

2024 年中报点评：扣非业绩上行， 盈利能力向好

核心观点

公司发布 2024 年半年度报告，2024H1 扣非业绩同比增加 22.87%，实现较好增长。公司作为输配电一次设备综合龙头，受益于电网投资建设加快，下游市场需求旺盛。行业景气度高企，电网投资稳步提升，2024 年 1-7 月电网投资完成额为 2947 亿元，同比增长 19.2%；沙戈荒大基地外送以及西南水电外送的需求下，特高压建设刚性且持续。得益于行业高景气，公司作为头部企业，组合电器、变压器等产品位居行业前列，预计 2024 年下半年高压产品订单与交付将更为集中，公司盈利能力将有所改善。

事件

公司发布 2024 半年度报告，2024 上半年实现营业收入 103.42 亿元，同比增长 7.42%，归母净利润 4.52 亿元，同比增加 5.23%；扣非归母净利润 4.71 亿元，同比增加 22.87%。

简评

扣非业绩上行，盈利能力提升

1) 2024 上半年归母净利润/扣非归母净利润分别为 4.52/4.71 亿元，同比增加 5.23%/22.87%。由于 2024H1 公允价值变动损益变化，扣非业绩增速较快。

2) 单二季度实现收入 56.31 亿元，同比增加 17.95%；归母净利润 2.49 亿元，同比增加 3.63 %；扣非归母净利润 2.81 亿元，同比增加 34.34 %。

3) 2024H1 毛利率为 18.93 %，同比提升 2.42 pct；2024Q2 毛利率为 19.83 %，同比提升 2.11 pct。预计由于规模化效应、持续推进降本增效、高毛利产品占比增加等原因，毛利有所上行。

4) 2024H1 经营活动产生的现金流净额 6.69 亿元，同比增长超 30 亿元，预计主要系加强应收账款管理，销售回款同比增加；客户贷款及垫款净增加额同比减少等。

行业景气度高企，一次设备综合龙头将充分受益

1) ①新型电力系统加速建设，电网投资增速较快。2024 年 1-7 月电网投资完成额为 2947 亿元，同比增长 19.2%。②特高压发展确定性强，沙戈荒大基地外送以及西南水电外送需求下，特高压线路建设刚性且持续。

中国西电 (601179. SH)

首次评级

增持

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135177

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

郑博元

zhengboyuan@csc.com.cn

010-56135176

SAC 编号:S1440524080004

发布日期： 2024 年 09 月 26 日

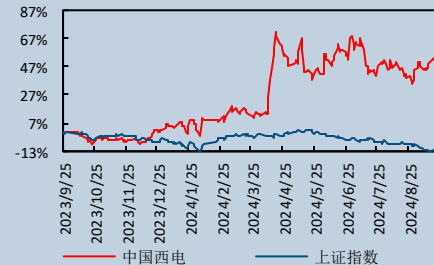
当前股价： 7.24 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
9.04/8.73	-5.11/-0.61	49.28/57.88
12 月最高/最低价 (元)		8.23/4.43
总股本 (万股)		512,588.24
流通 A 股 (万股)		512,588.24
总市值 (亿元)		371.11
流通市值 (亿元)		371.11
近 3 月日均成交量 (万)		6965.25
主要股东		
中国电气装备集团有限公司		51.87%

股价表现



相关研究报告

2) 行业景气度高企。2024 年前四批次国网总部输变电招标金额约 555 亿元，同比增长约 11.8%。其中组合电器采购额约 139 亿元，同比增长约 18%；变压器采购额约 132 亿元，同比增长约 9.5%。公司组合电器、变压器等核心产品在国家电网的市场份额位居前列。

开关、变压器增量明显，海外业务贡献增量

1) 2024 上半年分业务板块来看：①公司变压器板块营业收入 44.68 亿元，同比增长 21.64%；②公司开关板块营业收入 40.81 亿元，同比增长 25.07%。③电容器板块营业收入 4.33 亿元，同比增长 25.61%；2024H1 开关、变压器等核心产品销售收入同比增加，持续贡献核心增量。

2) 分区域来看，2024H1 国内收入 89.6 亿元，海外收入 13.2 亿元；国际业务收入同比增加，贡献收入增量。分市场来看，网内收入 45.0 亿元，网外其他业务 57.8 亿元。

3) 产品矩阵丰富。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）、变压器（电力变压器、换流变压器）、电抗器（平波电抗器、并联电抗器）、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。

4) 行业头部地位稳固。①特高压市场占有率保持行业领先，网外市场稳定增长，新业务订单不断涌现，助力金上-湖北、宁夏-湖南等 14 项特高压工程建设等。②国际业务多点突破，中标土耳其阿库尤核电站项目实现核电领域新突破，单机产品拓展至意大利、瑞典、爱尔兰等国，工程业务拓展至约旦、加纳、津巴布韦等国家。

业绩预测：预计公司 2024/2025 年归母净利润为 12.1/18.1 亿元，PE 30.8/20.5x。行业景气度高企，公司作为一次设备综合龙头将充分受益，首次覆盖给予增持评级。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,006	20,848	24,035	29,766
YoY(%)	27.0	15.8	15.3	23.8
净利润(百万元)	612	885	1,206	1,810
YoY(%)	12.6	44.5	36.2	50.1
EPS(摊薄/元)	0.12	0.17	0.24	0.35
P/E(倍)	59.7	41.3	30.8	20.5

资料来源：iFinD，wind，中信建投证券

风险分析

1) 需求方面：国家基建政策变化导致电源投资规模不及预期；电网投资规模不及预期；新能源装机增速下降导致对电力设备需求下降；全社会用电量增速下降等；两网招标进度不及预期；特高压建设推进进度不及预期。

2) 供给方面：铜资源、钢铁等大宗商品价格上涨；电力电子器件供给紧张，国产化进度不及预期。

3) 政策方面：新型电力市场相关支持力度不及预期；电价机制推进进度低于预期；电力现货市场推进进度不及预期；电力峰谷价差不及预期。

4) 国际形势方面：能源危机较快缓解、能源价格较快下跌；国际贸易壁垒加深。

5) 市场方面：竞争格局大幅变动；竞争加剧导致电力设备各环节盈利能力低于预期；运输等费用上涨。

6) 技术方面：技术降本进度低于预期；技术可靠性难以进一步提升。

公司业绩敏感性分析：假设公司 2024 年开关板块收入同比增长 10%、30%、50%，则对应公司 2024 年归母净利润分别为 10.4、12.1、13.7 亿元。

报表预测

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
流动资产	30,548.25	31,084.81	36,652.26	43,206.81
现金	7,267.65	9,505.71	6,498.10	6,221.48
应收票据及应收账款合计	12,885.82	12,495.77	16,730.64	20,720.24
其他应收款	496.63	322.53	604.80	749.01
预付账款	990.08	1,653.43	2,033.91	2,518.92
存货	3,906.83	3,545.47	5,710.33	6,961.37
其他流动资产	5,001.24	3,561.91	5,074.48	6,035.79
非流动资产	10,295.07	12,693.93	11,994.59	11,165.49
长期投资	141.07	2,341.58	2,437.59	2,483.59
固定资产	4,016.32	3,729.66	3,340.46	2,915.02
无形资产	1,737.84	1,947.37	1,662.76	1,370.16
其他非流动资产	4,399.84	4,675.31	4,553.79	4,396.72
资产总计	40,843.31	43,778.74	48,646.86	54,372.30
流动负债	16,537.59	17,551.88	21,517.50	25,862.50
短期借款	513.06	1,346.02	1,546.02	1,446.02
应付票据及应付账款合计	9,193.55	9,707.93	12,496.11	15,233.80
其他流动负债	6,830.98	6,497.92	7,475.37	9,182.68
非流动负债	1,361.76	1,800.58	1,753.24	1,707.57
长期借款	80.76	179.44	132.11	86.44
其他非流动负债	1,281.01	1,621.13	1,621.13	1,621.13
负债合计	17,899.35	19,352.45	23,270.74	27,570.07
少数股东权益	1,890.18	2,784.31	2,954.66	3,210.42
股本	5,125.88	5,125.88	5,125.88	5,125.88
资本公积	12,007.13	12,173.60	12,173.60	12,173.60
留存收益	3,920.76	4,342.49	5,121.98	6,292.32
归属母公司股东权益	21,053.78	21,641.98	22,421.46	23,591.81
负债和股东权益	40,843.31	43,778.74	48,646.86	54,372.30

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
经营活动现金流	508.39	1,215.07	-2,522.48	509.45
净利润	713.55	1,019.96	1,375.93	2,065.88
折旧摊销	724.09	948.34	980.88	1,025.11
财务费用	-9.76	93.06	42.45	48.12
投资损失	-49.41	-175.52	-103.68	-103.68
营运资金变动	-632.69	-956.52	-4,642.76	-2,386.17
其他经营现金流	-237.38	285.75	-175.29	-139.80
投资活动现金流	-350.01	2,044.16	-169.23	47.48
资本支出	531.92	308.57	150.00	150.00
长期投资	-274.22	-128.86	-100.00	-50.00
其他投资现金流	-607.70	1,864.44	-219.23	-52.52
筹资活动现金流	1,537.29	-771.63	-315.89	-833.55
短期借款	363.11	832.96	200.00	-100.00
长期借款	-38.74	98.68	-47.34	-45.67
其他筹资现金流	1,212.93	-1,703.28	-468.55	-687.88
现金净增加额	1,712.95	2,459.84	-3,007.60	-276.62

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
营业收入	18,006.49	20,847.91	24,034.81	29,766.16
营业成本	15,048.15	17,131.04	19,406.47	23,658.10
营业税金及附加	149.37	155.99	198.83	238.13
销售费用	625.99	778.77	910.15	1,071.58
管理费用	1,178.58	1,294.57	1,442.09	1,666.91
研发费用	581.19	717.65	827.35	1,024.64
财务费用	-9.76	93.06	42.45	48.12
资产减值损失	-157.20	-91.17	-108.16	-133.95
信用减值损失	-158.58	-168.21	-181.58	-224.88
其他收益	165.18	200.75	152.86	152.86
公允价值变动收益	70.66	-32.37	19.07	19.12
投资净收益	49.41	175.52	103.68	103.68
资产处置收益	281.23	134.60	173.92	173.92
营业利润	872.15	1,093.66	1,557.81	2,339.98
营业外收入	31.82	69.55	46.51	46.51
营业外支出	35.37	56.05	44.48	44.48
利润总额	868.60	1,107.15	1,559.84	2,342.01
所得税	155.05	87.19	183.91	276.13
净利润	713.55	1,019.96	1,375.93	2,065.88
少数股东损益	101.16	134.77	170.35	255.77
归属母公司净利润	612.39	885.19	1,205.58	1,810.11
EBITDA	1,582.93	2,148.55	2,583.17	3,415.24
EPS (元)	0.12	0.17	0.24	0.35

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	26.98	15.78	15.29	23.85
营业利润(%)	29.96	25.40	42.44	50.21
归属于母公司净利润(%)	12.55	44.55	36.20	50.14
获利能力				
毛利率(%)	16.43	17.83	19.26	20.52
净利率(%)	3.40	4.25	5.02	6.08
ROE(%)	2.91	4.09	5.38	7.67
ROIC(%)	2.69	6.72	7.54	9.27
偿债能力				
资产负债率(%)	43.82	44.21	47.84	50.71
净负债率(%)	-29.09	-32.67	-18.99	-17.49
流动比率	1.85	1.77	1.70	1.67
速动比率	1.36	1.32	1.15	1.10
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.48	0.49	0.55
应收账款周转率	1.50	1.70	1.53	1.53
应付账款周转率	2.34	2.65	2.36	2.36
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.17	0.24	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.24	-0.49	0.10
每股净资产(最新摊薄)	4.11	4.22	4.37	4.60
估值比率				
P/E	60.60	41.92	30.78	20.50
P/B	1.76	1.71	1.66	1.57
EV/EBITDA	11.01	9.35	13.77	10.70

资料来源: iFinD, wind, 中信建投证券

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

郑博元

中信建投证券电力设备及新能源研究员，北京大学理学博士，研究方向为储能、电力设备。2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk