



资本货物/工业

首次覆盖

增持

评级:

目标价格:

7.20

当前价格:

6.13

2017.02.22

中国西电 (601179)

“一带一路+国企混改”稀缺标的

——电力设备丝绸之路专题之二

	王浩 (分析师)	邱子良 (研究助理)	张舒 (研究助理)
	0755-23976068	0755-23976065	010-59312860
	wanghao013539@gtjas.com	qiuziliang@gtjas.com	zhangshu@gtjas.com
证书编号	S0880513090004	S0880116010087	S0880115060067

本报告导读:

2013年西电引入GE为第二大股东,国内特高压设备产销两旺,一带一路海外市场拓展进度有望加快。

投资要点:

- **首次覆盖,增持评级。**给予2016-18年EPS 0.21、0.25、0.28元,参考特高压输变电设备等相关公司的资产属性,考虑公司主要订单来自特高压输变电等资产,给予2017年2倍PB,给予目标价7.2元,首次覆盖,增持评级。
- **西开电气完成多年量的积累,2017-18年其盈利能力有望进一步实现质的飞跃。**公司毛利率与净利率稳步提升,分别从2013年21%、2%提升至2016年前三季度的29%、8%,其中西电全资子公司西开电气是公司利润的主要来源,连续三年高增长,2012-15年西开电气分别贡献0.93、1.1、2.51、4.12亿元净利润。我们认为2017-18年西开电气盈利能力有望进一步实现质的飞跃。
- **2017年西电西变有望产销两旺。**2016年西电各线路中标份额均值超过45%,特高压龙头地位凸显,单条特高压交直流线路对中国西电净利润弹性较大,随着“十三五”特高压工程逐渐招标开工,中国西电将逐渐进入收入确认期。
- **国企混改纯正标的,引入GE携手拓展一带一路。**2013年西电引入GE为第二大股东,双方成立合资公司在二三次设备方面优势互补,并共享全球市场。双方磨合期结束,有望在一带一路海外市场打开成长空间。
- **风险提示:**特高压线路招标开工进度低于预期风险,海外市场拓展低于预期风险。

交易数据

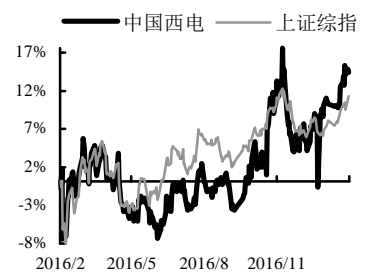
52周内股价区间(元)	4.91-6.45
总市值(百万元)	31,422
总股本/流通A股(百万股)	5,126/5,126
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	2342.21
日均成交值(百万元)	138.58

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	18,506
每股净资产	3.61
市净率	1.7
净负债率	-39.56%

EPS(元)	2015A	2016E
Q1	0.03	0.05
Q2	0.05	0.05
Q3	0.05	0.05
Q4	0.05	0.06
全年	0.18	0.21

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	3%	16%
相对指数	0%	2%	3%

相关报告

一带一路行业专题《“一带一路”引领电力设备行业新成长》20170218

财务摘要(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	14,082	13,337	14,180	16,307	18,753
(+/-)%	6.3%	-5.5%	6.3%	15.0%	15.0%
经营利润(EBIT)	727	1,003	1,024	1,303	1,554
(+/-)%	117.4%	37.9%	2.1%	27.4%	19.2%
净利润	684	904	1,095	1,302	1,439
(+/-)%	104.9%	32.1%	21.1%	18.9%	10.5%
每股净收益(元)	0.13	0.18	0.21	0.25	0.28
每股股利(元)	0.10	0.30	0.36	0.43	0.11

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率(%)	9.2%	12.0%	11.2%	11.7%	11.7%
净资产收益率(%)	3.8%	4.9%	6.1%	7.5%	8.6%
投入资本回报率(%)	6.8%	11.0%	10.8%	13.2%	15.0%
EV/EBITDA	16.6	13.5	13.6	11.3	9.8
市盈率	46.1	34.9	28.8	24.2	21.9
股息率(%)	1.6%	4.9%	5.9%	7.0%	1.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2017.02.21

股票研究

工业
资本货物

中国西电 (601179)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 7.20

当前价格: 6.13

2017.02.21

公司网址

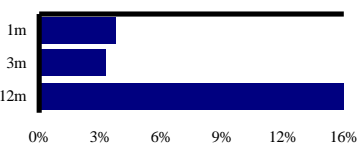
www.xdect.com.cn

公司简介

公司是我国输配电设备制造行业占主导地位的最具规模的生产和销售商,我国最具规模的高压、超高压及特高压输配电成套设备研究开发、生产制造和试验检测的重要基地。

公司产品电压等级最高、产品品种最多、工程成套能力最强的企业,国内唯一一家具有输配电一次设备成套生产制造能力的企业。

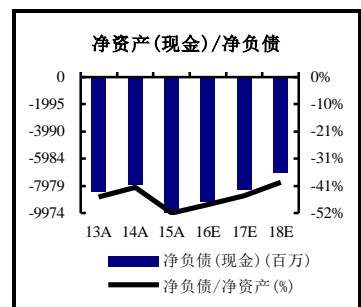
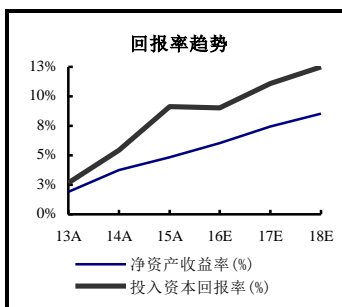
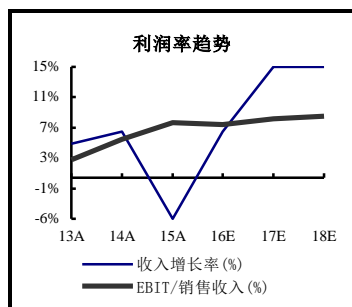
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 4.91-6.45
市值 (百万) 31,422

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表						
营业收入	13,198	14,082	13,337	14,180	16,307	18,753
营业成本	10,209	10,522	9,630	10,281	11,529	13,127
税金及附加	100	107	112	85	98	113
营业费用	1,034	1,040	971	1,049	1,288	1,481
管理费用	1,380	1,669	1,563	1,702	2,038	2,438
EBIT	334	727	1,003	1,024	1,303	1,554
公允价值变动收益	-6	2	-5	0	0	0
投资收益	58	113	133	80	80	80
财务费用	25	-60	8	-242	-206	-136
营业利润	309	787	995	1,266	1,509	1,690
所得税	82	161	179	193	229	274
少数股东损益	-22	-23	-2	-2	-2	-3
净利润	334	684	904	1,095	1,302	1,439
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	9,236	8,229	10,300	9,432	9,521	9,621
其他流动资产	14,793	14,436	14,088	14,762	16,796	18,966
长期投资	561	699	752	703	719	719
固定资产合计	5,525	5,502	5,318	5,207	5,055	4,873
无形及其他资产	1,719	1,725	1,777	1,699	1,671	1,646
资产合计	32,089	30,905	32,558	31,802	33,762	35,824
流动负债	12,440	10,810	11,840	11,688	14,192	17,029
长期负债	1,223	1,287	1,426	1,267	1,284	1,287
股东权益	18,425	18,808	19,292	18,847	18,286	17,508
投入资本(IC)	9,785	10,713	9,130	9,520	9,877	10,356
现金流量表						
NOPLAT	265	584	837	870	1,108	1,305
折旧与摊销	540	571	601	570	605	639
流动资金增量	875	874	(1,412)	846	669	824
资本支出	76	(56)	(184)	370	355	360
自由现金流	1,756	1,973	(158)	2,656	2,737	3,128
经营现金流	290	3	3,159	389	1,121	1,192
投资现金流	(934)	(836)	265	85	(368)	(361)
融资现金流	3,133	(781)	(388)	(1,340)	(664)	(732)
现金流净增加额	2,490	(1,614)	3,036	(866)	89	100
财务指标						
成长性						
收入增长率	4.6%	6.3%	-5.5%	6.3%	15.0%	15.0%
EBIT 增长率	145.6%	117.4%	37.9%	2.1%	27.4%	19.2%
净利润增长率	183.8%	104.9%	32.1%	21.1%	18.9%	10.5%
利润率						
毛利率	22.6%	25.3%	27.8%	27.5%	29.3%	30.0%
EBIT 率	2.5%	5.2%	7.5%	7.2%	8.0%	8.3%
净利润率	2.5%	4.9%	6.8%	7.7%	8.0%	7.7%
收益性						
净资产收益率(ROE)	1.9%	3.8%	4.9%	6.1%	7.5%	8.6%
总资产收益率(ROA)	1.0%	2.2%	2.8%	3.4%	3.9%	4.0%
投入资本回报率(ROIC)	2.7%	5.5%	9.2%	9.1%	11.2%	12.6%
运营能力						
存货周转天数	192	171	158	146	142	141
应收账款周转天数	199	188	211	207	197	198
总资产周转天数	848	816	868	828	734	677
净利润现金含量	0.87	0.00	3.49	0.35	0.86	0.83
资本支出/收入	0.57%	-0.40%	-1.38%	2.61%	2.18%	1.92%
偿债能力						
资产负债率	42.6%	39.1%	40.7%	40.7%	45.8%	51.1%
净负债率	-45.7%	-41.9%	-51.7%	-48.6%	-45.1%	-40.0%
估值比率						
PE	94.4	46.1	34.9	28.8	24.2	21.9
PB	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9
EV/EBITDA	24.7	16.6	13.5	13.6	11.3	9.8
P/S	2.39	2.24	2.36	2.22	1.93	1.68
股息率	1.3%	1.6%	4.9%	5.9%	7.0%	1.8%



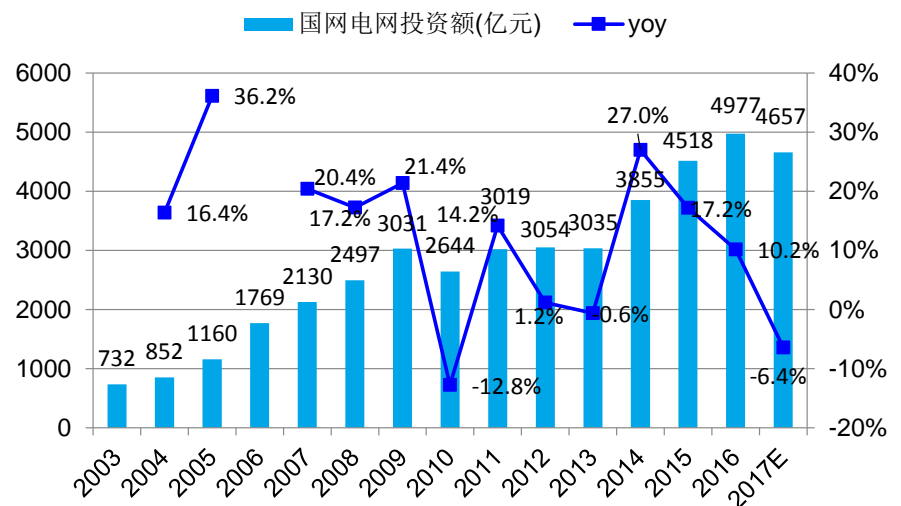
目 录

1. 特高压业绩弹性显著.....	4
1.1. 我国特高压规划梳理.....	4
1.2. 开关产品份额与毛利率提升迅速.....	6
1.3. 特高压业务产销两旺.....	8
2. 一带一路打开空间.....	10
2.1. “设备+工程”抱团出海.....	10
2.2. 国企混改引入 GE.....	11
3. 安全边际显著.....	12
4. 盈利预测与估值.....	14
5. 风险提示.....	15

1. 特高压业绩弹性显著

特高压对投资拉动显著，设备龙头分享红利。① 国网 2016 年度工作会议提出 2016 年电网建设计划投资 4390 亿元，实际投资 4977 亿元(国网 2016 社会责任报告)，同比增长 10%，特高压输变电设备及沿线基建对投资拉动效应显著。② 多年中小产能洗牌重组，输变电设备供给侧已逐渐出清，特高压将带动电力设备产能走向海外，特变电工、中国西电、平高电气、许继电气等龙头分享市场红利。

