



2022年03月18日

策略类●证券研究报告

新股专题覆盖:望变电气 (2022年第24期)

(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1家公司询价，3月21日（下周二）主板上市公司“望变电气”将询价。
- ◆ **望变电气(603191):**公司深耕输配电及控制设备行业近三十年，一直致力于输配电及控制设备和取向硅钢的研发、生产与销售。公司2019-2021年分别实现营业收入11.1亿元/13.0亿元/19.3亿元，YOY依次为23.9%/17.1%/49.1%，三年营业收入的年复合增速29.3%；实现归母净利润1.09亿元/1.43亿元/1.78亿元，YOY依次为104.2%/30.64%/25.01%，三年归母净利润的年复合增速49.4%。根据公司初步预测，2022Q1归母净利润同比增长4.15%至13.62%。
- **投资亮点:**1、公司是国内少有的具备取向硅钢10万吨产能的生产企业之一，在取向硅钢总体竞争格局较好且电机技术变革带来的取向硅钢潜在应用空间扩容背景下，公司取向硅钢业务发展预期向好。2019年来看，产量排名前五位的取向硅钢生产企业合计产量占比达到了全国总产量的78.84%，我国取向硅钢行业竞争相对集中，竞争格局相对较好；2020-2021年，公司取向硅钢产品分为位列国内前五位，2020年10月公司成为了国内稀缺的取向硅钢10万吨产能生产商之一。随着国家产业政策的支持、国内变压器及大型电机市场对取向硅钢需求的不断提高、取向硅钢海外市场的拓展、以及进口硅钢的国产替代，我国取向硅钢产业需求有望向好；与此同时，电机技术变革正带来新的发展机会，包括我国大型电机（火电、风电）正在试用以无底座取向硅钢为原料制作电机，新能源汽车驱动电机中的定子及转子目前可开始搭配使用取向硅钢及无取向硅钢。2、与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相比，公司已形成“从取向硅钢到变压器”的一体化产业链，并构建公司相对竞争优势。1)取向硅钢是变压器生产的核心原材料且其供给相对不饱和，公司的一体化产业链不仅使得原材料采购价格相对可控，且降低了原材料安全库存需求。2)公司变压器生产部门对自产取向硅钢的质量特性相对熟悉，提高了变压器生产效率。3)开展变压器生产可促进取向硅钢的生产研发及实现为硅钢客户提供应用技术服务。
- **同行业上市公司对比:**望变电气主营业务分为两大块，其中输变配电类业务同行业上市公司主要有金盘科技、科林电气、中能电气、顺钠股份、昇辉科技等；而取向硅钢业务同行业上市主要有宝钢股份、首钢股份等。首先，以上述输变配电行业上市公司来看同行业状况，平均收入规模（前三季度）为14亿，平均PE-TTM（算术平均/剔除中能电气）为28.2X；比较来看，公司收入体量是要低于同行业上市公司的。其次，以上述取向硅钢行业上市公司来看同行业情况，平均PE-TTM为5.23X；但由于取向硅钢仅仅是宝钢股份和首钢股份业务的一小部分，公司与上述同行业公司相对不可比。
- ◆ **风险提示:**已经开启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、望变电气	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	6
(五) 同行业上市公司指标对比	7
(六) 风险提示	7

图表目录

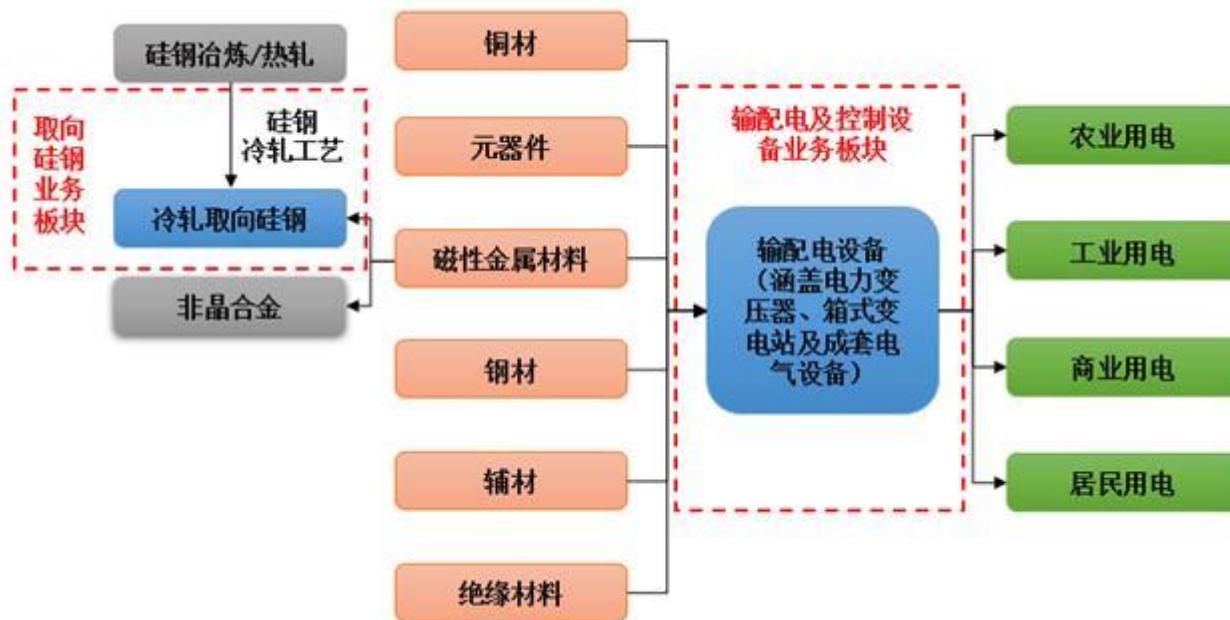
图 1: 公司主要产品在产业链中所处的位置	3
图 2: 公司收入规模及增速变化	4
图 3: 公司归母净利润及增速变化	4
图 4: 公司销售毛利率及净利润率变化	4
图 5: 公司 ROE 变化	4
表 1: 公司本次 IPO 募投项目投入	6
表 2: 同行业上市公司指标对比	7

一、望变电气

公司深耕输配电及控制设备行业近三十年，一直致力于输配电及控制设备和取向硅钢的研发、生产与销售；其主要产品包括了输配电及控制设备和取向硅钢两大类。其中，公司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，广泛用于农、工、商业及居民用电；公司取向硅钢主要包含一般取向硅钢（CGO）和高磁感取向硅钢（HiB），是生产变压器及各类电机所需的主要原材料之一。

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。公司输配电及控制设备业务逐步建立了以重庆、四川、贵州、云南等西南地区为核心，华中地区（湖北、湖南、河南）、华南地区（福建、广东、广西、海南）等快速增长区域相结合的销售区域布局，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。截至目前，公司已拥有 112 项专利，其中发明专利 11 项，实用新型专利 100 项，外观专利 1 项。

图 1：公司主要产品在产业链中所处的位置



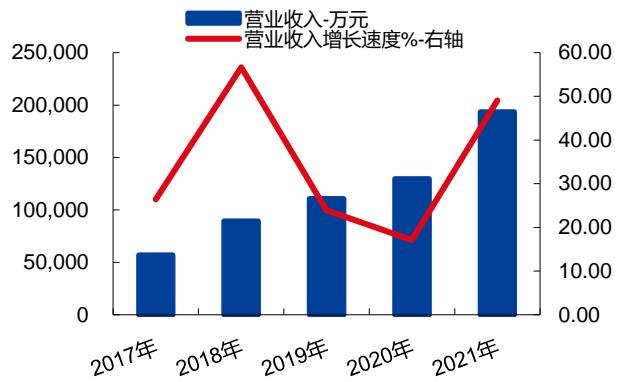
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 11.1 亿元/13.0 亿元/19.3 亿元，YOY 依次为 23.9%/17.1%/49.1%，三年营业收入的年复合增速 29.3%；实现归母净利润 1.09 亿元/1.43 亿元/1.78 亿元，YOY 依次为 104.2%/30.64%/25.01%，三年归母净利润的年复合增速 49.4%。

公司主营业务收入来自输配电及控制设备及取向硅钢生产、研发及销售；其他业务收入占比较低，主要来自销售产品配件及材料、电力工程施工收入等。2021 年，公司主营业务按产品类

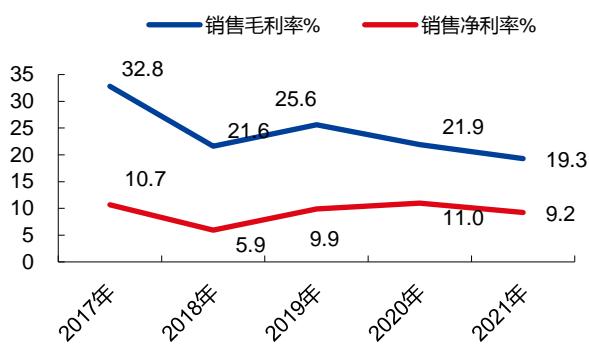
型分为两大板块，包括：输配电及控制设备（8.45亿元，43.71%）、以及取向硅钢（10.23亿元，52.93%）；其中，输配电及控制设备又包括了电力变压器（4.9亿元，25.28%）、箱式变电站（1.66亿元，8.59%）、以及成套电气设备（1.9亿元，9.85%）。报告期内，公司取向硅钢产品收入占比逐渐上升，而电力变压器收入占比呈现下降趋势，主要系公司取向硅钢产品产能增加带来的产销量增加，以及公司对于产品结构优化，而生产和销售相对高附加值产品的决策。

图 2：公司收入规模及增速变化


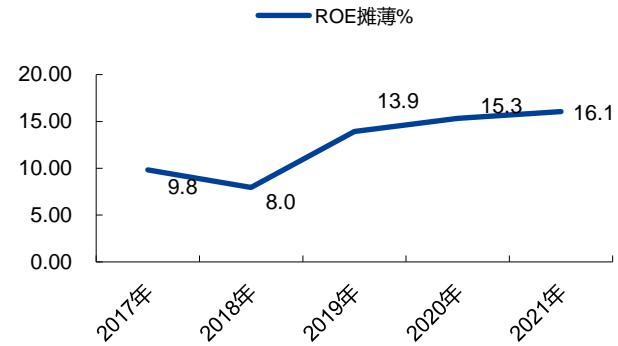
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速变化


资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：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 5：公司 ROE 变化


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司主营业务中的输配电及控制设备业务属于电气机械和器材制造业的输配电及控制设备制造子行业，而取向硅钢业务属于黑色金属冶炼和压延加工业的钢压延加工子行业。其中，输配电及控制设备行业根据公司产品细分领域的不同，可分为电力变压器市场以及箱式变电站及成套电气设备市场。

1、输配电及控制设备行业

输变电及配电环节是电力系统中发电厂与电力用户之间的输送电能与分配电能的组成部分。其中，输变电是从发电厂或发电厂群向供电区输送大量电力的主干渠道，同时也是不同电网之间

互送大量电力的联网渠道；而配电是在供电区内将电能分配至电力终端用户的分配手段，并直接为用户服务。

输配电及控制设备下游主要应用在农、工、商业及居民用电，伴随着技术升级及产业变革，应用领域从电力电网等传统行业拓展至新能源发电、轨道交通、数据中心、新型基础设施等新兴领域。近年来，我国电网建设带动了输配电及控制设备行业的持续增长，根据前瞻产业研究院数据：2018年我国输配电设备行业销售收入约为40,880.00亿元，同比2017年的35,809.68亿元增长约14.16%，2011年至2018年销售收入年均复合增长率约9.53%。

(1) 电力变压器市场

电力变压器在发电、输电、配电、电能转换等各个环节都起着重要作用，主要运行在主干电网和配电终端。随着我国电力布局与电网工程建设投资的不断推进，以及相关政策的利好，2019年变压器行业销售收入为4,784亿元，较2018年增加2.77%，我国变压器产量17.60亿千伏安，较2018年增加20.55%；受疫情影响，2020年我国变压器产量17.36亿千伏安，较2019年小幅下降1.36%。根据前瞻研究院数据，预计到2024年，我国变压器行业的市场规模将重新超过5,400亿元。

(2) 箱式变电站及成套电气设备

箱式变电站是一种集开关设备、变压器和控制保护系统于一体的集成电力设备，适用于城网建设与改造。成套电气设备是运行在电网中主要起着接受和分配电能的作用，同时对其他电气设备起着控制以及保护的作用。根据中国电器工业协会数据，2019年我国高压开关柜类产品产量约为245.9万面，在经历2018年的结构性调整后产量有所回升。

2、取向硅钢行业

取向硅钢是冷轧硅钢的一种，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。一般而言，取向硅钢生产后将会进行磁测进行性能鉴定，磁感小于1.88T的即为一般取向硅钢（CGO），磁感大于1.88T的为高磁感取向硅钢（HiB）

取向硅钢生产工艺线路较长、工艺控制窗口窄、具有工艺复杂和难度大的特点，批量稳定生产具有非常高的门槛；根据中国金属学会电工钢分会发布的《2020年度电工钢产业报告》，截至2020年底，我国具有取向硅钢生产能力10万吨及以上的生产厂家仅有4家。

在经历了早期间向国外领先企业引进技术与设备的阶段后，2007年作为我国取向硅钢行业的领先企业，武汉钢铁（集团）公司逐步进行产能扩张，鞍钢集团有限公司、宝钢集团有限公司、中国首钢集团等厂商纷纷投资建设取向硅钢生产线，我国取向硅钢产能大幅提高。根据中国金属学会电工钢分会《2020年度电工钢产业报告》，2020年我国取向硅钢产能约180万吨，产量157.62万吨，产量同比增长10.29%，产能利用率为87.57%。

（三）公司亮点

1、公司是国内少有的具备取向硅钢10万吨产能的生产企业之一，在取向硅钢总体竞争格局较好且电机技术变革带来的取向硅钢潜在应用空间扩容背景下，公司取向硅钢业务发展预期

向好。2020 年，我国取向硅钢产量排名前五位的分别为宝钢股份、首钢股份、包头威丰、望变电气和宁波银亿，公司是我国取向硅钢产量前五企业；同时，2020 年 10 月，公司取向硅钢产能上升至 10 万吨，公司也成为了国内较为稀缺的取向硅钢产能 10 万吨以上的生产企业；2019 年来看，产量排名前五位的取向硅钢生产企业合计产量占比达到了全国取向硅钢产量的 78.84%，我国取向硅钢行业竞争相对集中，竞争格局相对较好。随着国家产业政策的支持、国内变压器及大型电机市场对取向硅钢需求的不断提高、取向硅钢海外市场的拓展、以及进口硅钢的国产替代，我国取向硅钢产业需求有望向好；与此同时，电机技术变革正带来新的发展机会，包括我国大型电机（火电、风电）正在试用以无底层取向硅钢为原料制作电机，新能源汽车驱动电机中的定子及转子目前可开始搭配使用取向硅钢及无取向硅钢。

2、与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相比，公司已形成“从取向硅钢到变压器”的一体化产业链，并构建公司相对竞争优势。1) 取向硅钢是变压器生产的核心原材料且其供给相对不饱和，公司的一体化产业链不仅使得原材料采购价格相对可控，且降低了原材料安全库存需求。2) 公司变压器生产部门对自产取向硅钢的质量特性相对熟悉，变压器生产过程中不需进一步进行检测验证，提高了变压器生产效率，降低了变压器生产成本。3) 开展变压器生产一方面可促进取向硅钢的生产研发；另一方面又可为硅钢客户提供应用技术，优化变压器产品设计。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 4 个项目和补充流动资金。

1、智能成套电气设备产业基地建设项目：项目完全达产后，公司将实现每年新增 1,500 台箱式变电站生产能力以及每年新增 25,000 套其他成套电气设备的生产能力。预计项目税前净现值为 12,833.60 万元，项目内部收益率为 18.48%，项目所得税前投资回收期为 6.92 年。

2、110kV 及以下节能型变压器智能化工厂技改项目：项目完全达产后，公司实现每年新增 1,800 台干式变压器生产能力，每年新增 1,500 台油浸式变压器生产能力。预计项目税前净现值为 5,117.39 万元，项目内部收益率为 25.37%，项目所得税前投资回收期为 5.89 年。

3、低铁损高磁感硅钢铁心智能制造项目：拟新增各类规格低损耗高磁感硅钢铁心加工 3 万吨/年的生产能力，同时公司还将依托先进的纵剪、横剪等先进装备，将新增 2 万吨/年的来料剪切加工能力。预计项目税前净现值为 9,255.10 万元，项目内部收益率为 23.40%，项目所得税前投资回收期为 6.66 年。

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	智能成套电气设备产业基地建设项目	39,042.91	39,042.91	2 年
2	110kV 及以下节能型变压器智能化工厂技改项目	7,330.59	7,330.59	2 年
3	低铁损高磁感硅钢铁心智能制造项目	12,832.68	12,832.68	2 年
4	研发中心及信息化建设项目	6,250.00	6,250.00	2 年
5	补充流动资金	20,000.00	20,000.00	/
	合计	69,895.85	69,895.85	/

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

公司 2021 年实现收入 19.3 亿元，同比增长 49.08%；实现归属于母公司净利润 1.78 亿元，同比增长 25.01%。根据公司初步预测，2022 年一季度，预计实现营业收入约为 37,000.00 万元至 39,000.00 万元，同比增长 8.15% 至 13.99%；实现归属于母公司股东的净利润约为 3,300.00 万元至 3,800.00 万元，同比增长 4.15% 至 13.62%；实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润约为 3,300.00 万元至 3,600.00 万元，同比增长 5.14% 至 14.77%。

望变电气主营业务分为两大块，其中输变配电类业务同行业上市公司主要有金盘科技、科林电气、中能电气、顺钠股份、昇辉科技等；而取向硅钢业务同行业上市主要有宝钢股份、首钢股份等。首先，以上述输变配电行业上市公司来看同行业状况，平均收入规模（前三季度）为 14 亿，平均 PE-TTM（算术平均/剔除具有光伏发电和新能源充电等业务的中能电气）为 28.2X；比较来看，公司收入体量是要低于同行业上市公司的。其次，以上述取向硅钢行业上市公司来看同行业情况，平均 PE-TTM 为 5.23X；但由于取向硅钢仅仅是宝钢股份和首钢股份业务的一小部分，公司与上述同行业公司相对不可比。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021H1 收入 (亿元)	2021H1 收入增速	2021H1 归母 净利润(万 元)	2021H1 净利润增 长率	2021H1 销售毛 利率	2021H1 ROE 摊薄
688676.SH	金盘科技	92.72	39.57	22.87	32.74%	16,747.74	1.12%	23.33%	7.01%
603050.SH	科林电气	22.48	17.03	11.19	25.29%	8,083.45	36.68%	22.46%	6.36%
300062.SZ	中能电气	32.65	93.13	6.94	6.83%	1,683.86	470.40%	21.57%	2.09%
000533.SZ	顺钠股份	24.87	39.17	10.36	-2.77%	-558.52	-133.16%	21.49%	-0.81%
300423.SZ	昇辉科技	51.69	17.20	18.62	-38.18%	17,821.48	-60.83%	25.59%	4.27%
600019.SH	宝钢股份	1,481	5.61	2,789.50	38.87%	2,159,019.5	174.53%	15.19%	11.38%
000959.SZ	首钢股份	340.22	4.84	995.90	81.95%	582,360.63	400.69%	11.55%	14.15%
603191.SH	望变电气 (2021 年)	/	/	19.33	49.08%	17,814.66	25.01%	19.30%	16.05%

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：望变电气财务数据更新至 2021 年

（六）风险提示

下游行业周期性波动的风险、原材料价格波动的风险、应收账款较大的风险等。

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.huajinsc.cn