

## 新能源与汽车研究中心

# 望变电气 (603191.SH) 买入 (首次评级)

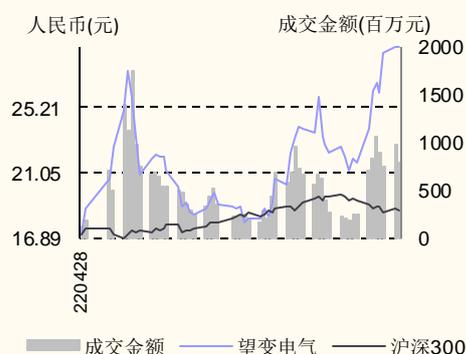
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 30.41 元

目标价格 (人民币): 39.17 元

### 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	3.33
已上市流通 A 股(亿股)	0.83
总市值(亿元)	101.32
年内股价最高最低(元)	30.41/17.08
沪深 300 指数	4236
上证指数	3272



## 双碳驱动需求升级，取向硅钢民企龙头加速扩张

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,297	1,933	2,584	3,004	3,818
营业收入增长率	17.10%	49.08%	33.63%	16.27%	27.11%
归母净利润(百万元)	143	178	290	429	582
归母净利润增长率	30.64%	25.01%	62.78%	47.97%	35.56%
摊薄每股收益(元)	0.570	0.713	0.870	1.288	1.746
每股经营性现金流净额	0.42	0.97	0.61	1.27	1.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.33%	16.05%	12.91%	17.13%	20.39%
P/E	N/A	N/A	34.94	23.61	17.42
P/B	N/A	N/A	4.51	4.05	3.55

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **取向硅钢民企领导者，输配电设备协同优势凸显。**公司聚焦输配电及控制设备、取向硅钢两大领域，为国内唯一打通取向硅钢到变压器生产链条企业，协同优势凸显。公司输配电设备业务深耕近三十年，工艺、技术及销售体系完整；取向硅钢业务 2017 年投产，2021 年产量达 11 万吨，仅次于宝钢与首钢，并通过工艺优化持续提升高牌号产能，为国内取向硅钢民企龙头。
- **双碳驱动能效标准升级，高牌号取向硅钢需求高增。**双碳背景下各产业节能减排要求更加严格，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，预计国网 2023 年高牌号取向硅钢需求增量超 20 万吨。此外，新能源发电、新能源汽车等高景气下游有望带来需求新增量。
- **与头部上游深度合作，新建 8 万吨高性能新产线。**公司与华菱涟源等原料卷头部供应商深度合作，上游供应链稳定；并与华菱涟源联合研发“低温板坯加热高磁感取向硅钢”技术，持续创新。公司拟建设 8 万吨高性能取向硅钢产线，预计 2023-2025 年高牌号取向硅钢产能逐年新增 2-3 万吨。
- **募投项目强化产能与工艺，输变电设备业务加速拓展。**新能源、新型电力系统建设加速，2022 年两网规划投资增速高，输变电设备需求较快增长且能效要求日趋严格。公司上市募投项目拟新建箱变、成套设备、干变、油变、高磁感铁心等产能，产线自动化及智能化水平显著提升，依托较强上游材料生产能力，2023-2024 年公司输变电业务增速有望提升至 20%/25%。
- **22H1 业绩预告高增：**归母净利润预计为 1.12-1.20 亿元，同增 63%-74%，扣非归母净利润预计为 1.03-1.11 亿元，同增 50%-72%。

### 投资建议

- 我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 2.90/4.29/5.82 亿元，EPS 为 0.87/1.29/1.75 元，对应 2022 年 7 月 21 日收盘价 PE 分别为 34.9/23.6/17.4 倍。参考可比公司估值，考虑下游景气度与业绩成长性，给予公司 2022 年 45 倍估值，目标价 39.17 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险

- 电网招标不及预期、竞争加剧、上游原材料价格提升等。

张哲源 分析师 SAC 执业编号: S1130522020002  
zhangzhey@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

## 内容目录

望变电气：取向硅钢民企龙头 输配电设备协同优势凸显 .....	4
取向硅钢：双碳驱动需求升级 民企龙头加速扩张.....	7
双碳驱动能效标准升级 高牌号取向硅钢需求提速.....	7
工艺优化+新建高端产线 取向硅钢民企龙头加速扩张.....	12
输变电设备：需求高景气 一体化产业链优势凸显.....	14
新型电力系统周期开启 输变电设备需求高景气.....	14
产业链一体化优势凸显 募投项目强化工艺与产能.....	15
盈利预测与投资建议.....	17
盈利预测.....	17
投资建议.....	18
风险提示 .....	19

## 图表目录

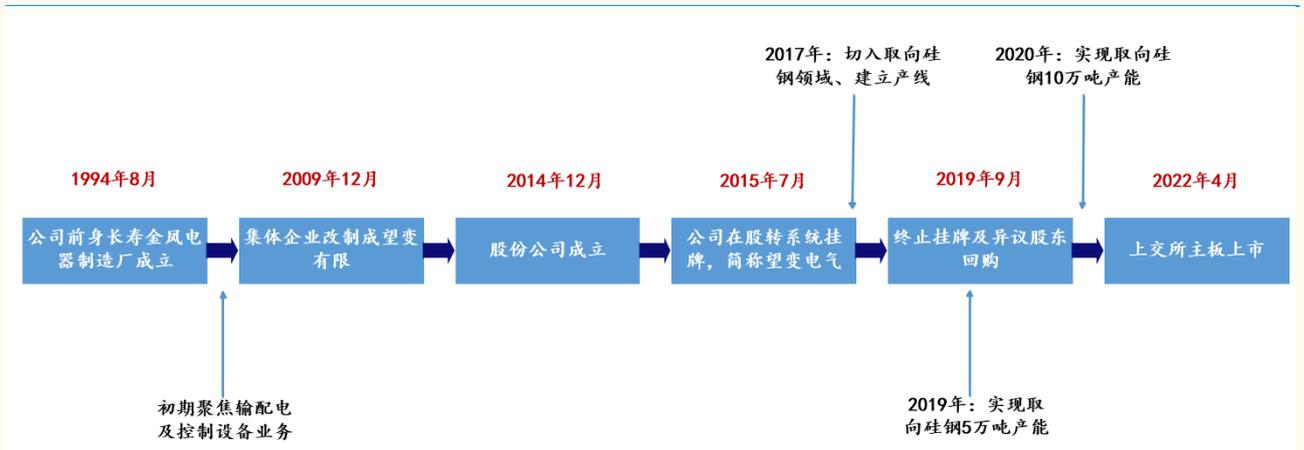
图表 1：公司发展沿革.....	4
图表 2：2021 年公司取向硅钢业务占比过半.....	4
图表 3：2018 年以来取向硅钢业务持续较快增长（亿元）.....	4
图表 4：近五年营收及归母净利润较快增长（亿元）.....	5
图表 5：近五年净利率保持稳健.....	5
图表 6：2018-2021 年各业务毛利率情况.....	6
图表 7：2018-2021 年公司取向硅钢经营数据总览.....	6
图表 8：2021 年公司取向硅钢产量近 11 万吨.....	6
图表 9：募投项目强化产能与工艺 输变电设备业务加速拓展.....	7
图表 10：硅钢分类及主要用途.....	7
图表 11：取向硅钢分为 CGO 和 HiB.....	7
图表 12：取向硅钢牌号说明.....	8
图表 13：一般取向硅钢（CGO）和高磁感取向硅钢（HiB）工艺流程.....	8
图表 14：2015-2021 年取向硅钢行业规模（万吨）.....	8
图表 15：2015-2021 年无取向硅钢行业规模（万吨）.....	8
图表 16：双碳驱动多产业能效标准升级.....	9
图表 17：2020-2021 年取向硅钢高端产品占比上升（万吨）.....	9
图表 18：冷轧硅钢产品分类及下游应用场景.....	10
图表 19：新能效标准中各类变压器损耗指标显著下降.....	10
图表 20：2020-2021 年头部厂商产能规模（万吨）.....	11
图表 21：2021 年宝钢取向硅钢产量占比过半.....	11
图表 22：2012 年以来一般取向硅钢（CGO）价格走势（单位：元/吨）.....	12
图表 23：公司取向硅钢产线规划总览.....	12
图表 24：公司与首钢股份产能对比.....	12

图表 25: 2018-2021 年公司取向硅钢经营数据总览.....	13
图表 26: 2018-2021H1 公司取向硅钢单位制造成本持续下降.....	13
图表 27: 产学研合作开发情况.....	14
图表 28: 电力系统结构示意图.....	14
图表 29: 2022 年国网规划投资 5012 亿元.....	15
图表 30: “十四五”南网规划投资 6700 亿元.....	15
图表 31: 2022 年 1-6 月电网投资同增 9.9%.....	15
图表 32: 2022H1 电网投资增速逐步追赶电源投资.....	15
图表 33: 公司输配电及控制设备业务产品矩阵.....	16
图表 34: 近三年公司输变电及控制设备非西南地区收入占比较快提升.....	16
图表 35: 2018-2021 年公司输配电细分设备业务均持续稳健增长 (亿元) ...	16
图表 36: 公司已建、在建和募投项目梳理.....	17
图表 37: 公司业务预测总览 (金额: 亿元).....	18
图表 38: 可比公司估值比较 (市盈率法, 截至 2022 年 7 月 21 日) .....	19

## 望变电气：取向硅钢民企龙头 输配电设备协同优势凸显

- 取向硅钢民企领导者，输配电设备协同优势凸显。**1994 年公司前身长寿金风电器制造厂成立，初期聚焦输配电及控制设备领域，经过近 30 年沉淀积累了较为完备的工艺、技术及销售体系。2016 年以来公司切入上游取向硅钢领域，2017 年取向硅钢产线投产，2020 年产能达 10 万吨，2021 年产量达 11 万吨，位居国内第三、民营企业第一，仅次于宝钢与首钢，2022 年 4 月于上交所上市。公司专注于取向硅钢+输配电及控制设备两大领域的协同发展，为国内民营取向硅钢领导者、输变电设备领先供应商，且是国内唯一打通取向硅钢-变压器-成套设备等一体化产业链企业。

图表 1：公司发展沿革

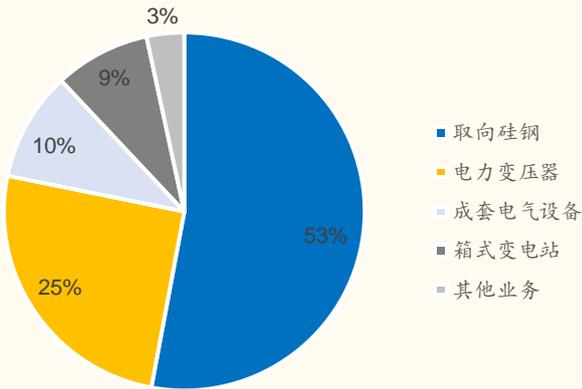


来源：公司招股说明书，公司官网，国金证券研究所

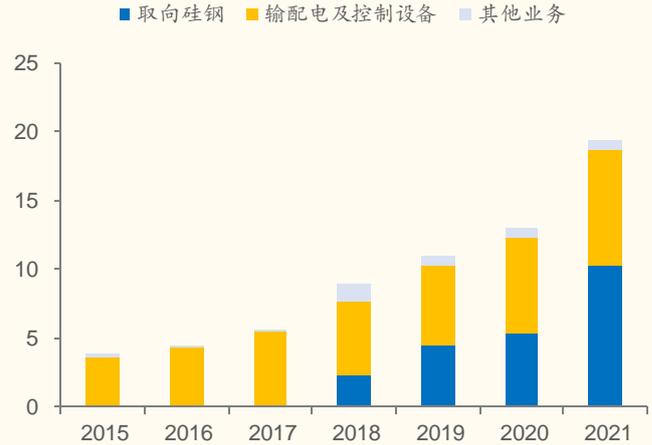
- 2018 年以来取向硅钢业务持续放量，2021 年输配电及控制设备、取向硅钢业务占比分别为 44%/53%。**1) 公司输配电及控制设备主要包括电力变压器、成套电气设备和箱式变电站，产品广泛用于农、工、商业及居民用电。2) 取向硅钢主要包括一般取向硅钢 (CGO) 和高磁感取向硅钢 (HiB)，主要用于生产大中型变压器和各类电机。2017 年公司切入取向硅钢领域，于 2020 年建成年产 10 万吨产线，2018 年以来取向硅钢收入占比加速提升，2018-2021 年取向硅钢营收复合增速达 63.9%，营收占比由 2018 年的 26.0%提升至 2021 年的 52.9%。2021 年公司配电及控制设备、取向硅钢营收分别为 8.45/10.23 亿元，营收占比分别为 43.7%/52.9%。

图表 2：2021 年公司取向硅钢业务占比过半

图表 3：2018 年以来取向硅钢业务持续较快增长 (亿元)



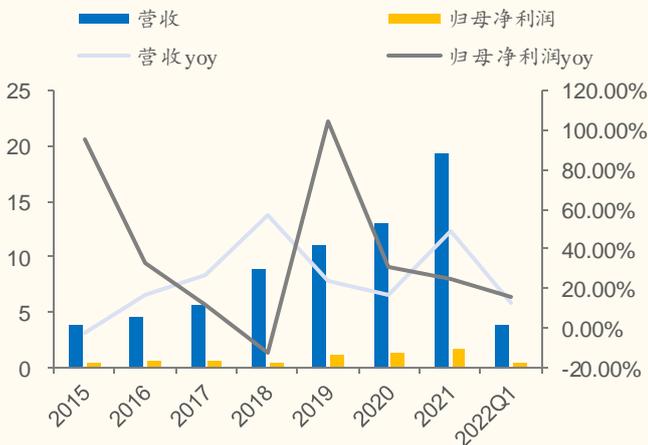
来源: wind, 公司招股说明书, 国金证券研究所



来源: wind, 公司招股说明书, 国金证券研究所

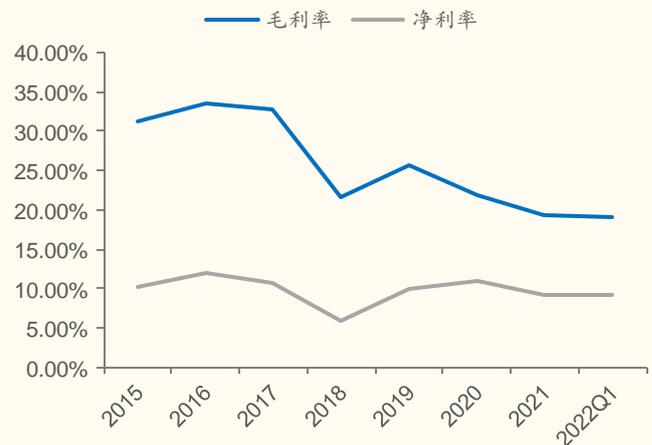
- 近五年营收业绩稳健增长, 22H1 业绩预告高增。**公司近五年营收及归母净利润持续较快增长, 2017-2021 年复合增速分别为 35.7%/30.90%, 2021 年公司营收及归母净利润分别为 19.33/1.78 亿元, 同增 49.08%/25.01%。根据公司业绩预告, 预计 2022H1 实现归母净利润 1.12-1.20 亿元, 同增 62.76%-74.38%, 预计实现扣非归母净利润 1.03-1.11 亿元, 同增 49.94%-61.58%, 主要由于取向硅钢业务营收及利润较快增长。2021 年公司毛利率 19.30%, 同比下降 2.59pct, 其中 1) 输配电及控制设备业务毛利率为 21.75%, 同比下降 5.22pct, 系元器件及铜材成本上升; 2) 取向硅钢业务毛利率为 17.50%, 同比上升 2.46pct, 系产能和单价齐升、高牌号取向硅钢销售占比提升。

图表 4: 近五年营收及归母净利润较快增长 (亿元)



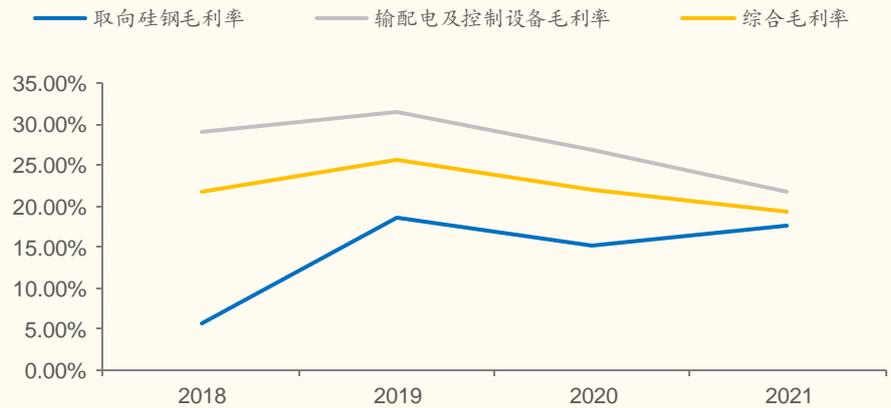
来源: wind, 国金证券研究所

图表 5: 近五年净利率保持稳健



来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: 2018-2021 年各业务毛利率情况



来源: wind, 国金证券研究所

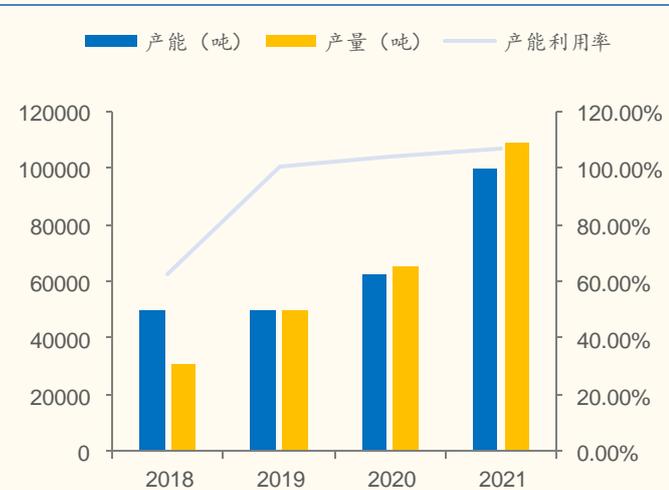
- 近三年取向硅钢产能持续提升, 拟新建 8 万吨高端产线。2018 年公司取向硅钢一期生产线调试完成, 规划产能 5 万吨, 经技术与工艺完善, 2019 年实现满产; 2020 年 10 月公司取向硅钢二期生产线投产, 规划产能增至 10 万吨; 2021 年公司产量达 10.9 万吨, 位居国内第三、民营企业第一, 仅次于宝钢与首钢。根据公司公告, 公司拟投资八万吨高性能取向硅钢项目 (HiB), 投资规模预计 8.35 亿元, 项目建设周期预计 2 年, 公司高牌号取向硅钢产能进一步强化。

图表 7: 2018-2021 年公司取向硅钢经营数据总览

	2018	2019	2020	2021H1	2021
营收 (亿元)	2.32	4.50	5.31	4.61	10.23
营收占比	30.47%	43.94%	43.39%	54.03%	52.90%
产能 (吨)	50000	50000	62500	50000	100000
产量 (吨)	31147	50164	65085	53492	109000
产能利用率	62.29%	100.33%	104.14%	106.98%	109%
销量 (吨)	29403	51168	64035	50102	-
对外销量	23563	46216	58300	46686	-
内部耗用	5840	4952	5735	3416	-
产销率	94.40%	102.00%	98.39%	93.66%	-
产品单价 (元/吨)	9862	9750	9110	9866	-

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 8: 2021 年公司取向硅钢产量近 11 万吨



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 募投项目强化产能与工艺, 输变电设备业务加速拓展。公司当前输配电及控制设备产能已饱和, 且生产设备智能化水平有待提升, 考虑到双碳背景下新型电力系统、新能源等建设提速, 配套输变电设备需求有望持续较快增长, 且能效要求预计日趋严格。公司上市募投项目预计将新增年产能包括 1500 台箱变、2.5 万台成套设备、1800 台干变、1500 台油变、2 万吨高磁感铁心等, 同时产线自动化及智能化水平显著提升, 依托较强上游材料生产能力, 公司未来输变电业务有望加速扩张。

图表 9: 募投项目强化产能与工艺输变电设备业务加速拓展

序号	项目名称	计划投资额 (万元)	募集资金使用金额 (万元)	占比	投产后产能提升情况
1	智能成套电气设备产业基地建设项目	39042.91	39042.91	45.69%	每年新增 1500 台箱式变电站+25000 套其他成套电器设备
2	110kV 及以下节能型变压器智能化工厂技改项	7330.59	7330.59	8.58%	每年新增 1800 台干式变压器+1500 台油浸式变压器
3	低铁损高磁感硅钢铁心智能制造项目	12832.68	12832.68	15.02%	每年新增高磁感硅钢铁芯加工能力 2 万吨+来料剪切加工能力 2 万吨
4	研发中心及信息化建设项目	6250.00	6250.00	7.31%	-
5	补充流动资金	20000.00	20000.00	23.40%	-
合计		85456.18	85456.18	100.00%	-

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

### 取向硅钢: 双碳驱动需求升级 民企龙头加速扩张

#### 双碳驱动能效标准升级 高牌号取向硅钢需求提速

- 根据磁感强度, 取向硅钢分为一般取向硅钢 (CGO) 和高磁感取向硅钢 (HiB)。硅钢片 (电工钢) 是一种含硅量为 0.5%~4.5% 的极低碳铁合金材料, 具有导磁率高、矫顽力低、电阻系数大等特性, 根据生产工艺可分为热轧硅钢和冷轧硅钢, 其中热轧硅钢已基本淘汰。冷轧硅钢根据硅钢中晶粒排列方向的不同, 分为无取向硅钢和取向硅钢, 其中无取向硅钢可用于大中小型电机等、取向硅钢主要用于变压器铁芯制造、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性能鉴定, 磁感小于 1.88T 的为一般取向硅钢 (CGO), 磁感大于 1.88T 的为高磁感取向硅钢 (HiB)。

图表 10: 硅钢分类及主要用途

类别		主要用途	
热轧硅钢 (基本已淘汰)	热轧低硅钢	家用电机和微电机	
	热轧高硅钢	变压器	
冷轧硅钢	无取向硅钢		电机、发电机
	取向硅钢	一般取向硅钢 (CGO)	变压器 (铁芯) 的生产、大型电机 (风电、水电)
		磁感取向硅钢 (HiB)	

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

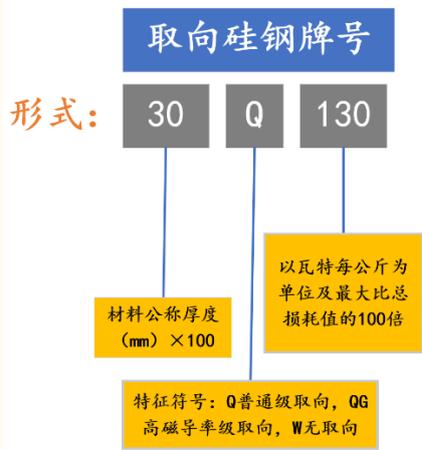
图表 11: 取向硅钢分为 CGO 和 HiB

类别	产品简介
一般取向硅钢 (CGO)	指磁感强度 < 1.88T 的取向硅钢
高磁感取向硅钢 (HiB)	指磁感强度 ≥ 1.88T 的取向硅钢, 与一般取向硅钢相比具有铁损低、磁感应强度高、磁致伸缩小等优点。

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

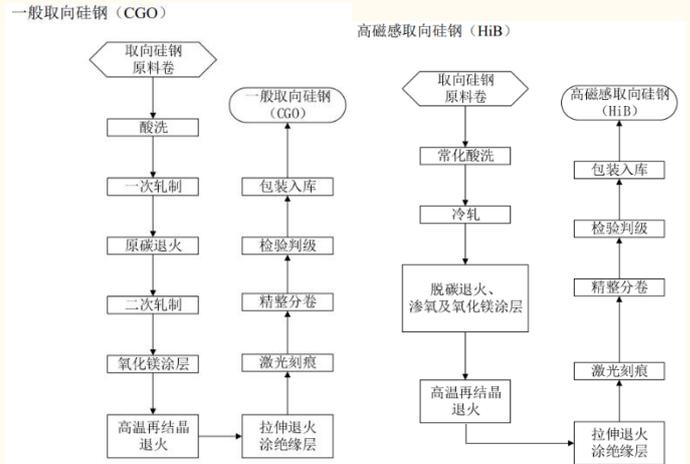
- 取向硅钢可优化变压器损耗特性, 高牌号产品生产工艺壁垒高。取向硅钢磁性方向性较强, 具备高磁导率与低损耗特性, 单位质量能耗低, 可减少输配电线路损耗, 是优化变压器损耗性能的关键功能性材料。取向硅钢性能可通过其铁损、磁感等参数衡量, 即牌号区分, 数字越小代表其牌号越高、性能越好, 高牌号主要为 90 以上牌号, 如 90、85、80、75 等。取向硅钢生产工艺线路较长、工艺控制窗口窄、工艺复杂, 产品批量稳定生产的门槛较高, 根据中国金属学会电工钢分会数据, 截止 2020 年底, 我国取向硅钢生产企业 21 家, 国企 3 家 (产能共 109 万吨), 民企 18 家 (产能共 71 万吨), 其中具有 10 万吨及以上产能的厂家仅有 4 家。

图表 12: 取向硅钢牌号说明



来源: 国标 GB/T 2521-2008, 国金证券研究所

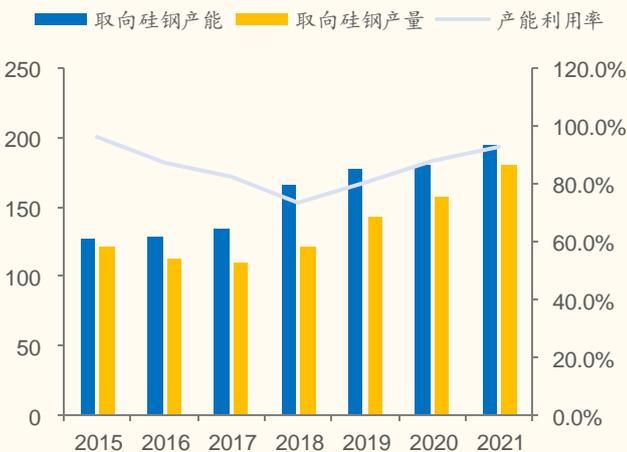
图表 13: 一般取向硅钢 (CGO) 和高磁感取向硅钢 (HiB) 工艺流程



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

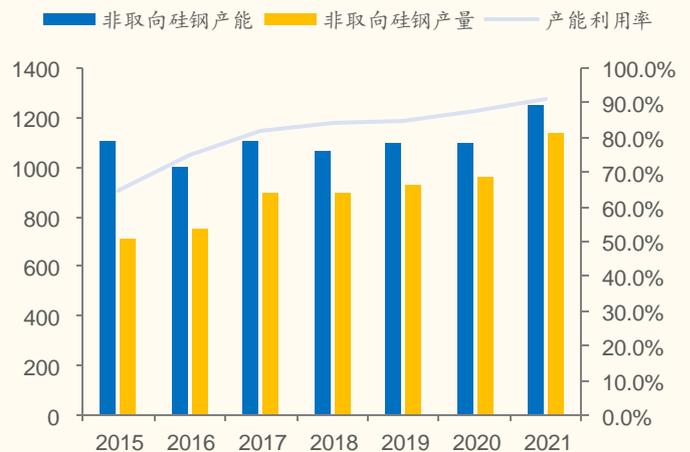
- **双碳驱动多产业能效标准升级, 高牌号取向硅钢需求持续高增。**根据《2021 年中国电工钢行业市场年度报告》, 2021 年全国共生产硅钢 1318.3 万吨, 同增 17.9%, 其中取向硅钢和无取向硅钢分别为 180.1 万吨和 1138.2 万吨, 分别同增 14.3% 和 18.5%。产能方面, 取向硅钢和无取向硅钢分别增至 195 万吨和 1253 万吨, 产能利用率同时分别提升至 92.4% 和 90.4%。由于国家对节能减排的要求日益提高, 电力变压器、电机、家用电器的能效标准不断提高, 以 2021 年 6 月《电力变压器能效限定值及能效等级》(GB 20052-2020) 为例, 规定未来新采购变压器应为高效节能变压器, 即新能效标准下的 1/2 级能效标准电力变压器, 其铁心需用高磁感、低铁损取向硅钢 (如 B23R075、B23R085 等), 电网配电变压器的新增招标及存量改造加速, 导致 HiB 取向硅钢供需紧张。2021 年高端产品 HiB 产量已增至 118.92 万吨, CGO 产量下降至 61.17 万吨, 高端产品占比持续提升。

图表 14: 2015-2021 年取向硅钢行业规模 (万吨)



来源: 中国金属学会电工钢分会, 2021 电工钢行业市场年度报告, 《“双碳”大背景下的中国电工钢走势》, 国金证券研究所

图表 15: 2015-2021 年无取向硅钢行业规模 (万吨)



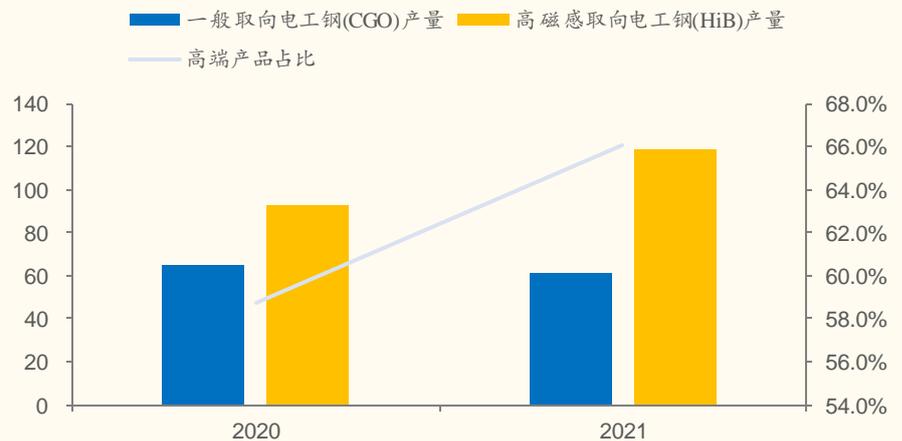
来源: 中国金属学会电工钢分会, 2021 电工钢行业市场年度报告, 《“双碳”大背景下的中国电工钢走势》, 国金证券研究所

图表 16: 双碳驱动多产业能效标准升级

标准名称	大致内容	实施时间
(GB 20052-2020)《电力变压器能效限定值及能效等级》	规定了三相电力变压器的能效限定值、能效等级和试验方法	2021年6月1日
(GB 18613-2020)《电动机能效限定值及能效等级》	规定了三相异步电动机、单相异步电动机、空调器风扇用电机的能效等级、能效限定值和试验方法	2021年6月1日
GB21455-2019《房间空气调节器能效限定值及能效等级》	规定了房间空气调节器的能效等级、能效限定值和试验方法	2020年7月1日
GB12021.2-2015《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》	完善了家用电冰箱能效的评价、测试和计算方法	2016年10月1日