图 1 电网投资增速放缓，特高压对投资拉动显著



数据来源：国家电网社会责任报告，国泰君安证券研究

1.1. 我国特高压规划梳理

2013 年 9 月，国务院发布实施《大气污染防治行动计划》，提出加快调整能源结构，增加清洁能源供应，控制煤炭消费总量，全面淘汰和替代低效、重污染的传统用能方式。国家能源局提出建设 12 条重点输电通道，并在 2014 年年初召开的全国能源工作会议上对此进行了部署。

表 1 大气污染防治行动计划“四交五直”特高压工程

序号	分类	线路	预计投资(亿元)	投产时间	备注
1	交流	淮南—南京—上海	261	2016.3	2014 年 11 月 4 日，开工首批“两交一直”工程（淮南—南京—上海和锡盟—山东交流，宁东—浙江直流），
2		锡盟—山东	178	2016.7	2015 年上半年，分三次开工第二批“两交一直”工程（蒙西—天津南和榆横—潍坊交流，晋北—江苏直流）
3		内蒙古西—天津南	175	2016.11	
4		横榆—潍坊	242	2017	
1	直流	宁东—浙江	195	2016.8	
2		晋北—江苏	162	2017	
3		锡盟—泰州	254	2017	2015 年 12 月最后两直开工

4	上海庙—山东	221	2017	2015年12月最后两直开工
5	滇西北—广东	222	2017	2016年2月开工

数据来源：国家电网，国家能源局，国泰君安证券研究

十二五特高压规划主要是三纵三横一环网。其中：【3个纵向输电通道】为，锡盟~北京东~天津南~济南~徐州~南京；张北~北京西~石家庄~豫北~驻马店~武汉~南昌；陕北(蒙西)~晋中~晋东南~南阳~荆门~长沙。【3个横向输电通道】为，蒙西~晋北~石家庄~济南~潍坊；靖边~晋中~豫北~徐州~连云港；雅安~乐山~重庆~长寿~万县~荆门~武汉~皖南~浙北~上海。【一环网】为，淮南~南京~泰州~苏州~上海~浙北~皖南~淮南长三角。

图2 三纵三横一环网特高压规划



数据来源：国家电网

十三五特高压规划主要是五交八直线路。“十三五”特高压规划国网在“十二五”规划中提出，今后我国将建设联接大型能源基地与主要负荷中心的“三纵三横一环网”特高压骨干网架和13项直流输电工程（其中特高压直流10项），形成西电东送、北电南送的能源配置格局。

表2 十三五主要规划五交八直线路

序号	特高压分类	特高压线路	预计投资 (亿元)	投产时 间	备注
1		蒙西~长沙、荆门~武汉、长沙~南昌	460	2018	西纵工程
2	五个特高压交	张北~南昌、晋东南~东明、南阳~驻马店	750	2018	中纵工程
3	流打包工程	南京~徐州~连云港~泰州	170	2018	江苏内部环网
4		济南~枣庄~临沂~潍坊	145	2018	山东内部环网

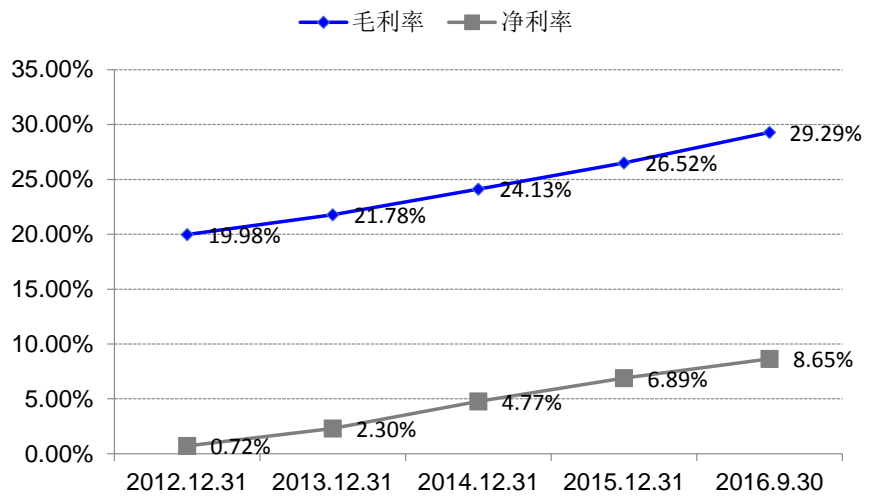
5	巴塘~雅安~重庆~绵阳~德格~巴塘、雅安~绵阳	500	2018	川渝内部环网
6	准东~成都±1100kV	442	2018	风火打捆
7	扎鲁特~徐州±800kV	270	2018	风火打捆
8	雅中~衡阳±800kV	200	2018	解决四川弃水
9	蒙西~武汉±800kV	251	2018	煤电基地
10	陕北~南昌±800kV	268	2018	煤电基地
11	呼盟~青州±800kV	200	2018	煤电基地
12	准东~皖南±1100kV	465	2018	风火打捆
13	金沙江上游~江西±800kV	285	2018	金沙江上游水电开发进度不及预期

数据来源：国家电网，国家能源局，国泰君安证券研究

1.2. 开关产品份额与毛利率提升迅速

西电开关类产品份额与毛利率均显著提升。公司半年报预计 2016 年实现营业收入 141.8 亿元，其中，西开电气是公司利润的主要来源，2015 年西开电气净利润在公司占比 45%。同时，公司毛利率与净利率也逐年稳步提升，分别从 2013 年 21%、2% 提升至 2016 年前三季度的 29%、8%。

图 3 中国西电毛利率与净利率提升迅速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 3 2015 年各子公司净利润中，西开电气为主要利润贡献点

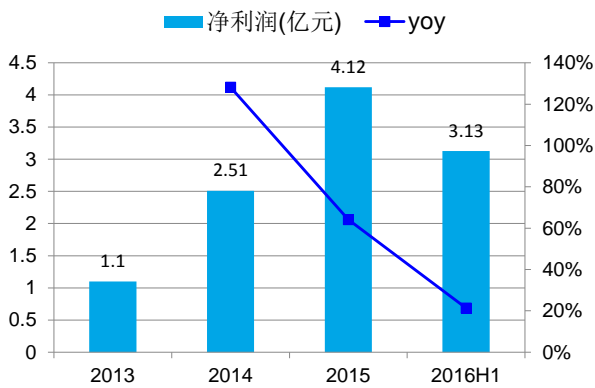
被参股公司	持股比例	净利润	主营业务
西开电气	100%	4.12	高压电气设备研制、开发、销售等
西电西变	100%	0.59	变压器及其辅助设备，互感器等
西电财司	80.20%	1.58	西电集团财务和融资顾问，信用鉴证及相关咨询等
西开有限	100%	0.50	高中低压电器设备及其更新改造等
西电电力系统	100%	0.73	灵活交流输电，高压、轻型直流输电，新能源及环保等
西电国际	100%	0.15	自营和代理各类商品进出口业务等

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

西开电气连续三年高速增长。西电全资子公司西开电气是西电的利润

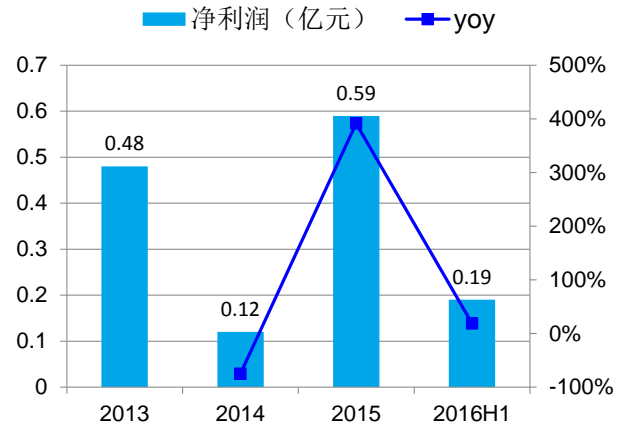
贡献主力，西开电气 2013-15 年净利润分别为 1.1 亿、2.51、4.12 亿元，2016 年 H1 净利润 3.13 亿元。

图 4 西开电气 2013-15 年三年连续高增长



数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

图 5 西电西变净利润约为 5000 万规模



数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

表 4 2016 年上半年，西开电气净利润仍然可观

名称	持股比例	净利润 (万元)	主要产品和服务
西开电气	100%	31,347.42	高压电器设备研制、开发、生产、销售和售后等
西电财司	100%	6,881.47	西电集团各成员单位财务和融资顾问，信用鉴证及相关咨询等
西开有限	80.20%	6,560.89	高中低压电器设备及其更新改造等
西电电力系统	100%	3,557.25	灵活交流输电，高压、轻型直流输电，新能源及环保等
西电西变	100%	1,985.66	变压器及其辅助设备，互感器进出口业务等
西电国际	100%	967.72	自营和代理各类商品进出口业务等

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

开关类产品中标率显著提升，且产销率近 100%。2016 年上半年开关类产品中标率为 25%，同比上升 6 个点，且产销率近 100%；变压器类产品中标率 12.5%，同比下降 5 个点，主要是因为 2016 年招标额上升、中标分散。

表 5 2016 年半年度开关产品中标率同比上升 6 个百分点

产品类别 单位:万元	2014 年度			2015 年半年度			2016 年半年度		
	中标额	招标总额	中标率	中标金额	招标总额	中标率	中标金额	招标总额	中标率
开关产品	348337	1561784	22.3%	169804	884826	19.2%	107127	428115	25%
变压器产品	291838	1562885	18.7%	139330	788720	17.7%	75717	607711	12.5%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 6 2016 半年度开关产品产销率达到 99.6%

产品类别	2015 年半年度			2016 年半年度		
	产量	销量	库存	产量	销量	库存
开关产品(间隔、台、组)	3393	3240	847	2720	2708	1146
变压器产品(万千伏安)	5982	5256	2728	7315	5194	4001

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.3. 特高压业务产销两旺

2016-17 年西电西变产销两旺。据《西电集团报》，① 西电西变 2016 年完成工业总产值比上年增长 15.2%，2016 年以来特高压交直流产品订单激增，批量大、产值高，成为支撑公司实现产值和利润目标的重中之重。② 2016 年，西电西变高质量履约了“酒泉--湖南±800kV 特高压直流工程、云南--广东±800kV 特高压直流工程、蒙西--天津南 1000 千伏特高压交流输变电工程、榆横--潍坊 1000 千伏特高压交流输变电工程”等特高压工程用 53 台产品，创造了年产和月产特高压交直流工程产品的历史新高记录。

③ 2017 年西电西变又承接了“上海庙-山东±800kV 特高压直流工程、锡盟-泰州±800kV 特高压直流工程、巴西美丽山二期±800kV 直流工程、昌吉-古泉±1100kV 特高压直流输电工程”42 台换流变压器生产任务。按照 7000 万元/台我们预计 42 台直流换流变销售额近 30 亿元。

2016 年西电各线路中标份额均值超过 45%，特高压龙头地位凸显。据公司中标公告 201605 披露，西电及 6 家下属子公司 2016 年总中标金额预计为 29.31 亿元，占公司上一年度营业收入 131 亿元的 22.37%。我们通过对 2016 年各特高压交直流工程招标的梳理发现，中国西电在中标线路中的平均市场份额超过 45%。

表 7 中国西电 2016 年以来各特高压线路中标份额均值超过 45%

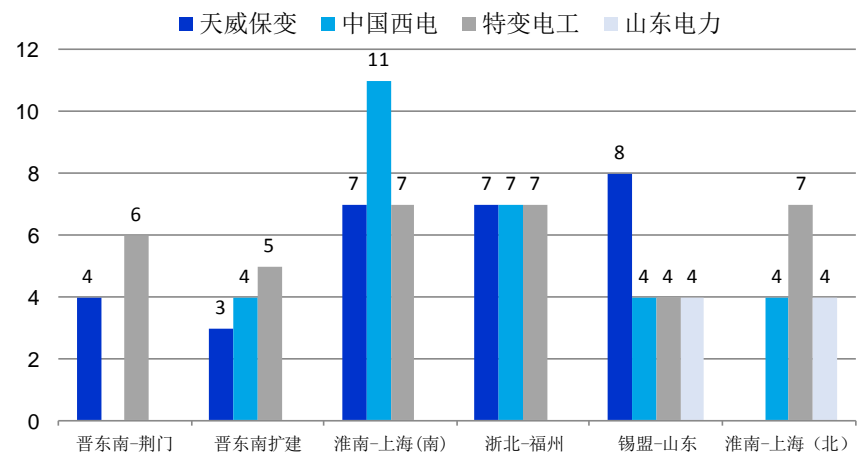
中标工程	中标时间	项目	中标数量 (台套、间隔)	总数量(台 套、间隔)	西电 份额	中标子公司
锡盟~胜利 1000kV 特高压 交流工程第二次设备招标	20160503	交流站用变	4	7	57%	济南西电特 种变压器
		交流互感器	21	27	78%	西安西电电 容器
昌吉-古泉 ±1100kV 特高压 直流工程第一批设备	20160503	直流换流变	14	56	25%	西电股份
		直流换流阀	2	8	25%	西电股份
		直流互感器	78	1191	7%	西安西电电 容器
		直流组合电器	11	94	12%	西开电气
锡盟-胜利、蒙西-天津南特高 压交流工程	20160612	交流互感器	18	18	100%	西安西电电 容器
锡盟-胜利 1000kV 特高压交 流工程第四次设备	20160711	交流互感器	10	10	100%	西安西电电 容器
扎鲁特-青州 ±800kV 特高压	20160819	直流隔离开关	126	331	38%	西电股份

直流工程第一次设备招标		和接地开关					
		直流组合电器	41	76	54%	西开电气	
		交流变压器	10	30	33%	西安西变	
扎鲁特-青州 ±800kV 特高压 直流工程第二次设备		20160901	电抗器	6	288	2%	西安西变
			直流电容器	42	308	14%	西安西电电 容器
换流站配套 1000kV 特高压 交流及变电站扩建工程设备 招标采购		20170109	直流组合电器	7	8	88%	西开电气
			交流互感器	53	98	54%	西安西电电 容器
			平均		46%		

数据来源：国家电网，国家能源局，国泰君安证券研究

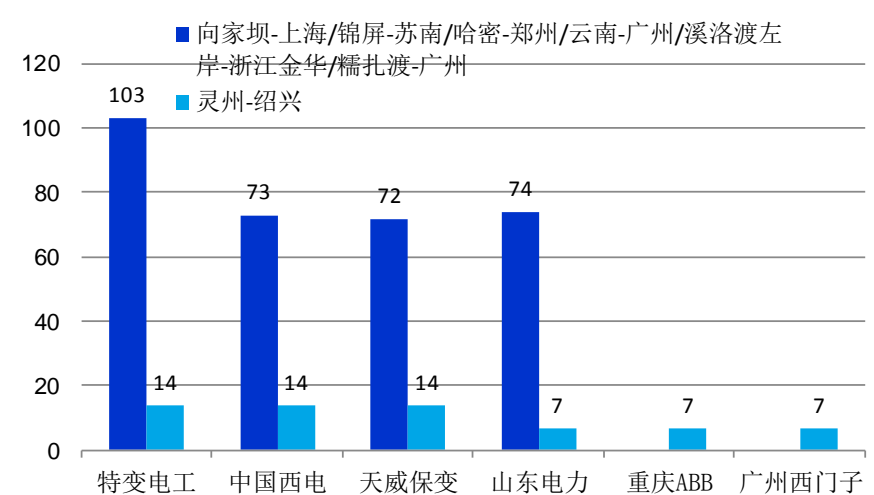
通过对以往特高压线路的梳理，我们认为中国西电将充分受益特高压输变招标。单条特高压交直流线路对中国西电净利润弹性较大，随着“十三五”特高压工程逐渐招标开工，中国西电将逐渐进入收入确认期。

图 6 西电在 8 条特高压交流线路中，变压器中标份额近 30%



数据来源：国家电网电子商务平台，国泰君安证券研究

图 7 西电在 11 条特高压直流线路中，变压器中标份额 23%



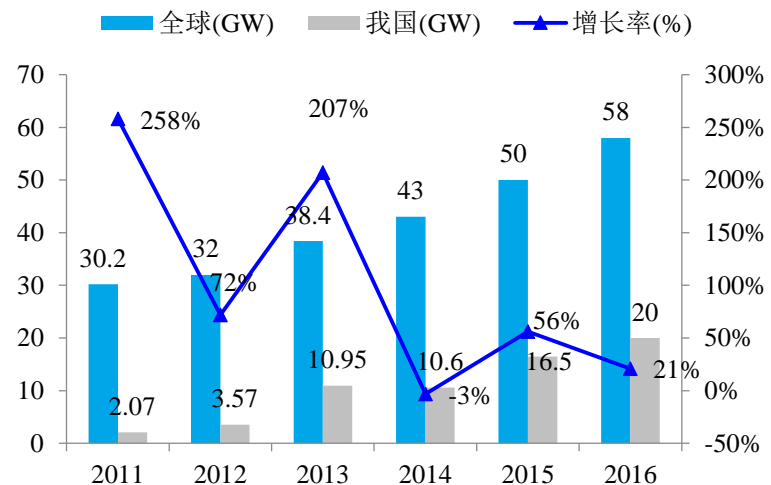
数据来源：国家电网电子商务平台，国泰君安证券研究

2. 一带一路打开空间

2.1. “设备+工程”抱团出海

海外能源基地奠基一带一路。① 2015 年，全球光伏市场强劲增长，新增装机容量预计将超过 50GW，同比增长 16.3%，累计光伏容量超过 230GW。成熟市场如日本、美国、欧洲的新增装机容量将达到 9GW、8GW 和 7.5GW，新兴市场如印度、泰国、智利、墨西哥等国装机规模快速提升，印度 2015 年装机达 2.5GW。② 一带一路沿线发展中国家能源基础设施落后，我国光伏企业已在泰国、越南、印度、马来西亚等国建立产业基地，并且在泰国、巴基斯坦、印度尼西亚、中亚等国家和地区建设了光伏电站。截至 2016 年 6 月，海外已投产的电池产能约 5GW，在建和计划建设的大概 4GW 左右，其中绝大部分在海上丝绸之路沿线地区。

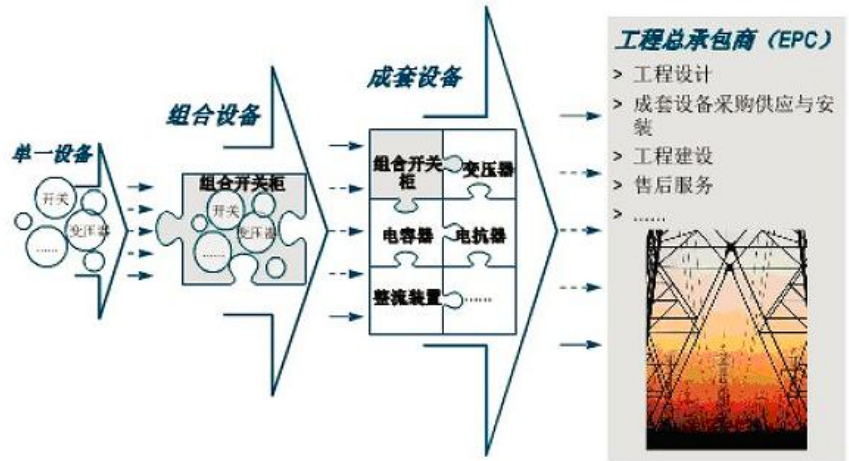
图 8 2011-2016 年全球光伏装机增长较快



数据来源：中国光伏行业协会，国泰君安证券研究

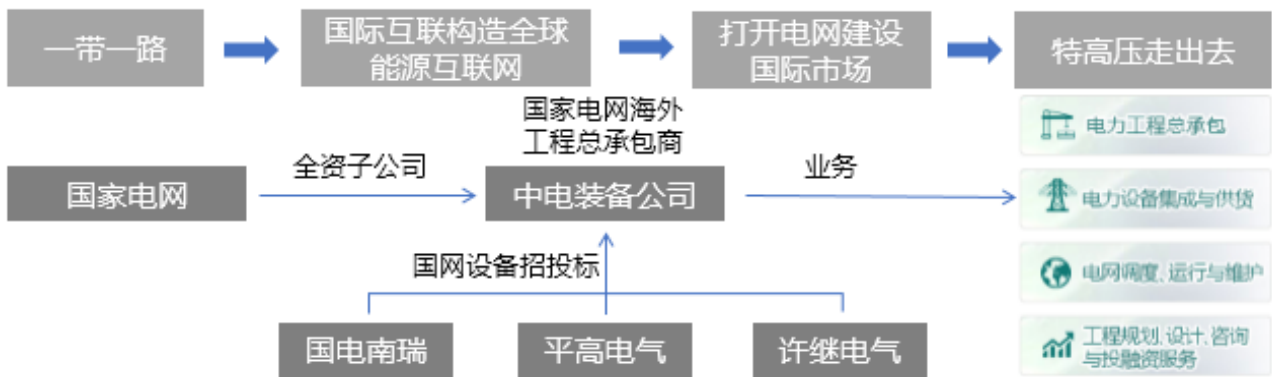
组合设备与成套设备供应已成为国内输配电行业的发展趋势。组合设备在国网招标采购中占比持续上升，行业龙头纷纷提高成套设备供应能力以应对行业变化。随着工业客户集中化、业务系统化、成本精细化，成套设备和 EPC 需求也随之提升。

图 9 输变电设备逐渐向成套设备与工程总包发展



数据来源：电力行业协会

图 10 一带一路打开特高压国际市场



数据来源：中电装备公司官网，国泰君安证券研究

表 8 我国特高压直流工程已拓展四项一带一路项目

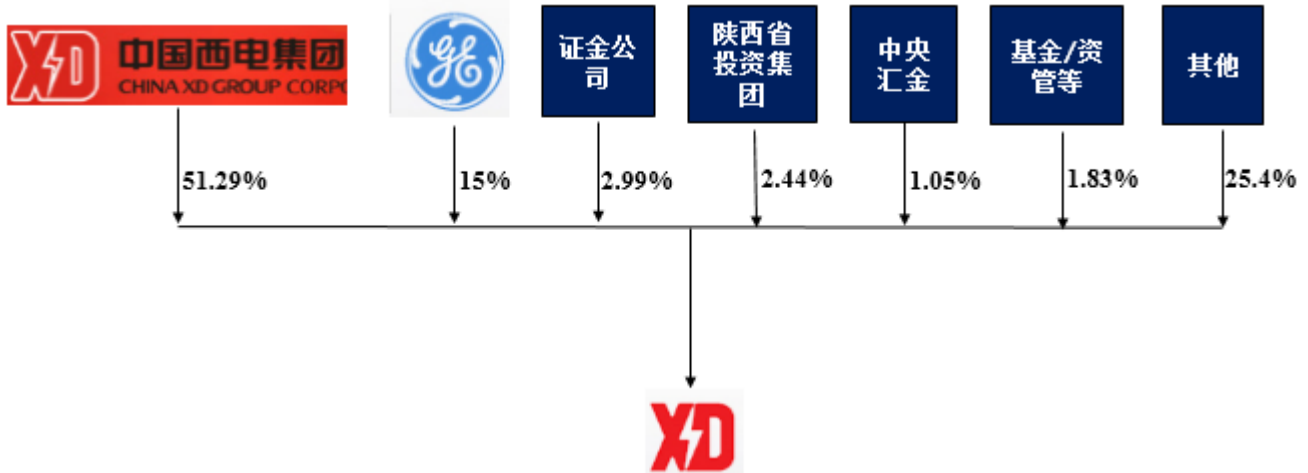
时间	项目	详情	预计投资	投产时间	意义
2014.2	巴西美丽山水电站特高压直流送出项目	国家电网公司与巴西电力公司以 51%: 49% 股比组成的联营体成功中标, 工程范围包括一条 2092 公里的 ±800 千伏输电线路及两端换流站	44 亿雷亚尔 (约 18 亿美元)	2017	中国特高压首次海外中标
2015.7	巴西美丽山水电站特高压直流送出二期项目	项目包括 2518 公里的 ±800 千伏特高压直流输电线路、两端换流站及配套工程。中电装备以工程总承包模式承揽两个换流站工程建设	约 22 亿美元	2019	中国特高压首次海外 EPC 中标
2015	±1100 千伏哈萨克斯坦-南阳直流特高压工程		400-500 亿元	2020	华中
2015	俄罗斯叶尔科夫齐-河北霸州 ±800 千伏特高压直流工程		300-380 亿元	2020	华北

数据来源：国家电网，国泰君安证券研究

2.2. 国企混改引入 GE

引入 GE 战略合作，国企混改纯正标的。西电目前股权结构中，大股东西电集团持股 51%，GE 持股 15%，成为少数外资持股比例较高的国企，这也是国企改革混改的典型案列。2013 年中国西电向 GE 非公开发行 A 股股票定向募集 33.83 亿元，GE 持有西电 15% 股权，成为第二大股东。募集资金将用于双方合资公司的设立及后续投入，并补充该公司的流动资金，其中，7.44 亿元将用于与通用电气设立的合资公司，15 亿元用于开拓海外市场，11.39 亿元用于补充业务增长所需运营资本。

图 11 中国西电股权结构中，大股东持股比例较高



数据来源：wind，国泰君安证券研究

西电通用合资公司有望携手拓展海外市场。① 2013 年 9 月，中国西电与 GE 成立合资公司“西电通用电气自动化公司”，西电将借力美国通用电气在输配电二次设备的优势，吸收 GE 电网解决方案的先进技术，提供一、二次设备的设计、制造与解决方案，预计年生产能力将达到 15000 套。② 由于中外产品设计认证、团队组件磨合时间较长，故市场拓展并未疾风骤雨，2015 年是合资公司第一个完整财年，目前还处于亏损状态，预计 2017 年实现盈利。

表 9 GE 与西电在股权、技术、市场等方面展开合作

股权合作	技术合作	市场合作	合作进度
GE 入股西电 15%，锁定期 3 年，承诺锁定期 10 年	成立合资公司（西电 51%，GE49%），西电出资购买 GE 全套二次设备技术	共享全球市场，GE 主导其欧美市场，西电主导其亚太市场	① 产品设计及认证出现技术标准问题，认证周期变长；② 重新组建生产销售团队，磨合时间较长，综合实力较弱；③ GE 收购阿尔斯通；

数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

3. 安全边际显著

2015-16 年西电集团合计增持中国西电 5452 万股(交易均价 5.93)，且西电上市以来只有三笔直接融资。上市以来，西电集团对中国西电的股权掌控较强，除非公开发行 15% 股权引入 GE 为战略合作者外，西电集团并未减持过中国西电，IPO 首发西电股价为 7.9 元，2015-16 年西电三笔增持均价分别为 5.3、5.24、6.41 元。

表 10 2015-2016 年西电集团三次增持中国西电

公告日期	股东名称	方向	变动数量 (万股)	参考市值(万 元)	变动后持股数 (万股)	变动后持 股比(%)	交易均价 (元)	收盘价 (元)
2016-07-26	中国西电 集团公司	增持	2,815.59	15,007.09	5,453.51	1.06	5.33	5.30
2016-01-28	中国西电 集团公司	增持	924.78	5,000.00	2,637.92	0.51	5.41	5.24
2015-09-18	中国西电 集团公司	增持	1713.14	12,094.79	1,713.14	0.33	7.06	6.41

数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

表 11 西电 2010 年上市以来只有三笔直接融资

公告日期	融资方式	年度	发行价(元)	总额(万元)	净额(万元)	主承销商	资金用途
2013-08-28	定向增发	2013 年	4.40	338,308.23	330,225.95	中金	设立自动化合资公司,开拓 海外市场,补充流动资金
2011-08-29	其他债券	2011 年	100.00	70,000.00	70,000.00	中金	——
2010-01-18	首发	2010 年	7.90	1,032,530.00	1,000,903.28	中金	IPO 产能扩产与技术改造等

数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

中国西电价值配置属性较好。在各电力设备百亿市值龙头中，中国西电现金市值比近 30%，股息率超过 2%，配置价值属性凸显。现金市值比排名靠前的主要为东方电气 105%、特变电工 40%、上电 40%、中国西电 28%、林洋能源 27%，股息率靠前的主要为中国西电 2.28%、平高电气 2.5%、特变电工 1.71%、国电南瑞 1.62%。

表 12 电力设备“发输变配电设备”龙头各项指标对比

电力设备	股票简称	PE(TTM)	PB	市值(亿元)	货币资金 (亿元)	理财资金 (亿元)	现金/市值	股息率(%)
600875.SH	东方电气	-316.2	1.2	238.4	250.2		105%	0.56
600089.SH	特变电工	14.0	1.5	342.3	130.6	6.0	40%	1.71
601179.SH	中国西电	27.7	1.7	315.2	76.8	13.0	28%	2.28
000400.SZ	许继电气	19.6	2.8	178.7	7.1		4%	0.56
601222.SH	林洋能源	29.3	1.6	131.0	22.5	13.3	27%	0.76
600312.SH	平高电气	18.5	3.5	227.3	4.8		2%	2.50
	长园	30.4	2.7	182.7	8.7		5%	0.81
	上电	55.4	2.5	985.6	381.7	12.4	40%	0.00
	正泰	17.0	5.1	373.8	12.8	23.6	10%	1.76
600580.SH	卧龙电气	41.3	2.3	113.7	18.8	2.3	19%	0.79
600885.SH	宏发股份	35.0	5.3	173.5	3.9	0.7	3%	0.61
600406.SH	国电南瑞	25.5	4.9	403.9	23.3		6%	1.62
300124.SZ	汇川技术	35.0	8.1	359.5	12.0	9.7	6%	1.11

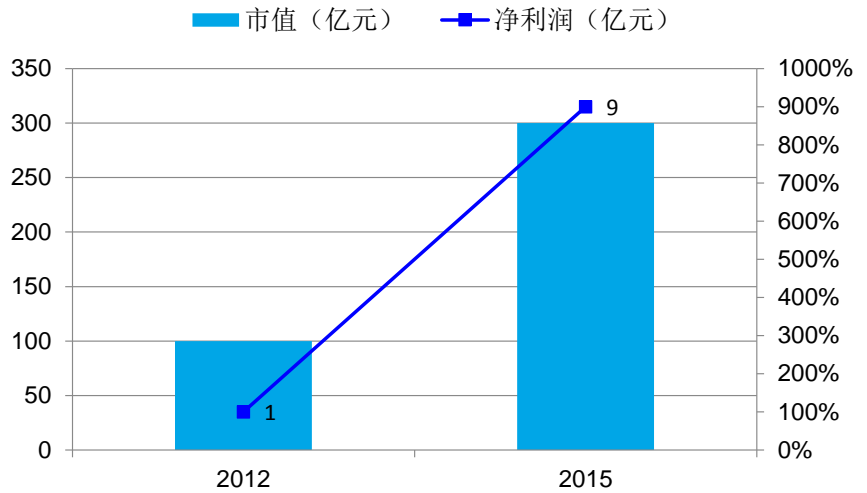
注：数据截止 2017.02.20

数据来源：wind，国泰君安证券研究

4. 盈利预测与估值

“十二五”中后期，2012-14 年公司业绩增速连续三年超过 100%，从 2012 年 1 亿净利润、百亿市值规模成长为 2015 年 9 亿净利润、300 亿市值规模。

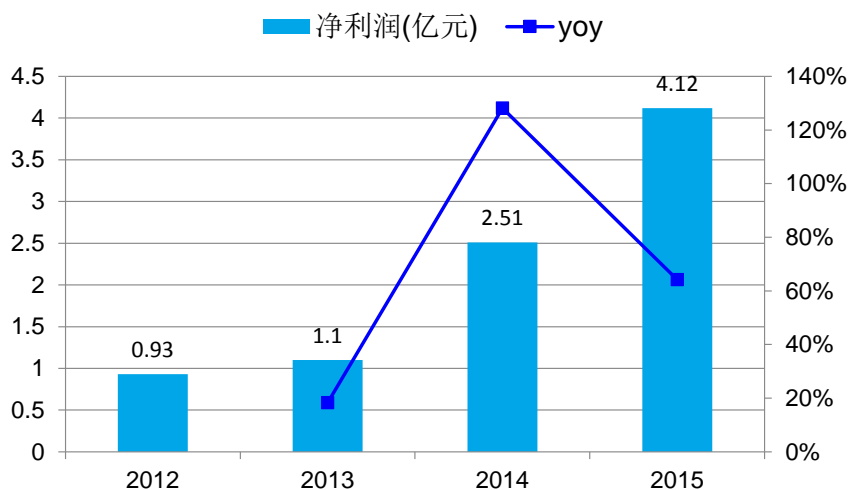
图 12 2012-15 年，中国西电净利润成长 9 倍，市值成长 2-3 倍



数据来源：wind，国泰君安证券研究

其中，西电全资子公司西开电气是西电的利润贡献主力，连续三年高速增长，2012-15 年西开电气分别贡献 0.93、1.1、2.51、4.12 亿元净利润。

图 13 西开电气净利润呈翻倍式增长



数据来源：wind，国泰君安证券研究

通过对西开电气和其他子公司的业绩拆分，我们预计 2016-18 年中国西电归母净利润为 10.95、13.02、14.39 亿元，主要基于：

- ① 开关产品份额与毛利率持续提升；特高压设备产销两旺；
- ② 西开电气 2016 年增速 30%-45%、净利润 5-6 亿区间（半年报披露

2016年H1西开电气贡献净利润3.13亿元)，其他子公司净利润合计稳定在3亿元区间；

③ 2017-18年西开电气增速>30%，其他子公司净利润合计稳定在3亿元区间。

可比公司估值

我们选择特变电工、海兴电力、保变电气等3家公司可作为相关业务参照公司。预测公司2016-2018年归母净利润分别为10.95、13.02、14.39亿元，对应EPS分别为0.21、0.25、0.28元。

PE 估值：参考特高压输变电设备等相关公司盈利能力的动态成长性（PE均值29倍、中位数22倍），给予2017年29倍PE，对应合理估值为7.3元；

PB 估值：参考特高压输变电设备等相关公司的资产属性，考虑公司主要订单来自特高压输变电等资产，给予2017年2倍PB，对应合理估值为7.2元；

目标价及评级：综合PE和PB两种估值方法，基于谨慎性原则，我们取两者较低的PB估值给予最终目标价7.2元，首次覆盖，增持评级。

表 13 同行业可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价 2017/2/20	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
600089.SH	特变电工	10.57	342	0.66	0.77	0.86	15.9	13.7	12.3	1.6
603556.SH	海兴电力	42.63	159	1.51	1.89	2.53	28.2	22.6	16.8	9.9
600550.SH	保变电气	7.24	111	0.06	0.14	0.26	120.5	51.5	28.0	37.0
均值							54.8	29.3	19.0	16.2
中值							28.2	22.6	16.8	9.9
601179.SH	中国西电	6.15	315	0.21	0.26	0.29	28.9	23.6	20.9	1.7

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（可比公司盈利预测均取自Wind一致预期）

5. 风险提示

特高压线路招标开工进度低于预期风险。公司产品主要为输变电设备，特高压设备是其重要利润来源，若特高压线路开工低于预期，则将影响输变电设备招投标，将对公司业绩产生不利影响。

海外市场拓展低于预期风险。一带一路海外市场是公司业绩重要增量空间，目前我国在海外特高压线路较少，若海外市场拓展低于预期，则将对公司业绩产生不利影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		