



2022年02月21日

策略类●证券研究报告

新股专题覆盖报告:万控智造

(新股专题覆盖报告旨在针对近日询价上市公司进行简单的研究梳理)

投资要点

- ◆ 本期共有 1 家公司公布询价, 2 月 23 日(周三)有一家主板上市公司(万控智造)询价。

◆ **万控智造(603070):** 公司主要从事配电开关控制设备的研发、生产与销售; 产品包括电气机柜、环网柜设备、IE/IT 机柜等三大类, 细分产品包括 5 小类。从业务结构来看, 公司以电气机柜业务为主, 该业务是公司主要的收入来源, 主要包括高、低压电气机柜; 环网柜设备为公司近几年战略重点发展方向, 是公司目前利润主要增长点之一; IE/IT 机柜为公司电气机柜的衍生产品, 预计该领域产品未来发展潜力较大, 是公司未来新的利润增长点。公司 2019-2021 年分别实现营业收入 16.0 亿元/16.9 亿元/21.6 亿元, YOY 依次为 13.28%/5.51%/27.88%, 三年营业收入的年复合增速 15.2%; 实现归母净利润 1.65 亿元/1.77 亿元/1.9 亿元, YOY 依次为 39.17%/7.19%/7.15%, 三年归母净利润的年复合增速 17.1%。根据公司初步测算, 2022Q1 预计归属于母公司股东的净利润同比增长 5%-15%。

- **投资亮点:** 1、公司是国内电气柜细分市场龙头, 领先优势明显; 同时, 公司积累的品牌和营销网络优势有望帮助环网柜、机柜等公司新开拓产品加速拓展。在电气机柜方面, 公司是该细分领域的行业龙头, 市场占有率排名第一。截至目前, 借助公司在电气机柜的领先地位, 公司在品牌、营销网络、客户等多个方面已经形成一定竞争优势, 或将有助于公司新产品拓展; 1) 品牌上, “万控”品牌已在行业内形成较大的影响力, 2019 年公司还被国家工信部评为“制造业单项冠军示范企业”; 2) 营销网络上, 公司在全国各大重点城市地区设立近 80 个营销地区, 拥有销售人员共 280 余人; 3) 客户积累上, 与诸多中大型电力成套设备等企业建立了长期、良好、稳定的合作关系。2、公司 IE/IT 机柜产品需求依托于 5G、数据中心、工业互联网等新型基础设施建设, 区别于电气柜、环网柜等下游主要依托于电力系统内企业, 公司发展预期有望打开。
- **同行业上市公司对比:** 以电力系统成套设备等相似行业上市公司来看, 当前参照行业平均收入规模(前三季度)为 17.35 亿元, 平均市值为 64.5 亿元; 平均 PE-TTM(剔除负值和异常值/算术平均)为 51.58X, PE-TTM 中值(剔除负值)为 35.32X。比较来看, 公司收入体量与参照行业平均收入规模基本相当; 同时, 公司销售毛利率、ROE 等单位盈利能力由于所处产业链环节不同, 要明显略高于参照行业。

◆ **风险提示:** 已经开启动询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

新股专题报告

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号: S0910519100001

lihui1@huajinsc.cn

相关报告

内容目录

一、万控智造	3
(一) 基本财务状况	3
(二) 行业情况	4
(三) 公司亮点	5
(四) 募投项目投入	5
(五) 同行业上市公司指标对比	6
(六) 风险提示	6

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	4
图 4: 公司 ROE 变化	4
表 1: 公司本次 IPO 募投项目投入	5
表 2: 同行业上市公司指标对比	6

一、万物智造

公司主要从事配电开关控制设备的研发、生产与销售。公司产品主要包括电气机柜、环网柜设备、IE/IT 机柜等三大类，细分产品包括 5 小类。

从业务结构来看，公司以电气机柜业务为主，该业务是公司主要的收入来源，主要包括高、低压电气机柜；环网柜设备为公司近几年战略重点发展方向，投入较大，近年业绩增长明显，是公司目前利润主要增长点之一；IE/IT 机柜为公司电气机柜的衍生产品，随着国家智能电网和“新基建”的大力建设，以及大数据、云计算、轨道交通、工业自动化等领域的快速发展，预计该领域产品未来发展潜力较大，是公司未来新的利润增长点。

从公司下游客户来看，分业务板块，其中：1) 电气机柜方面，公司客户主要包括北京科锐、金冠电气、科林电气等电力系统行业内的成套开关柜生产企业。2) 环网柜设备方面，公司客户主要包括杭州万禾电力科技有限公司、沈阳飞驰电气设备有限公司等电力系统行业内的成套环网柜生产企业。3) IE 机柜方面，公司客户主要包括：①面向工业自动化企业：如东方电气自动控制工程有限公司、上海众超自动化工程有限公司、上海威派格智慧水务股份有限公司等；②面向新能源客户：如无锡隆玛科技股份有限公司、四川科陆新能电气有限公司等；③面向轨道交通客户：如北京润通利科技有限公司、伯文创展（北京）科技有限公司等。4) IT 机柜方面，公司主要客户包括中国建筑、弘云科技发展（常熟）有限公司、中经云数据存储科技（北京）有限公司等为数据中心提供建设、服务的企业。

（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 16.0 亿元/16.9 亿元/21.6 亿元，YOY 依次为 13.28%/5.51%/27.88%，三年营业收入的年复合增速 15.2%；实现归母净利润 1.65 亿元/1.77 亿元/1.9 亿元，YOY 依次为 39.17%/7.19%/7.15%，三年归母净利润的年复合增速 17.1%。

2021 H1 公司产品按产品类型分为五大板块，包括：电气机柜（7.69 亿元，83.06%）、环网柜设备（0.6 亿元，6.48%）、IE/IT 机柜（0.45 亿元，4.83%）、其他主营业务（0.52 亿元，5.46%）、其他业务（0.28 亿元，2.94%）；整体来看，公司主要收入主要来自于电气机柜。

图 1：公司收入规模及增速变化

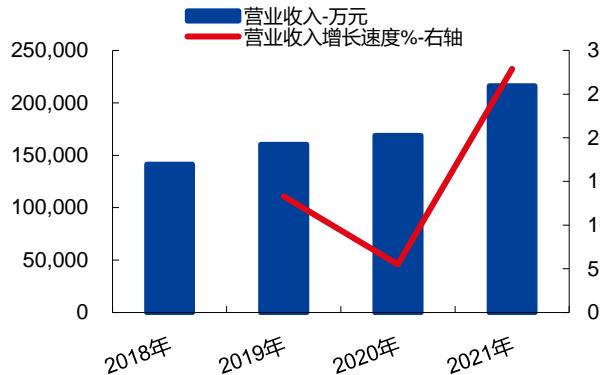
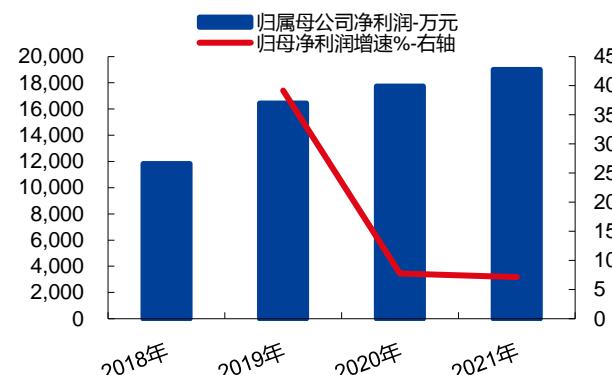


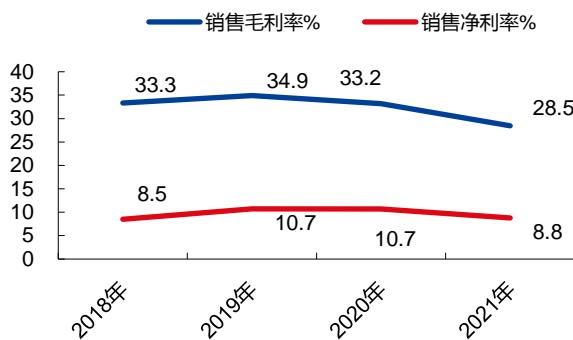
图 2：公司归母净利润及增速变化



资料来源：Wind, 华金证券研究所

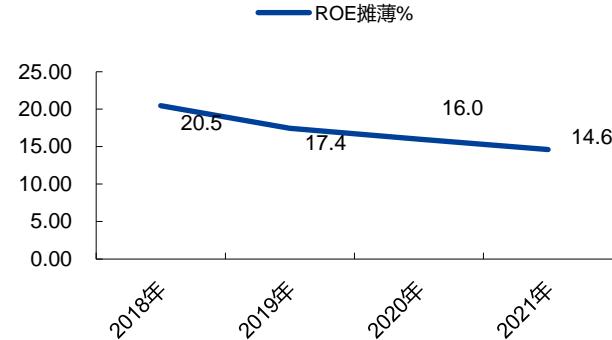
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：Wind, 华金证券研究所

（二）行业情况

公司属于电力系统行业，主要应用于电网建设的配电开关控制设备领域；作用是接受、分配和控制电能，保障用电设备和配电线路的正常工作。

由于配电网在电力传输和使用中处于不可或缺的环节，电力需求增长直接驱动配电网的建设，并带动对配电开关控制设备的需求。

- 根据南方电网公司印发《南方电网“十四五”电网发展规划》，“十四五”期间，南方电网建设将规划投资约 6,700 亿元，以加快数字电网建设和现代化电网进程，推动以新能源为主体的新型电力系统构建；其中，配电网建设规划投资达到 3,200 亿元，几乎占到了总投资的一半。
- 各省市也相继出台了具体规划和目标。公司主要销售的华东、华北区域内，浙江省的总量指标为全省新增装机 3,575 万千瓦左右，建成境内电力装机容量 13,717 万千瓦左右，新增电网 110 千伏及以上变电容量 14,188 万千伏安左右、线路长度 16,590 公里左右。辽宁省提出“十四五”时期，全省电网建设规划投资 700 亿元以上，新建、改建各电

压等级变电站 400 座以上，新增电力线路长度 1 万公里以上。天津市提出推动“蒙电入津”特高压电网建设，实施天津 500 千伏电网完善项目和天津南特高压变电站扩建工程，新增变电容量 1,814.7 万千伏安。北京市规划到 2025 年，外送通道输电能力增加到 4,300 万千瓦；规划建设亦庄南、CBD 等 500 千伏输变电工程，完善主网结构和城市重点负荷区域 220 千伏电网结构，建成源网储辅协调、分区互联互济的高可靠智能化城市配电网。

(三) 公司亮点

1、公司是国内电气柜细分市场龙头，领先优势明显；同时，公司积累的品牌和营销网络优势有望帮助环网柜、机柜等公司新开拓产品加速拓展。在电气机柜方面，公司生产制造水平、研发创新能力、产品质量等均处于行业领先水平，是该细分领域的行业龙头，市场占有率为国内第一；根据智研咨询，2020 年公司电气柜国内市场占有率 9.98%。截至目前，借助公司在电气机柜的领先地位，公司在品牌、营销网络、客户等多个方面已经形成一定竞争优势，或将有助于公司新产品拓展；1) 品牌上，“万控”品牌已在行业内形成较大的影响力，2019 年公司还被国家工信部评为“制造业单项冠军示范企业”；2) 营销网络上，公司在全国各大重点城市地区设立近 80 个营销地区，拥有销售人员共 280 余人，已经建立较为完善的营销网络渠道；3) 客户积累上，与诸多中大型电力成套设备等企业建立了长期、良好、稳定的合作关系。

2、公司 IE/IT 机柜产品需求依托于 5G、数据中心、工业互联网等新型基础设施建设，区别于电气柜、环网柜等下游主要依托于电力系统内企业，公司发展预期有望打开。1) IT 机柜是数据中心的重要组成部分；数据中心的服务器、存储、交换和安全等设备都需置于机柜中，通过机柜为之提供用电、冷却等基础服务。2) IE 机柜产品主要包括自动化设备用控制柜、轨道交通用监控柜、新能源行业设备用柜，广泛应用于工业自动化、轨道交通和新能源等领域。

(四) 募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目。

1、智能化气体绝缘环网柜设备及系列产品扩产建设项目达产后，公司将新增智能化气体绝缘环网柜产能 36,400 单元，智能化气体绝缘环网柜关键部件 120,000 套，VMG 系列智能化户内高压真空断路器 15,400 台。公司预计达产年（第五年）贡献的收入为 80,050.00 万元，其中，环网柜和关键部件贡献的收入分别为 40,040.00 万元和 40,010.00 万元；达产年实现净利润为 7698 万元。

表 1：公司本次 IPO 募投项目投入

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）	项目建设期
1	智能化气体绝缘环网柜设备及系列产品扩产建设项目	43,731.45	43,731.45	48 个月
2	技术研发中心建设项目	7,100.76	6,702.44	/
	合计	50,832.21	50,433.89	

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

(五) 同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 216,032.29 万元，同比增长 27.88%，实现归属于母公司股东的净利润 19,001.12 万元，同比上升 7.15%，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 17,649.58 万元，同比上升 7.36%。2022 年一季度，根据公司初步测算，营业收入预计为 42,000 万元-44,000 万元，较上年同期预计增长 4%-9%；归属于母公司股东的净利润预计为 2,100 万元-2,300 万元，较上年同期预计增长 5%-15%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润预计为 2,070 万元-2,270 万元，较上年同期预计增长 2%-11%。

以电力系统成套设备等相似行业上市公司来看，当前参照行业平均收入规模（前三季度）为 17.35 亿元，平均市值为 64.5 亿元；平均 PE-TTM（剔除负值和异常值/算术平均）为 51.58X，PE-TTM 中值（剔除负值）为 35.32X。比较来看，公司收入体量与参照行业平均收入规模基本相当；同时，公司销售毛利率、ROE 等单位盈利能力由于所处产业链环节不同，要明显略高于参照行业。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021Q3 收入 (亿元)	2021Q3 收入增速	2021Q3 归 母净利润 (万元)	2021Q3 净利润增 长率	2021Q3 销售毛 利率	2021Q3 ROE 摊薄
300477.SZ	合纵科技	81.65	-15.20	16.91	96.38%	7,187.28	143.09%	18.88%	3.11%
002350.SZ	北京科锐	40.19	69.44	14.52	1.39%	2,898.84	12.00%	19.77%	1.55%
300444.SZ	双杰电气	41.41	907.24	7.80	-14.39%	324.09	-89.51%	19.49%	0.22%
603861.SH	白云电器	42.81	23.28	21.07	8.04%	2,065.41	129.90%	14.98%	0.77%
300510.SZ	金冠股份	47.56	35.32	6.52	16.75%	1,123.62	116.72%	20.98%	0.43%
300670.SZ	大烨智能	30.04	69.41	3.27	-11.88%	1,836.91	-52.12%	27.24%	1.98%
300001.SZ	特锐德	214.49	125.14	56.25	21.86%	8,623.33	-39.38%	18.54%	1.48%
603050.SH	科林电气	25.99	19.69	11.19	25.29%	8,083.45	36.68%	22.46%	6.36%
300423.SZ	昇辉科技	56.47	18.79	18.62	-38.18%	17,821.48	-60.83%	25.59%	4.27%
603070.SH	万控智造	-	-	21.60	27.88%	19,001.12	7.15%	28.46%	14.62%
(2021 年)									

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：万控智造财务数据为 2021 年全年。

(六) 风险提示

下游市场需求增速放缓的风险、原材料价格波动的风险、竞争加剧风险、应收款项回收风险、税收优惠政策变动及政府补助政策发生变动风险等。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn