

# 望变电气 (603191.SH) 买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 牌号优化驱动盈利高增,业绩符合预期

### 业绩简评

2023年3月28日公司披露年报,2022年实现营收25.26亿元,同增30.68%;实现归母净利润2.98亿元,同增67.34%。其中,Q4实现营收7.83亿元,同比增长39.16%;实现归母净利润0.96亿元,同比增长56.03%,业绩符合预期。

### 经营分析

**产品牌号结构持续优化,取向硅钢营收及利润高增:**2022年公司取向硅钢产量11.12万吨,对应营收14.89亿元,同增45.46%,毛利率24.06%,同增6.56pct,主要由于高牌号产出比例提升、成本优化带来的销售价格及单吨盈利的增长。根据公告,八万吨高牌号项目将于2023年6月部分投产(新增产能2-3万吨),2024年6月全面投产(新增产能5-6万吨),对于变压器高端用材的供应能力将进一步提升。

**输配电及控制业务稳健增长,产业链协同优势明显:**2022年输配电及控制设备营收9.77亿元,同增15.61%,毛利率14.83%,同比下降6.93pct,主要系原材料价格上涨。“十四五”配变改造加速、能效升级趋于严格、风光装机量上升、输变电设备需求预计快速增长。公司内部两大业务相互促进、协同发展,产业链优势明显,凭借产能扩张及产线升级,未来经营有望加速。

**双碳驱动能效标准升级,高牌号取向硅钢需求高增:**双碳背景下国内电网改造带动能效产品的需求急剧增长,2021年以来电力变压器、电机新能效标准陆续落地,驱动高牌号取向硅钢需求高增。以配电变为例,1/2级能效铁心需075/085及以上牌号取向硅钢。此外,光伏、风电、充电桩、储能、数据中心等高景气下游有望带来需求新增量。

**科技创新投入加大,高牌号产品突破23QH080:**2022年已完成“惠泽研究院”规划和建设,共投入17个研发项目,投入研发经费1.00亿元,较去年增长0.22亿元。现有的5万吨高磁感取向硅钢产线,通过技改,已突破23QH080牌号,高牌号产出占比持续提升。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年分别实现净利润3.58、5.37、7.18亿元,对应EPS1.08/1.61/2.15元。公司股票现价对应三年PE为20/13/10倍,维持“买入”评级。

### 风险提示

人民币汇率波动;大股东减持;限售股解禁。

新能源与电力设备组

分析师:姚遥(执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价(人民币):21.19元

相关报告:

- 《双碳下需求加速,牌号升级驱动业绩高增-望变电气2022H1点评》,2022.8.24
- 《双碳驱动需求升级,取向硅钢民企龙头加速-望变电气深度》,2022.7.22



### 公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,933	2,526	3,038	3,872	4,930
营业收入增长率	49.08%	30.68%	20.24%	27.46%	27.32%
归母净利润(百万元)	178	298	358	537	718
归母净利润增长率	25.01%	67.34%	20.10%	49.97%	33.64%
摊薄每股收益(元)	0.713	0.895	1.075	1.612	2.154
每股经营性现金流净额	0.97	0.61	0.75	1.36	1.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.05%	13.15%	14.52%	19.26%	22.29%
P/E	0.00	24.83	19.72	13.15	9.84
P/B	0.00	3.27	2.86	2.53	2.19

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,297</b>	<b>1,933</b>	<b>2,526</b>	<b>3,038</b>	<b>3,872</b>	<b>4,930</b>	货币资金	145	330	933	894	976	1,235	
增长率		49.1%	30.7%	20.2%	27.5%	27.3%	应收款项	719	722	909	1,012	1,289	1,642	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,013</b>	<b>-1,560</b>	<b>-2,014</b>	<b>-2,372</b>	<b>-2,943</b>	<b>-3,712</b>	存货	210	277	446	382	474	598	
%销售收入	78.1%	80.7%	79.7%	78.1%	76.0%	75.3%	其他流动资产	71	141	139	189	217	256	
<b>毛利</b>	<b>284</b>	<b>373</b>	<b>513</b>	<b>666</b>	<b>929</b>	<b>1,218</b>	流动资产	1,145	1,470	2,427	2,476	2,957	3,730	
%销售收入	21.9%	19.3%	20.3%	21.9%	24.0%	24.7%	%总资产	64.0%	65.8%	69.2%	69.2%	70.6%	73.4%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	长期投资	15	16	16	16	16	16	
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	533	655	814	950	1,076	1,192	
<b>销售费用</b>	<b>-45</b>	<b>-58</b>	<b>-75</b>	<b>-91</b>	<b>-114</b>	<b>-143</b>	%总资产	29.8%	29.3%	23.2%	26.5%	25.7%	23.5%	
%销售收入	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%	无形资产	82	81	83	135	138	140	
<b>管理费用</b>	<b>-46</b>	<b>-47</b>	<b>-61</b>	<b>-91</b>	<b>-112</b>	<b>-138</b>	非流动资产	645	765	1,080	1,103	1,231	1,350	
%销售收入	3.5%	2.4%	2.4%	3.0%	2.9%	2.8%	%总资产	36.0%	34.2%	30.8%	30.8%	29.4%	26.6%	
<b>研发费用</b>	<b>-18</b>	<b>-19</b>	<b>-28</b>	<b>-33</b>	<b>-43</b>	<b>-54</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,790</b>	<b>2,236</b>	<b>3,507</b>	<b>3,579</b>	<b>4,188</b>	<b>5,080</b>	
%销售收入	1.4%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	短期借款	41	39	47	0	58	223	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>167</b>	<b>237</b>	<b>340</b>	<b>432</b>	<b>637</b>	<b>853</b>	应付款项	254	485	532	604	749	945	
%销售收入	12.9%	12.2%	13.4%	14.2%	16.4%	17.3%	其他流动负债	313	324	388	259	337	432	
<b>财务费用</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>11</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-9</b>	流动负债	608	848	967	863	1,145	1,601	
%销售收入	1.1%	0.8%	-0.4%	0.2%	0.1%	0.2%	长期贷款	170	190	179	179	179	179	
<b>资产减值损失</b>	<b>-19</b>	<b>-19</b>	<b>-30</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	其他长期负债	77	82	93	70	75	80	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	855	1,120	1,239	1,113	1,399	1,860	
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>930</b>	<b>1,110</b>	<b>2,267</b>	<b>2,466</b>	<b>2,788</b>	<b>3,219</b>	
%税前利润	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	其中：股本	250	250	333	333	333	333	
<b>营业利润</b>	<b>159</b>	<b>212</b>	<b>334</b>	<b>421</b>	<b>632</b>	<b>844</b>	未分配利润	414	574	842	1,056	1,379	1,809	
营业利润率	12.2%	11.0%	13.2%	13.9%	16.3%	17.1%	少数股东权益	5	5	1	1	1	1	
<b>营业外收支</b>	<b>5</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,790</b>	<b>2,236</b>	<b>3,507</b>	<b>3,579</b>	<b>4,188</b>	<b>5,080</b>	
<b>税前利润</b>	<b>164</b>	<b>209</b>	<b>335</b>	<b>421</b>	<b>632</b>	<b>844</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	12.6%	10.8%	13.3%	13.9%	16.3%	17.1%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-21</b>	<b>-31</b>	<b>-42</b>	<b>-63</b>	<b>-95</b>	<b>-127</b>	每股收益	0.570	0.713	0.895	1.075	1.612	2.154	
所得税率	13.0%	14.6%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	3.720	4.443	6.803	7.402	8.369	9.661	
<b>净利润</b>	<b>142</b>	<b>178</b>	<b>294</b>	<b>358</b>	<b>537</b>	<b>718</b>	每股经营现金净流	0.421	0.967	0.613	0.751	1.355	1.802	
少数股东损益	0	0	-5	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.430	0.645	0.861	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>143</b>	<b>178</b>	<b>298</b>	<b>358</b>	<b>537</b>	<b>718</b>	<b>回报率</b>							
净利率	11.0%	9.2%	11.8%	11.8%	13.9%	14.6%	净资产收益率	15.33%	16.05%	13.15%	14.52%	19.26%	22.29%	
							总资产收益率	7.96%	7.97%	8.50%	10.00%	12.82%	14.13%	
							投入资本收益率	12.53%	14.88%	11.82%	13.87%	17.88%	20.03%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	17.10%	49.08%	30.68%	20.24%	27.46%	27.32%	
							EBIT增长率	4.32%	41.88%	43.43%	27.08%	47.47%	34.08%	
							净利润增长率	30.64%	25.01%	67.34%	20.10%	49.97%	33.64%	
							总资产增长率	28.88%	24.91%	56.85%	2.08%	17.01%	21.28%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	131.2	99.9	94.1	95.0	95.0	95.0	
							存货周转天数	67.5	57.1	65.6	60.0	60.0	60.0	
							应付账款周转天数	52.0	47.8	49.8	50.0	50.0	50.0	
							固定资产周转天数	144.2	105.6	85.1	75.1	61.4	49.4	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	7.10%	-9.02%	-32.50%	-30.18%	-27.57%	-26.79%	
							EBIT利息保障倍数	11.5	16.1	-31.4	92.9	127.4	97.0	
							资产负债率	47.77%	50.11%	35.34%	31.08%	33.41%	36.62%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-22	买入	30.41	39.00~39.50
2	2022-08-24	买入	26.39	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402