

一次设备龙头，业务、管理双翼共振

华泰研究

2024 年 12 月 22 日 | 中国内地

首次覆盖

电气设备

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

9.20

研究员 刘俊
SAC No. S0570523110003 karliu@htsc.com
SFC No. AVM464 +(852) 3658 6000

研究员 苗雨菲
SAC No. S0570523120005 miaoyufei@htsc.com
SFC No. BTM578 +(86) 21 2897 2228

研究员 戚腾元
SAC No. S0570524080002 qitengyuan@htsc.com
SFC No. BUM666 +(86) 21 2897 2228

研究员 马梦辰, CFA
SAC No. S0570524100001 mamengchen@htsc.com
SFC No. BUM666 +(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	9.20
收盘价(人民币 截至 12 月 20 日)	7.76
市值(人民币百万)	39,777
6 个月平均日成交额(人民币百万)	601.87
52 周价格范围(人民币)	4.72-9.01
BVPS(人民币)	4.27

股价走势图



资料来源: Wind

首次覆盖公司并给予“买入”评级，给予 25 年 25X PE，目标价 9.2 元。公司产品矩阵丰富，是我国成套能力最强的综合电气设备制造商。我们预计公司后续业务端与管理端能够持续改善，带来业绩高增弹性，24-26 年归母净利润 CAGR 有望达到 38.5%。主要系公司 1) 受益于高压主网建设需求提升，营收规模与质量有望双升；2) 加大人员激励，人均效益与市场份额提升效果显著；3) 受益于海外电力设备紧缺，公司国际业务加速开拓。

主网景气周期向上，营收规模与结构有望显著改善

高压主网强贝塔带来营收规模与结构改善，公司份额亦呈现提升趋势助力高增。特高压方面，由集中式新能源装机外送需求驱动，板块高景气长周期有望开启，我们预计十五五期间每年开工“四直两交”能够给公司带来 75 亿元+的新增订单；非特高压主网方面，我们预计 24-26 年投资 CAGR 有望达 4.7%，招标结构有望向超高电压等级倾斜。主网强贝塔下公司业绩基本盘有望持续增长，同时网内高电压等级订单毛利率更优。同时，公司在 22/23 年/24 年(1-5 次) 国网输变电设备招标中，中标份额分别达到 6.1/8.0%/9.1%，市场开拓效果显著，我们预计公司网内市场份额有望进一步提升。

前瞻布局海外市场，国际业务有望打开增量空间

公司出海历史悠久，拥有埃及、印尼等海外制造基地，且通用电气(GE)作为第二大股东为其赋能。当前全球电网建设进入提速阶段，国内电力设备企业开启出海新时代。22/23/24M1-M10 国内变压器出口额同增 22.56%/20.55%/28.79%。公司紧抓海外市场机遇，23 年海外总订单量约 40 亿人民币，设备类出口新签合同总量翻番，我们预计 24 年海外订单有望保持高速增长。

我们与市场观点不同之处

1) 我们认为后续主网招标结构会进一步向超高电压等级倾斜，利好中国西电之类的高压龙头企业。2) 市场此前认为公司的经营质量一般，我们认为管理端已出现明显改善并且仍存在较大向上空间。公司实行以岗位绩效工资为主的薪酬制度，22/23 年人均创收同比+62.15%/22.33%；人均创利同比+41.46%/55.89%；ROE 同比+0.24/1.20pct。净利率已从 19 年的 2.23%提升至 24Q1-3 的 6.52%。随着公司管理效率提升，盈利质量有望持续优化。

业务空间与业绩增速双高，给予“买入”评级

我们预测公司 24-26 年归母净利润增长强劲，CAGR 有望达到 38.5%。可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 PE 为 19.5X，考虑到公司一次品类全覆盖，业务天花板高，后续业务端与管理端能够持续带来业绩高增弹性，我们给予公司 2025 年 25X PE，目标价 9.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：电网投资力度不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	18,213	21,051	24,263	29,367	33,113
+/-%	26.61	15.58	15.26	21.03	12.76
归属母公司净利润(人民币百万)	612.39	885.19	1,255	1,886	2,351
+/-%	12.55	44.55	41.82	50.24	24.68
EPS(人民币，最新摊薄)	0.12	0.17	0.24	0.37	0.46
ROE(%)	2.94	4.15	5.68	8.09	9.38
PE(倍)	64.95	44.94	31.69	21.09	16.92
PB(倍)	1.89	1.84	1.76	1.65	1.53
EV EBITDA(倍)	20.93	16.79	13.50	9.21	7.13

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	30,548	31,085	33,345	37,944	41,154
现金	7,268	9,506	9,306	11,225	13,164
应收账款	9,466	9,873	11,225	13,768	13,827
其他应收账款	496.63	322.53	559.76	419.13	684.66
预付账款	990.08	1,653	1,582	1,873	2,022
存货	3,907	3,545	4,132	4,212	4,356
其他流动资产	8,422	6,185	6,540	6,446	7,100
非流动资产	10,295	12,694	13,147	13,838	14,124
长期投资	141.07	2,342	2,417	2,517	2,617
固定投资	3,945	3,688	4,317	5,130	5,470
无形资产	1,738	1,947	1,754	1,590	1,397
其他非流动资产	4,471	4,717	4,658	4,601	4,641
资产总计	40,843	43,779	46,492	51,781	55,279
流动负债	16,538	17,552	19,275	22,581	23,479
短期借款	513.06	1,346	600.00	300.00	100.00
应付账款	6,434	6,469	7,987	9,296	10,066
其他流动负债	9,590	9,737	10,688	12,986	13,313
非流动负债	1,362	1,801	1,580	1,564	1,584
长期借款	57.20	170.57	140.29	111.11	76.07
其他非流动负债	1,305	1,630	1,440	1,453	1,508
负债合计	17,899	19,352	20,855	24,146	25,063
少数股东权益	1,890	2,784	3,098	3,570	4,158
股本	5,126	5,126	5,126	5,126	5,126
资本公积	12,007	12,174	12,174	12,174	12,174
留存公积	3,776	4,558	5,477	6,988	8,815
归属母公司股东权益	21,054	21,642	22,539	24,066	26,058
负债和股东权益	40,843	43,779	46,492	51,781	55,279

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	508.39	1,215	2,087	3,684	3,313
净利润	713.55	1,020	1,569	2,358	2,939
折旧摊销	724.09	948.34	748.08	856.79	1,030
财务费用	(9.76)	93.06	(7.59)	(36.17)	(70.28)
投资损失	(49.41)	(175.52)	(182.68)	(212.71)	(230.44)
营运资金变动	(632.69)	(956.52)	185.85	1,162	84.60
其他经营现金	(237.38)	285.76	(225.86)	(443.72)	(440.60)
投资活动现金	(350.01)	2,044	(1,008)	(1,121)	(898.54)
资本支出	(422.60)	(648.70)	(1,202)	(1,488)	(1,137)
长期投资	(274.22)	(5.95)	(75.00)	(100.00)	(100.00)
其他投资现金	346.82	2,699	268.56	466.87	338.72
筹资活动现金	1,537	(771.63)	(1,278)	(643.37)	(475.98)
短期借款	363.11	832.96	(746.02)	(300.00)	(200.00)
长期借款	(23.90)	113.37	(30.28)	(29.18)	(35.04)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	117.84	166.47	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,080	(1,884)	(501.91)	(314.19)	(240.94)
现金净增加额	1,713	2,460	(199.26)	1,919	1,938

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,213	21,051	24,263	29,367	33,113
营业成本	15,048	17,131	19,193	22,946	25,706
营业税金及附加	149.37	155.99	198.33	232.82	259.52
营业费用	625.99	778.77	872.23	1,003	1,083
管理费用	1,179	1,295	1,450	1,667	1,801
财务费用	(9.76)	93.06	(7.59)	(36.17)	(70.28)
资产减值损失	(157.20)	(91.17)	(143.79)	(184.89)	(182.71)
公允价值变动收益	70.66	(32.37)	(70.00)	0.00	0.00
投资净收益	49.41	175.52	182.68	212.71	230.44
营业利润	872.15	1,094	1,823	2,737	3,411
营业外收入	31.82	69.55	46.51	49.29	55.12
营业外支出	35.37	56.05	44.48	45.30	48.61
利润总额	868.60	1,107	1,825	2,741	3,418
所得税	155.05	87.19	255.45	383.78	478.49
净利润	713.55	1,020	1,569	2,358	2,939
少数股东损益	101.16	134.77	313.84	471.51	587.86
归属母公司净利润	612.39	885.19	1,255	1,886	2,351
EBITDA	1,619	2,064	2,541	3,533	4,345
EPS (人民币, 基本)	0.12	0.17	0.24	0.37	0.46

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	26.61	15.58	15.26	21.03	12.76
营业利润	29.96	25.40	66.65	50.19	24.62
归属母公司净利润	12.55	44.55	41.82	50.24	24.68
获利能力 (%)					
毛利率	17.38	18.62	20.90	21.86	22.37
净利率	3.92	4.85	6.47	8.03	8.88
ROE	2.94	4.15	5.68	8.09	9.38
ROIC	6.73	11.38	16.76	27.34	35.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.82	44.21	44.86	46.63	45.34
净负债比率 (%)	(25.79)	(28.73)	(30.00)	(35.98)	(39.98)
流动比率	1.85	1.77	1.73	1.68	1.75
速动比率	1.36	1.32	1.31	1.30	1.37
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.50	0.54	0.60	0.62
应收账款周转率	2.10	2.18	2.30	2.35	2.40
应付账款周转率	2.59	2.66	2.66	2.66	2.66
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.17	0.24	0.37	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.24	0.41	0.72	0.65
每股净资产(最新摊薄)	4.11	4.22	4.40	4.69	5.08
估值比率					
PE (倍)	64.95	44.94	31.69	21.09	16.92
PB (倍)	1.89	1.84	1.76	1.65	1.53
EV EBITDA (倍)	20.93	16.79	13.50	9.21	7.13

正文目录

核心观点	6
主要推荐逻辑	6
区别于市场的观点	6
输配电一次设备领军企业，景气周期下迎来新机遇	7
中国电力史谱写者，产品矩阵齐全	7
高压开关	8
变压器	9
换流阀	11
电容器、避雷器、绝缘子及套管等	11
股权结构稳定，管理层经验丰富	12
22 年以来业绩持续创下新高，盈利能力持续提升	13
特/超高压主网周期向上，经营规模与质量双升	15
特高压“十五五”期间有望年均开工“四直两交”	15
提供关键成套装备，“四直两交”保障订单	16
主网招标金额攀升，公司份额连续提升	18
超高压加强利好龙头，盈利结构有望改善	22
国际业务加速突破，有望成为新增长点	23
全球电网投资加速，电力设备出口需求高增	23
前瞻布局海外市场，国际业务打开增量空间	24
央国企改革助推高质量发展，降本增效释放盈利弹性	27
盈利预测与估值	30
盈利预测拆分	30
估值	32
风险提示	32

图表目录

图表 1：中国西电的发展历程	7
图表 2：输配电主要一次设备示意图	8
图表 3：2019 -2024 年各业务收入占比情况	8
图表 4：2019 -2024 年各业务毛利占比情况	8
图表 5：GIS 结构示意图	9
图表 6：2008 年中国西电高压开关成本拆分	9
图表 7：中国西电与平高电气开关业务情况对比	9
图表 8：变压器产业链图示	10
图表 9：2008 年中国西电变压器成本拆分	10
图表 10：中国西电与特变电工变压器业务情况对比	10

图表 11: 中国西电与特变电工变压器业务成本对比	10
图表 12: 变压器主要原材料价格指数	10
图表 13: 换流阀结构示意图	11
图表 14: 电容器、互感器、避雷器、绝缘子及套管产品示意图 (从左到右)	12
图表 15: 中国西电的股权结构变更	12
图表 16: 公司管理团队	13
图表 17: 公司营收、归母净利润、我国电网基本建设投资完成额情况及特高压开工数量	14
图表 18: 2019 年-2024 Q1-Q3 毛利率和净利率情况	14
图表 19: 2019 年-2024 Q1-Q3 费用率情况	14
图表 21: 中国陆风与集中式光伏装机情况	15
图表 22: 交直流特高压历年累计投运输送功率统计	15
图表 23: 直流特高压设备投资占比	16
图表 24: 交流特高压设备投资占比	16
图表 25: 直流特高压设备投资结构拆分	16
图表 26: 交流特高压设备投资结构拆分	16
图表 28: 2023 国网特高压合计中标情况	17
图表 29: 2024 (1-5 批) 国网特高压合计中标情况	17
图表 30: 国网特高压项目历年中标金额及西电份额 (单位: 亿元)	18
图表 32: 2021-2024 (1-5 次) 国网输变电的中标总额	19
图表 33: 2021-2024 (1-5 次) 国网输变电的中标品类占比	19
图表 34: 国网组合电器中标金额 (2021-2024 (1-5 次) 国网输变电)	19
图表 35: 组合电器份额 (2024 (1-5 次) 国网输变电, 合计 172.73 亿)	19
图表 36: 国网变压器中标金额 (2021-2024 (1-5 次) 国网输变电)	19
图表 37: 变压器份额 (2024 (1-5 次) 国网输变电, 合计 147.81 亿)	19
图表 38: 国网开关中标金额 (2021-2024 (1-5 次) 国网输变电)	20
图表 39: 开关份额 (2024 (1-5 次) 国网输变电, 合计 14.28 亿)	20
图表 40: 国网断路器中标金额 (2021-2024 (1-5 次) 国网输变电)	20
图表 41: 断路器份额 (2024 (1-5 次) 国网输变电, 合计 11.03 亿)	20
图表 42: 国网互感器中标金额 (2021-2024 (1-5 次) 国网输变电)	20
图表 43: 互感器份额 (2024 (1-5 次) 国网输变电, 合计 17.53 亿)	20
图表 44: 国网电抗器中标金额 (2021-2024 (1-5 次) 国网输变电)	21
图表 45: 电抗器份额 (2024 (1-5 次) 国网输变电, 合计 22.82 亿)	21
图表 46: 国网电容器中标金额 (2021-2024 (1-5 次) 国网输变电)	21
图表 47: 电容器份额 (2024 (1-5 次) 国网输变电, 合计 19.00 亿)	21
图表 48: 国网避雷器中标金额 (2021-2024 (1-5 次) 国网输变电)	21
图表 49: 避雷器份额 (2024 (1-5 次) 国网输变电, 合计 6.91 亿)	21
图表 50: 国网输变电项目历年中标金额及西电份额 (单位: 亿元)	22
图表 51: 国网输变电设备招标- 500&750kV 变压器 MVA 占比与增速	22
图表 52: 国网输变电设备招标- 500&750kV 组合电器套数占比与增速	22
图表 53: 全球电网投资额历史值	23

图表 54: 全球电网投资额预测值.....	23
图表 55: 中国变压器出口金额及同比变化	23
图表 56: 中国高压开关及控制装备出口金额及同比变化.....	23
图表 57: 美国市场除干变外, 其它传统的变压器与配电开关的交期依旧远高于疫情前 (单位: 周)	23
图表 58: 中国西电海外业务布局.....	24
图表 59: 2021-2024 年中国西电部分海外项目	25
图表 62: 中国西电境外业务收入及增速	26
图表 63: 中国西电境外业务收入占比.....	26
图表 64: 2014-2023 年员工人数及其增速	27
图表 65: 2018-2023 年员工结构.....	27
图表 66: 2014-2023 年员工总薪酬及人均薪酬情况	27
图表 67: 2014-2023 年人均创收和人均创利情况	27
图表 68: 2014-2023 年 ROE 及其拆分情况	28
图表 69: 2019-2024Q1-3 归母净利润及同比情况.....	28
图表 70: 2019-2024Q1-3 经营性现金流净额	28
图表 71: 西电智慧产业基地项目效果图 (西安高新区供图)	29
图表 72: 公司分板块盈利预测情况	31
图表 73: 公司费用率情况.....	31
图表 74: 可比公司估值表 (截至 2024 年 12 月 20 日收盘价)	32
图表 75: 中国西电 PE-Bands	32
图表 76: 中国西电 PB-Bands	32

核心观点

主要推荐逻辑

公司是我国输配电设备领军企业，产品覆盖中高压一次设备全品类，是我国成套能力最强的综合电气设备制造商。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 12.55/18.86/23.51 亿元，CAGR 有望达到 38.5%，看好公司后续业务端与管理端能够持续带来业绩高增弹性。公司受益于新型电力系统发展背景下高压主网建设需求提升，营收规模与质量有望双升；受益于海外电力设备紧缺，国际业务加速开拓；同时公司加大人员激励，重视市场开拓，人均效益与市场份额提升效果显著；此外，规模效应提升以及新工厂后续投产有望带来进一步的效率提升、成本下降。

- 1、**特/超高压驱动的主网建设需求提升有望为公司带来营收规模与结构的显著改善，同时公司份额亦呈现提升趋势助力业绩进一步高增。**特高压方面，由集中式新能源装机外送需求驱动，板块高景气长周期有望开启，公司作为高压一次设备龙头，有望充分受益，我们预计“十五五”期间每年开工“四直两交”能够给公司带来至少 75 亿元+的新增订单。非特高压主网方面，我们预计 24-26 年非特高压主网投资 CAGR 有望达 4.7%；同时，在全国统一电力大市场建设提速、西北电网加强、配套特高压需求等带动下，招标结构有望向超高压等级倾斜，如 750kV 的变压器招标 MVA 占比已从 2020 年的 3.5% 持续提升至 24 年（1-4 批）的 18.5%。主网强贝塔下公司业绩基本盘有望持续增长，同时网内高电压等级订单毛利率更优。同时，公司近年来加大力度进行市场开拓，在 22/23 年/24 年（1-5 次）国网输变电设备招标中，中标份额分别为 6.1/8.0%/9.1%，市场开拓效果显著，我们预计公司在网内市场份额有望进一步提升，强阿尔法助力业绩高增。
- 2、**国际业务有望打开增量空间，23 年以来订单高增、结构优化，我们预计海外收入增速与毛利率均有望持续提升。**公司出海历史悠久，拥有埃及、印尼等海外制造基地。当前全球电网建设进入提速阶段，变压器、高压开关等核心设备需求高增，国内电力设备企业开启出海新时代。22/23 年/24M1-M10 国内变压器出口总额同增 22.56%/20.55%/28.79%；高压开关及控制装备出口总额同增 23.47%/32.53%/26.48%。公司紧抓海外市场机遇，2023 年海外总订单达到约 40 亿人民币，设备类出口新签合同总量翻番。我们预计 2024 年海外新增订单有望维持 20%+ 的增速增长。我们预计 24-26 年境外整体收入为 31.19/38.53/48.45 亿元，增速为 17.6%/23.5%/25.7%，占比达到 12.9%/13.1%/14.6%。23 年境外毛利率 14.9%，考虑到盈利性更好的单机设备占比提升，同时规模效应提升、新厂房投产带来成本下降，我们预计毛利率为 16.4%/17.6%/19.3%。
- 3、**充分激发员工积极性，管理端改善有望释放盈利弹性。**公司近年来持续深化改革，经营指标有明显改善，且仍存在较大提升空间。22/23 年人均创收分别为 184.80/226.07 万元，同比+62.15%/22.33%；人均创利分别为 6.10/9.51 万元，同比+41.46%/+55.89%。22/23 年公司 ROE 分别为 2.94%/4.15%，同比+0.24pct/+1.20pct。随着公司管理效率提升、降本增效推进，盈利质量有望进一步提升。

区别于市场的观点

- 1、市场当前对于特高压的预期较为充分，我们认为超高压主网的建设需求提升能够为公司业绩基本盘的增长性和确定性再填一重驱动。全国统一电力大市场下省间高压互联互通建设将有效驱动对于超高压线路和设备的需求；同时，我们看好西北新型电网建设提速。招标整体结构向超高压等级倾斜，利好中国西电之类的高压龙头企业。
- 2、市场此前认为公司的经营质量一般，我们认为管理端已出现明显改善并且仍存在较大盈利弹性。公司实行以岗位绩效工资为主的薪酬制度，收入分配与企业效益和个人业绩紧密联动，充分调动职工创效主动性和积极性。12 月 5 日，公司发布《关于“提质增效重回报”行动方案的公告》，再次强调全面推进提质增效，加快数智化转型升级。公司网内市场份额持续提升，市场开拓效果显著；同时净利率从 19 年的 2.23% 提升至 24Q1-3 的 6.52%，增长 4.29pct，盈利能力有明显提升。

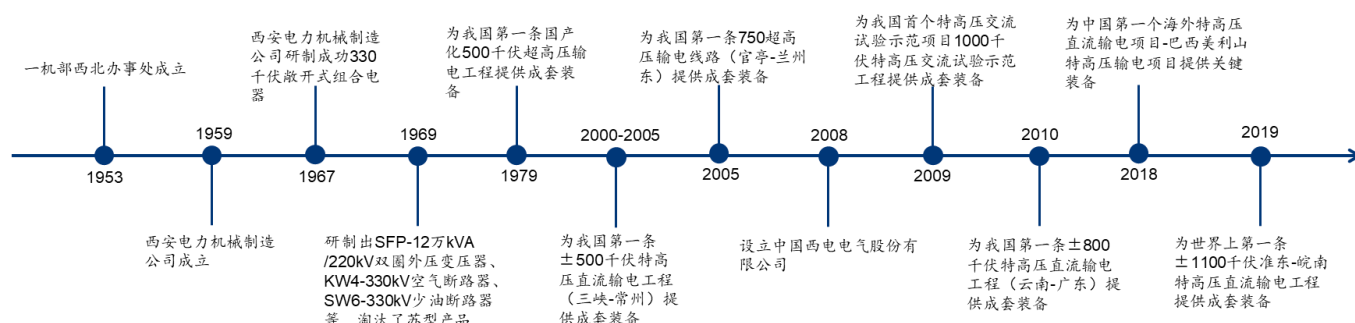
输配电一次设备领军企业，景气周期下迎来新机遇

中国电力史谱写者，产品矩阵齐全

深耕电力制造数十载，谱写中国高压设备发展历史。中国西电聚焦于输配电及控制设备的研产销等，公司历史可追溯至 1953 年成立的一机部西北办事处，经过数十载的深耕，成功发展成为输配电一次设备的领军企业。公司先后为我国首条±800kV 特高压直流工程和首条 1000kV 特高压交流工程提供关键成套装备，在诸多“卡脖子”的核心技术领域持续取得重大突破，是中国电力设备发展史的关键谱写者之一。

- 1959 年，中央批准成立西北电力机械制造公司（后改名为西安电力机械制造公司）。
- 1967 年，研制成功 330 千伏敞开式组合电器，标志着高压电器制造水平进入 330 千伏。
- 1979 年，为我国第一条国产化 500 千伏超高压输电工程（锦州-辽阳段）提供成套装备。
- 2000-2005 年，为我国第一条±500 千伏特高压直流工程（三峡-常州）提供成套装备。
- 2005 年，为我国第一条 750 超高压输电线路（官亭-兰州东）提供成套装备。
- 2008 年，发起并设立中国西电电气股份有限公司。
- 2009 年，西电集团为我国首个特高压交流试验示范项目 1000 千伏晋东南-南阳-荆门特高压交流试验示范工程提供成套装备。
- 2010 年，西电集团为我国第一条±800 千伏特高压直流输电工程（云南-广东）提供成套装备。中国西电在上海证券交易所成功上市。
- 2019 年，世界上第一条±1100 千伏准东-皖南特高压直流输电工程投产，中国西电集团为该工程提供了关键成套装备。

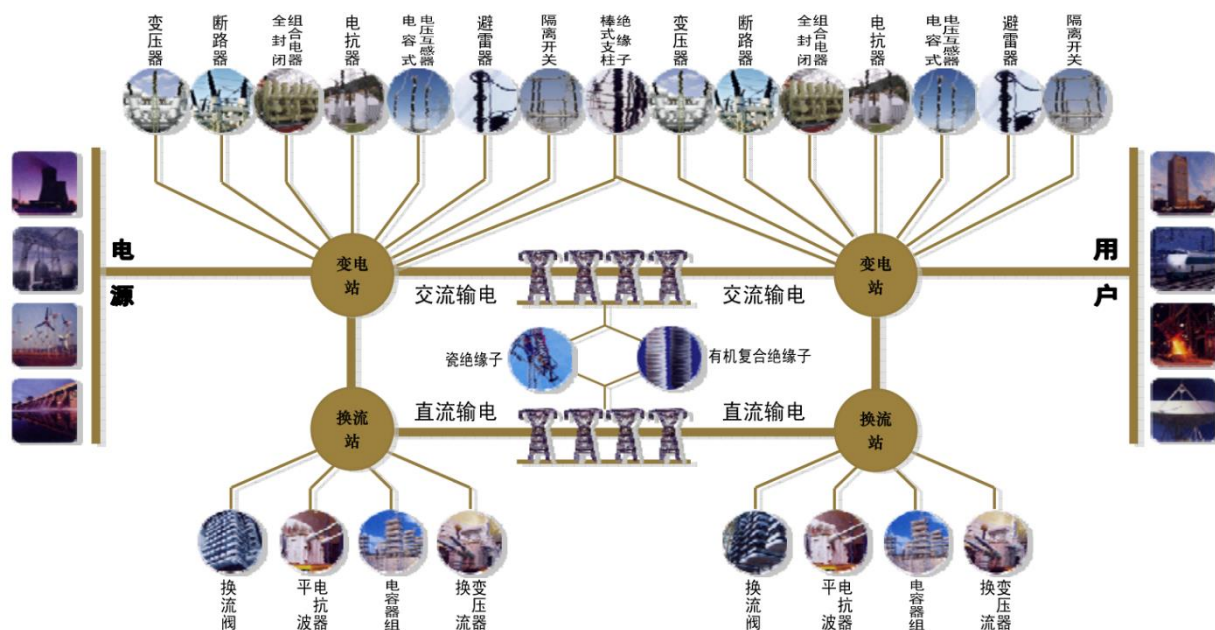
图表1：中国西电的发展历程



资料来源：公司官网，华泰研究

公司是我国成套能力最强的综合电气设备制造商，产品矩阵丰富。公司实现了输配电设备全产业链覆盖，形成了品种齐全、形式多样、系列完整的输配电核心设备产品链，产品包括开关、变压器、直流输电换流阀、电抗器、电力电容器、互感器、避雷器等，电压等级涵盖中低压到特高压。公司成套能力突出，拥有项目前期开发咨询、系统设计、工程总承包、运维运营等完备的系统解决方案能力，致力于将自身打造成为世界一流智慧电气系统解决方案服务商。

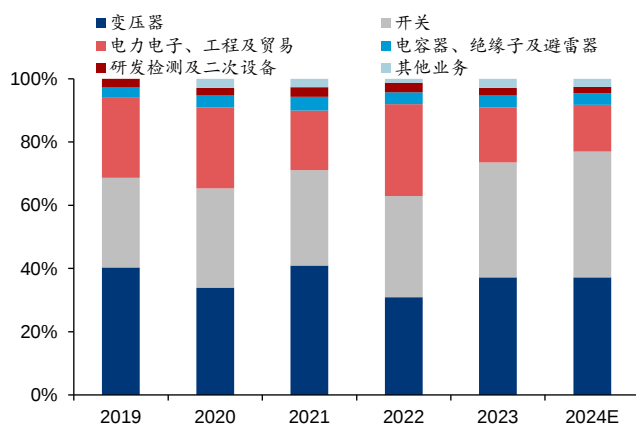
图表2：输配电主要一次设备示意图



资料来源：中国西电招股说明书，华泰研究

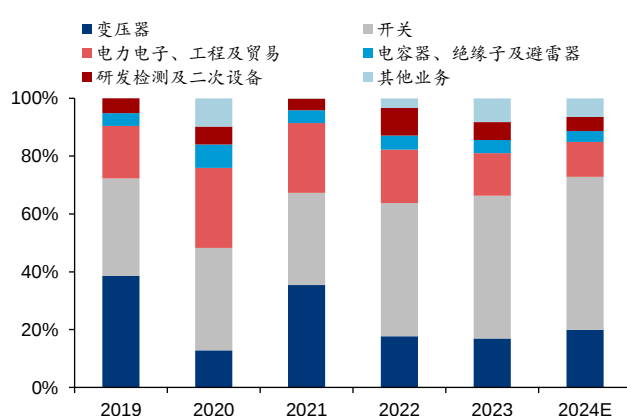
开关和变压器业务是公司的主要收入来源，特/超高压电网建设有望改善公司盈利结构。从收入结构来看，变压器和开关是公司的核心业务板块，22-24H1 变压器业务的收入占比分别为 30.6%/37.2%/43.2%，开关业务收入占比分别为 31.6%/36.4%/39.5%。从毛利结构来看，22-23 年变压器业务的毛利占比分别为 16.5%/16.9%，开关业务毛利占比分别为 43.1%/49.3%，开关业务贡献主要利润来源。随着特/超高压建设的持续推进，公司盈利结构有望进一步改善，带动公司整体盈利能力随之提升。

图表3：2019 -2024 年各业务收入占比情况



资料来源：Wind，华泰研究预测

图表4：2019 -2024 年各业务毛利占比情况

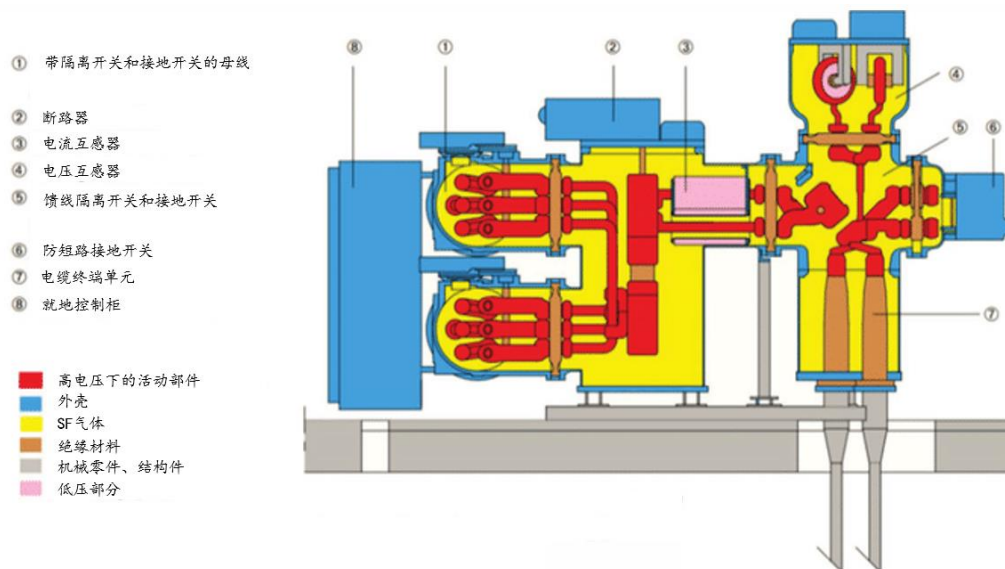


资料来源：Wind，华泰研究预测

高压开关

高压开关是电力系统中重要的控制和保护设备。控制，是根据电网运行需要，用高压开关把一部分电力设备或线路投入或退出运行；保护，是在电力线路或设备发生故障时将故障部分从电网快速切除，保证电网中的无故障部分正常运行。公司专注于 40.5~1100 kV 组合电器、断路器、隔离开关等高压开关的研制。GIS（Gas Insulated Switchgear，组合电器）是将一座变电站中除变压器外所有的一次设备，包括断路器、隔离开关、接地开关、电压互感器、电流互感器、避雷器、母线、电缆终端、进出线套管等经优化设计有机地组合成一个整体，具备结构紧凑、占地面积小、可靠性高、配置灵活、安装方便等优点。公司的 GIS 技术早期来源于日本三菱，断路器技术源于日本三菱，72.5~1100kV 隔离开关属自主研发。

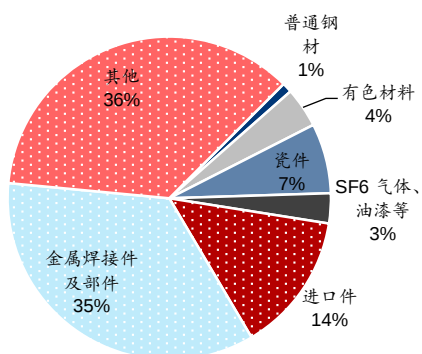
图表5: GIS 结构示意图



资料来源：《Switchgear Condition Assessment and Lifecycle Management: Standards, Failure Statistics, Condition Assessment, Partial Discharge Analysis, Maintenance Approaches, and Future Trends (Aravindh)》April 2021, IEEE Electrical Insulation Magazine 37(3):27-41, 华泰研究

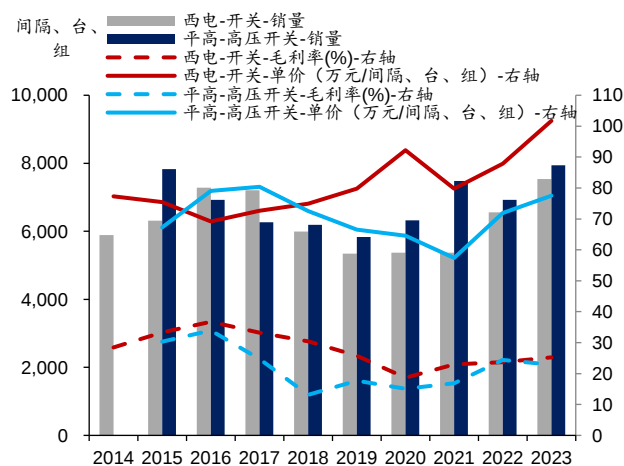
开关业务毛利率较高，贡献公司主要利润来源。根据公司招股说明书，2008 年，高压开关板块主要原材料包括金属焊接件及部件（成本占比 35%）、进口件（14%）、瓷件（7%）、有色材料（4%）、SF6 气体、油漆等（3%）。对比国内高压开关龙头平高电气的高压开关业务来看，中国西电的开关单价呈现出明显的上行趋势；两者的毛利率走势相似且与销量周期较为同步，中国西电的毛利率整体高于平高电气。

图表6: 2008 年中国西电高压开关成本拆分



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表7: 中国西电与平高电气开关业务情况对比

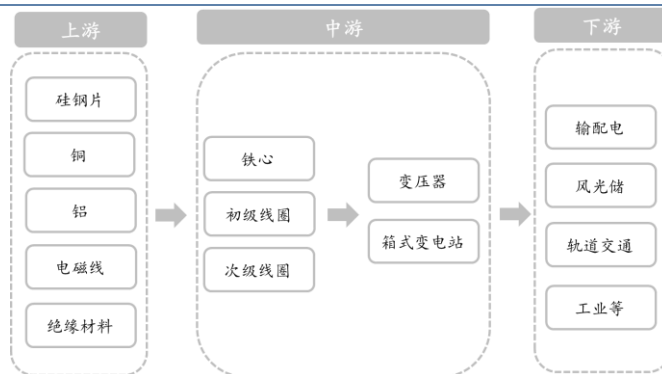


资料来源：公司公告，华泰研究

变压器

变压器是利用电磁感应的原理来改变交流电压的装置。根据公司招股说明书，变压器一般分成电力变压器、电抗器、换流变压器、平波电抗器和工业变压器。电力变压器主要是用于输电及配电使用的变压器。电抗器用于线路里的限流或限压，补偿高压输电线的容性电流或电压，从而起到稳定电网的作用。换流变压器和平波电抗器用于远距离直流输电线路两端的换流站，与换流器连接将交流电能和直流电能互相转换。工业变压器是用于工业特殊用途的电流变压器。公司的变压器生产主要是借鉴了 ABB 的技术，电抗器技术源于阿尔斯通，公司在引进技术的同时进行了大量的技术自主创新。

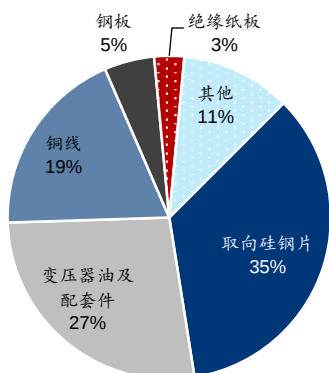
图表8：变压器产业链图示



资料来源：华泰研究

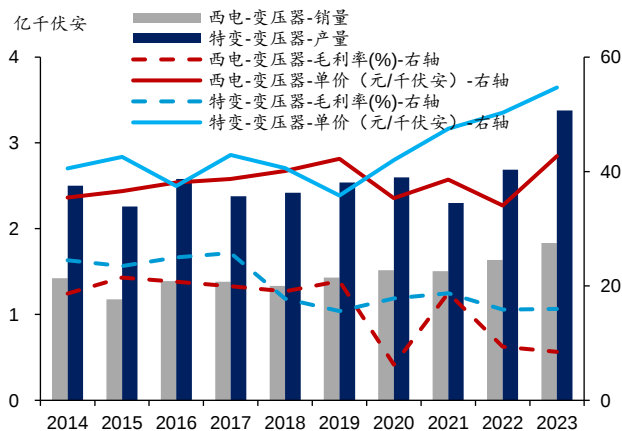
公司变压器业务近年毛利率较低，存在较大提升空间。根据公司招股说明书，2008 年，变压器产品主要原材料包括取向硅钢片（成本占比 35%）、变压器油及配套件（27%）、铜线（19%）、钢板（5%）、绝缘纸板（3%）。对比高压一次电力设备头部企业特变电工的变压器业务来看，中国西电的变压器单价与毛利率自 2020 年起波动明显，中国西电的单价与毛利率整体低于特变电工，存在较大提升空间。由于变压器原材料成本占比较高，受到取向硅钢、铜等价格波动明显影响（铜&取向硅钢价格指数自 2020 年起大幅上涨，并于 2021 年起持续位于高位），而国有企业主动套保能力受限，故毛利率受原材料价格波动影响较大。考虑到铜供需或延续过剩格局，叠加中美贸易摩擦预期，25 年铜价或承压，华泰有色组预计 24、25 年铜均价分别为 9200、9000 美元/吨。此外，毛利率也会受到下游客户结构影响，一般来说，特高压>网内高压>网外产品毛利率。

图表9：2008 年中国西电变压器成本拆分



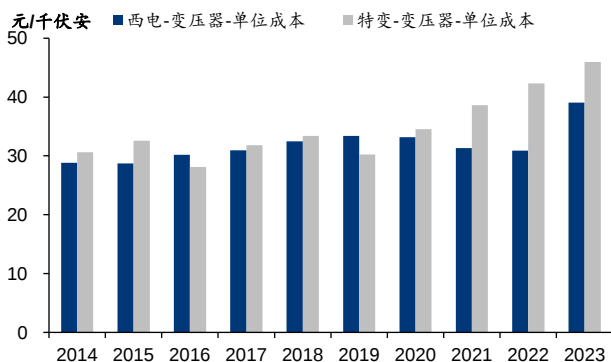
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表10：中国西电与特变电工变压器业务情况对比



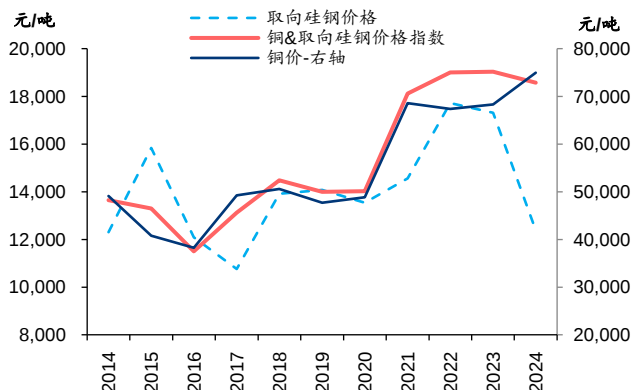
资料来源：公司公告，华泰研究

图表11：中国西电与特变电工变压器业务成本对比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表12：变压器主要原材料价格指数



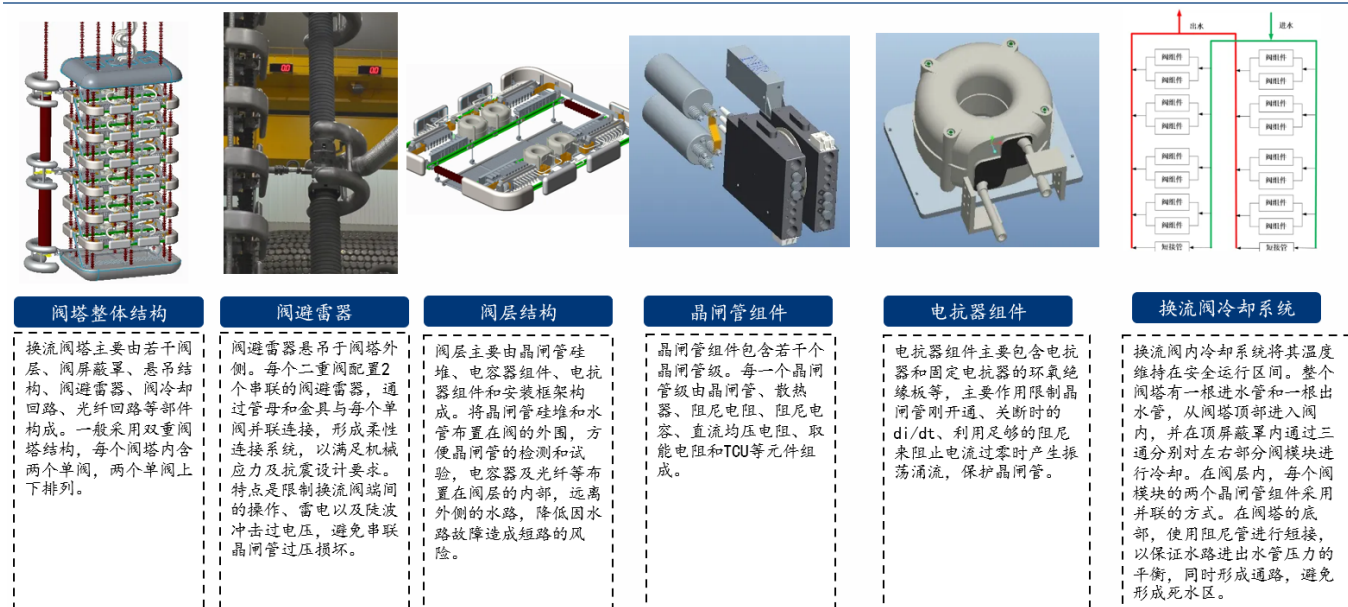
注：铜&取向硅钢价格指数计算公式为铜价*19%+硅钢价格*35%

资料来源：Wind，上海钢联，华泰研究

换流阀

换流阀是换流站中的核心设备，其主要功能是进行交直流转换。公司先后从 BBC 公司、西门子公司、ABB 公司引进了高压直流输电晶闸管换流阀的设计、生产、试验全套技术，成为我国最早从事高压直流输电换流阀生产的制造企业。目前绝大多数直流输电工程采用晶闸管阀技术，换流阀主要由串联或并联的晶闸管元件、均压回路、阻尼回路、阀电抗器、主通流回路、冷却回路及控制保护回路组成。

图表13：换流阀结构示意图



资料来源：国网安徽超高压公司公众号，华泰研究

电容器、避雷器、绝缘子及套管等

1) 电力电容器在交流电力系统和工业企业中广泛用于无功补偿、谐波滤波和串联补偿，在直流输电换流站中大量用于滤波和补偿。公司产品覆盖 6~1 000 kV 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。2) 电容式电压互感器在电力系统中用于电压测量、电能计量、继电保护和自动控制方面。公司产品覆盖 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。3) 避雷器是输配电系统中主要的过电压保护设备，对输配电系统的绝缘水平和安全起决定性作用。公司产品矩阵包括 35~1 000 kV 瓷外套无间隙金属氧化物避雷器；6~800 kV 复合外套无间隙金属氧化物避雷器；66~1000 kV GIS 无间隙金属氧化物避雷器；35~750 kV 线路型复合外套有串联间隙金属氧化物避雷器；±50~±1100 kV 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。4) 绝缘子主要用于高压输电线路和各种电气设备之中，起绝缘、机械联结和支持作用。公司主要专注于 ±1100 kV 及以下电压等级瓷/复合材料绝缘子及套管的研制。

图表14：电容器、互感器、避雷器、绝缘子及套管产品示意图（从左到右）

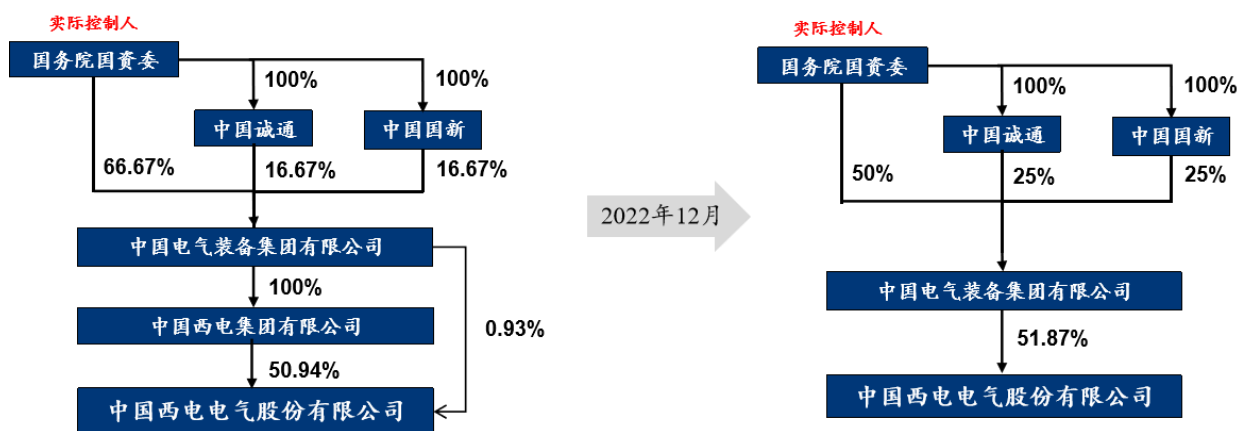


资料来源：公司官网，华泰研究

股权结构稳定，管理层经验丰富

背靠中电装备集团，股权结构稳定。2021 年，按照《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），由中国西电集团、许继集团、平高集团等电力装备企业重组而成的电力新央企——中国电气装备集团正式成立。2022 年 12 月，西电集团将持有中国西电 50.94% 的股份全部无偿划转至中国电气装备集团，中电装备集团对中国西电实现提级管理。截至 2024Q3，中国电气装备持有中国西电股权 51.87%，为公司第一大控股股东，国务院国资委为实际控制人；通用电气新加坡公司作为公司第二大股东，持有股权 12%。

图表15：中国西电的股权结构变更



资料来源：公司公告，华泰研究

核心管理层技术背景深厚，管理经验丰富。现任董事长赵永志毕业于西安交通大学电器专业，深耕电力领域多年，曾任中国电力技术装备副总工程师，山东电工电气集团党委书记、董事长等职务，于 2024 年 9 月任职中国西电的党委书记、董事长。公司核心管理者长期扎根电力行业，技术背景深厚，管理经验丰富。

图表16： 公司管理团队

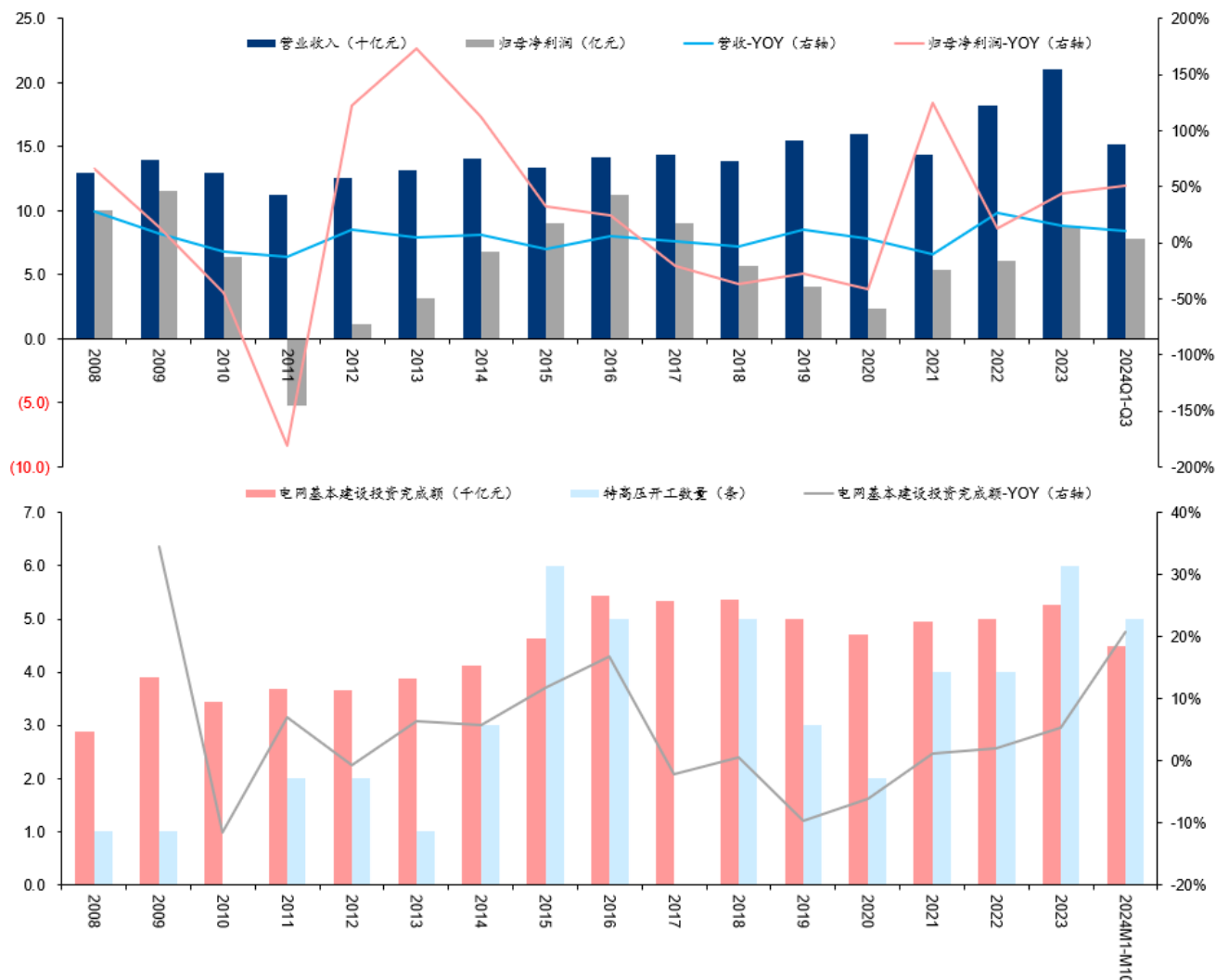
姓名	职务	履历
赵永志	董事长	西安交通大学电器专业，本科学历， 工程技术应用研究员 。曾任中国电力技术装备副总工程师，山东电电气集团副总经理、总经理、党委副书记、党委书记、董事长，宏盛华源铁塔集团董事长等职务。 现任中国西电电气股份有限公司党委书记、董事长。
朱琦琦	董事、 总经理	西安交通大学机械工程专业工学博士，高级工程师 。曾任中国西电电气股份有限公司开关事业部总经理，中国西电集团有限公司总经理助理，平高集团有限公司党委副书记、董事、总经理，河南平高电气股份有限公司党委副书记、董事、总经理等职务。 现任中国西电电气股份有限公司党委副书记、董事、总经理。
余明星	副总经理	曾任西电宝鸡电气有限公司党委副书记、董事、总经理，陕西宝光集团有限公司党委书记、董事长、总经理，西电宝鸡电气有限公司党委书记、董事长，陕西宝光真空电器股份有限公司董事长等职务。 现任许继电气董事，中国西电电气股份有限公司党委常委、副总经理。
谢庆峰	副总经理	曾任中国西电电气股份有限公司党委常委、副总经理、中国西电电气股份有限公司党委常委、副总经理、中国西电电气股份有限公司变压器事业部总经理、西安西电变压器有限责任公司执行董事、中国西电电气股份有限公司党委常委、副总经理。 现任中国西电集团有限公司党委常委，中国西电电气股份有限公司党委常委、副总经理，山东电电气集团有限公司外部董事。
马玓	副总经理	曾任山东输变电设备有限公司副总经理，执行董事、总经理，山东电运检工程有限公司总经理，山东电电气集团有限公司副总经济师，市场部主任，营销服务中心总经理、党支部副书记，山东电智能科技有限公司董事长等职务。 现任中国西电电气股份有限公司党委常委、副总经理。

资料来源：公司公告，华泰研究

22 年以来业绩持续创下新高，盈利能力持续提升

公司营收表现稳中有升，利润走势相近但波动更加明显。公司整体业绩表现与电网整体投资及特高压开工情况相关度较高，同时业绩确认存在一定滞后性。营收整体伴随电网投资表现为稳中有升，2021 年系受到疫情影响，营收额有明显下降。随后营收实现高速增长，连续创下新高，22 年/23 年/24Q1-3 分别达到 18.21/21.05/15.25 亿元，同比+26.61%/15.58%/10.30%。净利润与营收走势相近但波动更加明显，22 年/23 年/24Q1-3 分别达到 6.12/8.85/7.87 亿元，同比+12.55%/44.55%/51.09%。伴随电网投资及特高压景气周期开启，我们看好公司营收规模持续增长，盈利结构进一步改善。

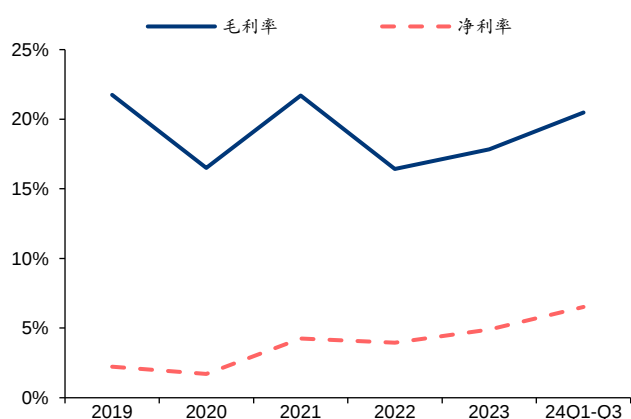
图表17：公司营收、归母净利润、我国电网基本建设投资完成额情况及特高压开工数量



资料来源：Wind，中国电力网，北极星电力网，华泰研究

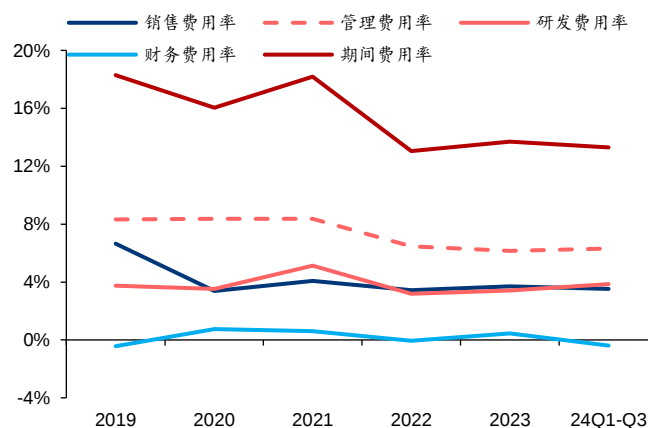
22年以来净利率连续提升，费率维持平稳。净利率从19年的2.23%提升至24Q1-3的6.52%，增长4.29pct，主要系19-22年期间费用率有明显下降，22-24年开关业务毛利率有显著提升。24Q1-Q3毛利率/净利率分别为20.48%/6.52%，同比+3.73/+1.93pct，盈利能力有明显提升；22/23/24Q1-Q3公司费用率水平为13.05%/13.70%/13.30%，费率保持平稳，管控效果良好。随着公司持续深化国企改革，运营效率进一步提升，盈利能力有望持续改善。

图表18：2019年-2024 Q1-Q3毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表19：2019年-2024 Q1-Q3费用率情况



资料来源：Wind，华泰研究

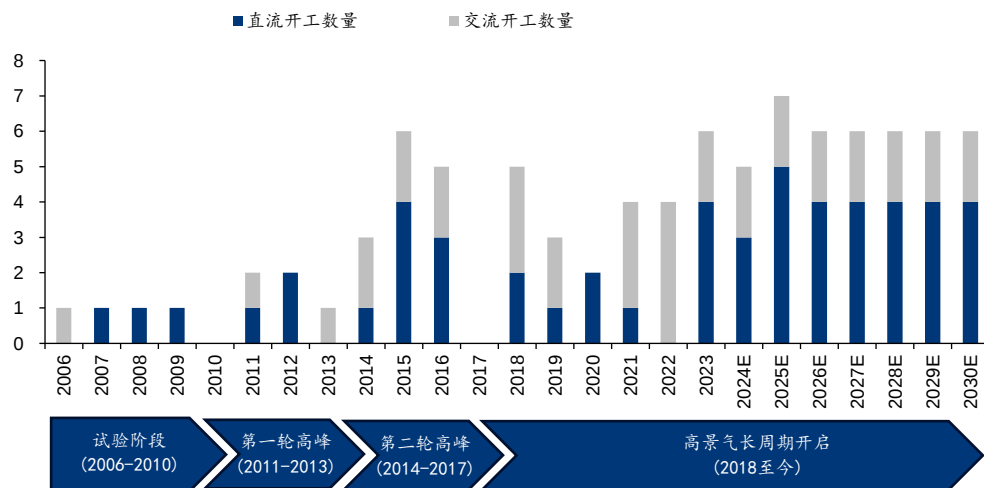
特/超高压主网周期向上，经营规模与质量双升

特高压“十五五”期间有望年均开工“四直两交”

集中式新能源装机外送需求驱动，特高压高景气长周期有望开启，我们预计“十五五”期间每年新建4条左右的特高压直流消纳新能源。直流特高压，在长距离、大容量、点对点输送上具备显著经济性。2023年我国新建陆风+集中式光伏达到189.4GW，在“双碳”目标及减少化石能源消费的大背景下，预期新能源建设持续高景气，推动直流特高压外送通道建设。特高压“十四五”期间规划建设14条直流线路，我们估计在2026-2030年的“十五五”期间，国网每年有望开工新建4条左右的直流特高压线路，满足集中式新能源的外送需求。

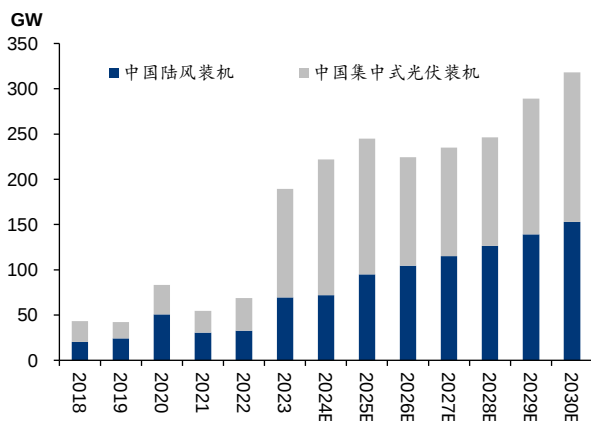
直流特高压建设带来交流配套需求。交流特高压在1300km以内可靠性和经济性优于直流特高压，同时输电容量、损耗、占地面积小于500kV高压交流，是中距离输电的经济性选择。历史上我国在运交直流特高压线路总功率比保持在1:1左右。预计交直流将配合发展，由于交流单条线路输送功率较高（平均功率10GW以上），我们预计**2025-2030 每年将新建2条交流特高压配合4条特高压直流。**

图表20：中国特高压项目年度开工数量



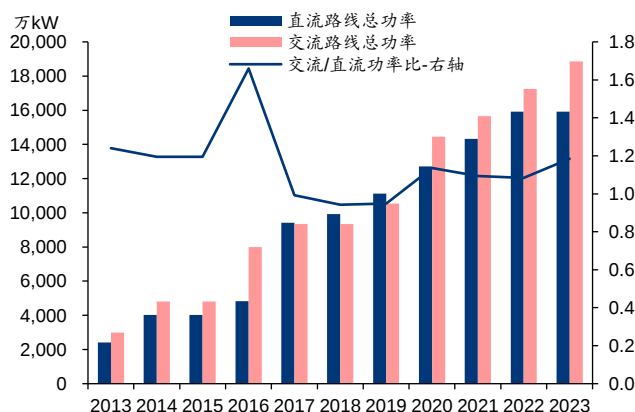
资料来源：中国电力网，北极星电力网，华泰研究预测

图表21：中国陆风与集中式光伏装机情况



资料来源：全球风能协会，国家能源局，华泰研究预测

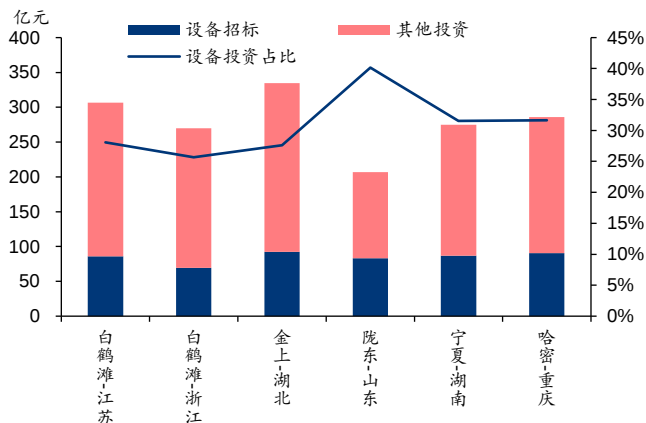
图表22：交直流特高压历年累计投运输送功率统计



资料来源：中国电力网，北极星电力网，华泰研究

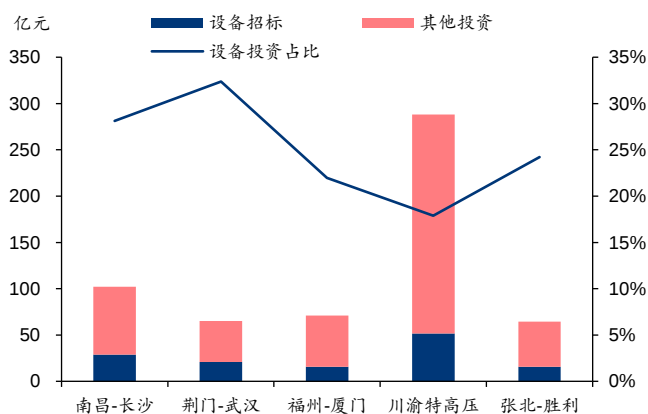
特高压单个项目价值量高，核心设备占比较大。特高压以项目为投资跟踪要点。从项目节奏来看，从核准到项目投运，交流项目周期在 1.5 年左右，直流项目周期在 2 年左右。统计我国所有已建成/在建特高压线路披露的动态投资额发现，我国交流特高压项目的平均投资额为 117 亿元，直流项目的平均投资额为 240 亿元。设备投资在特高压建设中占比较高。2020 年后开工的特高压线路，直流/交流项目动态投资中，设备占比分别为 30%/22%。其他投资成本包括线路材料、土建等。

图表23：直流特高压设备投资占比



资料来源：国家电网，华泰研究

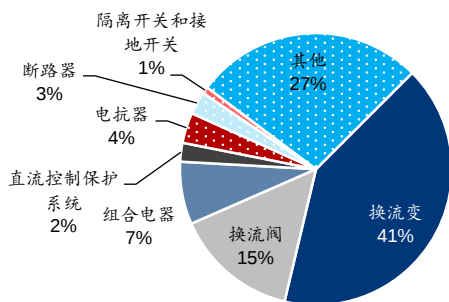
图表24：交流特高压设备投资占比



资料来源：国家电网，华泰研究

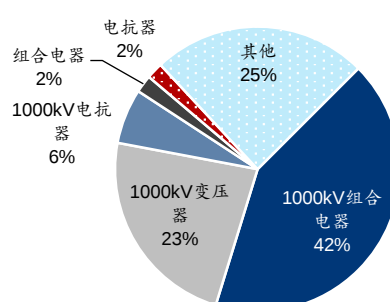
特高压设备投资结构：直流侧，根据 2023 年起的五条直流线路招标统计数据，换流变/换流阀/组合电器占直流特高压设备总投资比重分别为 41%/15%/7%。交流侧，1000kV 组合电器/变压器/电抗器占交流特高压设备总投资比重分别为 42%/23%/6%。

图表25：直流特高压设备投资结构拆分



资料来源：国家电网，华泰研究

图表26：交流特高压设备投资结构拆分



资料来源：国家电网，华泰研究

提供关键成套装备，“四直两交”保障订单

诞生于“一五计划”，扮演我国主网建设关键角色。公司历史可追溯至 1953 年成立的一机部西北办事处，深耕电力制造数十载，一路走来创下众多记录，是中国电力设备发展史的重要谱写者之一。中国西电产品矩阵丰富，特高压主导产品包括高压开关（GIS、隔离开关、接地开关）、变压器（电力电子变压器、换流变压器）、电抗器（平波电抗器、并联电抗器）、换流阀、电力电容器、断路器、互感器、绝缘子、套管等；成套能力突出，先后为我国首条±800kV 特高压直流工程和首条 1000kV 特高压交流工程提供关键成套装备，为我国主网建设贡献了关键力量。

图表27：电力设备公司产品及最高覆盖电压等级情况

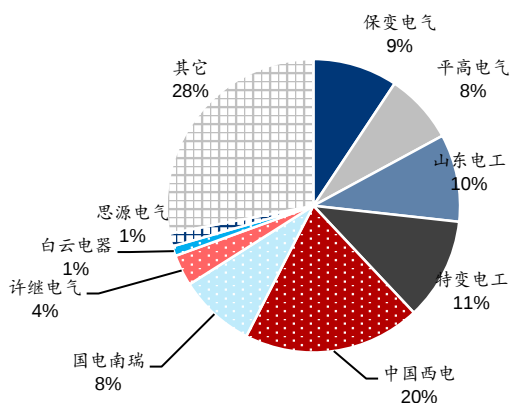
产品	思源电气	保变电气	平高电气	中国西电	许继电气	特变电工	国电南瑞	长高电新
组合电器GIS	750kV		特高压	特高压	220kV	550kV		550kV
断路器	750kV		特高压	特高压	40.5kV	550kV	220kV	550kV
隔离开关	750kV		特高压	特高压			220kV	特高压
避雷器				特高压			220kV	√
变压器	500kV	特高压	10kV	特高压	220kV	特高压	220kV	10kV
换流变压器		特高压		特高压		特高压		
电抗器	500kV	特高压		特高压	中压	特高压		
电容器	特高压			特高压	√	√	√	
绝缘子			特高压	特高压				
套管	500kV			特高压		特高压	220kV	
常规直流换流阀				特高压	特高压		特高压	

注：图中电压等级为公司该产品品类覆盖的最高电压等级，涵盖产品但未标明电压等级的以√表示

资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

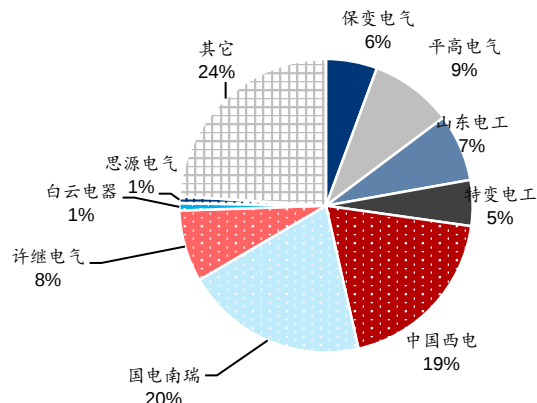
特高压设备中标份额稳居前列，我们预计“十五五”期间每年“四直两交”可为公司每年带来 75+亿元的新增订单。根据国家电网中标数据，23 年/24（1-5 批）公司在国网特高压项目合计中标金额分别达 79.28/36.23 亿元，占比 19.57%/19.21%，份额稳定，位列行业第一/第二（24 年国电南瑞份额有明显提升主要系当年特高压设备中换流阀招标金额占比提升）。历史上单条直/交流特高压项目的平均投资额为 240/117 亿元，近年来直流特高压项目的投资额有提升趋势，我们按照单条直/交流投资额 270/117 亿元计算，设备投资占比 30%/22%来测算，单条直/交流特高压项目的设备投资额约 81/26 亿元，预计“十五五”期间每年“四直两交”的设备投资额可达 375.5 亿元，假设公司按照市占率 20%，可为公司每年带来 75.1 亿元的新增订单。

图表28：2023 国网特高压合计中标情况



资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

图表29：2024（1-5 批）国网特高压合计中标情况



资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

公司核心特高压产品中，换流阀、组合电器中标份额维持稳定，换流变压器有提升趋势。分品类来看，换流变压器、换流阀、组合电器为中标价值量较高的品类，金额合计占比达到 7~9 成；其中，换流变压器的中标份额有明显提升趋势，换流阀、组合电器的中标份额相对稳定。（注：22 年特高压整体招标金额仅 34.6 亿元，中标份额不具参考价值）

图表30：国网特高压项目历年中标金额及西电份额（单位：亿元）

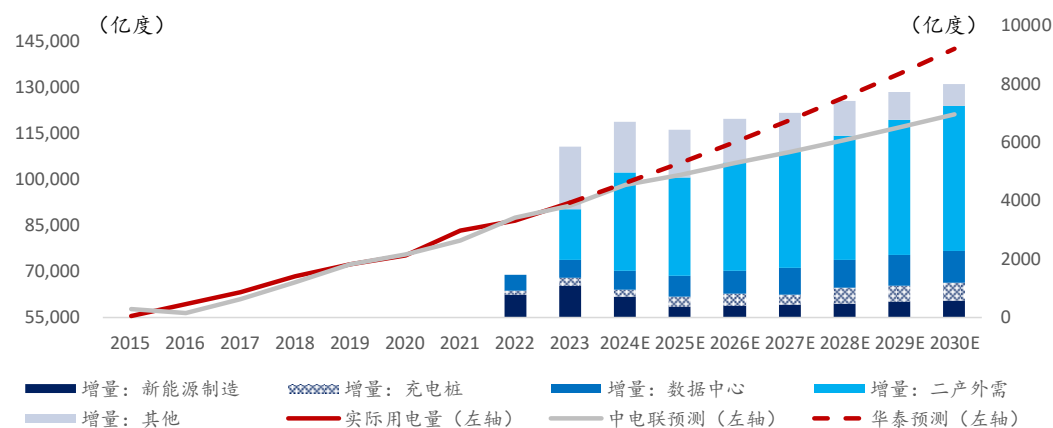
	2021			2022			2023			2024 (1-5 批)		
	中标总金额	西电金额	西电份额	中标总金额	西电金额	西电份额	中标总金额	西电金额	西电份额	中标总金额	西电金额	西电份额
交流变压器	3.76	0.64	17.02%	6.93	0.03	0.43%	27.12	3.32	12.24%	5.03	0.15	3.04%
换流变压器	35.95	5.52	15.35%	/	/	/	141.39	35.94	25.42%	40.58	14.41	35.50%
换流阀系统	18.12	3.43	18.93%	0.03	0	0.00%	57.68	9.7	16.82%	63.12	12.43	19.70%
组合电器	22.93	6.35	27.69%	17.17	5.84	34.01%	71.14	17.64	24.80%	21.28	5.01	23.56%
开关	0.83	0.08	9.64%	0.03	0	0.00%	2.86	0.83	29.02%	1.47	0.36	24.49%
断路器	1.61	0.38	23.60%	0.07	0	0.00%	9.45	3.58	37.88%	3.39	1.04	30.57%
直流穿墙套管	1.08	0.06	5.56%	/	/	/	3.89	1.37	35.22%	2.30	0.46	19.81%
互感器	2.33	0.18	7.72%	0.36	0.14	38.89%	7.27	0.24	3.30%	3.68	0.00	0.00%
电抗器	11.69	3.52	30.11%	6.44	1.51	23.45%	23.57	2.75	11.67%	10.44	1.23	11.81%
电容器	6.92	0.57	8.24%	0.42	0	0.00%	21.87	3.07	14.04%	5.00	0.36	7.19%
避雷器	1.67	0.15	8.98%	0.63	0.12	19.05%	5.03	0.64	12.72%	2.25	0.60	26.84%

资料来源：国家电网、华泰研究

主网招标金额攀升，公司份额持续提升

用电量增加驱动主网建设。2023 年中国用电量同增 6.8%，跑赢 GDP 增速 1.6pct，24 年 1-10 月中国用电量同增 7.6%，继续超预期增长。我们看好在新质生产力、二产出口、居民拉动下电力需求增速继续跑赢 GDP 增速，预计 2024 年全社会用电量增速可以达到 7.3%，预计全国用电量增速在 2024-30 年有望维持 6% 的复合增速（详见我们于 2024 年 6 月 3 日发布的《全球能源新趋势下的煤炭发展机遇》），将持续驱动主网建设投资增长。

图表31：中国全社会用电量 2016 年以来屡次超市场预期（除 2020/2022 年疫情影响外）

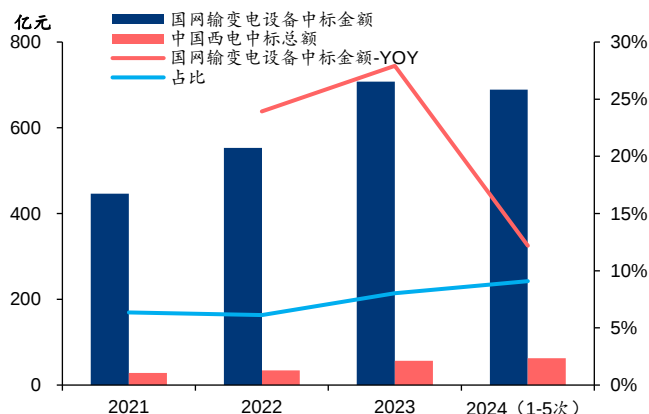


注：预测逻辑详见我们 2024 年 6 月 3 日发布的《全球能源新趋势下的煤炭发展机遇》

资料来源：中电联，能源局，华泰研究预测

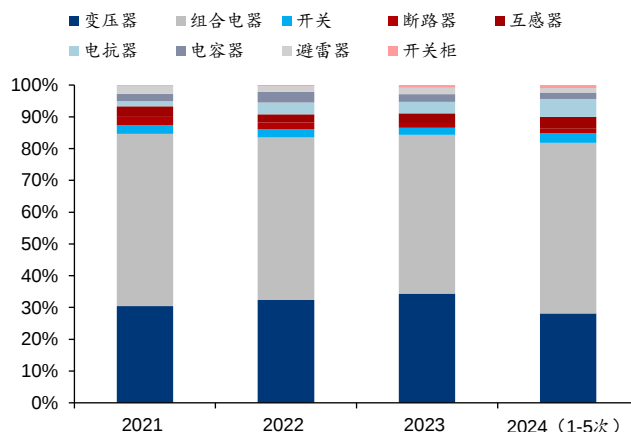
输变电招标金额逐年攀升，组合电器和变压器为公司最核心产品。22/23 年/24 年(1-5 次) 国网输变电设备总中标金额分别为 553.2/707.6/689.1 亿元，同比增速分别为 23.9%/27.9%/12.2%，中国西电中标总额分别为 33.9/56.8/62.6 亿元，占整体中标金额比例分别为 6.1/8.0%/9.1%，份额持续提升，中标额增速明显快于行业整体。就公司中标产品结构而言，组合电器和变压器占比较大，合计份额在 80%~85%，为公司输变电领域最核心的产品。

图表32: 2021-2024 (1-5次) 国网输变电的中标总额



资料来源: 国家电网, 华泰研究

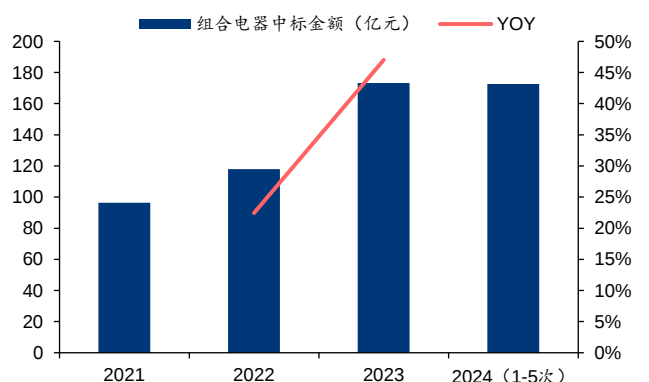
图表33: 2021-2024 (1-5次) 国网输变电的中标品类占比



资料来源: 国家电网, 华泰研究

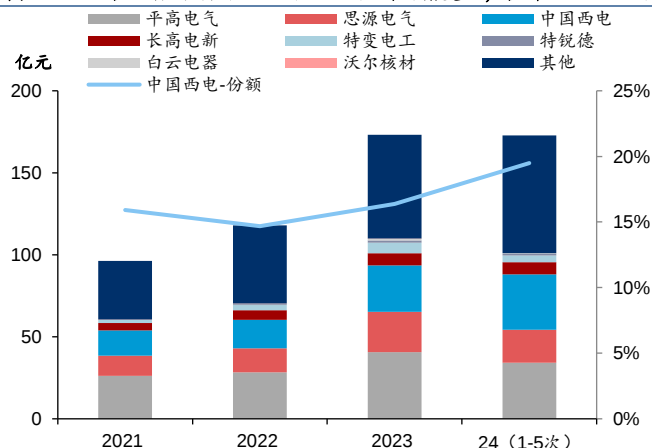
公司核心输变电领域产品中, 变压器中标份额维持稳定, 组合电器有提升趋势。公司核心输变电产品的整体投资规模大多呈现连续增长的趋势。国网 22/23/24 (1-5次) 输变电设备招标中, 组合电器中标总额分别为 117.82/173.27/172.73 亿元, 中国西电与平高电气为行业龙头, 24 (1-5次) 输变电设备招标中中标份额各占约 20%, 中国西电份额有明显提升趋势。变压器中标总额分别为 123.71/154.55/147.81 亿元, 24 (1-5次) 中上市公司特变电工/中国西电/保变电气份额分别达到 16%/12%/8%, 市场格局相较组合电器有所分散, 中国西电市场份额相对稳定。

图表34: 国网组合电器中标金额 (2021-2024 (1-5次) 国网输变电)



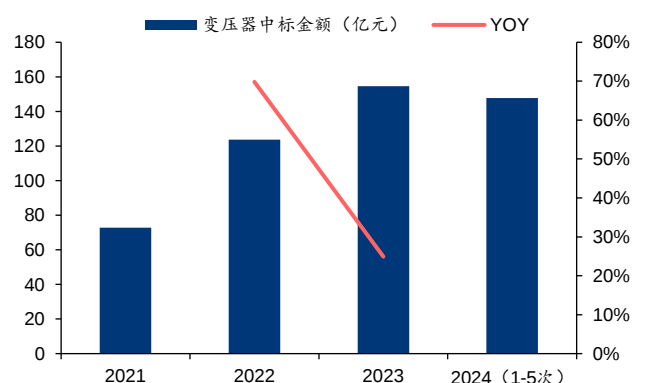
资料来源: 国家电网 ECP, 华泰研究

图表35: 组合电器份额 (2024 (1-5次) 国网输变电, 合计 172.73 亿)



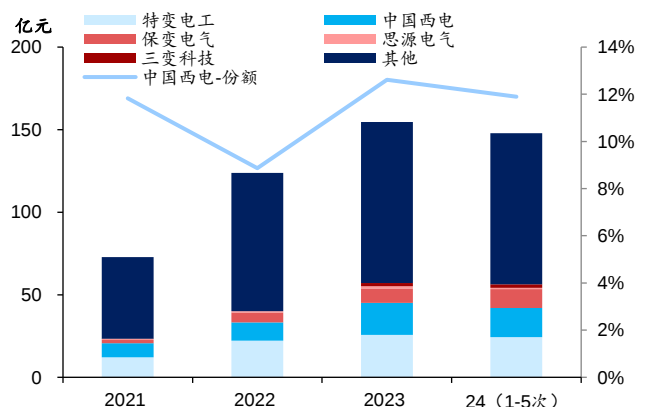
资料来源: 国家电网 ECP, 华泰研究

图表36: 国网变压器中标金额 (2021-2024 (1-5次) 国网输变电)



资料来源: 国家电网 ECP, 华泰研究

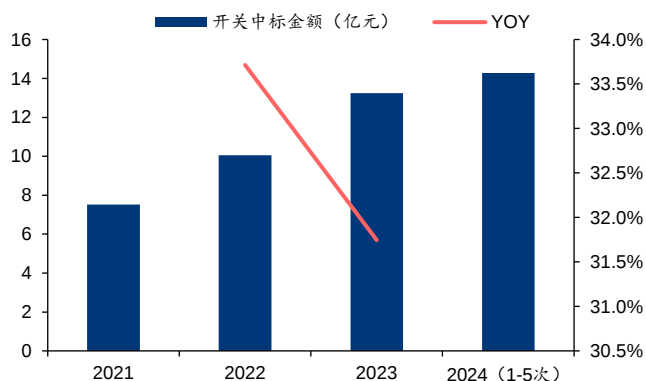
图表37: 变压器份额 (2024 (1-5次) 国网输变电, 合计 147.81 亿)



资料来源: 国家电网 ECP, 华泰研究

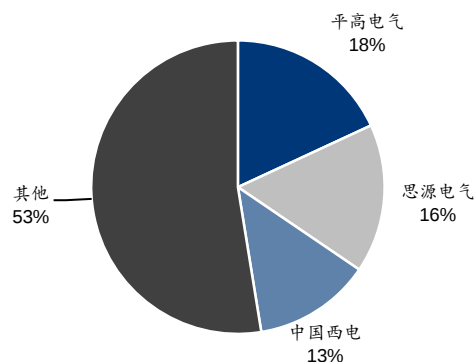
输变电设备其他品类：以国网输变电项目 24（1-5 次）中标情况来看，电抗器中标规模达 22.8 亿元，开关、断路器、互感器、电容器中标规模均在 10-20 亿元之间，避雷器在 10 亿元以下。网内下游客户具备垄断性，招投标规则下玩家相对稳定，中国西电多数品类的中标份额位居前列。

图表38：国网开关中标金额（2021-2024（1-5次）国网输变电）



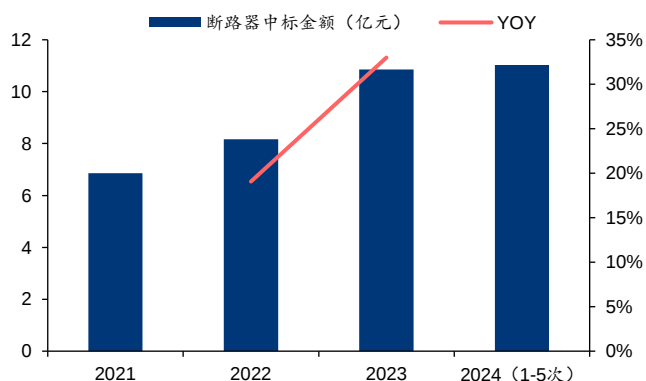
资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

图表39：开关份额（2024（1-5次）国网输变电，合计 14.28 亿）



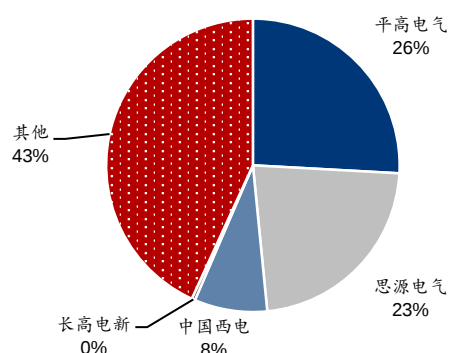
资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

图表40：国网断路器中标金额（2021-2024（1-5次）国网输变电）



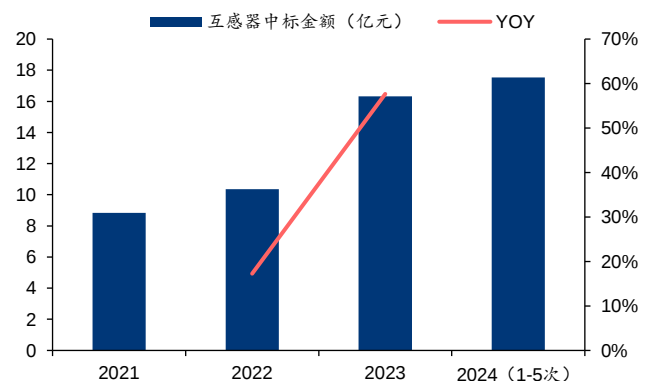
资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

图表41：断路器份额（2024（1-5次）国网输变电，合计 11.03 亿）



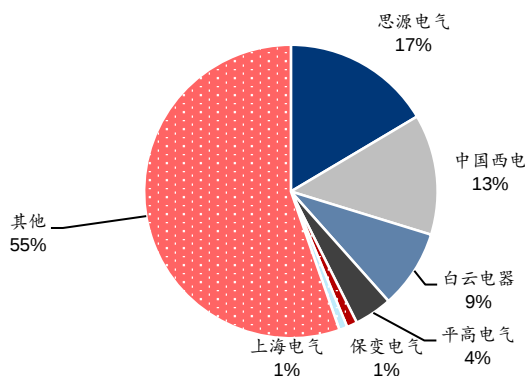
资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

图表42：国网互感器中标金额（2021-2024（1-5次）国网输变电）



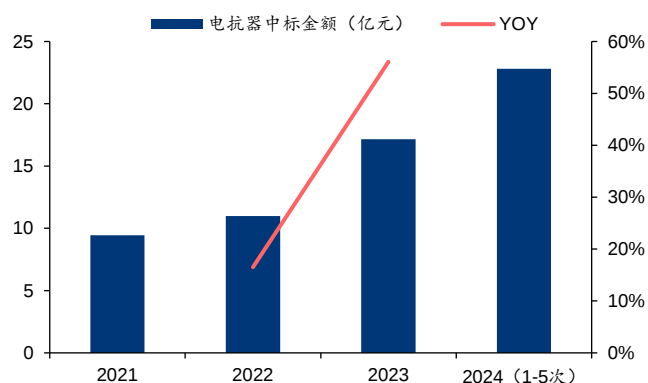
资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

图表43：互感器份额（2024（1-5次）国网输变电，合计 17.53 亿）



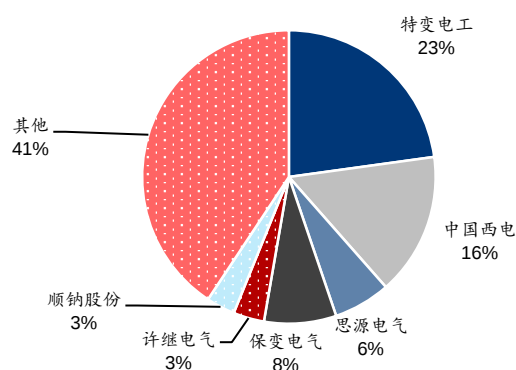
资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

图表44：国网电抗器中标金额（2021-2024（1-5次）国网输变电）



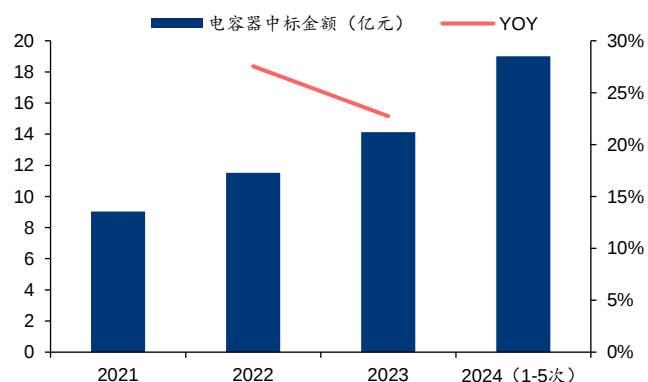
资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

图表45：电抗器份额（2024（1-5次）国网输变电，合计 22.82 亿）



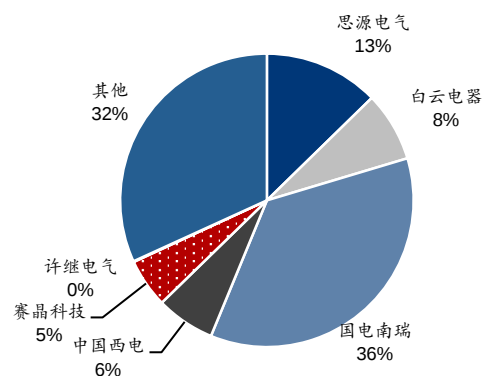
资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

图表46：国网电容器中标金额（2021-2024（1-5次）国网输变电）



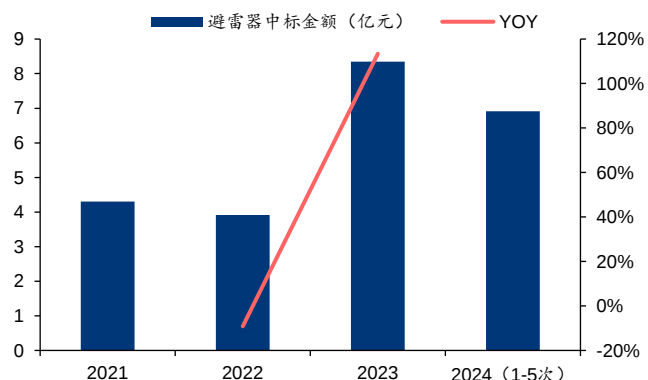
资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

图表47：电容器份额（2024（1-5次）国网输变电，合计 19.00 亿）



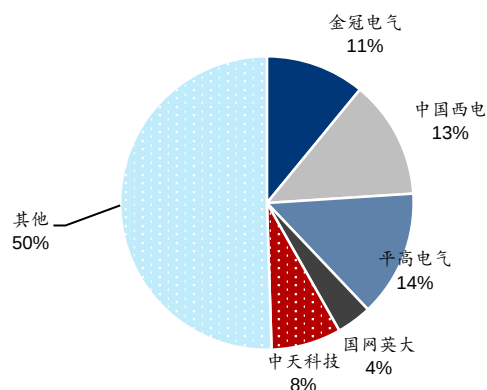
资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

图表48：国网避雷器中标金额（2021-2024（1-5次）国网输变电）



资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

图表49：避雷器份额（2024（1-5次）国网输变电，合计 6.91 亿）



资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

2024 年以来，公司多个产品在国网输变电中的中标份额有所提升。2024（1-5 次）国网输变电项目中，中国西电在组合电器、开关、互感器、电抗器的中标份额相比 23 年全年有明显提升，变压器、断路器、避雷器份额维持相对稳定，仅电容器市场份额有所下滑。公司在输变电设备中的中标份额连续提升至 24（1-5 批）的 9.1%，市场开拓效果显著。

图表50：国网输变电项目历年中标金额及西电份额（单位：亿元）

	2021			2022			2023			2024 (1-5次)		
	中标总金额	西电金额	西电份额	中标总金额	西电金额	西电份额	中标总金额	西电金额	西电份额	中标总金额	西电金额	西电份额
变压器	72.85	8.62	11.83%	123.71	10.97	8.87% (↓)	154.55	19.50	12.61% (↑)	147.81	17.58	11.90% (-)
组合电器	96.25	15.31	15.91%	117.85	17.30	14.68% (↓)	173.27	28.38	16.38% (↑)	172.73	33.66	19.49% (↑)
开关	7.52	0.78	10.43%	10.05	0.86	8.56% (↓)	13.24	1.24	9.40% (-)	14.28	1.85	12.95% (↑)
断路器	6.85	0.73	10.64%	8.16	0.77	9.43% (↓)	10.85	0.84	7.79% (↓)	11.03	0.89	8.04% (-)
互感器	8.83	0.94	10.64%	10.36	0.85	8.22% (↓)	16.33	1.71	10.45% (↑)	17.53	2.33	13.29% (↑)
电抗器	9.43	0.46	4.86%	10.99	1.24	11.29% (↑)	17.15	2.08	12.14% (-)	22.82	3.58	15.69% (↑)
电容器	9.03	0.66	7.31%	11.52	1.13	9.77% (↑)	14.14	1.35	9.55% (-)	19.00	1.23	6.49% (↓)
避雷器	4.30	0.72	16.66%	3.91	0.63	16.11% (-)	8.35	1.14	13.70% (↓)	6.91	0.90	13.05% (-)
输变电整体	446.33	28.28	6.34%	553.16	33.86	6.12% (-)	707.61	56.76	8.02% (↑)	689.08	62.62	9.09% (↑)

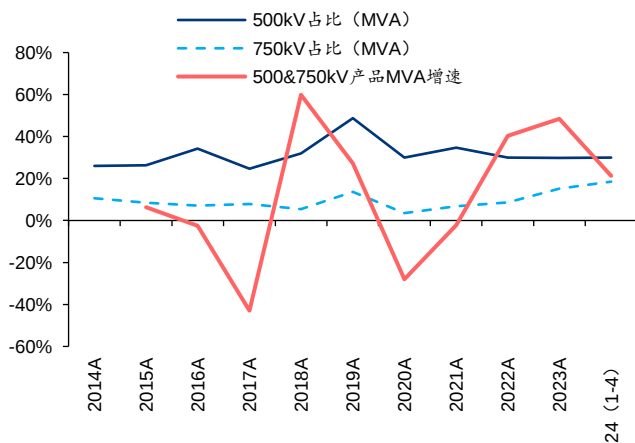
注：份额变动在±1%以内，标记为 (-)

资料来源：国家电网 ECP，华泰研究

超高压加强利好龙头，盈利结构有望改善

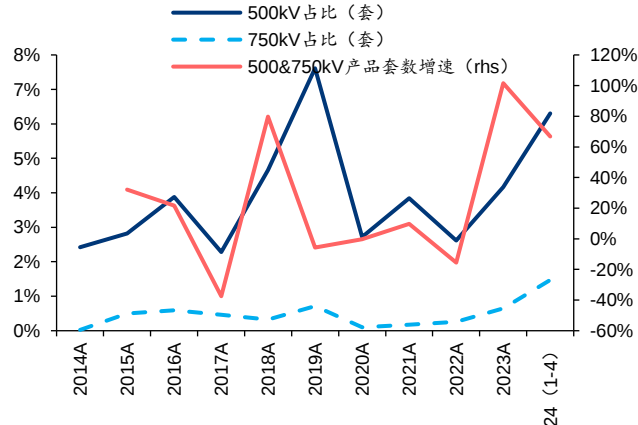
我们认为 500/750kV 超高压等级的投资占比有望提升，利好于中国西电等龙头企业。我们认为当前特高压直流及省间高压互联建设将有效驱动对超高压线路和设备的需求，推动超高压电网发展。同时，750 千伏为西北电网最高电压等级，我们看好西北新型电网建设提速，带动 750 千伏级别电网建设。我们统计了国网输变电设备中变压器与组合电器产品分电压等级的招标情况，500kV 与 750kV 的产品占比有明显提升，如 750kV 的变压器招标 MVA 占比从 2020 年的 3.5%持续提升至 24 年（1-4 批）的 18.5%，750kV 的组合电器招标套数占比从 2020 年的 0.1%持续提升至 24 年（1-4 批）的 1.5%，招标整体结构向高电压等级倾斜。超高压环节在主网输变电环节中竞争格局更加集中且稳定，以组合电器为例，相比特高压环节，750kV 组合电器供应商仅新增思源电气，500kV 组合电器供应商新增特变电工、长高电新。

图表51：国网输变电设备招标- 500&750kV 变压器 MVA 占比与增速



资料来源：国网电子商务平台，华泰研究

图表52：国网输变电设备招标- 500&750kV 组合电器套数占比与增速



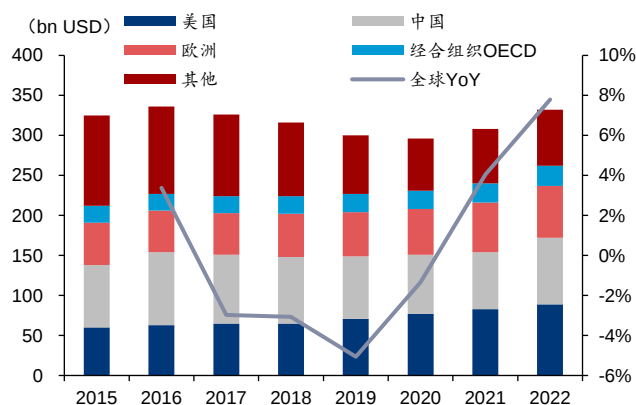
资料来源：国网电子商务平台，华泰研究

国际业务加速突破，有望成为新增长点

全球电网投资加速，电力设备出口需求高增

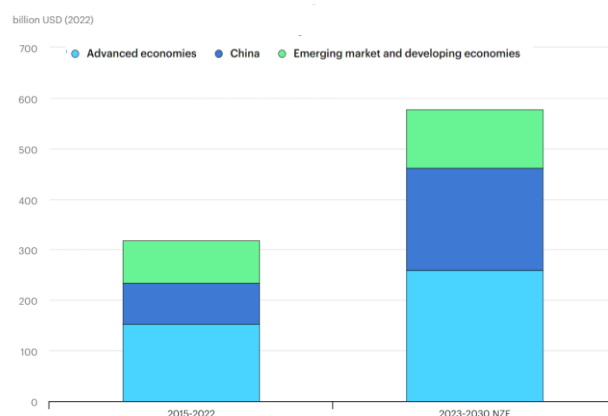
全球电网投资有望保持高增。根据 IEA 数据，全球电网投资于 2021 年开始逐步复苏，2021-2022 CAGR 达到 5.9%，IEA 预计在净零排放目标下，全球电网在 2023-2030 年间的平均年投资规模需要达到 5780 亿美元，相比于 2015-2022 年间的平均年投资规模 3180 亿美元提升了 81.8%，全球电网投资提速趋势明显。

图表53：全球电网投资额历史值



资料来源：IEA，华泰研究

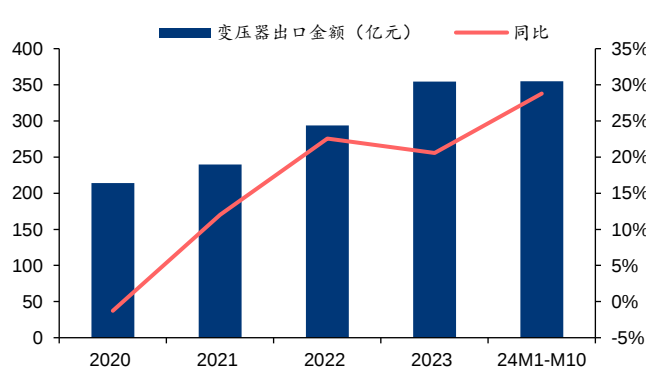
图表54：全球电网投资额预测值



资料来源：IEA（预测时间 2023 年 7 月），华泰研究

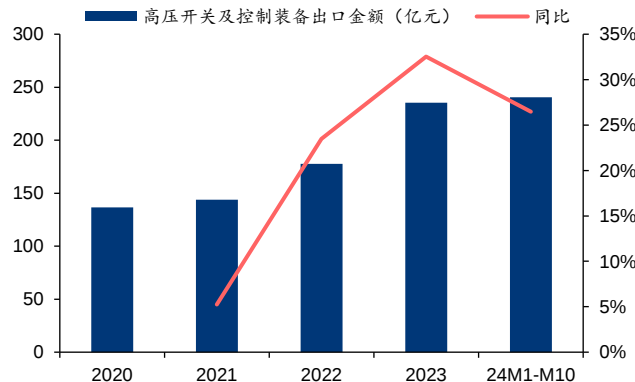
海外市场变压器紧缺，高压开关需求高增。22/23/24M1-M10 国内变压器出口总额分别为 293.92/354.32/354.95 亿元，同比增长 22.56%/20.55%/28.79%；高压开关及控制装备出口总额分别为 177.62/235.40/240.58 亿元，同比增长 23.47%/32.53%/26.48%。当前全球新能源大规模并网带来电网扩容需求提升、新型负荷接入带动用电端电气化程度提升、部分地区电网老化带来替换需求增加、基建投资与制造业发展带来电网投资需求提升、数据中心发展带来电力质量与需求跃升，多方因素拉动下，全球电网投资有望加速，变压器和高压开关等核心设备需求大幅增加。与此同时，国际巨头扩产节奏较慢，市场紧缺有望维持较长周期，国内电力设备企业开启出海新时代。

图表55：中国变压器出口金额及同比变化



资料来源：海关总署，华泰研究

图表56：中国高压开关及控制装备出口金额及同比变化



资料来源：海关总署，华泰研究

图表57：美国市场除干变外，其它传统的变压器与配电开关的交期依旧高于疫情前（单位：周）

	Pre-Covid	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
变电站变压器(Substation transformers)	24-34	55-60	55-60	55-60	50-65
干变(Dry type transformers)	2-8	6-12	4-10	4-10	2-10
箱变(Outdoor padmount transformers)	40	100+	100+	100+	100+
15kV 开关(15kV Switchgear)	24-34	55-75	55-75	55-75	40-85

资料来源：Gaston Electrical，华泰研究

前瞻布局海外市场，国际业务打开增量空间

建立西电国际工程公司和西电通用公司，前瞻布局海外市场。中国西电出海历史悠久，于上世纪 80 年代成立了自己的国际工程公司，西电国际当前已发展成为中国规模最大的输配电国际承包商之一，并入选 2023 年度 ENR “全球最大 250 家国际承包商”榜单。中国西电与美国通电气合资设立西电通用公司，专注于电力二次设备和系统的研产销活动，有效弥补了二次设备的技术短板，拓宽了海外销售渠道和业务布局。以“XD”为商业标识的产品和技术已出口至世界八十余个国家和地区，在东南亚、南亚乃至中东和非洲等地区拥有较强的品牌影响力。

海外基地具备本土化优势，夯实海外拓展基础。中国西电在埃及、印度尼西亚成立合资公司，推动当地电力产业的深化与升级。2009 年 1 月，成立西电埃及，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。2012 年 7 月，成立西电印尼，使印尼具备了 150-500kV 全序列大型（单相/三相一体）变压器的生产能力，并创下多个印尼本土化制造变压器的记录。西电马来近年来也成功获得 EASTWOOD 132/33kV GIS 变电站总包项目、东马 275kV 线路项目和 PETIAN DARO 132kV 线路等数个重要项目。海外制造基地与贸易公司将持续发挥本土化优势，为公司国际业务拓展提供新发展机遇。

图表58：中国西电海外业务布局



资料来源：公司官网，华泰研究

高水平高起点共建“一带一路”，海外 EPC 项目多点开花。公司积极响应“一带一路”倡议，凭借良好的品牌知名度和影响力，近年来在东南亚、南亚、非洲等市场取得了重大项目收获。2022 年中标 27.6 亿元的智利直流项目，创国际业务单项签约额历史新高。2023 年成功中标孟加拉 400 千伏变电站、沙特国网项目（沙特巨城 145kVGIS 项目约合 2.4 亿人民币），创近年来组合电器设备海外最大订单。2024 年成功中标土耳其阿库尤核电站 500kV GIS、菲律宾 50MW 风电 EPC 等海外项目，实现了海外市场及业务领域的突破和拓展。



图表59：2021-2024 年中国西电部分海外项目

时间	地区	项目内容
2021 年	菲律宾	中标菲律宾国家电网公司（NGCP）230kV GIS 变电站 EPC 总承包项目和马尼拉至马里劳 230 kV 线路 EPC 总承包项目
2021 年	沙特	中标埃及-沙特±500 千伏超高压直流输电线路 EPC 项目，是中东北非区域电压等级最高、输送距离最长的直流输电项目
2021 年	马来西亚	中标马来西亚吉兰丹州三个小水电 EPC 总承包工程，合同总金额约 2.26 亿美元
2022 年	埃及	西电-EGEMAC 成功中标并签约 NDHPS12 220kV GIS 成套 EPC 变电站和 NDHPS4 66kV GIS 成套 EPC 变电站总包项目，合同金额共计 7.2 亿埃镑（约合 2.57 亿元人民币）
2022 年	尼日利亚	西电国际与尼日利亚国家电力公司（TCN）正式签署 330kV 双回四分裂输电线路 EPC 项目合同
2022 年	智利	西电国际与南网国际组成的联合体成功中标智利 KILO 高压直流输电换流站 EPC 总包工程项目，合同金额 4.26 亿美元
2022 年	孟加拉	孟加拉 Rooppur 核电站用发电机保护断路器（GCB）项目
2022 年	希腊	签约希腊国家电力公司希腊锡拉岛 150kV SVC 电站及 GIS 电站 EPC 项目
2022 年	南非	中标南非开普敦 132kV GIS 产品 20 个间隔的订单
2023 年	乌兹别克斯坦	西电国际成功签约乌兹别克斯坦国家电网公司 500kV 输电线路项目
2023 年	沙特	沙特巨城 145kV GIS 项目，由沙特国家电网直接发标，位于达曼地区共计 16 座变电站 145kV GIS 供货, 中标金额 1.3 亿沙特里亚尔（约合 2.4 亿人民币）
2023 年	孟加拉	400kV 变电站项目
2024 年	菲律宾	西电国际与中国电气装备所属国际公司组成的联合体与菲律宾 SMWPC 公司成功签订桑切斯米拉 50MW 风电 EPC 合同
2024 年	沙特	阿尔法纳 Bisha132 千伏组合电器项目、真空灭弧室项目
2024 年	马来西亚	砂拉越古晋电网加固（KNR）275 千伏输电线路项目
2024 年	孟加拉	年产量最大的钢铁企业 MRSML 钢厂 230 千伏变电站总包项目
2024 年	俄罗斯	110 千伏及 220 千伏罐式断路器框架采购项目
2024 年	土耳其	西开电气中标土耳其阿库尤核电站 550kV GIS 项目，合同金额超 3 亿元
2024 年	欧洲	中标爱尔兰塔伯特项目
2024 年	沙特	沙特 Alghizaz 沙特国网南部 132kV GIS 储能项目

资料来源：公司官网，中国一带一路网，中国电气装备公众号，华泰研究

国网技术出海带动全链发展，携中国西电等国内设备厂商开拓海外市场。中国电力技术“走出去”，带动换流变压器、换流阀、直流控保装置等国产高端电力装备实现国际化市场应用，西电、南瑞、平高、许继等国内厂家的高端电力设备已在国网海外输电项目上大量应用。以巴西为例，国网在 2014 和 2017 年分别中标巴西美丽山特高压输电一期和二期项目，项目分别于 2017 和 2019 年投运，容量均为 4GW。2023 年 12 月，国网巴控公司成功独立中标巴西史上最大规模输电特许权项目——巴西东北部新能源送出±800 千伏特高压直流输电项目，额定容量 5GW，计划于 2029 年投运。24Q3，西电常变中标巴西东北部特高压项目 16 台±400 千伏换流变压器，中标金额达 8.34 亿元。该项目为西电常变首个自主承接的海外特高压直流输电项目，将对西电品牌进一步扩大在美洲市场的影响力起到积极推动作用。

图表60：巴西美丽山特高压输电工程示意图



注：实线为美丽山一期工程，虚线为美丽山二期工程
资料来源：国际能源网、华泰研究

图表61：巴西电网线路图

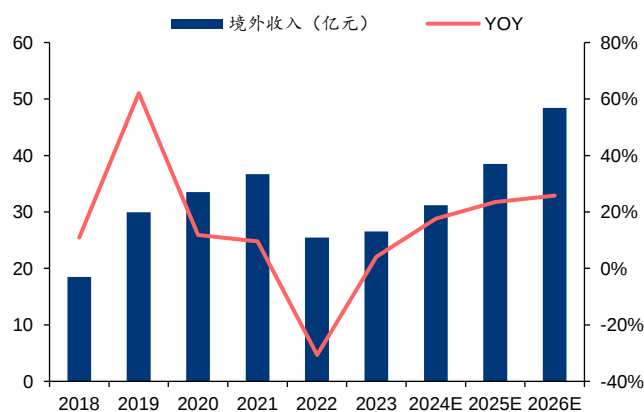


资料来源：Metron、华泰研究

海外业务订单增加，驱动收入增长。公司 18-21 年境外收入及占比持续提升，22、23 年有所下滑主要系疫情期间海外业务订单受到影响。2023 年以来，公司紧抓海外市场机遇，一方面，在传统市场深耕细作，坚持产品出口与工程总包并重，先后在马来西亚、孟加拉国、柬埔寨、乌兹别克斯坦等国家中标、签约了多个项目；另一方面，不断开拓“一带一路”国家市场，成功开发了斯里兰卡、约旦、津巴布韦、巴西市场，提升了品牌知名度。根据公司 23 年年报及业绩交流会，2023 年海外总订单量达到约 40 亿人民币，我们预计 2024 年海外订单有望达到 50~60 亿人民币，同比增速 20% 以上。随着海外国家电网建设需求高涨，叠加公司海外项目的逐步落地和重点区域的突破，海外收入有望回归快速增长轨道，我们预计境外整体收入为 31.19/38.53/48.45 亿元，增速为 17.6%/23.5%/25.7%；境外收入占比达到 12.9%/13.1%/14.6%，持续提升。

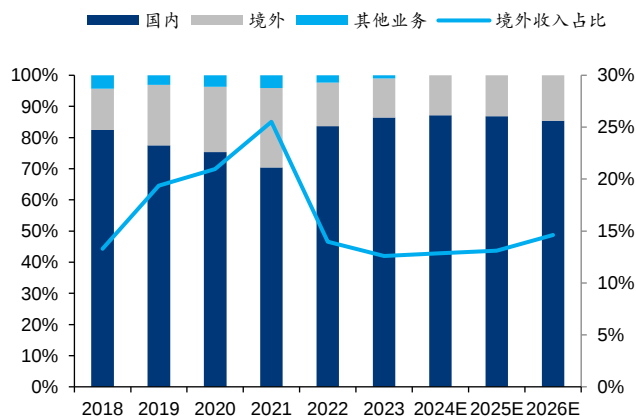
海外业务结构优化，盈利质量提升。公司海外业务以 EPC 和设备单机两种形式出口，EPC 主要记在电力电子、工程及贸易科目，单机则按照品类记入对应的设备中。公司 23 年境外收入 26.52 亿元，我们预计 EPC 营收占比在六成左右。公司因单机设备盈利性和风险可控性更好重点发力单机设备。2023 年海外设备类出口新签合同总量翻番，我们预计今年单机设备占比将持续提升。考虑到海外订单转换为收入的周期较长（2 年以上），我们预计 24-26 年海外单机设备营收增速为 30%/45%/45%，高于海外整体收入增速。23 年境外毛利率为 14.9%，考虑到盈利性更好的单机设备占比提升，同时规模效应提升、新厂房投产带来成本下降，我们预计 24-26 年毛利率为 16.4%/17.6%/19.3%。

图表62：中国西电境外业务收入及增速



资料来源：Wind，华泰研究预测

图表63：中国西电境外业务收入占比



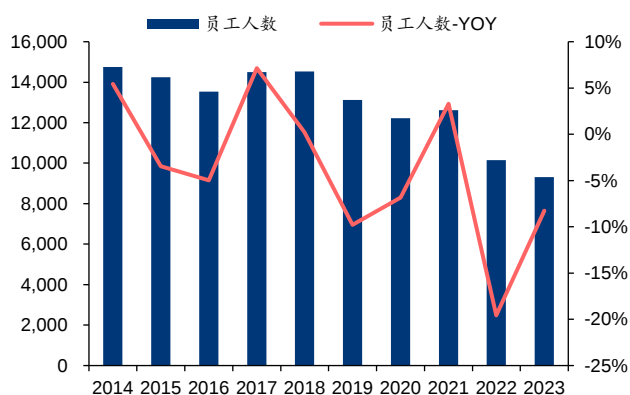
资料来源：Wind，华泰研究预测

央国企改革助推高质量发展，降本增效释放盈利弹性

改革赋能发展，激发高质量发展活力动能。2023 年 6 月，中办、国办印发了《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025 年）》，在功能使命性任务方面，首次提出“强化国有企业对重点领域保障，支撑国家战略安全”，强调优化国有经济布局。在体制机制性任务方面，要“着力打造发展方式新、公司治理新、经营机制新、布局结构新的现代新国企”。以“四新”为特征的现代新国企打造，就是要推动国有企业继续深化机制体制改革。中国西电牢牢把握“新三年行动”的前进方向，提出了一系列相对应深化改革的重点任务。

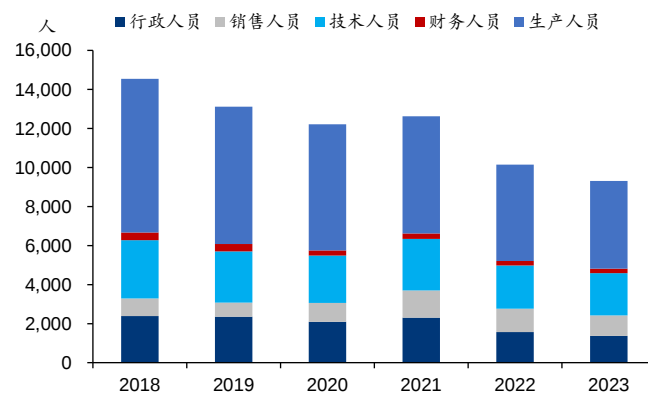
持续深化改革，人员结构优化成果显著。公司持续深化“三项制度”改革，逐步优化人员结构，22/23 年公司员工人数分别为 10152/9312 人次，同比-19.57%/-8.27%。其中，行政人员占比从 18.28%下降到 14.68%，销售人员和销售人员占比分别从 10.97%/20.97%上升到 11.39%/23.10%。

图表64：2014-2023 年员工人数及其增速



资料来源：Wind，华泰研究

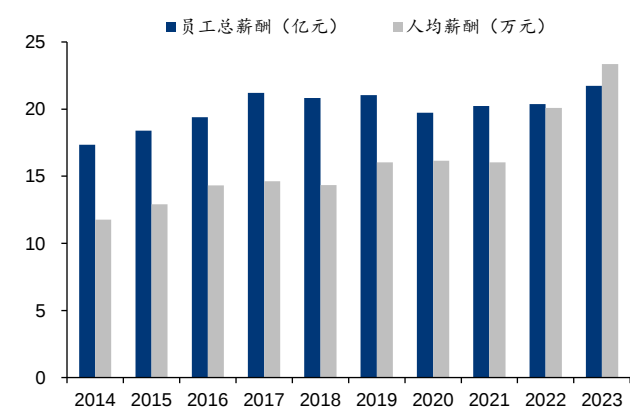
图表65：2018-2023 年员工结构



资料来源：Wind，华泰研究

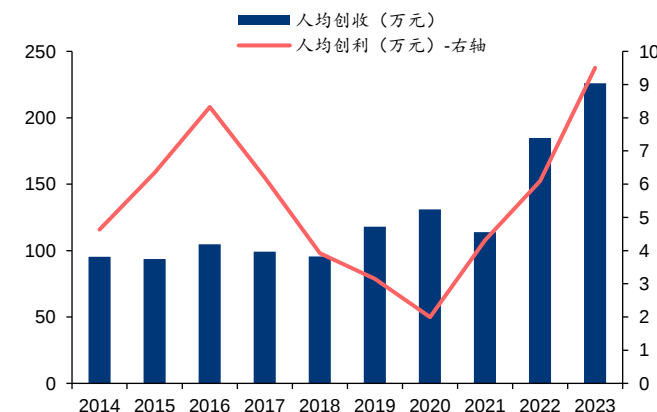
充分激发员工积极性，人均效益端成效显著。23 年，公司通过推行任期制和契约化管理、市场化用工体系建设、激励机制改革等措施，健全人才发展、考核激励、培训培养三个体系，打造人力资本管理中心，人工效能改革成效显著。公司实行以岗位绩效工资为主的薪酬制度，构建起了“以岗定薪、以绩定薪、岗变薪变、绩变薪变”的工资制度，收入分配与企业效益和个人业绩紧密联动，充分调动职工创效主动性和积极性。22/23 年员工人均薪酬 20.08/23.35 万元，同比+25.27%/16.31%，人均创收分别为 184.80/226.07 万元，同比+62.15%/22.33%；人均创利分别为 6.10/9.51 万元，同比+41.46%/+55.89%。

