	4%	4%	3%	3%
研发及检测及二次设备				
营业收入	495.54	569.87	643.95	708.34
yoy	-9.05%	15.00%	13.00%	10.00%
毛利润	243.26	284.93	328.41	364.80
毛利率	49.09%	50.00%	51.00%	51.50%
收入占比	2%	2%	2%	2%
其他业务				
营业收入	405.12	409.17	413.26	417.40
yoy	-6.80%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利润	30.63	32.73	33.06	33.39
毛利率	7.56%	8.00%	8.00%	8.00%
收入占比	2%	2%	1%	1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：公司是输变电一次设备领先企业，新时代国企改革+特高压改善收入结构+供应链降本+国际业务持续拓展，公司盈利能力有望显著提升，收入利润进入高速增长阶段。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 12.5/20.5/25.1 亿元，同比 +42%/64%/22%，现价对应 PE 分别为 30/18/15 倍。我们选取国内头部的电力设备公司作为可比公司，考虑到央国企改革和市值考核后经营改善空间大+交直流特高压订单持

续兑现利润弹性大，给予 2025 年 25 倍 PE，目标价 10.0 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图40: 可比公司估值表 (截至 2024 年 6 月 12 日)

证券代码	名称	总市值	股价	归母净利润 (亿元)			PE			来源
		(亿元)	(元)	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
000400.SZ	许继电气	322	31.63	10.05	11.64	16.76	32	28	19	东吴
002028.SZ	思源电气	555	71.66	15.59	20.65	25.86	36	27	21	东吴
600312.SH	平高电气	215	15.84	8.16	12.04	14.81	26	18	15	东吴
600406.SH	国电南瑞	1,896	23.60	71.84	79.02	88.9	26	24	21	东吴
平均值							30	24	19	
601179.SH	中国西电	370	7.21	8.85	12.53	20.55	42	30	18	东吴

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 电网投资不及预期。** 电网公司是公司最重要的下游客户，是公司特高压/高压订单的主要来源，如果电网公司投资不及预期，公司订单和收入可能会产生较大影响。
- 2) 特高压建设不及预期。** 特高压订单的交付对公司盈利能力影响较大，如果特高压建设进度不及预期，可能会对公司的利润产生较大影响。
- 3) 市场竞争加剧的风险。** 公司深耕行业多年，形成了较强的竞争优势，若未来不能持续在技术创新、产品种类、市场服务等方面保持竞争优势，将可能面临市场份额下降，发展速度放缓的风险。

中国西电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	31,085	35,060	39,828	45,246	营业总收入	21,051	24,742	29,160	32,626
货币资金及交易性金融资产	10,382	13,900	17,654	22,205	营业成本(含金融类)	17,137	20,046	23,136	25,683
经营性应收款项	12,658	13,073	13,681	14,384	税金及附加	156	210	247	277
存货	3,545	3,735	3,915	3,918	销售费用	779	908	1,028	1,119
合同资产	1,491	1,473	1,738	1,946	管理费用	1,295	1,473	1,680	1,832
其他流动资产	3,008	2,880	2,841	2,794	研发费用	718	834	956	1,005
非流动资产	12,694	12,638	12,610	12,595	财务费用	93	(66)	(99)	(132)
长期股权投资	2,342	2,342	2,342	2,342	加:其他收益	201	205	239	263
固定资产及使用权资产	3,730	3,473	3,207	2,950	投资净收益	176	133	154	162
在建工程	488	607	766	928	公允价值变动	(32)	0	0	0
无形资产	1,947	1,897	1,947	1,997	减值损失	(259)	(330)	(260)	(210)
商誉	24	23	22	21	资产处置收益	135	291	340	200
长期待摊费用	14	14	14	14	营业利润	1,094	1,636	2,686	3,257
其他非流动资产	4,150	4,283	4,313	4,343	营业外净收支	13	(3)	(3)	(3)
资产总计	43,779	47,698	52,439	57,841	利润总额	1,107	1,633	2,683	3,253
流动负债	17,552	20,041	22,405	24,907	减:所得税	87	188	306	353
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,376	1,851	2,422	2,999	净利润	1,020	1,444	2,377	2,900
经营性应付款项	9,708	10,739	11,432	11,978	减:少数股东损益	135	192	322	389
合同负债	3,830	4,908	6,082	7,458	归属母公司净利润	885	1,253	2,055	2,512
其他流动负债	2,638	2,543	2,469	2,471	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.17	0.24	0.40	0.49
非流动负债	1,801	1,840	1,840	1,840	EBIT	972	1,566	2,584	3,122
长期借款	171	171	171	171	EBITDA	1,920	2,064	2,964	3,442
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.83	18.38	20.16	20.84
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	4.25	5.10	7.10	7.75
其他非流动负债	1,621	1,661	1,661	1,661	收入增长率(%)	12.21	17.53	17.85	11.89
负债合计	19,352	21,882	24,245	26,747	归母净利润增长率(%)	42.99	41.50	64.05	22.23
归属母公司股东权益	21,642	22,840	24,895	27,407					
少数股东权益	2,784	2,976	3,298	3,687					
所有者权益合计	24,426	25,816	28,193	31,094					
负债和股东权益	43,779	47,698	52,439	57,841					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,215	3,164	3,155	4,054	每股净资产(元)	4.22	4.46	4.86	5.35
投资活动现金流	2,044	166	228	143	最新发行在外股份(百万股)	5,126	5,126	5,126	5,126
筹资活动现金流	(772)	394	472	453	ROIC(%)	3.60	5.15	7.81	8.55
现金净增加额	2,460	3,718	3,854	4,651	ROE-摊薄(%)	4.09	5.48	8.25	9.16
折旧和摊销	948	498	381	321	资产负债率(%)	44.21	45.88	46.24	46.24
资本开支	(311)	(48)	14	(78)	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.98	29.67	18.09	14.80
营运资本变动	(753)	1,240	529	858	P/B(现价)	1.72	1.63	1.49	1.36

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>