

输变电设备

望变电气（603191.SH）

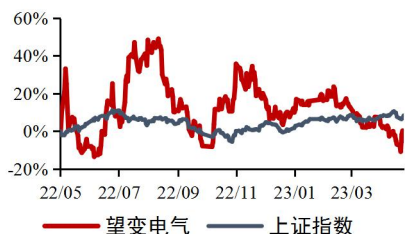
买入-B(首次)

打通一体化产业链流程，取向硅钢产能持续领先民营企业

2023年5月4日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2023年4月28日

收盘价（元）：	19.61
总股本（亿股）：	3.33
流通股本（亿股）：	0.83
流通市值（亿元）：	16.33

基础数据：2023年3月31日

每股净资产（元）：	7.05
每股资本公积（元）：	2.95
每股未分配利润（元）：	2.77

资料来源：最闻

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

电话：

邮箱：yeyzhongzheng@sxzq.com

谷茜

执业登记编码：S0760518060001

电话：0351-8686775

邮箱：guqian@sxzq.com

投资要点：

➤ **深耕输配电领域，民营取向硅钢国产化先行者。**公司深耕输配电及控制设备行业近三十年，建立了以西南地区为核心的销售网络，与国家电网、南方电网等建立稳定合作。公司自建取向硅钢产线实现投产，是我国民营取向硅钢国产化的先行者，成为国内唯一打通从取向硅钢到变压器制造全产业链流程的企业。2022年公司输配电设备/取向硅钢业务收入占比分别为38.67%/58.92%，21年取向硅钢业务开始释放产能，同时出口销售大幅提升，对收入增长贡献持续提升。公司自主研发经验丰富，多元化产品的综合竞争能力突出，能够满足客户的综合需求，初步形成“立足西南，辐射全国，走向海外”的业务布局。2020-2022年，公司分别实现营业收入12.97/19.33/25.26亿元，复合增速39.58%；归母净利润分别实现1.43/1.78/2.98亿元，复合增速44.63%。

➤ **取向硅钢行业集中度高，公司持续提升产能、优化牌号结构。**取向硅钢主要用于变压器（铁心）的制造，能够提升变压器能效、降低传输损耗。因技术壁垒较高，国内能生产取向硅钢的企业主要集中在大型国有钢铁企业和较少数民营企业。公司具备取向硅钢冷轧工序全流程能力和规模化生产能力，产品不仅在西南、华东、华南等地区取得优质订单，同时深得海外客户认可。根据中国金属学会电工钢分会《2022年中国电工钢产业发展报告》，2022年公司取向硅钢产量11.12万吨，排名全国第三，民营企业第一，连续2年保持这一市场地位。随着公司技术改进、加大研发投入，牌号结构将不断优化，22年公司投资了8万吨高性能取向硅钢产线，旨在提升高牌号占比。

➤ **输配电设备行业集中度低，公司西南市场优势明显。**电网投资和新型城镇化建设推动输配电及控制设备行业稳步增长。输配电设备行业的竞争格局较为市场化，高压市场集中、低压市场容量较大，其中变压器行业格局较为分散。公司已形成多品种、多规格的产品线，是我国西南区域110kV级及以下油浸式、干式电力变压器的主要生产企业之一，形成深耕西南辐射全国的稳定销售网络。2022年公司实现电力变压器产量852.70万kVA，成套电气设备9,491台，箱式变电站1,138台。随着募投项目的建成达产、节能变压器技改项目的推进和订单需求的增加，公司输配电设备的产能将持续提升。

➤ **下游应用领域迭代延伸，取向硅钢景气度持续上行。**变压器在电力传输和使用中不可或缺，电力需求增长直接驱动变压器产品的数量增长和性能提升，同步带动对取向硅钢的需求增长。“十四五”期间全国电网总投资额持续增长，以风电和光伏为代表的清洁能源新增装机量快速增长，取向硅钢行业



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



景气度将持续上行。据测算到 2025 年新增发电机组对取向硅钢的需求量预计将超过 200 万吨。

盈利预测、估值分析和投资建议：公司是我国最大的民营取向硅钢生产企业之一，依托现有取向硅钢和输配电及控制设备的产业基础，两大业务互相促进协同发展，打造从上游原材料到下游产品的一体化产业链，拥有较强的市场竞争力。随着取向硅钢产能和高牌号占比的不断提升，公司持续满足国内新能源领域新增和替代需求以及出口供给，同时带动输配电及控制设备业务的持续增长。预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 30.99/42.23/50.15 亿元，同比增长 22.6%/36.3%/18.8%；归母净利润 3.92/5.51/6.74 亿元，同比增长 31.6%/40.4%/22.4%，对应 EPS 分别为 1.18/1.65/2.02 元。以 4 月 28 日收盘价 19.61 元计算，23-25 年 PE 分别为 16.65X/11.86X/9.69X，首次覆盖给予“买入-B”评级。

风险提示：下游行业周期性波动、原材料价格波动、应收账款较大、项目建设风险等；汇率波动风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,933	2,526	3,099	4,223	5,015
YoY(%)	49.1	30.7	22.6	36.3	18.8
净利润(百万元)	178	298	392	551	674
YoY(%)	25.0	67.3	31.6	40.4	22.4
毛利率(%)	19.3	20.3	21.7	22.2	22.6
EPS(摊薄/元)	0.53	0.89	1.18	1.65	2.02
ROE(%)	16.0	12.9	14.7	17.1	17.3
P/E(倍)	36.7	21.9	16.7	11.9	9.7
P/B(倍)	5.9	2.9	2.5	2.0	1.7
净利率(%)	9.2	11.8	12.7	13.0	13.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 深耕输配电领域，民营取向硅钢国产化先行者.....	6
1.1 深耕输配电及控制设备行业近 30 年，打通全产业链流程.....	6
1.2 业绩表现：取向硅钢产能释放带动收入业绩增长.....	9
1.3 科技转化+多元产品+市场品牌构筑一站式综合解决方案.....	11
2. 取向硅钢和输配电设备业务协同发展，打通一体化产业链流程.....	13
2.1 上游：取向硅钢行业集中度高，公司持续优化牌号结构.....	13
2.1.1 取向硅钢产量总体稳健增长，行业集中度较高.....	13
2.1.2 公司是民营取向硅钢龙头，持续优化牌号结构.....	16
2.2 中游：输配电设备行业集中度低，公司西南市场优势明显.....	19
2.2.1 输配电设备行业规模稳步增长，竞争格局较为分散.....	19
2.2.2 公司深耕西南市场，输配电设备区域优势明显.....	20
3. 下游应用领域迭代延伸，取向硅钢景气度持续上行.....	22
4. 盈利预测及估值.....	24
4.1 盈利预测.....	24
4.2 可比公司与估值.....	25
5. 风险提示.....	26

图表目录

图 1： 深耕输配电及控制设备行业近 30 年.....	6
图 2： 望变电气股权结构（持股 5%以上）.....	7
图 3： 主营收入结构-按业务拆分（亿元）.....	7
图 4： 主营收入结构-按产品拆分（亿元）.....	7
图 5： 营业收入及增速（亿元，%）.....	9



图 6: 归母净利润及增速 (亿元, %)	9
图 7: 综合毛利率及净利率 (%)	10
图 8: 分产品毛利率水平 (%)	10
图 9: 与可比公司相比, 输配电及控制设备业务毛利率 (%) 处于低位	10
图 10: 与可比公司相比, 取向硅钢业务毛利率 (%) 处于高位	10
图 11: 销售、管理、研发费用率 (%)	11
图 12: 与可比公司相比管理费用率 (%) 处于低位	11
图 13: 公司主要产品在产业链内覆盖情况	12
图 14: 公司销售网络覆盖情况	13
图 15: 全国取向硅钢产量及同比 (万吨, %)	15
图 16: 高磁感取向硅钢产量及同比/占比 (万吨, %)	15
图 17: 2015-2022 年取向硅钢进出口数量 (万吨)	15
图 18: 2015-2022 年取向硅钢进出口金额 (亿美元)	15
图 19: 一般取向硅钢和高磁感取向硅钢的生产工艺路线长, 技术壁垒高	17
图 20: 2019-2022 年公司取向硅钢销量及增长率 (万吨, %)	18
图 21: 2019-2022 年公司取向硅钢销售单价变动及增长率 (元/吨, %)	18
图 22: 2016-2022 年中国变压器产量及增速情况 (亿千伏安, %)	19
图 23: 2019-2025 年中国变压器行业市场规模情况 (亿元, %)	19
图 24: 公司电力变压器销量及增长 (kVA, %)	21
图 25: 公司电力变压器单价及增长 (元/kVA, %)	21
图 26: 公司箱式变电站销量及增长 (台, %)	21
图 27: 公司箱式变电站单价及增长 (元/台, %)	21
图 28: 公司成套电气设备销量及增长 (台, %)	22



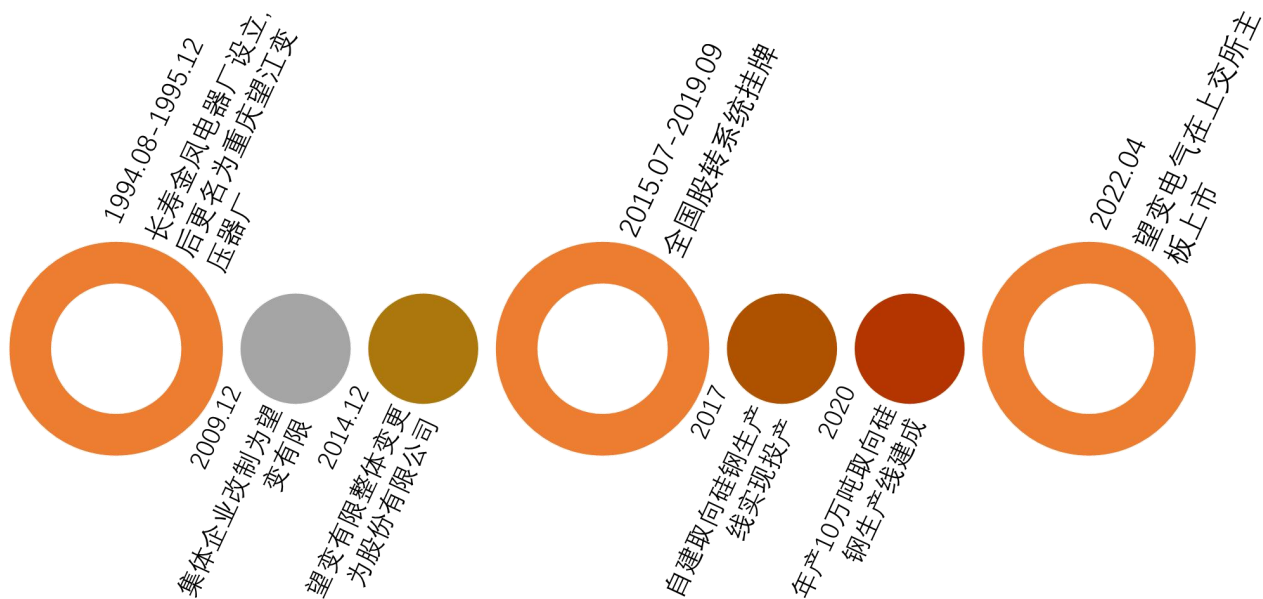
图 29: 公司成套电气设备单价及增长 (元/台,%)	22
表 1: 公司产品特点与应用介绍.....	8
表 2: 硅钢主要分类及应用.....	14
表 3: 2018 年以来, 我国主要取向硅钢生产企业的产量情况.....	17
表 4: 可比公司输配电业务收入情况及产品类型.....	20
表 5: “十四五”期间各类型电源变压器对应取向硅钢需求量测算.....	23
表 6: 公司营业收入预测.....	24
表 7: 公司重要财务指标盈利预测.....	25
表 8: 可比公司估值比较.....	26

1. 深耕输配电领域，民营取向硅钢国产化先行者

1.1 深耕输配电及控制设备行业近 30 年，打通全产业链流程

深耕相关领域近 30 年，形成一体化产业链。公司深耕输配电及控制设备行业近三十年，掌握了行业内关键生产工艺及多项核心技术，建立了以重庆、四川等西南地区为核心，华中地区、华南地区等快速增长区域相结合的销售网络，与国家电网、南方电网旗下多省市电力公司建立长期稳定的合作关系。2017 年，公司自建取向硅钢生产线实现投产，是我国民营取向硅钢国产化的先行者，成为国内唯一打通从取向硅钢到变压器制造全产业链流程的企业。公司取向硅钢在满足自用的基础上，主要销往华东、华南、西南地区和国际市场，客户包括浦项国际、伊藤忠丸红钢铁、美达王等。

图 1：深耕输配电及控制设备行业近 30 年



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

公司为民营企业，控股股东杨泽民、秦惠兰，持股 5%以上股东杨耀、杨秦，四人为公司的共同实际控制人和一致行动人。截至 2022 年年报数据，其合计持有公司股权比例为 38.65%。

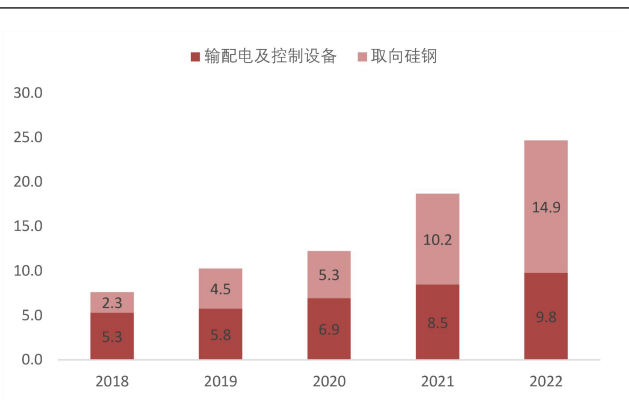
图 2：望变电气股权结构（持股 5%以上）



资料来源：Wind，山西证券研究所

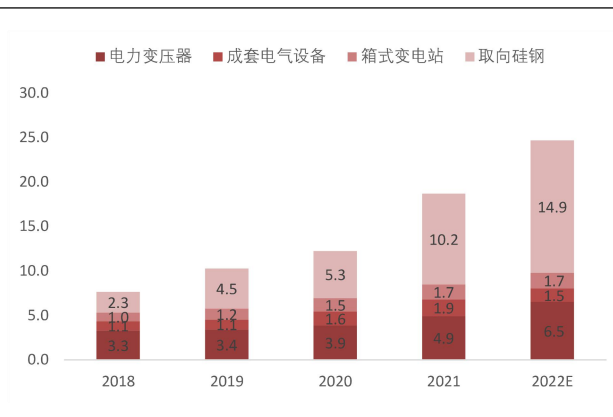
公司主要产品分为输配电及控制设备和取向硅钢两大类。输配电及控制设备主要包括电力变压器、箱式变电站、成套电气设备相关产品，产品不仅应用于电力、农、工、商业及居民用电、基础设施建设等传统领域，还可用于新能源光伏、风电、充电桩、轨道交通、数据中心、新型基础设施等新兴领域。2022 年公司输配电及控制设备实现收入 9.77 亿元，营收占比 38.67%，根据销量推测 22 年收入结构，电力变压器、成套电气设备、箱式变电站的占比分别约为 26%、6%、7%；公司生产的取向硅钢主要包含一般取向硅钢(CGO)和高磁感取向硅钢（HiB），主要用于变压器（铁心）的制造，还可应用于大型电机（水电、风电）等领域，客户群体包括了国内外知名变压器及电机制造企业。2022 年取向硅钢业务实现收入 14.89 亿元，营收占比 58.92%，自 2020 年年产 10 万吨取向硅钢生产线建成，公司取向硅钢业务占比快速提升。

图 3：主营收入结构-按业务拆分（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所


图 4：主营收入结构-按产品拆分（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 1：公司产品特点与应用介绍

业务板块	产品类别	主要产品	销售模式	代表产品图
输配电及控制设备	电力变压器	常规硅钢片变压器、非晶合金变压器、三维立体卷铁心变压器、无励磁调压变压器、有载调压变压器、调容调压变压器	采取直销模式。根据产品应用领域和下游客户的特点，主要通过参与招投标（国家电网等重点国有客户）、竞争性谈判（社会客户）等方式独立获取订单	 
	箱式变电站	预制仓式变电站、欧式箱变、华式箱变、美式箱变、新能源（风/光）箱变		 
	成套电气设备	中高压开关柜、中高压环网柜、低压开关柜、全新预智低压成套（BloKseT）		

取向硅钢	取向硅钢	一般取向硅钢 (CGO)、高磁感取向硅钢 (HiB)	直销模式与贸易商模式相结合	
------	------	----------------------------	---------------	---

资料来源：公司招股说明书、公司中报、公司官网，山西证券研究所

1.2 业绩表现：取向硅钢产能释放带动收入业绩增长

硅钢产线投产对收入增长贡献较大。2020-2022 年，公司分别实现营业收入 12.97/19.33/25.26 亿元，同比分别增长 17.10%/49.08%/30.68%，复合增速 39.58%；归母净利润分别实现 1.43/1.78/2.98 亿元，同比分别增长 30.64%/25.01%/67.34%，复合增速 44.63%。近年来公司持续优化生产经营，强化成本管控，生产销售稳定增长，销售规模稳步提升，业绩加速增长。公司 2021 年营收增速较高，主要来自于取向硅钢产线建成投产带来的收入增长，2020 年 10 月取向硅钢二期生产线调试完毕，对 21-22 年收入增长贡献较大；22 年归母净利润较高主要得益于成本管控的强化。22 年以来公司积极开拓市场，产能稳健释放，取向硅钢产品销量和价格同比均增长，同时公司把控取向硅钢大宗材料市场价格波动趋势，22H1 实现出口销售收入 2.48 亿元，同比增加 328.70%，带动收入持续提升，22 全年取向硅钢境外收入占比达 30%左右。23Q1 公司营收 5.72 亿元/+47.87%，归母净利润 0.80 亿元/+119.25%，增幅较多主要受到取向硅钢价格同比增幅明显的带动。

图 5：营业收入及增速（亿元，%）

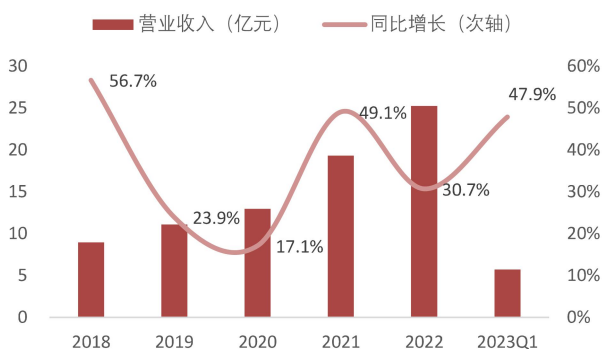
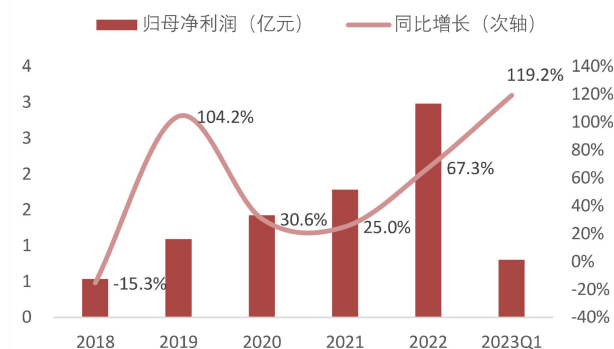


图 6：归母净利润及增速（亿元，%）



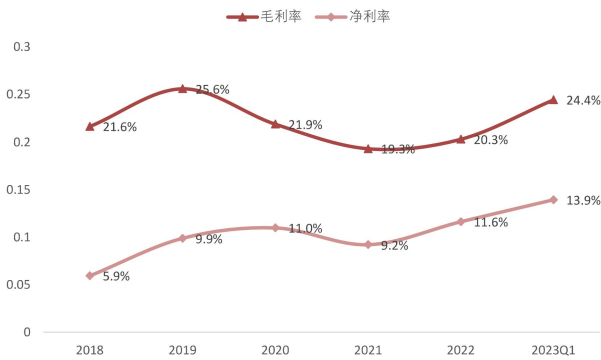
资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

22 年毛利率企稳回升。2020-2022 年，公司销售毛利率分别为 21.89%/19.30%/20.30%，净利率分别为 10.98%/9.21%/11.62%，近年来公司毛利率有所下降，但 22 年企稳回升，整体毛利率在 20%-25%的区间内。受到取向硅钢价格同比上涨的影响，23Q1 毛利率大幅抬升。分业务看，20-22 年输配电及控制设备毛利率分别为 27.0%/21.8%/14.8%，取向硅钢毛利率分别为 15.0%/17.5%/24.1%，输配电业务毛利率下降导致综合毛利率减少，主要受到执行新收入准则将运费由销售费用调成为营业成本导致成本增加，以及原材料元器

件及铜材的采购成本上升共同导致；取向硅钢毛利率 21 年开始回升，主要系销售均价上升，同时随着产能及产量不断增加，单位人工与单位制造费用持续下降。

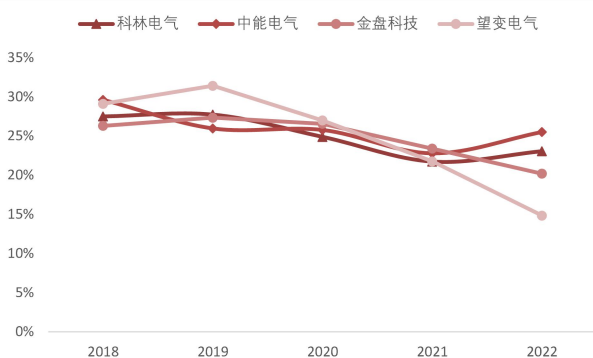
图 7：综合毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

公司取向硅钢毛利率略高于同行水平。分业务看，与同行可比公司相较，公司输配电业务毛利率在 19-20 年时略高于同行业平均水平，主要系因公司输配电及控制设备耗用自产取向硅钢，直接材料成本低于市场可比公司，但 20-22 年输配电业务毛利率呈现下降；2019 年以来，公司取向硅钢生产工艺及流程成熟后，业务毛利率显著提升，20 年产品销售价格随大宗材料价格浮动有所下降。随着产能的不断提升和单位成本的下降，公司 21-22 年取向硅钢毛利率高于同行水平。

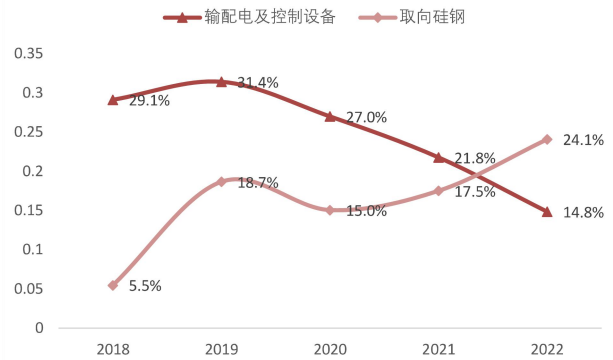
图 9：与可比公司相比，输配电及控制设备业务毛利率（%）处于低位



资料来源：Wind，山西证券研究所

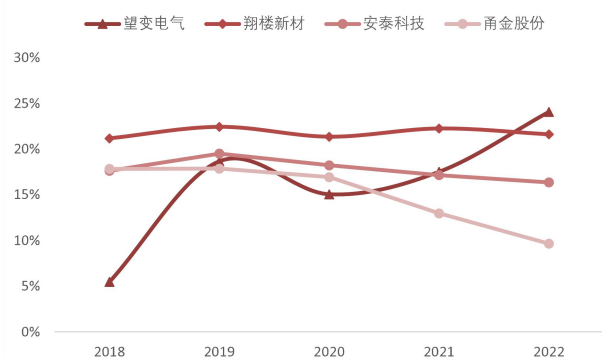
业务协同效应影响管理费率低于同行。2020-2022，公司期间费用率分别为 9.51%/7.18%/6.03%。公司销售费用主要包括职工薪酬、运输费等，随着公司经营规模扩大，销售人员的薪酬逐年增长，不过随着取向硅钢业务逐渐扩大，公司销售费用占营业收入的比例逐年下降，销售费用率分别为 3.46%/3.02%/2.96%；

图 8：分产品毛利率水平（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

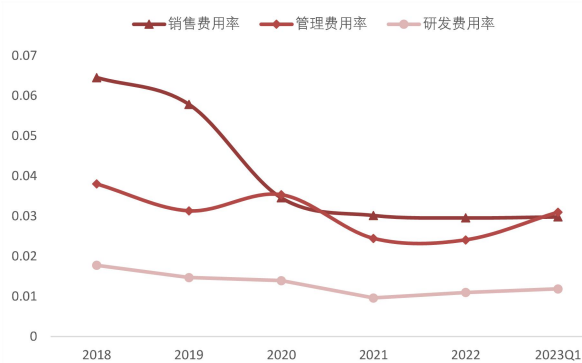
图 10：与可比公司相比，取向硅钢业务毛利率（%）处于高位



资料来源：Wind，山西证券研究所

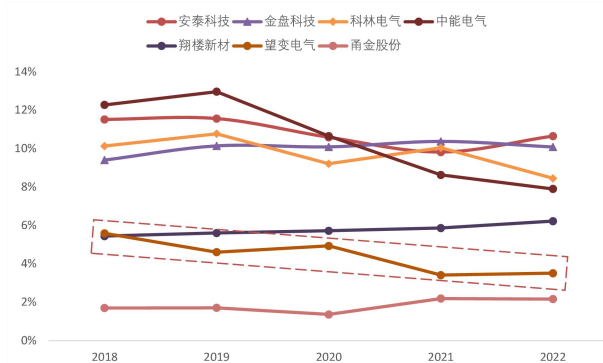
公司管理费用主要由职工薪酬、办公费、业务招待费及中介机构服务费等构成，占营业收入的比例稳定，2020年IPO相关中介机构费用增加导致管理费率上涨，2020-2022年管理费用率分别为3.53%/2.44%/2.41%。与同行可比公司相比，公司整体管理费用率较低，主要系管理成本较低的取向硅钢收入占比持续提升；同时，公司取向硅钢的研发生产是输配电业务向主要原材料的自然延伸，协同效应也降低了部分输配电业务或取向硅钢产业角度单独发展的必需成本，公司管理费率介于输配电可比公司和取向硅钢可比公司管理费率平均值之间。

图 11：销售、管理、研发费用率（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：与可比公司相比管理费用率（%）处于低位



资料来源：wind，山西证券研究所

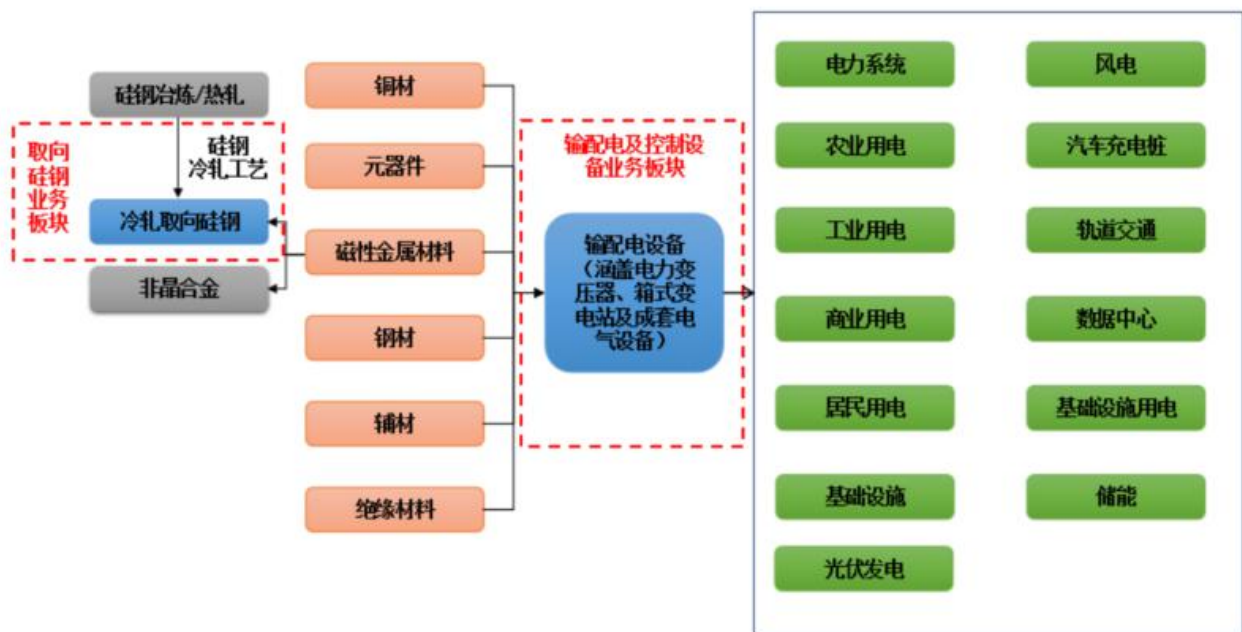
研发费率低于同行，规模较小研发投入相对受限。公司坚持技术和产品的持续创新，持续进行研发投入，研发投入基本保持稳定增长，2020-2022年研发费用分别为0.18/0.19/0.28亿元，研发费率分别为1.39%/0.96%/1.10%。22年研发费用显著提升，公司完成惠泽研究院建设，共投入17个研发项目，投入研发经费共计1.0亿元，主要研发高磁感取向硅钢磁性能提升、取向硅钢废钢制备应用研究、高效节能变压器的研制等。通过不断研发，取向硅钢110以上牌号率提升10pcts，最高牌号达到080；输配电及控制设备方面，主要实施了新标准一级能效变压器、一级能效立体卷铁心变压器等项目，为市场拓展、产品转型升级奠定了基础。公司研发费率低于同行业可比公司，主要系公司经营规模相对较小，研发投入相对受限；且公司研发项目以现有技术生产工艺为基础，可销售的研发样品较多，研发样品成本冲减研发成本，以净额法计算的研发费用率较低。

1.3 科技转化+多元产品+市场品牌构筑一站式综合解决方案

自主研发经验丰富，科技成果转化能力强。公司重视研发，积累了多年的输配电及控制设备和取向硅钢的研发与生产经验，在广泛开展产学研合作的同时，与产业链上游企业联合开发，提升企业的整体技术研发实力。公司围绕“高磁感取向硅钢、节能环保输配电及控制设备的智能化升级”主线，以科技推动产

品的升级换代，不断拓展产品领域，增强企业的市场竞争力。截至 2022 年末，公司拥有发明专利 21 项，实用新型专利 113 项，22 年新增授权专利 12 项，科技成果转化能力强，并在主营业务中持续运用，为公司设计、生产及售后服务提供技术保障。在取向硅钢领域，公司研发并掌握了硅钢片缝合装置、硅钢冷轧用厚壁套筒等多项核心专利技术；在输配电及控制设备领域，公司研发并掌握了双分裂整流变压器、消弧接地成套装置、环保节能折叠开口卷铁心干式变压器、油浸式非晶合金节能型变压器等多项新技术、新工艺、新产品。

图 13：公司主要产品在产业链内覆盖情况



资料来源：公司 2022 年年报，山西证券研究所

多元化产品综合竞争能力突出，一站式满足客户综合需求。公司经过多年的发展以及新项目的建设，产品已经覆盖取向硅钢、干式变压器、油浸式变压器、箱式变电站和成套电气设备等。随着生产线的不断延伸和产品的等级不断提升，形成了多牌号、多品种、多规格产品线以及运行维护的解决方案，有效降低了客户定制产品的沟通协调成本、综合采购成本和后期维护成本，产品综合竞争能力突出。丰富的产品线使得公司更能满足国家电网、南方电网及其省级电力公司等主要客户的一体化采购招标需求，客户粘性进一步增强。

初步形成“立足西南，辐射全国，走向海外”的业务布局。具体来看，在取向硅钢领域，经过近几年的经营累积，结合综合地理优势，产品不仅在西南、华东、华南等地区取得了优质订单，同时海外客户也建立了良好的合作基础，目前产品终端客户已覆盖新加坡、印度、马来西亚、土耳其等国家；在输配电及

控制设备领域，公司深耕重庆、四川、贵州及云南等西南区域市场多年，建立了成熟稳定的销售网络；并与国家电网、南方电网及其旗下多省市的电力公司、供电局等建立了长期稳定的合作关系。公司产品质量优秀、售后服务及时、交货周期短、自有车队的运输配送效率较高，建立起较高的品牌认可度，已初步形成“立足西南，辐射全国，走向海外”的业务布局。

图 14：公司销售网络覆盖情况



资料来源：公司官网宣传视频，山西证券研究所

2. 取向硅钢和输配电设备业务协同发展，打通一体化产业链流程

形成了自关键原材料至终端产品的一体化产业链。区别于单一输配电及控制设备生产企业和单一取向硅钢生产企业，公司经过多年的发展，已形成高磁感取向硅钢—节能电力变压器—智能箱式变电站、成套电气设备全链条的产品群。不仅能为客户提供一体化产品解决方案，同时输配电控制设备业务和取向硅钢业务在公司内部协同发展，具有明显的产业链优势。

2.1 上游：取向硅钢行业集中度高，公司持续优化牌号结构

2.1.1 取向硅钢产量总体稳健增长，行业集中度较高

取向硅钢主要用于变压器（铁心）的制造。硅钢是一种含硅量为 0.5%~4.5% 的极低碳硅铁合金材料，具有导磁率高、矫顽力低、电阻系数大等特性。根据生产工艺不同，可分为热轧硅钢和冷轧硅钢，由于可

利用率低，能量损耗大，热轧硅钢已基本淘汰；根据硅钢中晶粒排列方向的不同，冷轧硅钢可分为无取向硅钢和取向硅钢，其中取向硅钢主要用于变压器（铁心）的制造，能够提升变压器能效，降低电力输配过程中的损耗，还可应用于大型电机（水电、风电）等领域。取向硅钢生产后通过磁测鉴定性能，磁感大于 1.88T 的为高磁感取向硅钢（HiB），反之则为一般取向硅钢（CGO）。取向硅钢的性能通常通过牌号区分，牌号越高，取向硅钢的铁损越低、磁感越高、性能越好，可使变压器电能损失降低。通常情况下，主网一级能效产品一般用 75-80 牌号的取向硅钢，主网二级能效产品一般使用 85-95 牌号的取向硅钢。

表 2：硅钢主要分类及应用

类别		硅含量 (%)	厚度 (mm)	主要用途	
热轧硅钢 (无取向)	热轧低硅钢 (电机钢)	1.0-2.5	0.5	家用电机和微电机	
	热轧高硅钢 (变压器钢)	3.0-4.5	0.35/0.50	变压器	
冷轧硅钢	冷轧无取向硅钢 (电机钢)	低碳硅钢	≤0.5	0.50/0.65	家用电机、微电机小变压器和镇流器
		硅钢	>0.5-3.5	0.35/0.50	大中型电机、发电机和变压器
	冷轧取向硅钢 (变压器钢)	一般取向硅钢 (CGO)	2.9-3.3	0.18/0.23/0.27	变压器 (铁心) 的生产、大型电机 (风电、水电)
		高磁感取向硅钢 (HiB)		0.30/0.35	

资料来源：招股说明书、华经产业研究院，山西证券研究所

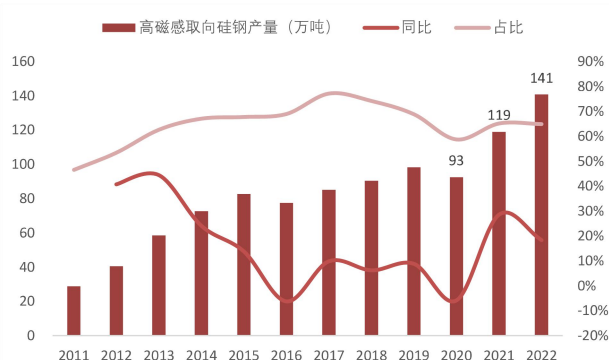
取向硅钢产量总体稳健增长，产能利用率持续提升。十三五期间，我国经历了从依赖进口高磁感取向硅钢到基本完全使用国产高磁感取向硅钢的巨变。目前我国已生产出多规格、多牌号、更低铁损、更高磁感的取向硅钢，满足了国家电力工业高质量发展和变压器能效升级的需要。在我国特高压电网建设中，高磁感取向硅钢 (HiB) 发挥了重要的作用。根据中国金属学会电工钢分会《2022 年中国电工钢产业发展报告》，2022 年全国取向硅钢产量 217.4 万吨，同比增长 20.50%，产能利用率 103.82%，得益于新能效标准带动的市场需求，产能利用率较 21 年的 94% 继续上升；其中高磁感取向硅钢产量约为 140.74 万吨，同比增长 18.35%，占比为 64.86%。随着国家“双碳”政策和《变压器能效提升计划（2021-2023 年）》的政策发布和新能源光伏、风电、充电桩、储能、特高压、轨道交通、数据中心、新型基础设施等新兴产业的投资以及“一带一路”拉动相关行业发展，未来我国低铁损、高磁感取向硅钢产业将迎来良好的发展机遇。“十四五”到“十五五”，我国高牌号硅钢占比预计将实现 70% 以上。

图 15：全国取向硅钢产量及同比（万吨，%）



资料来源：中国金属学会电工钢分会，华经产业研究院、金属电工钢微信公众号，山西证券研究所

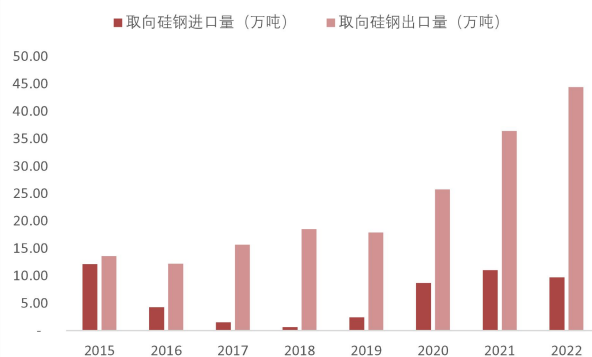
图 16：高磁感取向硅钢产量及同比/占比（万吨，%）



资料来源：中国金属学会电工钢分会，华经产业研究院、金属电工钢微信公众号，山西证券研究所

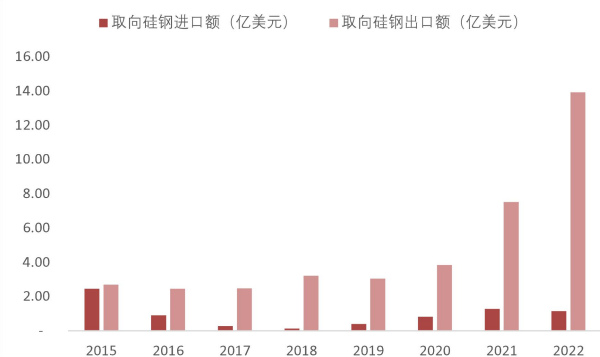
中国区产量占比约达六成，海外取向硅钢市场空间巨大。根据中国金属学会电工钢分会《2020年度电工钢产业报告》统计，我国出口取向硅钢由2010年的1.22万吨增长至2020年的25.76万吨，十年间增长了20.11倍。根据《2022电工钢产业报告》，2022年全球取向硅钢企业合计产出368.9万吨，中国区产量占比达到59%，较2021和2020年分别高出5pcts和8pcts；亚洲产区占比76%，在中国的驱动下占比连续四年提升，其次为欧洲的17%，对应地连续四年下降。海关总署数据显示，2021-2022年我国取向硅钢出口量分别达到36.42、44.41万吨。近三年，我国取向硅钢出口的主要国家为印度、印尼、泰国、越南、马来西亚等东南亚国家，东南亚是全世界第三大人口区域，第六大经济体，区域内发展中国家居多，经济发展活力较强，不论发电还是电网的基础设施建设潜力极大。按照东盟能源中心对电力装机规模的预测，2020-2030年十年间，东南亚区域的新增电力装机合计约2.3亿千瓦，仅电源建设市场规模就将超万亿。

图 17：2015-2022 年取向硅钢进出口数量（万吨）



资料来源：海关总署，山西证券研究所

图 18：2015-2022 年取向硅钢进出口金额（亿美元）



资料来源：海关总署，山西证券研究所

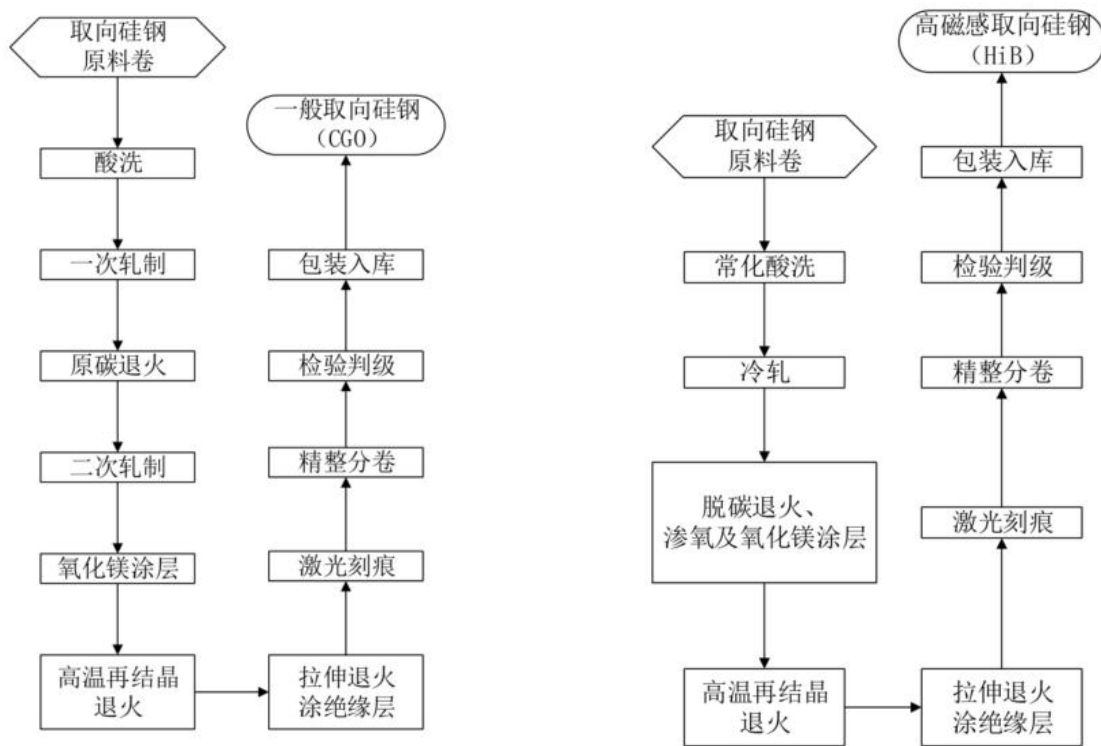
取向硅钢行业集中度较高，国企产量占比约六成。取向硅钢，尤其是高磁感取向硅钢，因工艺窗口参

数控制技术壁垒较高，国内能够生产取向硅钢的企业较少，行业内企业主要集中在大型的国有钢铁企业和少数民营企业。公司 22 年年报数据显示，2022 年全国取向硅钢生产企业中，在产企业 24 家，其中国有企业 4 家，产量 128.92 万吨，占总产量的 59.31%，最高牌号已至 055 级，覆盖对变压器行业高端及全系列需求；民营企业 20 家，产量 88.48 万吨，占比 40.69%，侧重中低端供应，并与国企共同构成梯度有序的供应格局，全面满足变压器行业需求，其中具有取向硅钢生产能力 10 万吨及以上的生产厂家有 4 家。《中国冶金报》数据显示，2022 年我国取向硅钢生产企业中，产量排名前 6 位的企业分别是宝钢股份、首钢股份、重庆望变、包头威丰、宁波银亿、浙江华赢。

2.1.2 公司是民营取向硅钢龙头，持续优化牌号结构

具备取向硅钢后工序全流程能力+规模化生产能力。公司具备取向硅钢冷轧工序全流程能力和规模化生产能力，一方面通过高度自动化生产线提高生产效率，降低了产品单位生产成本，增强了市场竞争力，另一方面通过持续的技术研发和购置德国进口无痕激光刻痕机组等先进装备，不断提升产品品质和丰富产品规格，既可满足下游客户的批量和稳定供货需求，也能保证公司在市场环境发生变化时能够及时调整产品结构，抓住新需求，抢先占领市场。在取向硅钢领域，经过近几年的经营累积，结合中国西部大开发的重要战略支点、“一带一路”倡议和长江经济带的联结点优势，公司产品不仅在西南、华东、华南等地区取得了优质订单，国内主要客户有正泰电气、广东顺特、特变电工、金盘科技等；同时远销海外各国市场，海外客户主要包括韩国浦项国际、晓星天禧，日本伊藤忠丸红铁钢、丰田通商等。22 年公司取向硅钢境外收入占比约达 30%，取向硅钢业务毛利率为 24.06%，由于海外市场售价相比国内较高，毛利率同比提升 6.56pcts。

图 19：一般取向硅钢和高磁感取向硅钢的生产工艺路线长，技术壁垒高



资料来源：招股书，山西证券研究所

公司取向硅钢产量位居国内民营企业第一，持续提升高牌号占比。2022年，我国取向硅钢产量排名前五位的分别是宝钢、首钢、重庆望变、包头威丰、宁波银亿，合计产量占全国取向硅钢产量约70%，2021年占比约为80%。根据中国金属学会电工钢分会《2022年中国电工钢产业发展报告》，2022年公司取向硅钢产量11.12万吨，排名全国第三，民营企业第一，连续2年保持这一市场地位。在这11万吨的取向硅钢生产线中，公司自用比例约为8%，除了部分牌号70-80的高牌号取向硅钢需要外购以外，基本能满足自用需求。在整条产线中，高磁感取向硅钢约有5万吨，其中，21年高牌号产量约1万吨，预计22年有望达到3万吨。随着公司技术改进、加大研发投入，牌号结构将不断优化，高牌号产出比例会持续提升。22年年报数据显示，公司取向硅钢110以上牌号率提升10pcts，最高牌号达到23QH080，产品质量达到国内先进水平。

表 3：2018 年以来，我国主要取向硅钢生产企业的产量（万吨）情况

公司名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022E
宝钢股份	73.1	77.5	83.6	94.0	100.0
首钢股份	16.8	19.0	19.0	19.0	20.0
望变电气	3.1	5.0	6.5	11.0	11.0
包头威丰	5.0	7.2	8.0	10.0	10.0
宁波银亿	0.6	4.0	6.1	6.0	6.0

公司名称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E
浙江华赢	3.4	4.0	4.6	5.0	5.0

资料来源：招股书、中国金属学会电工钢分会、宝钢股份董秘室公众号等，山西证券研究所

2022年公司取向硅钢量价齐升。2019-2022年，公司取向硅钢的销售单价分别为0.98/0.91/1.04/1.40万元/吨，对外销量分别为4.62/5.83/9.82/10.63万吨。2020年受到疫情影响市场较为低迷，取向硅钢销售价格下行。2021年大宗商品市场价格整体上行，原材料取向硅钢原料卷价格上升，成本传导带动取向硅钢销售单价上涨。22年取向硅钢供给相对不饱和，销售价格同比增长明显。随着取向硅钢的产能利用率和产量提升，单位折旧成本呈逐年下降趋势。

图 20：2019-2022 年公司取向硅钢销量及增长率
(万吨, %)

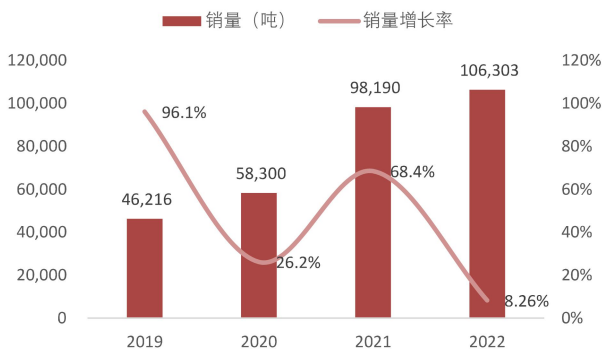
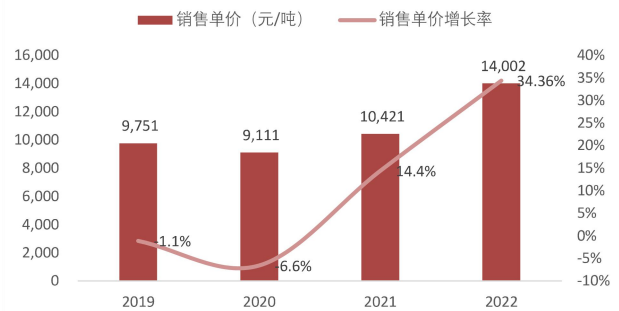


图 21：2019-2022 年公司取向硅钢销售单价变动及增长率 (元/吨, %)



资料来源：招股书、22 年年报，山西证券研究所

资料来源：招股书、22 年年报，山西证券研究所

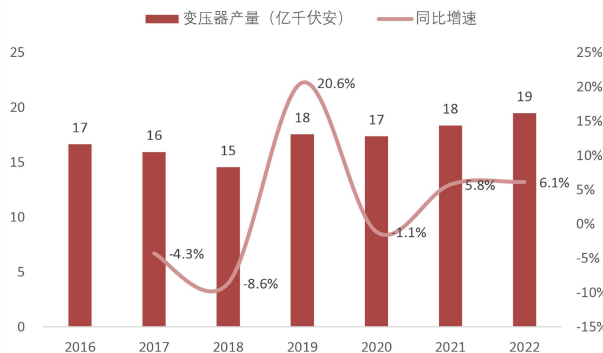
投资 8 万吨高性能取向硅钢产线提升高牌号比例。公司募投项目低铁损高磁感硅钢铁心智能制造建成后，将实现每年释放硅钢铁心加工 3 万吨的生产能力，同时依托先进装备开展来料剪切加工业务，将新增 2 万吨/年低铁损高磁感取向硅钢的来料加工能力，这 5 万吨铁心加工能力旨在打造覆盖我国西南地区的智能化硅钢剪配中心。22 年 6 月，公司拟投资新建 8 万吨高性能取向硅钢的生产线，以满足国家节能降耗的需求和公司输配电高性能取向电工钢供应不足的现状。此次投建的 8 万吨新材料项目将于 2023 年 6 月部分投产，当年将会新增 2-3 万吨产能；由于国外设备的制作周期较长，本项目将于 2024 年 6 月全面投产，当年可新增 5-6 万吨产能，预计 2025 年全面达产后公司年产能将达到 18 万吨。八万吨新材料项目生产线为全 HiB 投料，旨在生产 085 及以上牌号的高牌号取向硅钢，是对现有硅钢生产线的扩展和升级。结合公司高磁感取向硅钢磁性能提升项目的研发进展，预期 23QH085 牌号率达到 15%以上，27QH090 牌号率达到 20%以上，成材率达到 89.5%。

2.2 中游：输配电设备行业集中度低，公司西南市场优势明显

2.2.1 输配电设备行业规模稳步增长，竞争格局较为分散

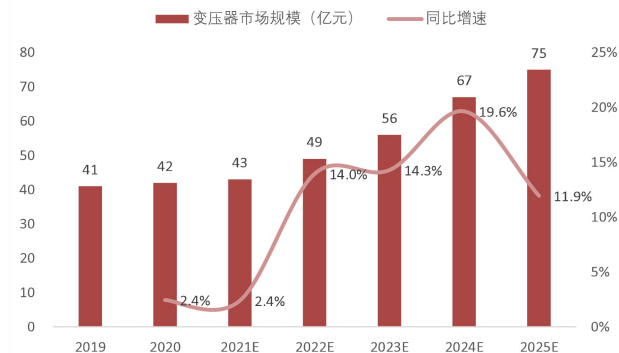
电网投资和新型城镇化建设推动输配电及控制设备行业稳步增长。输配电及控制设备主要应用于电力系统和下游用电企业的电能传输和电能控制等，直接影响电网的建设、安全与可靠运行。近年来，随着新能源、高端装备、高效节能等战略性新兴产业快速发展，同时国家持续推进电网投资建设、新型城镇化建设，均为输配电及控制设备行业的稳定增长提供了良好的机遇。根据前瞻产业研究院预测，我国规模以上输配电设备企业销售规模预计将由 2021 年的 3.28 万亿元增长至 2026 年的 4.27 万亿元，年均复合增长率约 5.42%。其中，电力变压器是输配电线路中的关键和重点设备，在发电、输电、配电、电能转换等各个环节都起到重要作用，电力变压器主要运行在主干电网和配电终端。随着全社会用电量的稳步增长和风电及轨道交通的快速发展，我国变压器产业市场规模稳步扩大，我国在网运行的变压器约 1700 万台，总容量约 110 亿千伏安，预计 2022 年产量将达到 19.48 亿千伏安，市场规模约达到 49 亿元。

图 22：2016-2022 年中国变压器产量及增速情况
(亿千伏安，%)



资料来源：中国机械工业联合会、华经产业研究院，山西证券研究所

图 23：2019-2025 年中国变压器行业市场规模情况
(亿元，%)



资料来源：IREA、华经产业研究院，山西证券研究所

高压市场集中、低压市场容量较大，变压器行业格局分散。随着电力体制改革的进行，输配电及控制设备行业目前已经形成了市场化的竞争格局，其中 110kV 以上电压等级的高压市场容量相对较小，市场份额相对比较集中，主要为外资厂商以及国内超大型生产企业所占据。110kV 及以下中低压市场容量相对较大，客户对产品的性能需求多样化，生产厂家众多，市场竞争更为激烈，其竞争呈现地区性特征。其中，我国变压器行业市场集中度较低，行业格局较为分散，2020 年我国变压器行业 CR3 仅为 6.4% 左右，其中特变电工、许继电气和保变电气占比分别为 4.1%、1.4% 和 0.9%。在国家宏观经济和行业政策的促进下，在“双碳”

经济的影响下，国内电网改造带动能效产品的需求急剧增长，为输配电及控制设备制造企业提供了广阔的发展空间；同时随着技术升级及产业变革，输配电及控制设备在新能源光伏、风电、充电桩、轨道交通、数据中心、新型基础设施等新兴领域上的应用增强，具有良好的市场前景。

表 4：可比公司输配电业务收入情况及产品类型

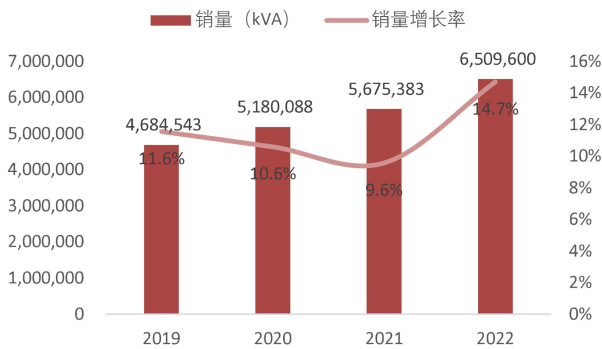
代码	名称	2022 年输配电 业务收入（亿元）	收入占比	毛利率	主要产品类型
300001.SZ	特锐德	70.61	60.71%	24.10%	箱式变电站、箱式开关站、户内开关柜
688676.SH	金盘科技	45.71	96.32%	20.18%	变压器系列、开关柜系列、箱变系列、安装工程、电力电子设备、工业软件及服务、干式变压器系列
603050.SH	科林电气	26.04	99.30%	23.04%	高低压开关及成套设备、智能电网用电设备、智能电网变电设备、智能电网配电设备
300423.SZ	昇辉科技	20.92	97.45%	19.43%	高压电成套设备
000533.SZ	顺钠股份	17.72	99.89%	28.84%	变压器系列、输变电产品、电力线缆
603191.SH	望变电气	9.77	38.67%	14.83%	电力变压器、成套电气设备、箱式变电站
300062.SZ	中能电气	7.93	60.41%	25.50%	电网智能化业务（箱式变电站、C-GIS 环网柜及其配件、SMC 箱体及其配件、电缆附件及成套件）

资料来源：Wind、各公司年报，山西证券研究所

2.2.2 公司深耕西南市场，输配电设备区域优势明显

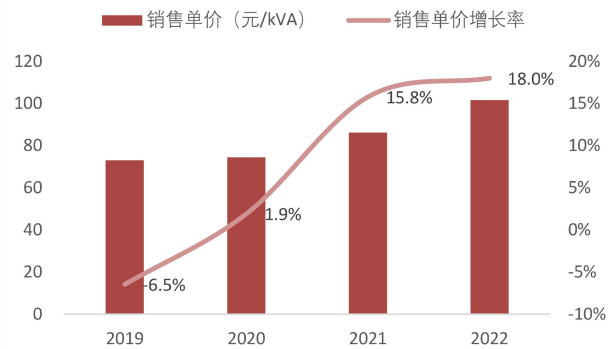
深耕西南地区输配电设备行业近三十载。自 1994 年公司前身为长寿金风厂成立以来，公司已在输配电及控制设备行业深耕近 30 年。通过长期生产实践和技术创新，公司掌握了输配电及控制设备领域关键生产工艺及多项核心技术，建立了完整的销售体系和销售网络，在行业内积累了广泛的客户基础。公司已形成从“变压器到箱式变电站、成套电气设备”的多品种、多规格产品线以及运行维护的解决方案及实施，能满足终端客户对企业综合服务能力的要求。公司是我国西南区域 110kV 级及以下油浸式、干式电力变压器的主要生产企业之一。公司主要产品包括 110kV 油浸式电力变压器、35kV 级及以下油浸式变压器、10kV 干式变压器、10kV 非晶合金变压器、组合式变压器等多规格、多型号产品。主要客户涵盖国网、南网客户以及两网外战略性客户。

图 24：公司电力变压器销量及增长（kVA,%）



资料来源：招股书、22 年年报，山西证券研究所

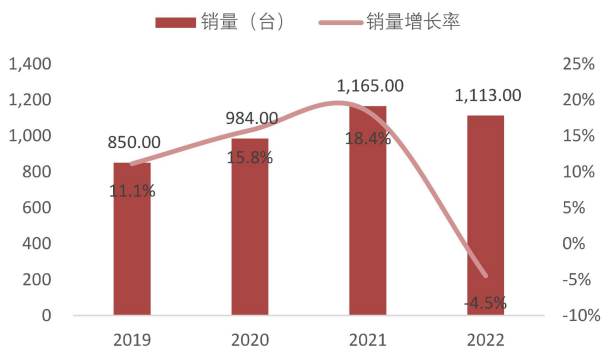
图 25：公司电力变压器单价及增长（元/kVA,%）



资料来源：招股书、22 年年报，山西证券研究所

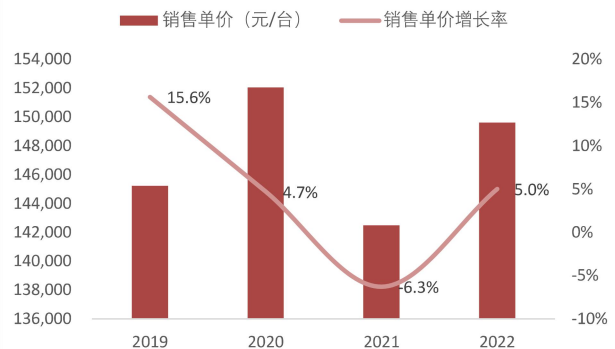
产能产量持续提升带动输配电设备业务持续快速增长。在输配电及控制设备业务板块，2022 年公司实现电力变压器产量 852.70 万 kVA,成套电气设备 9,491 台,箱式变电站 1,138 台,产能利用率分别为 101.71%、91.93%和 83.92%。公司募投资金项目建成达产后，预计将实现每年新增 1,500 台箱式变电站、25,000 台成套电气设备、204 万 kVA 电力变压器，有助于提升公司在国内智能成套电气设备行业中的地位。公司输配电及控制设备收入增加主要来自产能产量的持续提升、节能型变压器技改项目的不断推进，以及订单需求的不断增加。根据近年收入结构推测公司输配电各产品收入占比后，测算出各产品的平均单价水平。从量价角度看，近年来公司电力变压器量价齐升，箱式变电站和成套电气设备价格波动、22 年销量有所下降。

图 26：公司箱式变电站销量及增长（台,%）



资料来源：招股书、22 年年报，山西证券研究所

图 27：公司箱式变电站单价及增长（元/台,%）



资料来源：招股书、22 年年报，山西证券研究所

图 28：公司成套电气设备销量及增长（台,%）

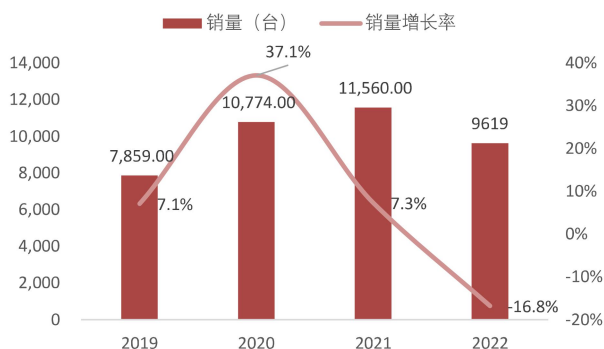
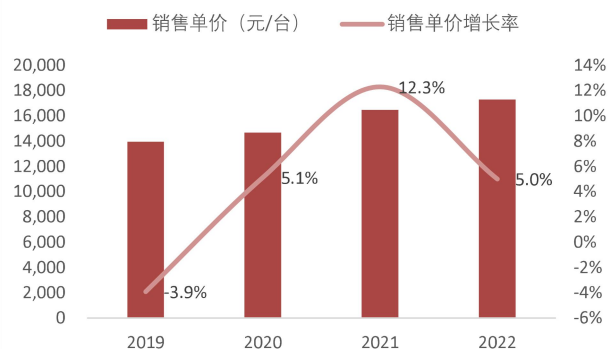


图 29：公司成套电气设备单价及增长（元/台,%）



资料来源：招股书、22 年年报，山西证券研究所

资料来源：招股书、22 年年报，山西证券研究所

公司有交货周期短、质量服务高、自有车队配送等竞争优势。在输配电及控制设备领域，公司深耕重庆、四川、贵州及云南等西南区域市场多年，已初步形成“立足西南，辐射全国，走向海外”的成熟稳定的销售网络。得益于优秀的产品质量和及时高效的服务，公司与国家电网、南方电网及其旗下多省市的电力公司、供电局等建立了长期稳定的合作关系，在相关地区具有良好的声誉及知名度。此外公司拥有自有车队，基本实现输配电及控制设备的自主运输，较高的运输效率可满足客户产品需求的时效要求，具有配送优势，建立了较高的品牌认可度。

3. 下游应用领域迭代延伸，取向硅钢景气度持续上行

变压器需求增长和性能提升带动取向硅钢增量。变压器行业是使用取向硅钢的近乎唯一的应用领域，取向硅钢成本约占单台变压器生产成本的 30%-40%。由于变压器是在电力传输和使用中不可或缺的重要设备，电力需求增长直接驱动变压器产品的需求，带动对取向硅钢的需求。随着我国城乡智能电网建设的全面展开，叠加新能源电站的配套建设、电力变压器能效提升、以及特高压线路建设等多重因素，催生了对变压器更高性能的需求，对拉动国内取向硅钢需求奠定良好基础。此外，在新能源汽车领域，目前新能源车用电机的主流铁心材料为冷轧无取向硅钢，未来性能和效率更高的取向硅钢将会对无取向硅钢产生替代效应，有望带来新的增量需求。

2025 年清洁能源装机将成主导。随着“十四五”期间全国电网总投资额的持续增长，根据中电联发布的《2023 年度全国电力供需形势分析预测报告》，截至 2022 年底，全国全口径发电装机容量 25.6 亿千瓦，其中其中非化石能源发电装机容量 12.7 亿千瓦，占总装机比重为 49.6%，电力延续绿色低碳转型趋势；预计 2023 年底全国发电装机容量 28.1 亿千瓦左右，其中非化石能源发电装机合计 14.8 亿千瓦，占总装机比重上升至 52.5%左右，太阳能发电及风电装机规模均将在 2023 年首次超过水电装机规模。同时，根据全球

能源互联网发展合作组织发布的《中国 2030 年能源电力发展规划研究及 2060 年展望》，2025 年清洁能源装机将成为主导电源，我们大致预计到 2025 年我国全口径发电装机容量将达到 30 亿千瓦左右。其中，“十四五”期间，火电和水电的整体新增装机量的增幅呈现下降趋势，以风电和光伏为代表的清洁能源新增装机量快速增长。

表 5：“十四五”期间各类型电源变压器对应取向硅钢需求量测算

电力行业	数量指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
火电	新增装机容量（万千瓦）	5,054	3,561	2,671	1,736	1,042
	取向硅钢新增需求量（万吨）	40	28	21	14	8
水电 (含抽水蓄能)	新增装机容量（万千瓦）	2,064	2,258	677	813	894
	取向硅钢新增需求量（万吨）	16	18	5	6	7
核电	新增装机容量（万千瓦）	337	227	275	302	332
	取向硅钢新增需求量（万吨）	3	2	2	3	3
风电	新增装机容量（万千瓦）	4,683	3,696	6,468	7,438	8,554
	取向硅钢新增需求量（万吨）	46	36	64	73	84
太阳能 (光伏)	新增装机容量（万千瓦）	5,300	8,605	9,739	10,713	11,784
	取向硅钢新增需求量（万吨）	53	85	97	106	117
合计	取向硅钢新增需求量（万吨）	158	170	189	202	219
	同比增长		7.55%	11.55%	6.95%	8.43%

资料来源：根据 Wind、《2023 年度全国电力供需形势分析预测报告》、《中国 2030 年能源电力发展规划研究及 2060 年展望》、《徐劲松：“双碳”战略下取向硅钢的价值与市场机遇》等数据测算，山西证券研究所

预计到 2025 年取向硅钢增量需求量将超过 200 万吨。根据《徐劲松：“双碳”战略下取向硅钢的价值与市场机遇》中的测算，假设 1) 发电端：火电、水电（含抽蓄）、核电、风电和光伏在电源端的新增装机量对应取向硅钢的用量分别为 15.22GW/万吨、15.34 GW/万吨、13.75 GW/万吨、12.19 GW/万吨、12.08 GW/万吨；2) 用电端：按我国五级电压全网口径测算，“十三五”期间从电源到全网折算系数约为 12.8，由于干网建设趋于完善呈现下降趋势，预计“十四五”区间全网口径变压器对取向硅钢的需求量约为电源端的 12 倍；3) 替换需求：变压器一般设计寿命为 30 年，保守测算“十四五”期间存量变压器迭代所带动的取向硅钢需求约 8.4 万吨。综合测算到 2024-2025 年新增发电机组对取向硅钢的需求量预计将超过 200 万吨/年，其中新增风电/光伏装机容量对应取向硅钢需求占比分别为 38%和 53%，对取向硅钢需求的拉动作用十分显著。

预计 2023 年取向硅钢行业景气度持续上行。行业产能方面，根据各个公司披露的公开数据，国企方面，预计到 2024 年宝钢、首钢、太钢取向硅钢产能将提升到 116 万吨、29 万吨、16 万吨；民企方面，望变电气和包头威丰的取向硅钢产能预计将提升到 18 万吨和 20 万吨，预计 23-25 年我国取向硅钢新增产能将超过 50 万吨。新增产能主要集中在 2024 年释放，且产品以高磁感取向硅钢为主。出口方面，受地缘政治及海外

需求增长影响，22 年我国取向硅钢净出口量 35 万吨，预计 23-25 年我国取向硅钢净出口量分别到 37/39/40 万吨。结合对新增变压器需求测算和我国取向硅钢产能的大致预测，2022 年我国取向硅钢供需缺口进一步扩大，预计 2023 年行业供需维持紧平衡状态运行，景气度持续上行；2024 年后，随着国内取向硅钢的产能投放，供需由紧缺转为小幅过剩。若考虑到新能源汽车、特高压等新兴产业对取向硅钢的增量需求，未来几年我国取向硅钢行业的景气度将保持上行态势。

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

公司是我国最大的民营取向硅钢生产企业之一，依托现有取向硅钢和输配电及控制设备产业基础，聚焦新能源产业上游原材料（取向硅钢）、中游装备制造（输配电及控制设备）、下游服务（运维及修理），打造高磁感取向硅钢—节能电力变压器—智能箱式变电站、成套电气设备一体化产业链。公司具备为客户提供取向硅钢和输配电及控制设备两大行业产品的实践经验，两个行业产品间互相促进、协同发展，使得公司拥有较强的市场竞争力。随着公司取向硅钢产能和高牌号占比的不断提升，持续满足国内新能源领域新增和替代需求以及出口供给，同时带动输配电及控制设备业务的持续增长。

按产品类别分，公司主要分为输配电及控制设备和取向硅钢两大类。自 2020 年 10 月公司取向硅钢二期生产线调试完毕后，2021 年取向硅钢产能提升到 10 万吨，对公司收入增长贡献较多；同时，随着产能利用率提升、节能型变压器技改项目推进、以及订单需求的增加，2020-2022 年公司输配电及控制设备收入保持稳中有升的增长态势。22 年 6 月公司拟投资建设 8 万吨高性能取向硅钢产线，预计 23 年新增 2-3 万吨产能，24 年新增 5-6 万吨，到 25 年达产后年产能达到 18 万吨。预计 2023-2025 年，取向硅钢业务增速分别为 25%/45%/20%，分别实现营业收入 18.61/26.98/32.37 亿元；输配电及控制设备业务增速分别为 21%/25%/17%，分别实现营业收入 11.80/14.70/17.23 亿元。

表 6：公司营业收入预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,526.48	3,098.59	4,222.66	5,015.17
yoy	30.68%	22.64%	36.28%	18.77%
毛利率	20.30%	21.65%	22.23%	22.56%
输配电及控制设备	976.97	1,180.01	1,469.69	1,722.62
yoy	15.60%	20.78%	24.55%	17.21%
占比	38.67%	38.08%	34.80%	34.35%
电力变压器	652.06	815.08	1,059.60	1,271.52

	2022A	2023E	2024E	2025E
yoy	33.42%	25%	30%	20%
成套电气设备	150.66	173.26	199.25	219.17
yoy	-20.86%	15%	15%	10%
箱式变电站	174.25	191.68	210.84	231.93
yoy	4.97%	10%	10%	10%
取向硅钢	1,488.50	1,860.63	2,697.91	3,237.49
yoy	45.46%	25%	45%	20%
占比	58.92%	25.00%	63.89%	64.55%
其他业务	61.01	57.96	55.06	55.06
yoy	-6.11%	-5%	-5%	0%
占比	2.41%	1.87%	1.30%	1.10%

资料来源：Wind、招股说明书、22 年年报，山西证券研究所

根据上述假设，我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 30.99/42.23/50.15 亿元，同比增长 22.6%/36.3%/18.8%；分别实现归母净利润 3.92/5.51/6.74 亿元，同比增长 31.6%/40.4%/22.4%，对应 EPS 分别为 1.18/1.65/2.02 元。

表 7：公司重要财务指标盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,933	2,526	3,099	4,223	5,015
YoY(%)	49.1	30.7	22.6	36.3	18.8
净利润(百万元)	178	298	392	551	674
YoY(%)	25.0	67.3	31.6	40.4	22.4
毛利率(%)	19.3	20.3	21.7	22.2	22.6
EPS(摊薄/元)	0.53	0.89	1.18	1.65	2.02
ROE(%)	16.0	12.9	14.7	17.1	17.3
P/E(倍)	36.7	21.9	16.7	11.9	9.7
P/B(倍)	5.9	2.9	2.5	2.0	1.7
净利率(%)	9.2	11.8	12.7	13.0	13.4

资料来源：最闻数据，山西证券研究所

4.2 可比公司与估值

综合考虑市场竞争格局和所处细分领域的竞争情况及产品特点，我们选取输配电及控制设备行业的特锐德、金盘科技、科林电气，以及取向硅钢的头部国企宝钢股份、首钢股份、太钢不锈等，共同作为国内可比上市公司。以 2023 年 4 月 28 日收盘价 19.61 元计算，23-25 年 PE 分别为 16.65X/11.86X/9.69X，考虑到公司是民营取向硅钢生产企业的领先者，具备持续扩充产能的能力，也在持续提升输配电设备的市场竞

争力。首次覆盖给予“买入-B”评级。

表 8：可比公司估值比较

		收盘价	EPS				PE		
			22A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688676.SH	金盘科技	32.66	0.66	1.20	1.89	2.98	27.24	17.24	10.97
603050.SH	科林电气	20.19	0.71	1.22	1.61	2.02	16.60	12.52	9.98
603191.SH	望变电气	19.61	0.89	1.18	1.65	2.02	16.65	11.86	9.69
300001.SZ	特锐德	18.48	0.26	0.35	0.57	0.86	52.40	32.41	21.59
000825.SZ	太钢不锈	4.00	0.03	0.08	0.17	0.25	47.68	23.20	15.96
600019.SH	宝钢股份	6.44	0.55	0.59	0.67	0.76	10.93	9.56	8.49
000959.SZ	首钢股份	3.70	0.14	0.16	0.20	0.24	23.82	18.24	15.13
	可比均值		0.42	0.61	0.85	1.13	28.21	17.53	12.92

资料来源：Wind，山西证券研究所（收盘价截至 04/28，除望变以外，可比公司数据均为万得一致预测）

5. 风险提示

下游行业周期性波动的风险：公司取向硅钢行业的主要客户集中在变压器生产企业，电力行业和经济周期波动密切相关，经济周期处于低谷时，电力行业需求下降，相关行业相关投资需求随之下降，对取向硅钢的需求也会减少，进而对公司的业绩产生不利影响。

原材料价格波动的风险：公司生产经营所需要的主要原材料包括取向硅钢原料卷、取向硅钢成品卷及铁心、铜材、钢材和元器件等，原材料的价格变化将直接造成公司采购成本的波动，可能对公司经营业绩的增长造成不利影响。

应收账款较大的风险：公司 22 年应收账款净额占同期末流动资产的比例分别为 21.08%，若未来受经济环境及产业政策的影响，部分客户经营情况发生重大不利变化，公司将面临不能按期收回或无法收回其应收账款的风险，从而对公司经营活动净现金流量产生不利影响。

项目建设风险：公司上市后，在建项目有“八万吨高端磁性新材料项目”、“智能成套电气设备产业基地建设项目”、“110kV 及以下节能型变压器智能化工厂技改项目”、“研发中心及信息化建设项目”和“低铁损高磁感硅钢铁心智能制造项目”，项目投资总金额约 15 亿元。各项目陆续投建中，但因投资期限较长，整体项目的实际建设进度存在一定的不确定性。

汇率波动风险：公司取向硅钢产品出口占比较高，且主要以美元作为结算货币，受外币汇率波动影响，汇率波动将直接影响公司的经营业绩。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1470	2427	2878	3574	4212
现金	330	933	1235	1755	2151
应收票据及应收账款	712	881	997	1114	1274
预付账款	131	55	65	76	67
存货	277	446	470	510	599
其他流动资产	19	112	112	118	120
非流动资产	765	1080	1089	1175	1206
长期投资	16	16	17	18	19
固定资产	560	589	621	702	740
无形资产	81	82	81	80	79
其他非流动资产	109	393	370	374	368
资产总计	2236	3507	3967	4749	5417
流动负债	848	967	1038	1259	1263
短期借款	22	33	30	31	31
应付票据及应付账款	472	517	562	632	662
其他流动负债	354	417	446	596	570
非流动负债	272	272	271	284	279
长期借款	190	179	183	194	190
其他非流动负债	82	93	88	90	89
负债合计	1120	1239	1309	1542	1541
少数股东权益	5	1	-1	-4	-8
股本	250	333	333	333	333
资本公积	211	982	982	982	982
留存收益	638	936	1327	1875	2545
归属母公司股东权益	1110	2267	2659	3210	3884
负债和股东权益	2236	3507	3967	4749	5417

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	242	204	331	655	504
净利润	178	294	391	548	670
折旧摊销	51	60	62	73	86
财务费用	15	-11	-7	2	4
投资损失	-1	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-24	-195	-108	31	-252
其他经营现金流	23	58	-5	2	-1
投资活动现金流	-113	-375	-68	-157	-115
筹资活动现金流	-3	825	39	23	6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.89	1.18	1.65	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.61	0.99	1.96	1.51
每股净资产(最新摊薄)	3.33	6.80	7.98	9.63	11.66

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1933	2526	3099	4223	5015
营业成本	1560	2014	2428	3284	3884
营业税金及附加	12	10	16	21	24
营业费用	58	75	92	127	148
管理费用	47	61	76	108	125
研发费用	19	28	33	46	52
财务费用	15	-11	-7	2	4
资产减值损失	-19	-30	-20	-18	-18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	2	2
营业利润	212	334	453	629	773
营业外收入	0	4	2	3	2
营业外支出	4	2	3	3	3
利润总额	209	335	452	629	772
所得税	31	42	61	82	102
税后利润	178	294	391	548	670
少数股东损益	-0	-5	-1	-3	-4
归属母公司净利润	178	298	392	551	674
EBITDA	272	405	517	705	859

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	49.1	30.7	22.6	36.3	18.8
营业利润(%)	33.6	57.7	35.7	38.9	22.8
归属于母公司净利润(%)	25.0	67.3	31.6	40.4	22.4
获利能力					
毛利率(%)	19.3	20.3	21.7	22.2	22.6
净利率(%)	9.2	11.8	12.7	13.0	13.4
ROE(%)	16.0	12.9	14.7	17.1	17.3
ROIC(%)	14.1	12.1	13.5	15.7	16.1
偿债能力					
资产负债率(%)	50.1	35.3	33.0	32.5	28.4
流动比率	1.7	2.5	2.8	2.8	3.3
速动比率	1.2	1.9	2.2	2.3	2.8
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.8	1.0	1.0
应收账款周转率	2.8	3.2	3.3	4.0	4.2
应付账款周转率	4.4	4.1	4.5	5.5	6.0
估值比率					
P/E	36.7	21.9	16.7	11.9	9.7
P/B	5.9	2.9	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA	23.7	14.3	10.7	7.1	5.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