图表66：2014-2023 年员工总薪酬及人均薪酬情况



资料来源：Wind，华泰研究

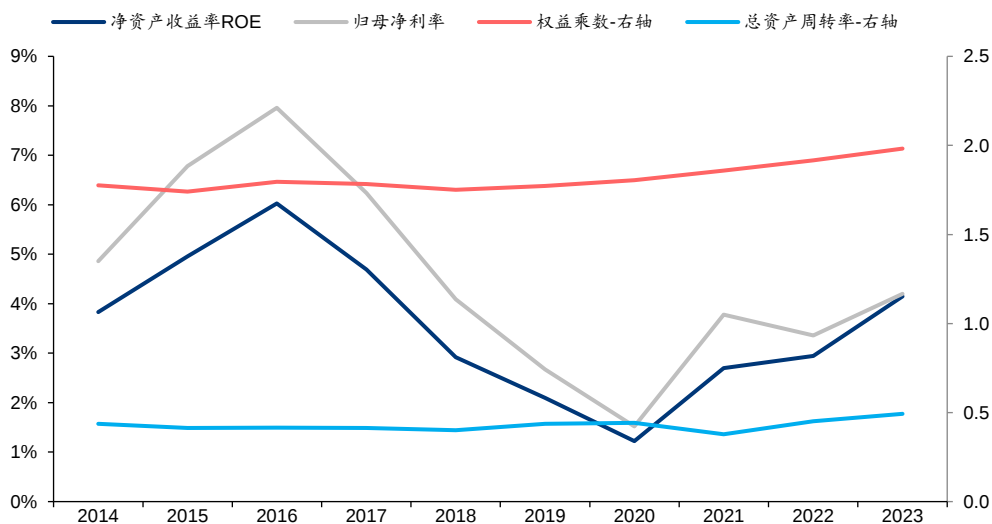
图表67：2014-2023 年人均创收和人均创利情况



资料来源：Wind，华泰研究

聚焦核心主业，加强产业协同，盈利弹性有望进一步释放。2023 年 4 月，中国西电将西电综能和西电新能源转让给中国西电集团，通过剥离盈利水平不高的新能源与综合能源 EPC 业务以优化产业布局。同时，两级营销体系的建立和协同运营中台的搭建加强了销售区域协同和内部管理协同，进一步提升了总体运营效益。22/23 年公司 ROE 分别为 2.94%/4.15%，同比+0.24pct/+1.20pct。其中，22/23 年公司归母净利率分别为 3.36%/4.20%，同比-0.42/+0.84pct，权益乘数分别为 1.92/1.98，同比+0.06/+0.07，资产周转率分别为 0.46/0.50 次，同比+0.07/+0.04 次。

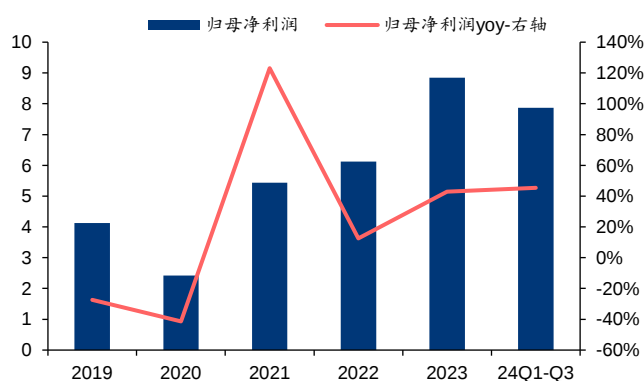
图表68：2014-2023 年 ROE 及其拆分情况



资料来源：Wind，华泰研究

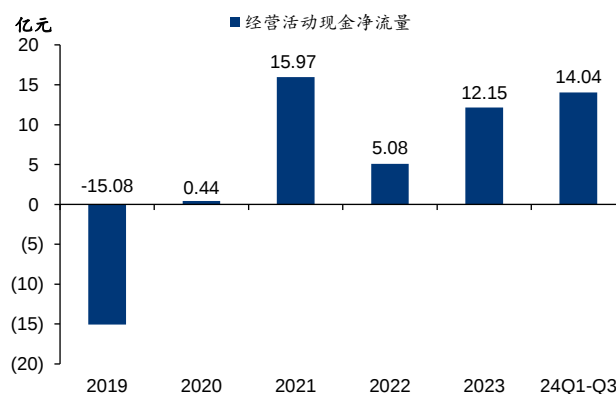
中国西电自 22 年底实现提级管理，盈利与现金流实现快速提升。公司 23 年/24Q1-3 归母净利润分别达 8.85/7.87 亿元，同比+42.99%/45.33%，盈利能力快速提升，经营现金流分别达到 12.15/14.04 亿元，也有明显改善。随着公司管理效率提升、降本增效推进，盈利质量有望进一步提升。

图表69：2019-2024Q1-3 归母净利润及同比情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表70：2019-2024Q1-3 经营性现金流净额



资料来源：Wind，华泰研究

智慧产业基地项目有序推进，投产后将显著提升效率和产能。公司和西电集团联合在西安建立了西电智慧产业园，对标国际一流企业，旨在提升产业自动化和信息化水平，涵盖了输变电装备上下游全产业链，包括智能操动机构、精密机械加工、高压开关智能装配、先进避雷器、先进电容器、高端套管、智能互感器、先进光电缆等产业以及相关配套设施。预计将于年底建成。根据中国日报网，建成达产后，预计实现年产值超 100 亿元。

图表71：西电智慧产业基地项目效果图（西安高新区供图）



资料来源：西安发布，华泰研究

盈利预测与估值

盈利预测拆分

受益于新型电力系统发展背景下主网建设需求提升，公司营收规模与质量有望双升；同时公司加大人员激励，市场份额与人均效益提升效果显著；受益于海外电力设备紧缺，公司国际业务加速开拓；我们预计 2024-2026 年公司营收为 242.63/293.67/331.13 亿元，同增 15.26%/21.03%/12.76%。考虑到营收结构优化、规模效应提升以及新工厂后续投产带来效率提升、成本下降，我们预计毛利率有望持续提升带来归母增速高于收入增速，综合预计 2024-2026 年归母净利润为 12.55/18.86/23.51 亿元，同比增速为 41.82%/50.24%/24.68%。

公司的业务主要分为 1) 变压器；2) 开关；3) 电力电子、工程及贸易；4) 电容器、绝缘子及避雷器；5) 研发检测及二次设备等。

一、变压器：21-23 年收入分别为 58.03/55.76/78.23 亿元，增速分别为 8.2%/-3.9%/40.3%；24H1 为 44.68 亿元，增速为 21.6%；我们预计 24-26 年该板块收入为 90.36/119.33/143.44 亿元，增速为 15.5%/32.1%/20.2%。其中，预计网内收入为 43.74/67.15/82.99 亿元，增速为 49.4%/53.5%/23.6%，主要系特高压周期向上带来收入确认的提升（预计 24-26 年特高压板块收入为 15.55/34.54/46.60 亿元）；叠加主网建设维持高景气，公司中标份额亦呈现提升趋势。预计网外收入为 40.07/42.68/46.68 亿元，增速为 -8.8%/6.5%/9.4%，24 年下降主要系用户侧需求有所下滑，25、26 年有望重回增长轨道。21-23 年该板块毛利率为 18.8%/9.4%/8.5%，23 年毛利率进一步下滑主要系公司高毛利特高压、直流产品收入占比下降导致。考虑到毛利率更高的特高压及国网输变电产品占比提升，叠加公司新厂房投产，降本增效进一步显现，规模效应提升，我们预计 24-26 年毛利率有望持续提升，分别达到 11.1%/13.2%/14.6%。

二、开关：21-23 年，该板块收入分别为 42.87/57.59/76.63 亿元，增速分别为 -13.5%/34.3%/33.1%；24H1 为 40.81 亿元，增速为 25.1%；我们预计 24-26 年该板块收入分别为 96.39/110.87/124.20 亿元，增速为 25.8%/15.0%/12.0%。其中，预计网内收入为 50.64/59.62/64.77 亿元，增速为 76.8%/17.7%/8.6%，主要系特高压周期向上带来收入确认的提升（预计 24-26 年特高压板块收入为 13.99/15.21/16.13 亿元）；叠加主网建设维持高景气，公司中标份额亦呈现提升趋势。预计网外收入为 39.20/41.75/45.66 亿元，增速为 -8.8%/6.5%/9.4%，24 年下降主要系用户侧需求有所下滑，25、26 年有望重回增长轨道。21-23 年该板块毛利率为 22.9%/23.7%/25.2%，考虑到毛利率更高的特高压及国网输变电产品占比提升，叠加公司新厂房投产，降本增效进一步显现，规模效应提升，我们预计 24-26 年毛利率有望持续提升，分别达到 27.9%/28.5%/29.1%。

三、电容器、绝缘子及避雷器：21-23 年收入为 6.31/6.65/8.03 亿元，增速为 7.9%/5.5%/20.7%，毛利率为 22.0%/21.7%/21.7%。24H1 收入为 4.33 亿元，增速为 25.6%；考虑到电网投资持续维持高景气，我们预计 24-26 年该板块收入增速有望达到 10%/10%/5%，分别为 8.83/9.72/10.20 亿元，参考历史水平，该业务毛利率表现相对稳定，我们预计 24-26 年维持在 21.7%。

四、研发检测及二次设备：21-23 年收入为 4.20/5.45/4.96 亿元，增速为 9.5%/29.9%/-9.0%，毛利率为 29.3%/52.0%/49.1%。我们预计 24-26 年该板块收入与毛利率与 23 年持平。

五、电力电子、工程及贸易：21-23 年收入分别为 26.61/52.34/36.58 亿元，增速分别为 -34.5%/96.7%/-30.1%；我们预计 24-26 年该板块中换流阀收入为 1.81/8.68/8.30 亿元，主要受到特高压项目收入确认的节奏影响，25 年开始将处于确收高位期；预计国内其他电力电子及工程业务收入下降，系总包项目减少；预计海外业务收入规模将保持持续增长。我们预计 24-26 年该板块整体收入为 36.00/42.71/42.24 亿元，增速分别为 -1.6%/18.6%/-1.1%。21-23 年该板块毛利率为 27.8%/10.4%/15.8%，我们预计 24-26 年分别达到 17.1%/21.0%/21.5%，主要系毛利率更高的换流阀收入占比提升，叠加新工厂投产带来成本下降。

图表72：公司分板块盈利预测情况

(单位: 亿元)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
变压器							
收入	53.63	58.03	55.76	78.23	90.36	119.33	143.44
YoY	-11.3%	8.2%	-3.9%	40.3%	15.5%	32.1%	20.2%
营业成本	50.29	47.14	50.54	71.61	80.30	103.53	122.50
毛利	3.34	10.89	5.22	6.63	10.07	15.80	20.94
毛利率	6.2%	18.8%	9.4%	8.5%	11.1%	13.2%	14.6%
开关							
收入	49.57	42.87	57.59	76.63	96.39	110.87	124.20
YoY	16.3%	-13.5%	34.3%	33.1%	25.8%	15.0%	12.0%
营业成本	40.33	33.04	43.94	57.30	69.54	79.28	88.09
毛利	9.23	9.83	13.65	19.33	26.85	31.59	36.12
毛利率	18.6%	22.9%	23.7%	25.2%	27.9%	28.5%	29.1%
电力电子、工程及贸易							
收入	40.63	26.61	52.34	36.58	36.00	42.71	42.24
YoY	7.0%	-34.5%	96.7%	-30.1%	-1.6%	18.6%	-1.1%
营业成本	33.40	19.21	46.88	30.80	29.85	33.72	33.16
毛利	7.23	7.40	5.46	5.78	6.15	8.99	9.08
毛利率	17.8%	27.8%	10.4%	15.8%	17.1%	21.0%	21.5%
电容器、绝缘子及避雷器							
收入	5.85	6.31	6.65	8.03	8.83	9.72	10.20
YoY	22.9%	7.9%	5.5%	20.7%	10.0%	10.0%	5.0%
营业成本	3.74	4.92	5.21	6.29	6.92	7.61	7.99
毛利	2.11	1.39	1.44	1.74	1.92	2.11	2.21
毛利率	36.1%	22.0%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%
研发检测及二次设备							
收入	3.83	4.20	5.45	4.96	4.96	4.96	4.96
YoY	-8.2%	9.5%	29.9%	-9.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	2.22	2.97	2.62	2.52	2.52	2.52	2.52
毛利	1.61	1.23	2.83	2.43	2.43	2.43	2.43
毛利率	42.0%	29.3%	52.0%	49.1%	49.1%	49.1%	49.1%
公司整体							
收入	159.90	143.85	182.13	210.51	242.63	293.67	331.13
YoY	3.3%	-10.0%	26.6%	15.6%	15.3%	21.0%	12.8%
营业成本	131.95	111.04	150.48	171.31	191.93	229.46	257.06
毛利	27.95	32.82	31.65	39.20	50.70	64.20	74.07
毛利率	17.5%	22.8%	17.4%	18.6%	20.9%	21.9%	22.4%

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

销售费用率：2021-2023 年分别为 4.09%/3.44%/3.70%，主要系市场拓展带来的营销费用增长，考虑到公司营收规模增长会带来规模效应提升，我们预计 2024-2026 年销售费用率为 3.59%/3.42%/3.27%。

管理费用率：2021-2023 年分别为 8.36%/6.47%/6.15%，未来随着管理效率提升费率有望进一步压降，我们预计 2024-2026 年管理费用率为 5.98%/5.68%/5.44%。

研发费用率：2021-2023 年分别为 5.13%/3.19%/3.41%，考虑到公司加大研发投入与研发激励力度，我们预计 2024-2026 年研发费用率为 3.50%/3.33%/3.19%，研发费用绝对值增速为 18.3%/15.0%/8.0%。

图表73：公司费用率情况

指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	4.09%	3.44%	3.70%	3.59%	3.42%	3.27%
管理费用率	8.36%	6.47%	6.15%	5.98%	5.68%	5.44%
研发费用率	5.13%	3.19%	3.41%	3.50%	3.33%	3.19%

资料来源：Wind，华泰研究预测

估值

综合前文，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 12.55/18.86/23.51 亿元，同比增速为 41.82%/50.24%/24.68%，对应 EPS 为 0.24/0.37/0.46 元。公司是输配电设备领军企业，产品覆盖中高压一次设备全品类，成套能力突出。我们选取大型电力设备公司平高电气、思源电气、国电南瑞、许继电气作为可比公司，均为电力设备高压领域核心环节的主要供应商，在细分领域占据龙头地位或位列第一梯队，技术水平领先行业整体，在业务范围、下游客户、行业地位、技术水平等多方面均具备相似性。截至 12 月 20 日，可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 PE 为 19.5X，平均 PB 为 2.9X，考虑到公司一次品类全覆盖，业务天花板高，后续业务端与管理端能够持续带来高增弹性，我们给予公司 2025 年 25X PE，目标价 9.20 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表74：可比公司估值表（截至 2024 年 12 月 20 日收盘价）

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (TTM)		PE (倍)			PB (倍)			EV / EBITDA		
				2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600312 CH	平高电气	19.07	258.76	0.89	1.12	1.33	49.67	80.50	21.52	17.00	14.35	2.35	2.11	1.86	11.32	9.22	8.06
002028 CH	思源电气	70.85	550.01	2.66	3.30	4.01	26.76	27.01	26.67	21.46	17.65	4.48	3.77	3.16	20.82	16.93	14.06
600406 CH	国电南瑞	24.85	1,996.16	1.00	1.13	1.27	27.65	31.57	24.85	22.00	19.50	3.88	3.51	3.15	18.05	16.19	14.46
000400 CH	许继电气	27.91	284.37	1.22	1.60	1.99	26.49	26.58	22.90	17.42	14.04	2.42	2.16	1.89	12.15	9.68	7.70
	均值						32.64	41.42	23.98	19.47	16.38	3.28	2.89	2.52	15.59	13.00	11.07
601179 CH	中国西电	7.76	397.77	0.24	0.37	0.46	38.76	46.55	31.69	21.09	16.92	1.76	1.65	1.53	13.50	9.21	7.13

资料来源：Wind 一致预期，华泰研究预测

风险提示

电网投资力度不及预期风险

公司聚焦电力设备行业，需求与国网南网公司的投资力度高度相关，也受到国家行业政策较大影响。未来行业的经营环境若发生变化，可能导致国家建设投资减少，影响公司收入。

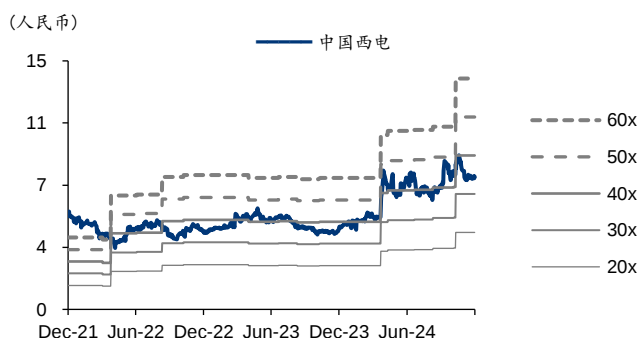
行业竞争加剧风险

未来若有更多企业参与竞争，可能会分薄公司市场份额，导致公司产品价格和盈利能力下降。

原材料价格上涨风险

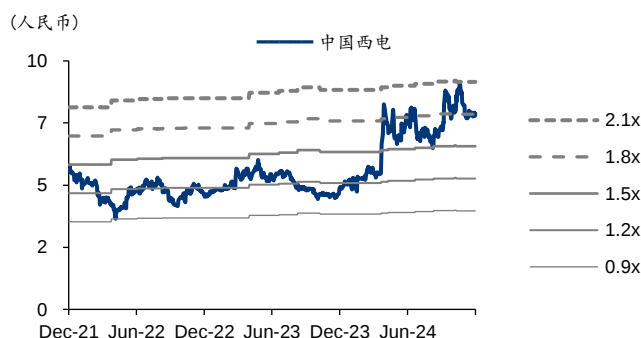
若受市场供需关系等影响，公司原材料价格上涨，可能会影响公司生产，导致公司盈利下降。

图表75：中国西电 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表76：中国西电 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、苗雨菲、戚腾元、马梦辰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、苗雨菲、戚腾元、马梦辰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司