

明阳电气 (301291.SZ)

深耕新能源变电，海风起量，并牟定出海及电网

公司深耕新能源及新基建变电环节，有望实现三步走。公司专注于新能源、新型基础设施等领域的输配电及控制设备研发、生产和销售，其主要产品包括箱式变电站、成套开关设备和变压器等，公司产品主要应用于新能源（含风能、太阳能、储能）、新型基础设施（含数据中心、智能电网）等领域。公司发展有望实现三步走，第一步稳定并拓宽新能源发电市场份额，第二步海风建设起量，高毛利收入占比提升，业绩有望高增，第三步布局海外市场及国内电网渠道。

第一步，公司新能源发电市场份额稳定，客户集中度高，有望再提升份额。2022年变压器及箱式变电站在风电、光伏领域分别占有约27.25%、15.20%市场份额，位于行业前列。公司新能源客户集中度高、渠道优势足，2022年，新能源领域前五客户的销售占比为53%。公司主要客户包括“五大六小”发电集团、能源方案服务商（阳光电源、明阳智能、上能电气、禾望电气）等。随着新能源装机高企，公司有望稳定并拓宽新能源发电市场份额，实现新能源业务的高增。

第二步，国内海风建设起量，业绩有望高增。海上特种变压器国产品牌的市场竞争程度较低，主要仍由ABB、西门子、SGB等国际品牌占据主导地位，2021年外资市占率为90%、明阳电气6%。公司研发的海上风电专用干式变压器、海上风电充气式中压环网柜技术达到国际先进水平。大容量海上风电升压变压器、海上风电充气式中压环网柜作为海上风电并网关键设备，已成功打破外资品牌的垄断，获取批量订单，为我国海上风电行业发展提供有力的保障。随着海上风电需求起量，公司有望在海风领域大力发展，实现海上风电业务高增。

第三步，公司当下布局海外市场及国内电网渠道，公司业绩迎来下一增长极。全球电网持续加大投资，据IEA数据，2024年全球电网投资增速达6.42%，其中北美投资超千亿美元达1140亿美元。随着全球未来随着新能源发电的不断建设、汽车电动化趋势提升，老旧电网的升级换代，变压器市场呈现持续增长的趋势，公司海外收入有望大幅提升。国内电网市场受益新能源建设、配网升级改造等，变压器需求稳增，公司产品不断突破高电压等级，适配电网需求，随着电网建设持续加大，公司电网业务有望高增。

盈利预测：公司主营产品为新能源发电侧变压器，正布局出海及电网发展。我们预计公司2024-2026年实现营收63.34/85.67/101.02亿元，同比+28%/35%/18%，实现归母净利润6.48/8.73/10.67亿元，同比+30%/35%/22%。2024-2026年公司PE估值18.6x/13.8x/11.3x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新能源发电建设不及预期、竞争加剧风险、海外市场及国内电网市场拓展不及预期、测算风险、数据滞后性的风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,236	4,948	6,334	8,567	10,102
增长率 yoy (%)	59.4	52.9	28.0	35.3	17.9
归母净利润（百万元）	265	498	648	872	1,067
增长率 yoy (%)	64.4	87.7	30.1	34.7	22.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.85	1.59	2.07	2.79	3.42
净资产收益率 (%)	27.3	11.8	14.2	17.3	18.9
P/E (倍)	45.4	24.2	18.6	13.8	11.3
P/B (倍)	12.4	2.9	2.6	2.4	2.1

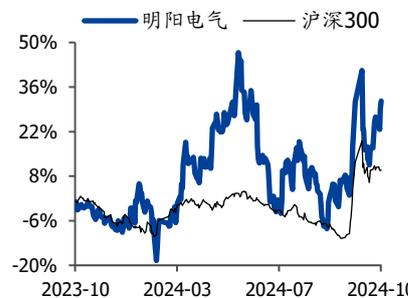
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2024年10月31日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	电网设备
10月31日收盘价（元）	38.56
总市值（百万元）	12,038.43
总股本（百万股）	312.20
其中自由流通股（%）	41.02
30日日均成交量（百万股）	5.66

股价走势



作者

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3014	6792	8284	10525	12322
现金	404	2981	3442	4008	4653
应收票据及应收账款	1522	2256	2815	3807	4490
其他应收款	34	72	70	95	112
预付账款	88	61	99	132	155
存货	581	995	1239	1651	1935
其他流动资产	385	427	618	831	977
非流动资产	784	1044	1212	1188	1164
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	474	490	462	434	405
无形资产	97	130	130	130	130
其他非流动资产	213	424	621	625	629
资产总计	3797	7836	9496	11713	13485
流动负债	2495	3561	4564	6101	7189
短期借款	59	10	110	210	310
应付票据及应付账款	1992	2905	3717	4954	5805
其他流动负债	444	645	737	938	1074
非流动负债	331	64	366	566	666
长期借款	315	37	337	537	637
其他非流动负债	16	27	29	29	29
负债合计	2826	3624	4929	6667	7855
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	234	312	312	312	312
资本公积	206	2894	2893	2893	2893
留存收益	528	1001	1356	1834	2419
归属母公司股东权益	971	4211	4567	5046	5631
负债和股东权益	3797	7836	9496	11713	13485

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	288	329	559	694	973
净利润	265	498	648	872	1067
折旧摊销	30	40	28	28	28
财务费用	20	13	12	30	42
投资损失	0	1	0	0	0
营运资金变动	-85	-325	-127	-237	-164
其他经营现金流	58	102	-3	0	0
投资活动现金流	-19	-77	-190	-4	-4
资本支出	-19	-77	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-190	-4	-4
筹资活动现金流	-184	2466	93	-124	-324
短期借款	-159	-49	100	100	100
长期借款	1	-278	300	200	100
普通股增加	0	78	0	0	0
资本公积增加	0	2689	-1	0	0
其他筹资现金流	-25	26	-306	-424	-524
现金净增加额	85	2718	461	566	645

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3236	4948	6334	8567	10102
营业成本	2551	3826	4956	6605	7740
营业税金及附加	15	17	25	34	40
营业费用	116	181	253	385	455
管理费用	83	128	190	300	354
研发费用	105	161	222	300	354
财务费用	18	-6	-2	13	22
资产减值损失	-27	-53	0	0	0
其他收益	10	35	38	51	61
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	293	560	728	980	1199
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	293	560	728	980	1198
所得税	28	62	80	108	132
净利润	265	498	648	872	1067
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	265	498	648	872	1067
EBITDA	360	618	754	1021	1249
EPS (元/股)	0.85	1.59	2.07	2.79	3.42

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	59.4	52.9	28.0	35.3	17.9
营业利润(%)	62.8	90.9	30.0	34.7	22.2
归属母公司净利润(%)	64.4	87.7	30.1	34.7	22.2
获利能力					
毛利率(%)	21.2	22.7	21.8	22.9	23.4
净利率(%)	8.2	10.1	10.2	10.2	10.6
ROE(%)	27.3	11.8	14.2	17.3	18.9
ROIC(%)	21.3	12.0	12.8	15.2	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	74.4	46.3	51.9	56.9	58.2
净负债比率(%)	3.0	-69.3	-65.3	-64.4	-65.6
流动比率	1.2	1.9	1.8	1.7	1.7
速动比率	0.8	1.5	1.4	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	2.9	2.8	2.6	2.8	2.6
应付账款周转率	2.9	2.5	2.4	2.4	2.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.85	1.59	2.07	2.79	3.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	1.05	1.79	2.22	3.12
每股净资产(最新摊薄)	3.11	13.49	14.63	16.16	18.04
估值比率					
P/E	45.4	24.2	18.6	13.8	11.3
P/B	12.4	2.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	0.1	9.6	12.0	8.6	6.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价

内容目录

一、公司介绍：深耕新能源及新基建变电环节，逐步出海	5
1.1 新能源电力设备发展迅猛，业内遥遥领先	5
1.2 公司股权结构稳定，张传卫是公司创始人和实控人	7
1.3 公司净利润持续高增，盈利能力维持较高水平	7
1.4 客户集中度高，长期稳定合作	9
二、紧跟新能源，进口替代海风升压系统，业绩有望随“海”爆发	11
2.1 新能源需求持续增长，海上应用场景望成为增速最高的领域	11
2.1.1 风光储稳定增长，公司下游市场需求逐步提升	11
2.1.2 海风需求驱动，有望成为增速最高的领域	13
2.2 公司新能源份额较高，海风产品已逐步替代进口	15
三、下一战略布局年定出海和电网，再拓业务新增长点	20
3.1 海外电力设备需求高增，公司战略年定海外市场	20
3.2 电网建设持续高增，公司有望拓宽电网渠道	22
四、盈利预测	24

图表目录

图表 1: 公司主要产品分类示意图	5
图表 2: 公司主要产品系列表	6
图表 3: 2020-2024H1 年各领域产品下游领域营收 (亿元)	6
图表 4: 2020-2024H1 年各领域产品占比	6
图表 5: 2022 年各领域产品占比	7
图表 6: 2024H1 年各领域产品占比	7
图表 7: 明阳电气股权结构图 (截止日期是 24Q3)	7
图表 8: 2018~2024 前三季度营业总收入情况	8
图表 9: 2018-2024H1 公司分业务营业收入 (亿元)	8
图表 10: 2018~2024 前三季度归母净利润情况	8
图表 11: 2018-2024H1 分业务毛利率情况	9
图表 12: 2018-2024 前三季度各费用率情况	9
图表 13: 2022 年下游产品分布	10
图表 14: 2020-2022 年公司不同领域主要客户金额及占比	10
图表 15: 2024 年上半年光伏组件招标方定标详情 (单位: GW)	11
图表 16: 我国光伏新增装机预期 (GW)	12
图表 17: 全球光伏新增装机预期 (GW)	12
图表 18: 陆上风电、海上风电公开招标容量 (GW)	12
图表 19: 2024-2028 年各地区风电装机规模预测	13
图表 20: 2023-2028 年各地区风电装机规模及预测	13
图表 21: 保守/理想场景下, 2024-2028 年国内储能新增装机预期 (gw)	13
图表 22: 2013—2023 年中国海上风电装机容量 (gw)	14
图表 23: 各省深远海发展近况	14
图表 24: 2024-2030 年欧洲海上风电新增装机容量预测 (GW)	15
图表 25: 公司主要产品市场份额	15
图表 26: 明阳电气的关联交易收入及关联交易占比 (亿元)	16
图表 27: 明阳智能海上风电装机市场份额 (MW)	16
图表 28: 明阳智能海上风电吊装市场份额	16
图表 29: 公司 2022 年入围明阳智能的海上风电项目数量及实现配套销售的项目数量情况	17
图表 30: 明阳智能海上风电中明阳电气供应份额	17
图表 31: 公司特种海上干式变压器的评级	18
图表 32: 公司特种海上干式变压器与竞争对手的对比	18
图表 33: 公司与箱式变电站主要竞争对手毛利率对比	18

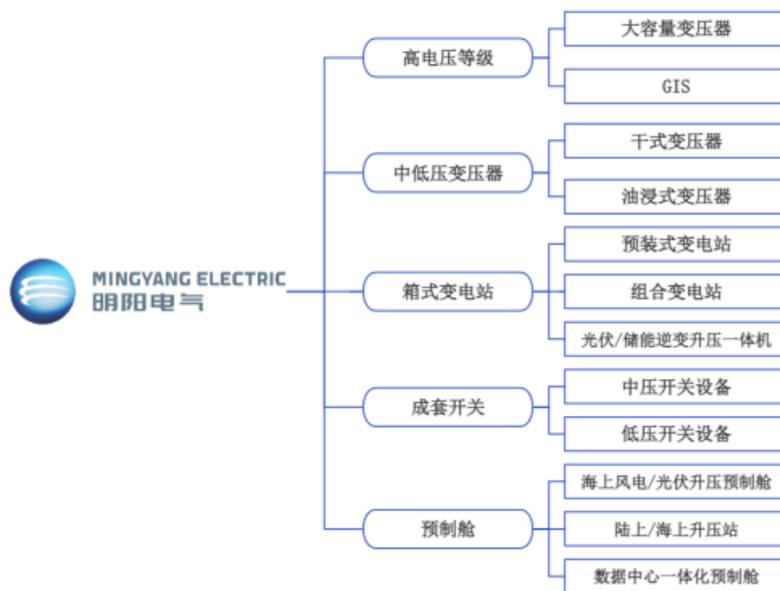
图表 34:	公司与变压器主要竞争对手毛利率对比.....	18
图表 35:	特种海上风电干式变压器与变压器均值单价、毛利率对比.....	19
图表 36:	电力变压器和配电变压器区别.....	20
图表 37:	历年全球变压器市场规模及未来预测.....	21
图表 38:	全球电网投资额及增速.....	21
图表 39:	2023 年全球变压器分区域市场规模及份额 (亿元).....	22
图表 40:	2023 年变压器出口类型-电压等级.....	22
图表 41:	2023 年全球变压器中国出口占比.....	22
图表 42:	2018-2024 年电网/电源基本建设投资完成额 (亿元).....	23
图表 43:	2021-2024 年电网单月基本建设投资完成额 (亿元).....	23
图表 44:	公司盈利预测假设.....	24
图表 45:	可比公司参照 (截至 2024 年 10 月 31 日).....	25

一、公司介绍：深耕新能源及新基建变电环节，逐步出海

1.1 新能源电力设备发展迅猛，业内遥遥领先

公司是新能源电气装备领军企业，由新能源逐步拓展至新基建、数据中心。公司专注于新能源、新型基础设施等领域的输配电及控制设备研发、生产和销售，其主要产品包括箱式变电站、成套开关设备和变压器等，公司产品主要应用于新能源（含风能、太阳能、储能）、新型基础设施（含数据中心、智能电网）等领域，在国内新能源市场，公司箱式变电站产品市场份额名列前茅，在海外市场，公司产品应用在海外 40 多个国家，遍布东南亚、欧洲、中东、北美市场。

图表1：公司主要产品分类示意图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

主要产品：公司主要从事新能源、新型基础设施等领域输配电及控制设备的研发、生产和销售，主要产品为箱式变电站、成套开关设备和变压器。2024H1 公司箱式变电站营收占比 68%、成套开关设备 11%、变压器 20%。

下游客户：公司与“五大六小”发电集团、电网（南方电网）、两大 EPC 单位（中国电建、中国能建）、通信运营商（中国移动、中国联通等）、能源方案服务商（阳光电源、明阳智能、上能电气、禾望电气）等知名企业建立了长期业务合作关系，获得了市场的广泛认可。

图表2: 公司主要产品系列表

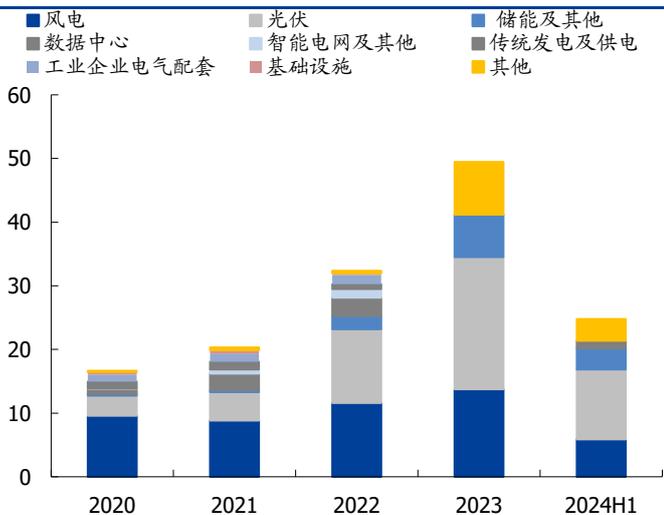
箱式变电站 68%	 <p>预装式变电站 组合式变电站</p> <p>华氏箱变 欧式箱变 美式箱变 光伏逆变升压一体化装置 储能升压一体化装置</p>	<p>产品介绍</p> <p>箱变是按照一定接线方式, 将高压开关设备、变压器设备和低压开关设备等组合在箱体内的成套配电装置</p>	<p>下游应用</p> <p>新能源行业(光伏、风电、储能等)、工矿企业、临时施工、民用建筑、市政工程、充电桩等</p>
成套开关设备 11%	 <p>低压开关柜 充气式中压开关柜 空气绝缘中压开关柜 中压开关柜</p>	<p>成套开关设备是多个具有控制、保护、测量、转换和分配电能的开关器件组合体</p>	<p>能源行业(传统发电、海上风电)、电网、工矿企业、民用建筑、轨道交通、市政工程、工业用户等</p>
变压器 20%	 <p>油浸式变压 干式变压器</p> <p>植物油变压器 矿物油变压器 标准干式变压器 敞开式干式变压器 特种海上干式变压器</p>	<p>公司产品主要有油浸式变压器(植物油和矿物油)和干式变压器(标准、敞开式和特种海上干式变压器)</p>	<p>新能源行业(太阳能、风能)、电网、工矿企业、高层建筑、小区用户配电、商业中心、工矿企业、地铁等</p>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

主要应用领域: 公司产品主要应用于新能源(含风能、太阳能、储能)、新型基础设施(含数据中心、智能电网)等领域, 2024H1 新能源营收大致占比 82%, 新基建及其他板块营收大致占比 18%。

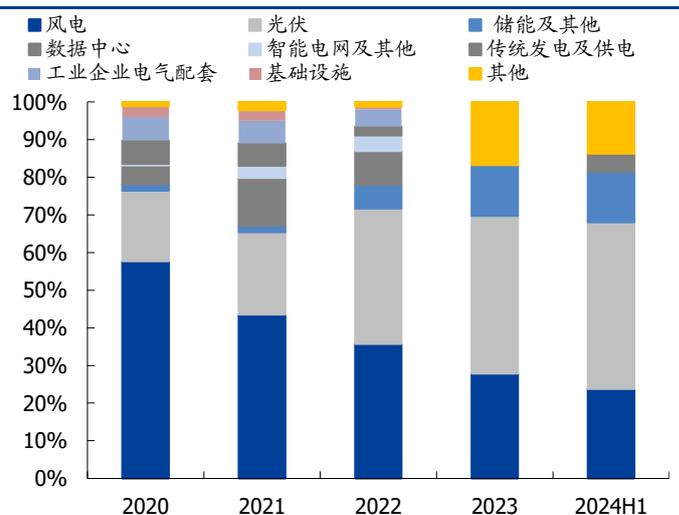
- ✓ **新能源:** 2024 上半年主营业务收入中, 光伏/风电/储能及其他分别占比 44%/24%/13%, 按行业分类, 光伏行业线 10.97 亿元, 同比增长 32%; 风电行业线 5.88 亿元, 同比增长 25%; 储能行业线 3.32 亿元, 同比增长 62%。
- ✓ **新基建:** 主要包括数据中心和智能电网行业的客户。
- ✓ **数据中心领域:** 重点覆盖了以腾讯、京东、中国移动等为代表的知名互联网公司和通信运营商, 主要销售成套开关设备;
- ✓ **智能电网:** 通过高电压大容量产品的研发, 公司可以深入优化适用于两网市场的产品配置方案, 紧跟电网基础设施改造和智能电网建设步伐。

图表3: 2020-2024H1 年各领域产品下游领域营收(亿元)



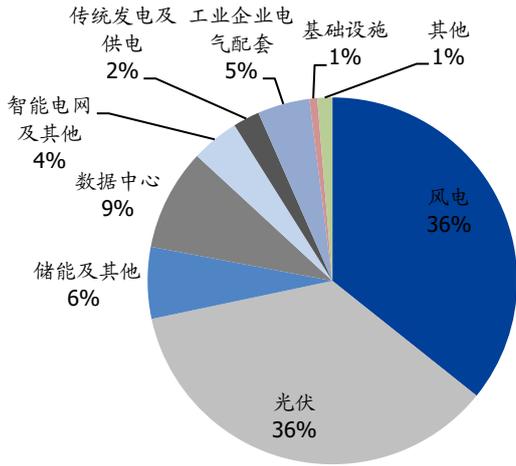
资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

图表4: 2020-2024H1 年各领域产品占比



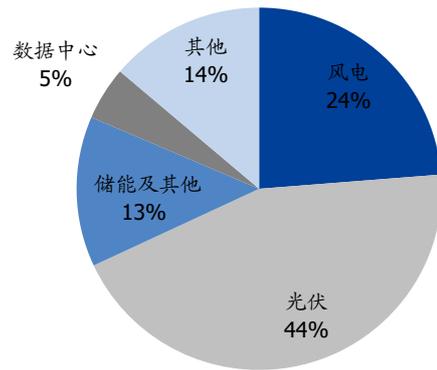
资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

图表5: 2022年各领域产品占比



资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

图表6: 2024H1年各领域产品占比

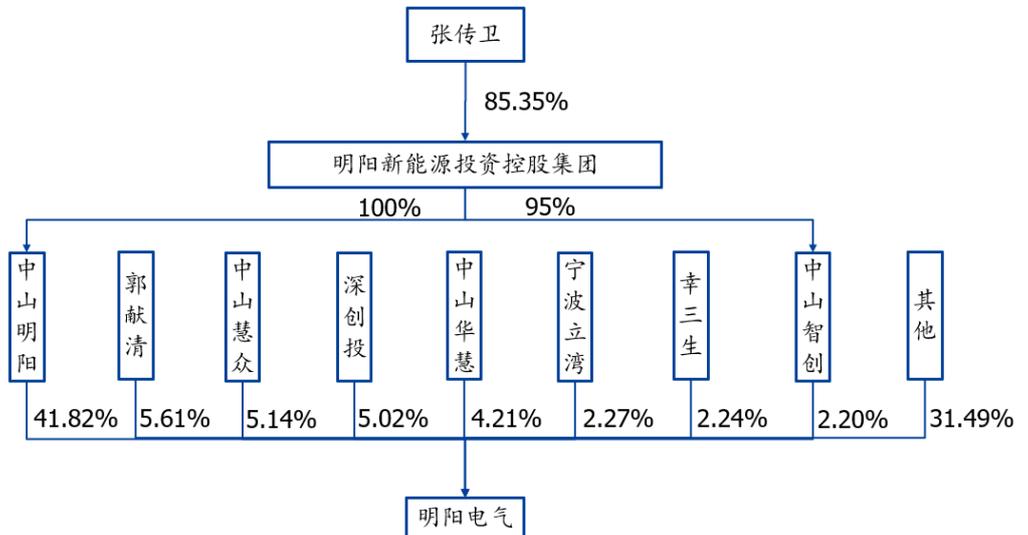


资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

1.2 公司股权结构稳定, 张传卫是公司创始人和实控人

公司实际控制人为张传卫。截至2024年三季报, 公司第一大股东为中山市明阳电器有限公司, 持股41.82%, 张传卫为实际控制人持股39.07%。公司股权结构稳定、集中, 利于战略部署、业务开展与稳定运营。

图表7: 明阳电气股权结构图(截止日期是24Q3)

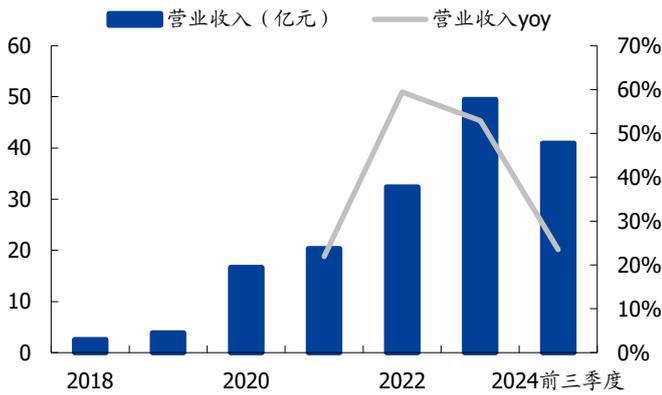


资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3 公司净利润持续高增, 盈利能力维持较高水平

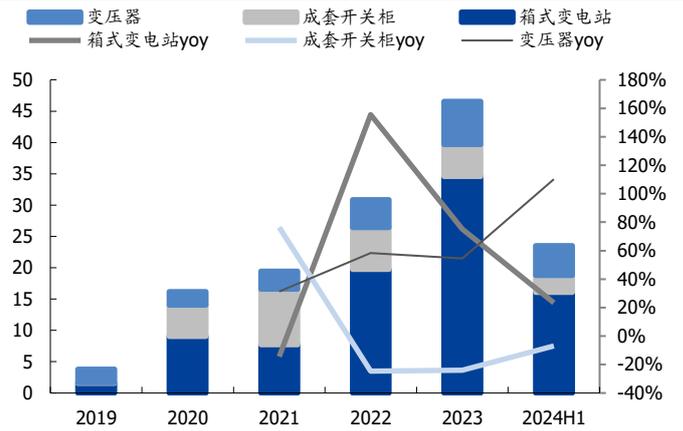
公司营收及归母净利润均保持高速增长。2023年公司归母净利润为4.98亿, 同比+88%。近年来, 公司整体营收及归母净利润始终保持高速增长, 主要得益于新能源行业快速发展, 带动公司箱式变电站及变压器业务快速成长, 加之变压器业务的高毛利率, 以及公司对供应链管控的加强叠加自身技术进步带来较强成本优势, 公司整体业绩快速上涨。

图表8: 2018~2024 前三季度营业总收入情况



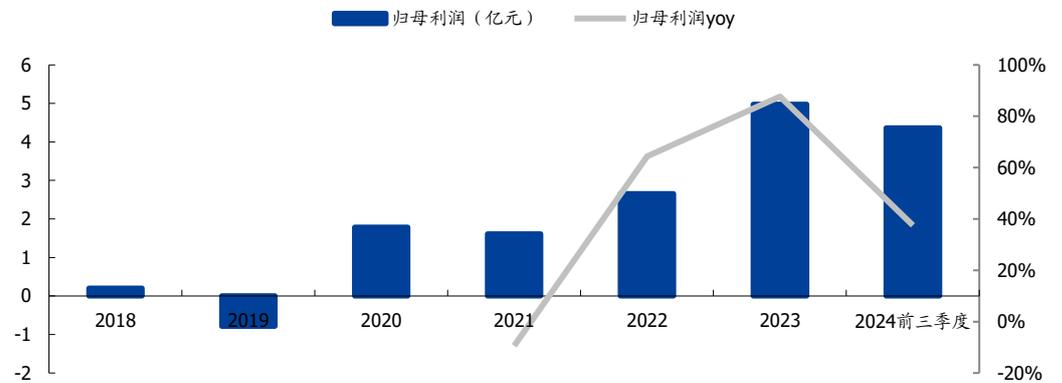
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表9: 2018-2024H1 公司分业务营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

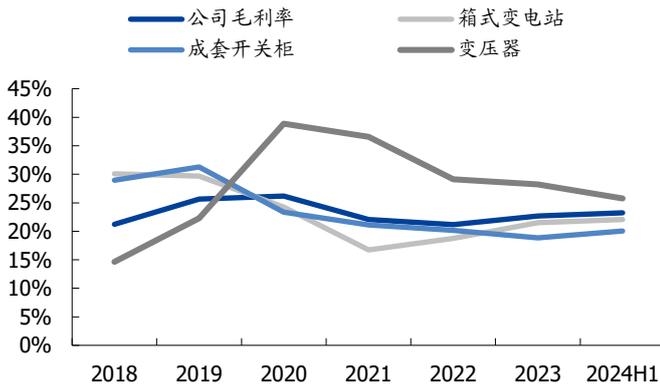
图表10: 2018~2024 前三季度归母净利润情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

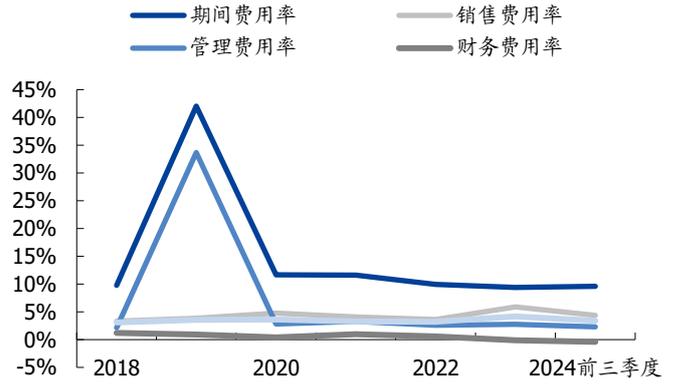
公司盈利水平保持高位，费用率较为稳定。自 2018 年以来，公司主营业务毛利率均维持在 20% 以上，2024H1 变压器的毛利率较高约 26%、箱式变电站 22%、成套开关设备 20%。公司 2020 年之后费用率保持在 10% 左右，且呈现逐步下滑的趋势。公司毛利率水平和费用率水平反映出公司拥有较强的产品竞争力和获利能力以及成本管理水平。

图表11: 2018-2024H1 分业务毛利率情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表12: 2018-2024 前三季度各费用率情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.4 客户集中度高，长期稳定合作

公司应用于新能源领域的产品主要是箱变和变压器，成套开关设备多应用于新基建箱变。

公司收入主要来自新能源，箱变为国内唯一在华能、华电、大唐均中标的厂商。公司主要紧跟新能源发展，2024H1 年收入超 80% 来自新能源。2020 年起，华能集团、华电集团、大唐集团陆续改变原有的招标采购模式，推行集团总部框架集采模式，公司为国内唯一在这三大集团公司均中标的箱式变电站厂商。

成套开关设备 2022 年在数据中心和新能源领域收入占比分别为 41%/30%：产品种类较多且定制化程度较高，其中公司产品更加聚焦于海风和新基建场景。

变压器 2022 年收入约 80% 来自新能源：与上能电气、阳光电源、禾望电气、及华能集团等多家达成合作；并在海风领域广泛应用。

公司客户集中度较高。2022 年，新能源/智能电网/数据中心/工业企业电气配套/传统发电及供电领域前五客户的销售占比分别为 53%/87%/35%/46%/53%（智能电网为前两大）。公司主要客户包括“五大六小”发电集团、电网（南方电网）、两大 EPC 单位（中国电建、中国能建）、通信运营商（中国移动、中国联通）、能源方案服务商（阳光电源、明阳智能、上能电气、禾望电气）等。

图表13: 2022年下游产品分布

新能源					
	海风	陆风	光伏	储能及其他	
箱式变电站	-	36.07%	52.93%	7.98%	
成套开关设备	14.06%	9.42%	5.70%	0.95%	
变压器	32.52%	25.31%	11.94%	8.44%	
合计	7.74%	33.57%	36.77%	6.52%	
新型基础设施					
	数据中心	智能电网	工业企业配套	传统发电供电	其他
箱式变电站	-	2.67%	-	-	0.30%
成套开关设备	40.75%	5.73%	11.52%	9.68%	2.19%
变压器	2.99%	7.40%	9.45%	0.90%	1.04%
合计	11.85%	4.02%	3.86%	2.23%	0.67%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表14: 2020-2022年公司不同领域主要客户金额及占比

应用领域	前五大客户名称	2020年度		2021年度		2022年度		合作历史
		金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	
新能源	明阳智能	3.21	25%	5.16	38%	4.26	17%	2008年
	华能集团	0.23	2%	1.39	10%	3.14	12%	2006年
	阳光电源	0.71	5%	0.77	6%	1.96	8%	2020年
	华电集团	0.21	2%	0.55	4%	2.64	10%	2008年
	中国电建	0.88	7%	0.54	4%	1.31	5%	2016年
数据中心	京数公司	-	-	0.61	23%	0.14	5%	2021年
	中国移动	0.09	11%	0.03	1%	0.52	18%	2006年
	腾讯	-	-	0.48	19%	0.05	2%	2021年
	维谛技术有限公司	0.25	29%	0.10	4%	0.02	1%	2019年
	易华录	-	-	0.05	2%	0.29	10%	2020年
智能电网	南方电网	0.02	34%	0.43	80%	0.94	70%	2000年
	国家电网	0.03	57%	0.07	13%	0.24	17%	2000年
	明阳智能	-	-	0.01	1%	0.28	19%	2008年
工业企业电气配套	隆基绿能	-	-	-	-	0.25	16%	2021年
	南方电网	0.10	22%	0.10	8%	0.02	1%	2000年
	智光电气	-	-	0.10	7%	0.02	2%	2021年
	耀纳股份	-	-	-	-	0.12	8%	2022年
	国家能投	0.14	14%	0.47	39%	0.00	0%	2004年
传统发电及供电	中国电建	0.32	32%	0.00	0%	0.23	31%	2014年
	国家能投	0.26	25%	0.03	2%	0.17	22%	2015年
	华能集团	0.02	2%	0.31	26%	0.00	0%	2006年
	深圳能源	0.06	6%	0.25	21%	-	-	2009年

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

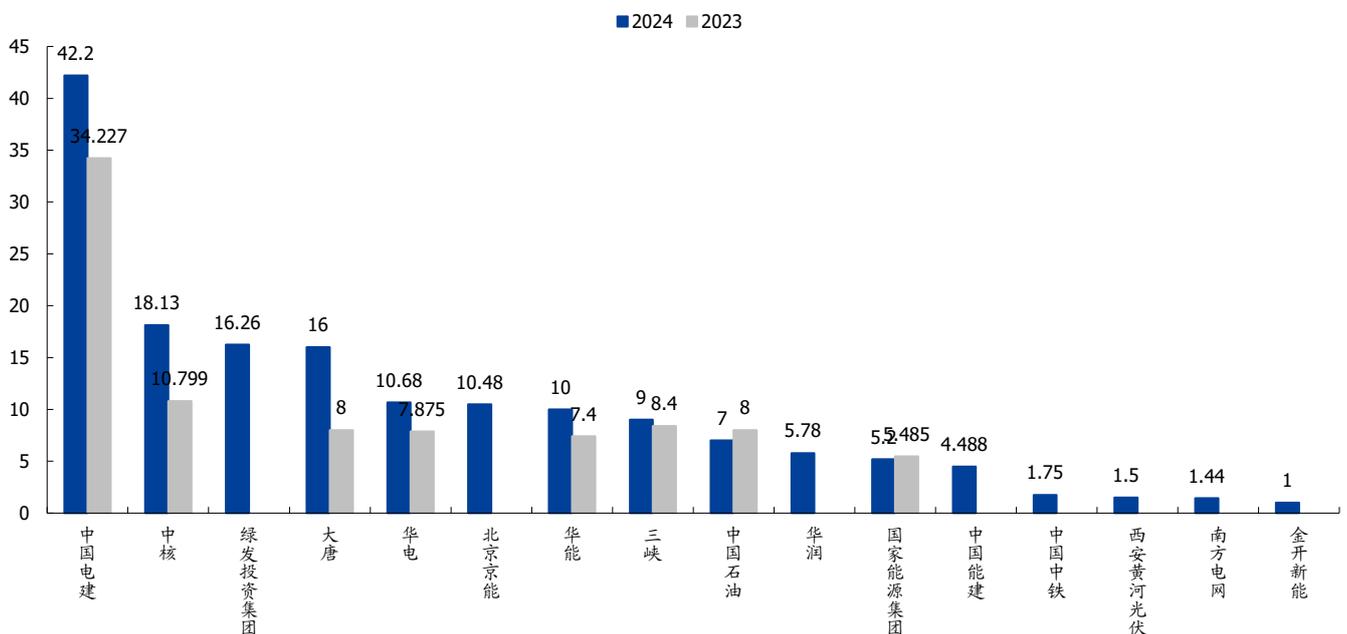
二、紧跟新能源，进口替代海风升压系统，业绩有望随“海”爆发

2.1 新能源需求持续增长，海上应用场景望成为增速最高的领域

2.1.1 风光储稳定增长，公司下游市场需求逐步提升

光伏：2024年集采招标依然火热。受益于技术进步、成本降低以及政策推动等多方面因素，光伏发电作为清洁能源的重要代表之一，市场规模持续扩大。根据国家能源局统计数据，2024年1-6月全国光伏新增发电装机容量102GW，同比增长31%，其中集中式49.60GW，分布式52.88GW。从前置指标看，2024年上半年光伏组件公开定标规模超172GW，较去年同期增幅40%，因此未来装机有望持续高增。

图表15: 2024年上半年光伏组件招标方定标详情(单位: GW)



资料来源: 索比光伏网, 国盛证券研究所

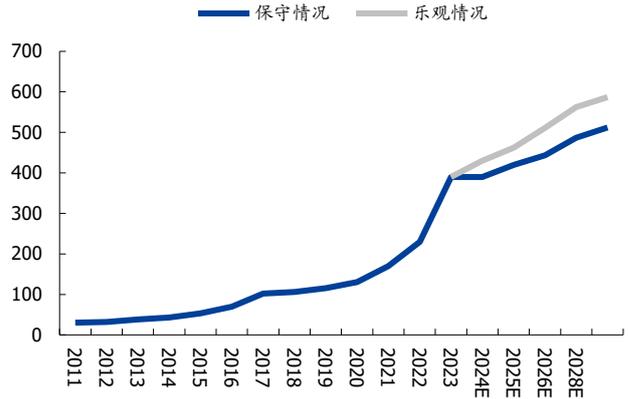
光伏：市场需求有望持续保持高增。2024年上半年，国内新增光伏装机102.48GW，同比增长30.7%。根据中国光伏行业协会(CPIA)的乐观估计，2028年国内新增装机或将达到307GW，全球光伏新增装机或将达到562GW。

图表16: 我国光伏新增装机预期 (GW)



资料来源: CPIA、北极星风力发电网, 国盛证券研究所

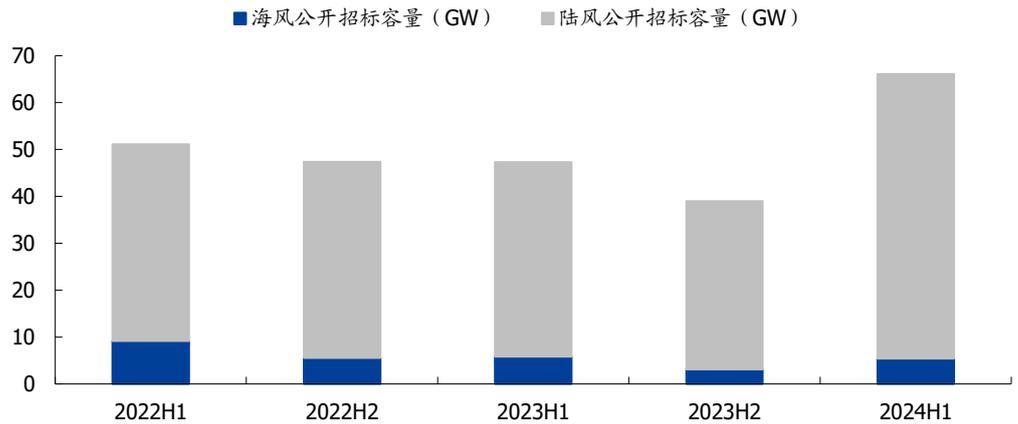
图表17: 全球光伏新增装机预期 (GW)



资料来源: CPIA、北极星风力发电网, 国盛证券研究所

风电: 国内海风招标起量, 陆风招标加速, 且下半年均有望再加速, 看好 2025 年风电建设。2022-2024H1 风电招标 98.5、86.3、66.1GW, 其中海风招标 14.7、8.9、5.4GW, 陆风招标 83.8、77.4、60.7GW。2024H1 海上风电招标几乎与 2023H1 持平, 陆上风电招标表现亮眼, 下半年海风陆续启动招标, 看好 2025 年风电整体建设。

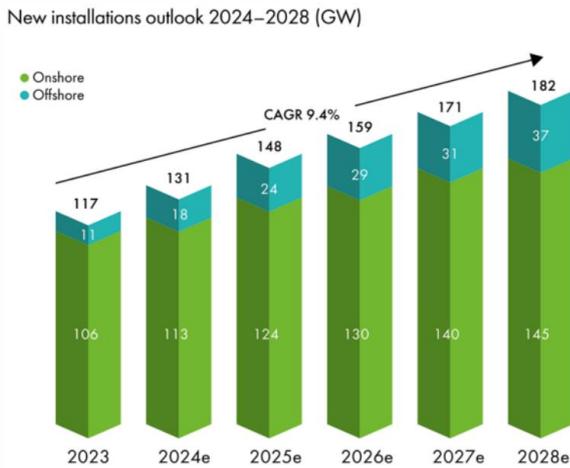
图表18: 陆上风电、海上风电公开招标容量 (GW)



资料来源: 金风科技公司公告, 国盛证券研究所

风电: 未来 5 年 CAGR 近 10%, 其中全球海上风电市场 GAGR 预测提升至 28%。GWEC 报告对 2024-2028 年的增长预测进行了上调, 预计未来 5 年的 CAGR 接近 10%, 其中 2024-2028 年的全球海上风电市场 GAGR 预测提升至 28% (过去 5 年为 14.8%)。根据此预测, 2028 年全球新增装机量有望达到 182GW, 其中海风装机容量达 37GW。

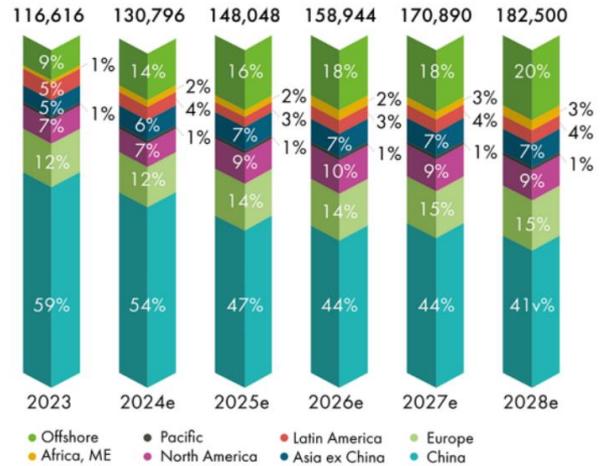
图表19: 2024-2028年各地区风电装机规模预测



资料来源:《GWEC 全球风能报告 2024》, 国盛证券研究所

图表20: 2023-2028年各地区风电装机规模及预测

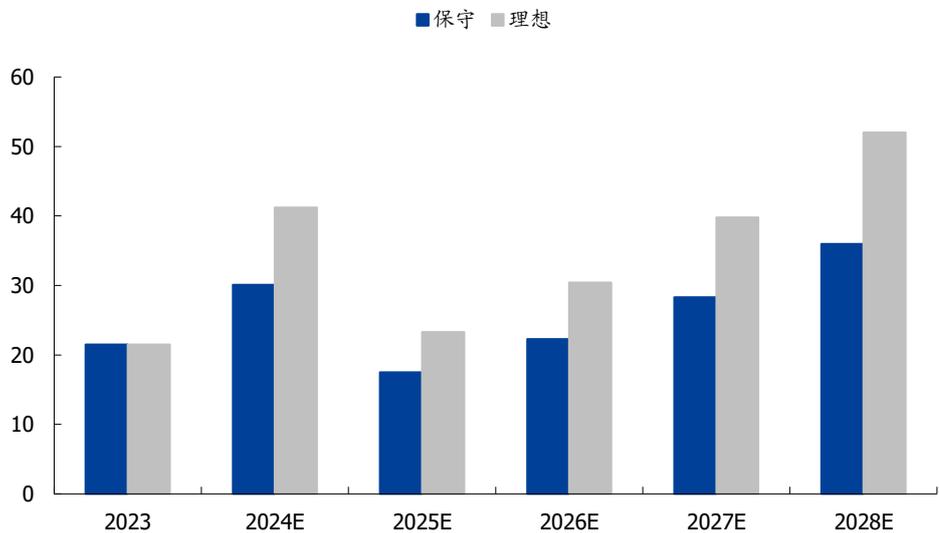
New onshore and offshore installations outlook by region (MW, %)



资料来源:《GWEC 全球风能报告 2024》, 国盛证券研究所

储能: 国内建设持续高增, 未来5年增速达37%。2023年, 中国新增投运新型储能装机规模 21.5GW/46.6GWh, 功率和能量规模同比增长均超 150%; 据 CNESA 预计, “十四五”最后两年, 新增储能装机仍呈快速增长态势, 超额完成目前各省的规划目标; “十五五”呈现一个平稳增长的态势。据 CNESA 数据, 保守情况下, 2024 年新型储能新增装机容量达 30.1GW, 同比+40%; 理想场景下, 2024 年新型储能新增装机容量达 41.2GW, 同比+90%。

图表21: 保守/理想场景下, 2024-2028年国内储能新增装机预期 (gw)

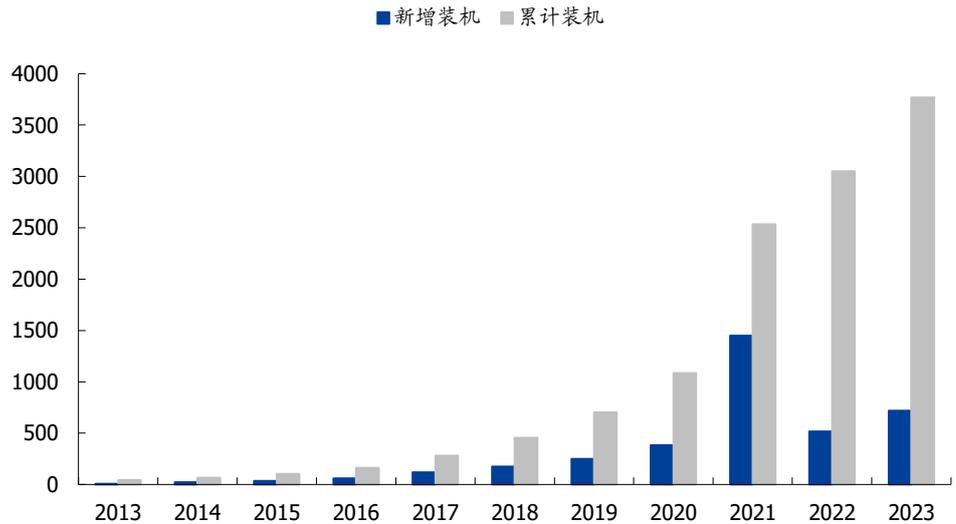


资料来源: CNESA, 国盛证券研究所

2.1.2 海风需求驱动, 有望成为增速最高的领域

国内海风近几年装机快速增长。海上风电发电效率高、限制条件少, 且我国有丰富的海上风能资源, 海上风电场也更靠近中东部用电负荷中心, 便于输电和消纳。据统计, 2023 年中国海上风电新增装机规模达到 7.18GW, 累计装机规模达 37.69GW; 2013-2023 年我国海上风电新增装机和发电装机容量复合年均增长率分别为 61%和 56%。

图表22: 2013—2023年中国海上风电装机容量 (gw)



资料来源: CWEA, 国际风力发电网, 国盛证券研究所

短期看, 海上风电有望加速发展。近期, 江苏、广东等地重点海上风电项目如龙源射阳、江苏大丰、国信大丰、帆石一、帆石二等项目加速推进, 表明影响海上风电发展的因素正在逐步被解决, 海上风电有望加速发展。

长期看, 深洲海的规划开发加速, 十五五空间打开。沿海各省、市海上风电规划陆续取得批复, 开发确定性明显提升。浙江省“十四五”海上风电规划获批复, 其中省管海风 8.5GW, 国管海风 8GW, 并要求 2025 年前省管和国管海风分别并网 2GW; 河北省“十四五”海上风电规划获批, 其中省管海风 1.8GW, 国管海风 5.5GW, 并分别要求 2025 年前省管海风并网 0.6GW, 国管海风并网 1GW; 7月, 广东省 15 个省管海域海上风电竞争配置项目全部完成核准, 项目规模共计 7GW, 后续有望招标推进项目进展, 且早在 2023 年广东省已发布 16GW 国管海域竞配需求。2024 年 7 月, 上海市发改委对深远海已编制规划并获得国家批复, 总规模 29.30GW。

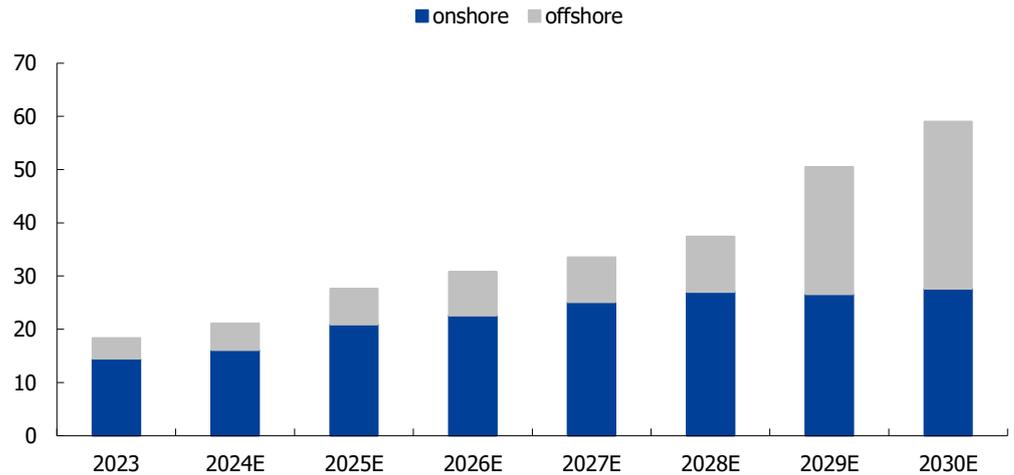
图表23: 各省深远海发展近况

地区	项目	规模
广东	广东省 2023 年海上风电项目竞争配置工作方案	16GW
广西	广西深远海海上风电规划 L 场址、M 场址、N 场址、P 场址	13.4GW
上海	上海市深远海风电规划	29.30GW
江苏	江苏省深远海海上风电场址 Z1、Z10、Z25、Z26、Z28	5.8GW
海南	中电建海南万宁百万千瓦漂浮式海上风电项目	1GW
浙江	海上风电规划国管海风 8GW	8GW
河北	“十四五”海上风电规划国管海风 5.5GW	5.5GW
总计		79GW

资料来源: 北极星风力发电网, 龙船风电网, 海南省人民政府, 采招网, 天顺风能公告, 国盛证券研究所

欧洲海上风电建设加速。在“俄乌冲突”爆发后, 欧洲正在加速发展可再生能源, 以实现能源安全。根据《WindenergyinEurope》预测, 欧洲陆上风电的新增装机量相对稳定, 而海上风电的新增装机量从 2026 年开始呈现明显增长, 特别是在 2029 年和 2030 年, 预计将出现急剧增加, 预计到 2030 年预计年新增海上装机量将达到 31.4GW, 反超陆上风电。

图表24: 2024-2030年欧洲海上风电新增装机容量预测 (GW)



资料来源: 大金重工公告, 国盛证券研究所

2.2 公司新能源份额较高, 海风产品已逐步替代进口

公司在风电、光伏领域市场份额较高。2022年变压器及箱式变电站在风电、光伏领域分别占有约27.25%、15.20%市场份额, 位于行业前列。

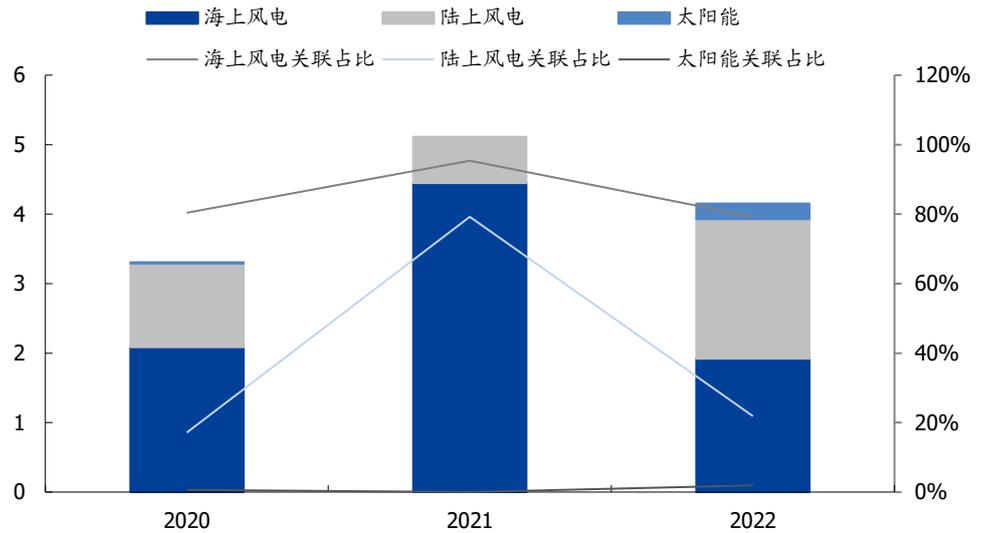
图表25: 公司主要产品市场份额

风电领域	2020年	2021年	2022年
公司配套风电新增装机规模 (GW)			10.25
公司变压器及箱式变电站在国内风电领域市场份额估算			27.25%
太阳能领域	2020年	2021年	2022年
公司配套光伏发电新增装机规模 (GW)			13.29
公司变压器及箱式变电站在国内太阳能领域市场份额估算			15.20%
新能源领域	2020年	2021年	2022年
公司获取新能源 (风电、光伏) 领域订单 (GW)	11.17	15.7	31.5
市占率	9.32%	15.33%	25.20%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

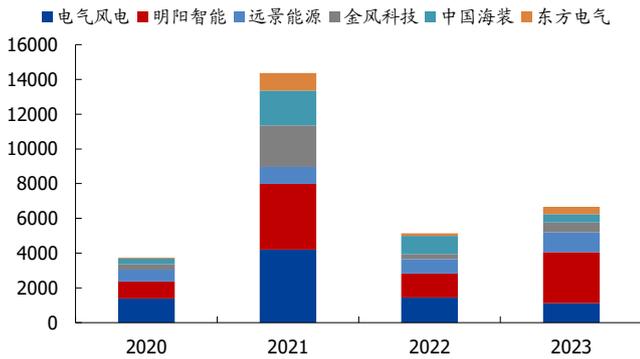
公司与明阳智能在海风关联度较高, 明阳智能为国内海风风机龙头。明阳智能是国内海风龙头企业, 2022/2023年海上风电吊装市场份额26.8%/40.9%。海上风电, 2022年公司 与明阳智能在海风的关联销售收入达1.9亿元, 占比达79%; 随着2025年海上风电需求爆发, 公司有望紧跟明阳智能在海风领域的发展, 实现海上风电业务高增。

图表26: 明阳电气的关联交易收入及关联交易占比(亿元)



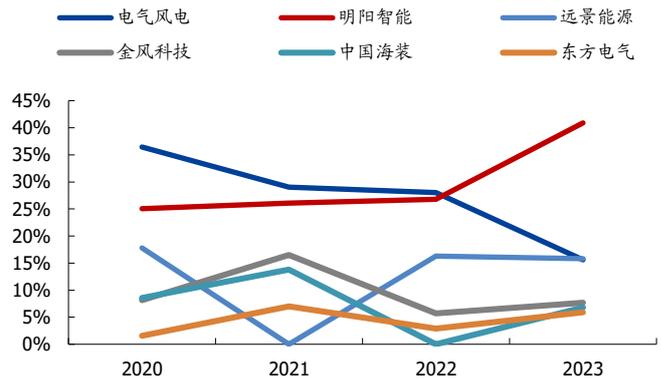
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表27: 明阳智能海上风电装机市场份额 (MW)



资料来源: CWEA, 国盛证券研究所

图表28: 明阳智能海上风电吊装市场份额



资料来源: CWEA, 国盛证券研究所

从海风升压系统采购模式+明阳智能关联交易占比看, 明阳电气海上升压系统受业主认可度高:

✓ 业主方对风机配套设备的品牌选择具有主导权: 海上风电领域业主方对风机主机、输配电及控制设备整体采购, 公司实现海上风电领域产品销售, 需在前期自行与项目相关业主方、设计院进行接触沟通, 提供相关产品的各类试验报告、已装机业绩、样机验证等, 部分业主还会直接对发行人工厂进行实地考察。风机主机厂在中标后, 通常在业主方限定的合格供应商范围内选择配套设备, 各个海上风电项目风机配套设备最终选用的品牌, 还需要与业主方进行最终确认。因此公司需要凭借自身技术及服务能力获得业务方认可后, 才能进入业主方要求的品牌范围, 明阳智能难以单方面将商业合作机会向公司进行倾斜。

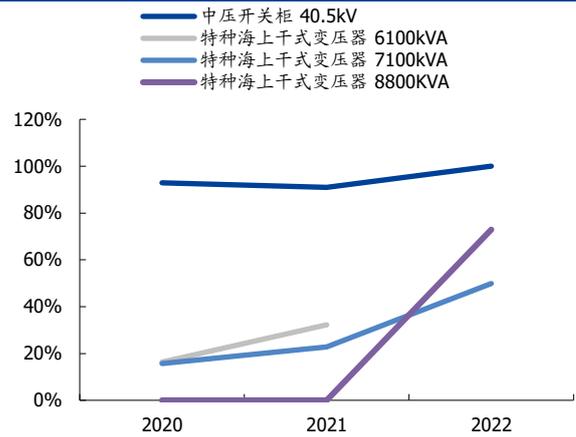
✓ 公司在明阳智能中供应份额已达到 50%以上: 明阳智能自 2019 年以来执行的全部 40 个海上风电项目 (其中非关联业主项目 38 个, 明阳智能作为业主项目 2 个) 中有 34 个项目业主方在合同中明确了海上风电升压系统相关产品的品牌范围。以上 34 个项目, 海上特种干式变压器占比达 54%、其余开关柜近 100%。公司在明阳智能中供应份额已达到 50%以上。

图表29: 公司 2022 年入围明阳智能的海上风电项目数量及实现配套销售的项目数量情况

产品名称	产品类型	入围项目数量	实现配套销售项目数量	占比
海上升压系统	海上特种干式变压器	13	7	54%
	中压开关柜	28	28	100%
	低压开关柜	31	30	97%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表30: 明阳智能海上风电中明阳电气供应份额



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

海风所用变压器制造要求更高, 海风降本驱动国产化进程加速。海上风电应用领域的产品主要包括海上风电升压系统(中、低压开关柜、特种海上干式变压器)和风力发电机组供电用敞开式干式变压器。海上风电领域的输配电及控制设备国产化水平不高, 主要是单机容量大、防腐性要求高、平台振动大技术水平要求高, 因此海上风电所需的变压器需要有针对性的进行开发设计。目前海上风电升压系统国产品牌的市场竞争程度较低。主要仍由 ABB、西门子、SGB 等国际品牌占据主导地位, 2021 年外资市占率为 90%、明阳电气 6%, 公司此类技术处于国际先进、国内领先水平。

- ✓ **国产化程度加速:** 风电机组成本占风电场投资超过 50%, 是行业持续降本的重要突破点。行业降本增效主要有两个路径, 一是采购设备降本, 业主方及主机厂均希望通过国产替代降低投资成本及维护成本, 促进风电建设及运营成本持续降低; 二是主机厂通过技术升级来向大容量风机发展, 来降低每兆瓦的设备成本。因此国内业主有望加速采购国产海风升压系统, 国产化程度加速。
- ✓ **以公司为主的国内企业具有较强价格竞争优势:** 变压器 (6100kVA) 对外资品牌采购平均价格高出公司 15% 左右; 变压器 (7100kVA) 对外资品牌采购平均价格高出公司 5% 左右。中压开关柜 (40.5kV) 对外资品牌采购价格平均高出公司 10% 左右。

公司海上风电变压器技术已可媲美外资品牌, 市场竞争优势足。将公司与主要竞争对手的特种海上干式变压器进行对比, 发现公司产品的评级与参数优于大部分外资产品。

- ✓ **评级:** 公司在与外资品牌对比的过程中, 进料检验与装配质量、风场质量合格率、服务质量等方面皆位列第一。
- ✓ **容量:** 公司产品最大容量为 18700KVA, 高于 ABB、西门子、SGB 等外资品牌, 顺应了当前风机大型化的趋势。
- ✓ **空载电流:** 空载电流决定了变压器的功率因数, 空载电流越小, 功率因数越高, 使用成本越低, 公司产品的空载电流为 0.17, 与 ABB、西门子持平, 优于 SGB、三变科技。
- ✓ **负载损耗:** 高负载率会导致变压器内部温度升高, 进而影响其绝缘性能和运行稳定性, 负载损耗越低越好, 公司产品的负载损耗为 38.111KW, 高于 ABB、西门子、SGB 等外资品牌, 略低于三变科技。

图表31: 公司特种海上干式变压器的评级

项目	特种海上干式变压器
品牌供应商	明阳电气, SGB、ABB等外资品牌
进料检验与装配质量方面	明阳电气质量合格率位列该产品供应商第一名
风场质量合格率	明阳电气风场质量合格率位列该产品供应商第一名
服务质量	明阳电气位列该产品供应商第一名
产品价格	变压器(6100KVA)对外资品牌采购平均价格高出发行人15%左右; 变压器(7100KVA)对外资品牌采购平均价格高出发行人5%左右

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

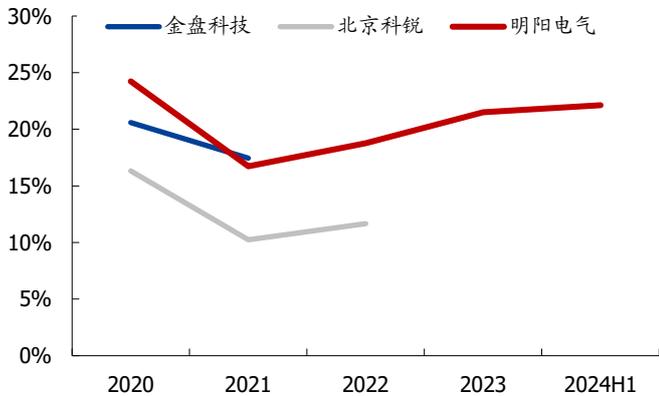
图表32: 公司特种海上干式变压器与竞争对手的对比

对比项目	明阳电气	金盘科技	三变科技	ABB	西门子	SGB
容量(kVA)	3300~18700	100~4000	2400~4500	3300~12100	3300~12100	3300~12100
高压侧电压等级(kV)	35~38.5	10~35	35~38.5	35~38.5	35~38.5	35~38.5、66
低压侧电压等级(V)	690/1140	660/690	690	690/1140	690/1140	690/1140
绝缘水平	H级	F级、H级	H级	F级、H级	H级	H级
散热方式	AFWF	AFWF	AFWF	AFWF	AFWF	AFWF
频率	50Hz	50H/60Hz	50Hz	50H/60Hz	50H/60Hz	50H/60Hz
空载电流(%)	0.17	/	0.5	0.17	0.17	0.21
空载损耗(kW)	8.857	/	7.5	7.24	10.425	9.06
负载损耗kW(120℃)	38.111	/	35	42.202	43.898	45.292
(AFWF)低压绕组温升(k)	72.9	80/100/120	/	91.1	63.3	63.5
(AFWF)高压绕组温升(k)	58.4	80/100/120	/	96.3	73.3	77.8

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

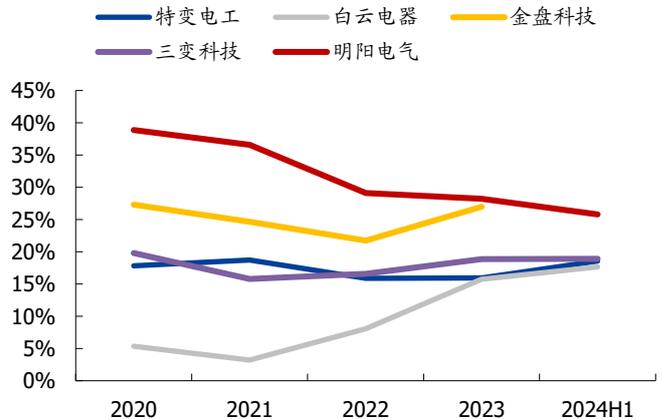
变压器产品, 新能源赛道毛利率高于传统毛利率, 助力公司盈利能力保持较高水平。随着新能源领域的蓬勃发展, 众多从事输配电及控制设备的企业纷纷切入新能源市场, 公司主要竞争对手包括特锐德、金盘科技、森源电气、双杰电气等, 外企竞争对手包括ABB、施耐德等。新能源赛道毛利率高于传统毛利率, 2022年明阳电气箱式变电站毛利率比北京科锐高约7pcts, 变压器2022-2023年金盘科技、明阳电气平均值与特变电工+三变科技平均值比差距9/10pcts。

图表33: 公司与箱式变电站主要竞争对手毛利率对比



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表34: 公司与变压器主要竞争对手毛利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

海风毛利率突出, 海上特种变压器成为未来主要竞争点, 公司已具先发优势。2020-2022年公司海风毛利率均值达46.9%, 毛利率远超公司变压器毛利率水平。海上特种变压器的定价一直由国外厂商主导, 以公司为代表的国产品牌头部企业可以与国际品牌厂商直接竞争, 因此也具有较高议价能力, 奠定了高毛利率的市场环境基础。由于海上变压器要求较陆上变压器更高, 且市场有进入壁垒, 因此公司无论从产品质量还是业主认可度上均具备先发优势。

图表35: 特种海上风电干式变压器与变压器均值单价、毛利率对比

	变压器均值			特种海上风电干式变压器
	2020年	2021年	2022年	2020-2022年均值
单价(万元/台)	6.3	9.4	13.3	/
单位成本(万元/台)	3.8	6.0	9.4	/
毛利率(%)	38.9%	36.6%	29.1%	46.9%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

三、下一战略布局牟定出海和电网，再拓业务新增长点

3.1 海外电力设备需求高增，公司战略牟定海外市场

变压器按照应用场景的不同可以分为用于输变电主网环节的电力变压器和用于配电站、工业和家庭用途的配电变压器。

- ✓ **电力变压器：**主要用于输电系统中，工作在高电压等级，主要负责将电网输送的高电压电能降压到适合供电公司或工业用户使用的低电压电能，通常没有调节负载能力；从电压等级分，一般电压等级在 33KV 及以上。
- ✓ **配电变压器：**工作中低电压等级，主要负责将高压线路的电能降压到家庭和企业所需要的低电压，并且通常具有一定的调节负载能力。针对网外的新能源业务，风光电站、储能设备等也需要通过变压器并入电网。从电压等级分，一般电压等级在 33KV 以下。

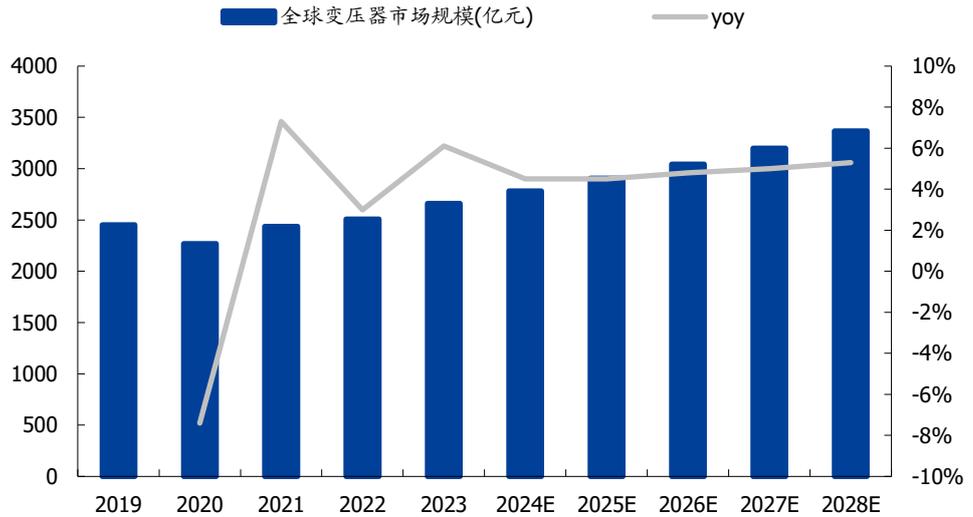
图表36: 电力变压器和配电变压器区别

配电变压器与电力变压器的区别		
类别	配电变压器	电力变压器
应用场景	用于较低电压的配电网	用于更高电压的输电网络
电压等级	11kV、6.6kV、3.3kV、440V、230V	400kV、200kV、110kV、66kV、33kV
额定值	配电变压器用于额定值小于 200MVA	电力变压器用于额定值超过 200MVA
损失	铁损全天发生，铜损基于负载循环	铜和铁损耗全天发生
负载波动	波动非常大	波动很小
下游环节	配电站、工业和家庭用途	发电站和输变电所
用法	用作最终用户连接	用于升压和降压

资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

新能源建设及电动车渗透率提升+老旧改造驱动变压器需求攀升。变压器产品由于其“发电-输电-用电”环节的广泛应用，产品规模需求体量较大，未来随着新能源发电的不断建设、汽车电动化趋势提升，老旧电网的升级换代，变压器市场呈现持续增长的趋势，据格物致胜测算，2023 年全球变压器市场规模达到 2661 亿元，到 2028 年将达到 3369 亿元规模，CAGR 达 4.8%。

图表37: 历年全球变压器市场规模及未来预测



资料来源: 格物致胜, 国盛证券研究所

2024年全球各地区电网均加大投资, 变压器需求持续上升。据 IEA 数据, 2021 年以来全球电网投资提速, 2021-2024 年电网投资增速分别达 4.23%/7.50%/8.72%/6.42%。2024 年, 全球各地区的电网投资均实现正增长, 其中北美投资超千亿美元达 1140 亿美元。

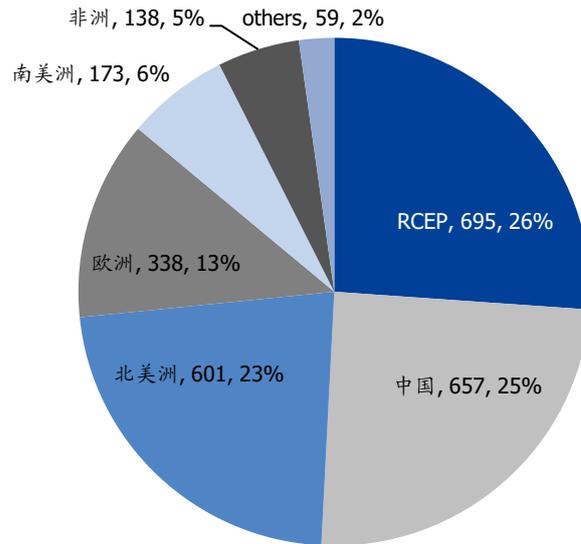
图表38: 全球电网投资额及增速

电网投资额 (亿美元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国	804	943	889	865	813	772	740	859	850	889
北美	704	720	737	741	774	831	908	970	1060	1140
欧洲	551	540	542	559	566	592	639	675	798	848
拉美	136	142	139	128	119	98	104	87	174	186
非洲	123	122	113	101	81	67	79	93	92	99
中东	208	221	182	137	101	133	113	121	128	137
欧亚大陆	93	95	95	90	88	77	80	61	72	77
亚太 (除中国外)	746	707	681	665	567	498	530	571	570	611
全球	3370	3480	3380	3280	3100	3070	3200	3440	3740	3980
电网投资额增速	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国		17.29%	-5.73%	-2.70%	-6.01%	-5.04%	-4.15%	16.08%	-1.05%	4.59%
北美		2.27%	2.36%	0.54%	4.45%	7.36%	9.27%	6.83%	9.28%	7.55%
欧洲		-2.00%	0.37%	3.14%	1.25%	4.59%	7.94%	5.63%	18.22%	6.27%
拉美		4.41%	-2.11%	-7.91%	-7.03%	-17.48%	5.91%	-16.54%	100.46%	6.90%
非洲		-0.81%	-7.38%	-10.62%	-20.00%	-17.57%	18.02%	18.83%	-1.18%	7.15%
中东		6.25%	-17.65%	-24.73%	-26.28%	31.68%	-15.04%	7.08%	5.79%	7.03%
欧亚大陆		2.59%	-0.53%	-5.39%	-2.23%	-11.66%	3.88%	-23.66%	17.46%	7.08%
亚太 (除中国外)		-5.23%	-3.68%	-2.35%	-14.74%	-12.17%	6.43%	7.74%	-0.18%	7.19%
全球		3.26%	-2.87%	-2.96%	-5.49%	-0.97%	4.23%	7.50%	8.72%	6.42%

资料来源: IEA, 国盛证券研究所

中国和欧美为电力变及配变的主要市场。从市场划分需求看, 2023 年全球变压器市场规模达到 2661 亿元, 中国市场占全球市场 25%、北美洲市场占比约 23%、欧洲市场占全球的 13%。美国是电力消耗大国, 电动汽车渗透率不断提升, 升级电网建设需求较高, 拉动变压器产品需求增长。欧洲由于俄乌战争等因素对其工业体系造成了一定影响, 虽然影响了其电力建设水平, 但是能源结构不断转型, 新能源建设持续加快, 也在拉动需求。

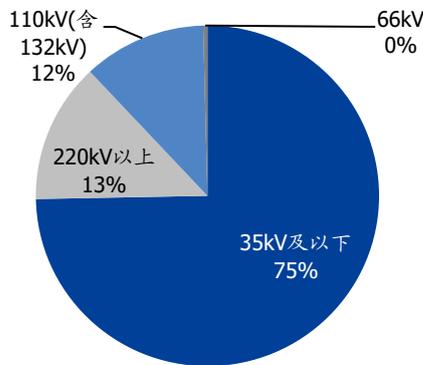
图表39: 2023年全球变压器分区域市场规模及份额(亿元)



资料来源: 格物致胜, 国盛证券研究所

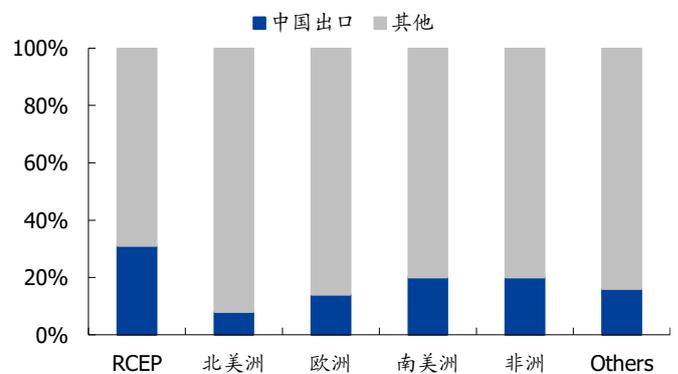
中国变压器出口以配变为主。据格物致胜统计, 2023年变压器出口, 35kV及以下电压等级变压器使用行业更为广泛, 占整体电压等级约75%, 110kV及以上占比24.9%。据格物致胜统计, 2023年中国变压器出口分布为RCEP 57.0%、欧洲12.3%、北美洲12.0%、南美洲9.0%、非洲7.2%。2023年中国变压器在RCEP出口市场占比31%、欧洲14%、北美洲8%、南美洲20%、非洲20%。

图表40: 2023年变压器出口类型-电压等级



资料来源: 格物致胜, 国盛证券研究所

图表41: 2023年全球变压器中国出口占比

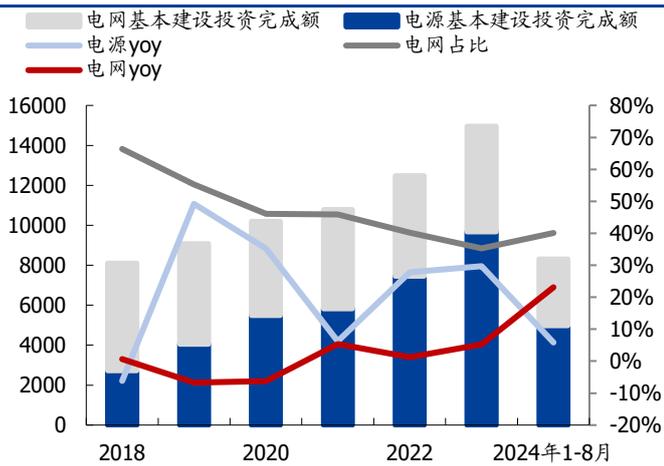


资料来源: 格物致胜, 国盛证券研究所

3.2 电网建设持续高增, 公司有望拓宽电网渠道

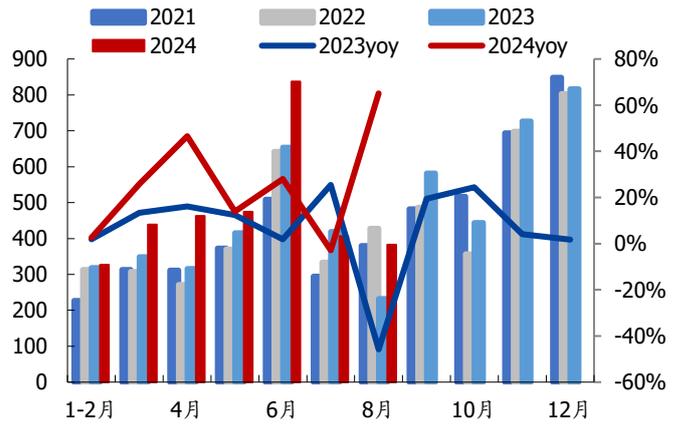
电网投资加速, 2024年1-8月同比增速达23%。1-8月份, 全国主要发电企业电源工程完成投资4976亿元, 同比+6%。电网工程完成投资3330亿元, 同比+23%。单8月, 电源工程完成投资818亿元, 同比+19%。电网工程完成投资383亿元, 同比+65%。

图表42: 2018-2024年电网/电源基本建设投资完成额(亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表43: 2021-2024年电网单月基本建设投资完成额(亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司产品不断突破高电压等级, 适配电网需求。公司研发出 66kV 升压变压器、气体绝缘开关设备, 并实现了批量应用, 产品结构从中低压范畴延伸到高压范畴, 110/220kV 等高电压主变产品、110kV 电压等级的 GIS 已实现小批量出货, 252kV 电压等级的 GIS 也开始投放市场。公司自 2021 年开始已经为南方电网实现批量供货, 随着公司电网业务逐步拓宽, 公司电网业务有望高增。

四、盈利预测

公司主营国内新能源发电侧用变压器，当前正在拓展国内电网侧及海外市场。随着国内新能源建设持续高企，国内国外电网迎来建设大年，公司有望获益。假设：

- 新能源行业：主要细分领域为①陆上风电、②光伏、③储能、④海上风电领域等，正在拓展海上光伏。未来陆上风电、光伏、储能等领域装机持续高企，海上风电装机大幅高增，基于公司较为稳定的市场份额以及紧跟明阳智能海风发展，我们预计2024-2026年新能源行业实现营收44.92/58.84/62.55亿元，同比+8%/31%/6%。毛利率方面，随着公司海风业务实现规模交付，公司新能源行业毛利率有望稳步上升，预计2024-2026年分别为21.75%/23.10%/23.65%。
- 新型基础设施领域：主要包含：①数据中心、②智能电网等。我们预计2024-2026年板块业务实现营收6.18/7.27/8.55亿元，同比18%/18%/18%。毛利率方面，预计2024-2026年19.0%/19.0%/19.0%。
- 其他领域：主要包含：①工业企业配套、②传统发电及供电、③基础设施等。我们预计2024-2026年板块业务实现营收3.24/3.56/3.92亿元，同比20%/10%/10%。毛利率方面，预计2024-2026年18.0%/18.0%/18.0%。
- 出海方面：公司当前主要紧跟阳光电源、上能电气等间接出海，若公司后续海外布局落地，可直接出海后，公司海外收入有望大幅提升，我们预计2024-2026年板块业务实现营收9/16/26亿元，2025-2026同比78%/63%。毛利率方面，预计2024-2026年25.0%/25.0%/25.0%。

我们预计2024-2026年公司实现营收63.34/85.67/101.02亿元，同比+28%/35%/18%，毛利率为21.75%/22.89%/23.39%；实现归母净利润6.48/8.73/10.67亿元，同比+30%/35%/22%。

图表44：公司盈利预测假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
国内					
新能源行业收入（亿元）	25.23	41.54	44.92	58.84	62.55
yoy		65%	8%	31%	6%
毛利率	23.15%	22.53%	21.75%	23.10%	23.65%
新型基础设施收入（亿元）					
	4.25	5.25	6.18	7.27	8.55
yoy	31%	24%	18%	18%	18%
毛利率	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%
其他收入（亿元）					
	2.88	2.70	3.24	3.56	3.92
yoy	-4%	-6%	20%	10%	10%
毛利率	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
出海					
海外收入（亿元）			9	16	26
yoy				78%	63%
毛利率			25.00%	25.00%	25.00%
总计					
公司营业收入	32.36	49.48	63.34	85.67	101.02
yoy	59%	53%	28%	35%	18%
公司毛利率	21.17%	22.69%	21.75%	22.89%	23.39%

资料来源：wind，国盛证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。我们选取思源电气、金盘科技、伊戈尔作为可比公司；其中金盘科技主营产品为干式变压器，主要应用于新能源发电及工业配套等领域，伊戈尔主营产品为变压器，主要应用于光伏发电及工业控制等领域，且金盘科技及伊戈尔变

压器产品均实现海外销售，与公司业务发展相似，以及选取国内电力设备出海的企业思源电气。2024-2026年平均PE估值分别为23.63x/18.07x/14.56x。2024-2026年公司PE估值18.6x/13.8x/11.3x，远低于行业均值，给予“买入”评级。

图表45: 可比公司参照 (截至2024年10月31日)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利 (2024E)	归母净利 (2025E)	归母净利 (2026E)	PE (2024E)	PE (2025E)	PE (2026E)
002028.SZ	思源电气	593.09	20.60	25.58	31.09	28.8	23.2	19.1
688676.SH	金盘科技	159.24	6.46	8.99	11.42	24.6	17.7	13.9
002922.SZ	伊戈尔	66.31	3.80	4.98	6.21	17.5	13.3	10.7
	平均值					23.63	18.07	14.56
301291.SZ	明阳电气	120.38	6.48	8.73	10.67	18.6	13.8	11.3

资料来源: wind, 国盛证券研究所

风险提示

新能源发电建设不及预期: 若新能源发电建设不及预期，则上游核心设备需求不及预期，公司业绩或下滑。

竞争加剧风险: 新能源侧变压器盈利能力高于传统企业，若后续有玩家进入，核心设备市场竞争可能加剧，导致新能源侧变压器盈利性或下滑，公司或业绩下滑。

海外市场及国内电网市场拓展不及预期: 若海外市场及国内电网市场拓展不及预期，公司业绩或不及预期。

测算风险: 本文预测公司业绩时，是在本文假设前提下进行测算，因此存在测算误差。

数据滞后性的风险: 由于公司市场份额等数据未有最新的版本，因此有可能存在对公司市场地位的错误判断。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com