来源:《“双碳”大背景下的中国电工钢走势》,国金证券研究所

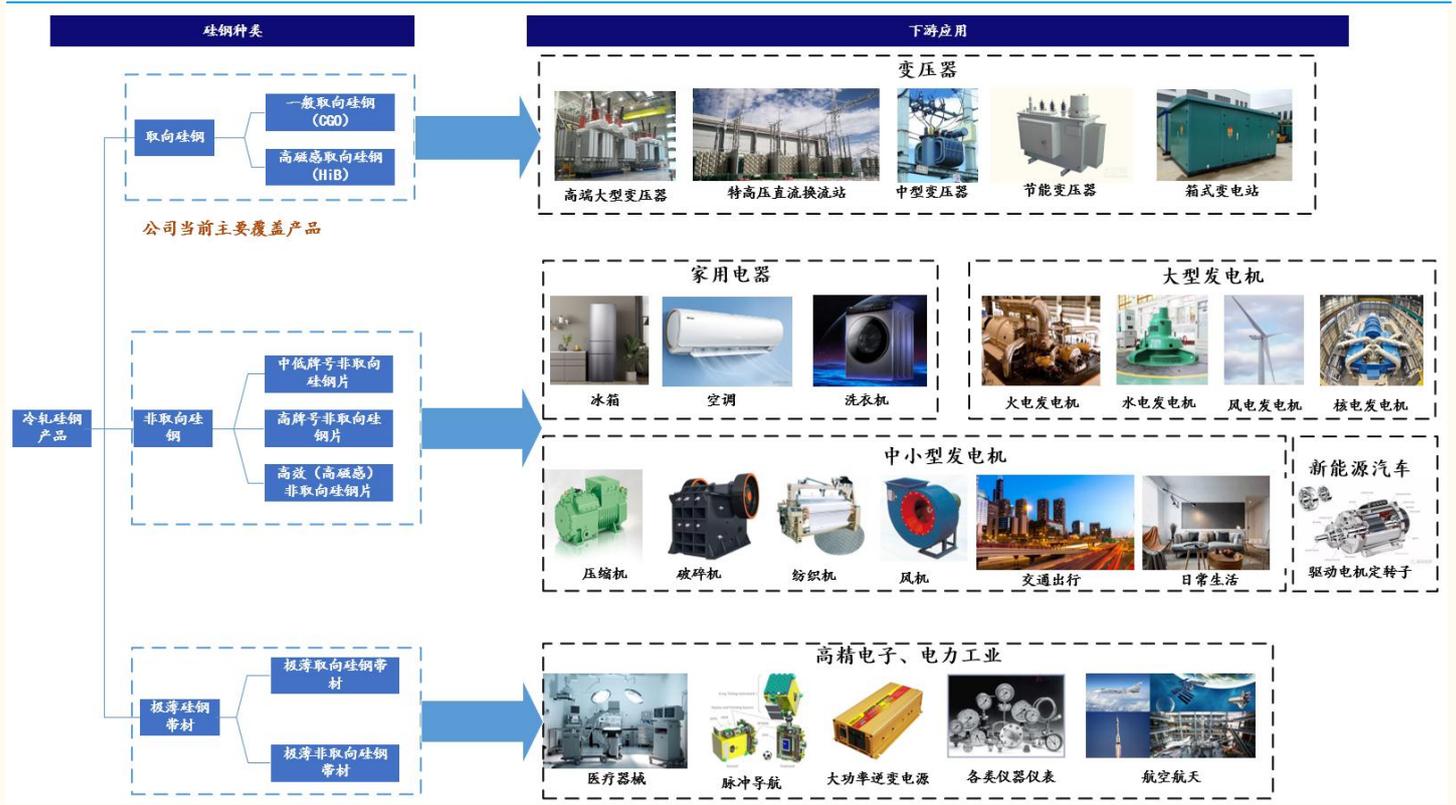
图表 17: 2020-2021 年取向硅钢高端产品占比上升(万吨)



来源:中国金属学会电工钢分会,国金证券研究所

- 能效升级+节能降耗要求下,高牌号无取向硅钢需求提速。**能效升级背景下,无取向硅钢下游市场新机遇,根据《2019年我国高性能电工钢生产能力与需求研究》数据:1)家用电器、中小型发电机:高牌号、薄规格为未来发展方向。2)大型发电机:发电机效率的高标准,使得机组对硅钢各项性能指标要求严格,常使用高牌号无取向硅钢。3)新能源汽车驱动电机:每辆乘用车和商务车平均使用55kg和125kg高牌号无取向硅钢。4)高端、精密行业:极薄硅钢带材需求量上升

图表 18: 冷轧硅钢产品分类及下游应用场景



来源:《2019 年我国高性能电工钢生产能力与需求研究》, 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **配电变迎来新一轮节能改造高峰, 新能效标准更加严格, 高牌号取向硅钢带来额外需求增量。**我国输配电损耗占全国发电量的 6.6%左右, 其中配电变压器损耗占到 40%-50%。当前国内在网运行变压器约 1700 万台, 总容量 110 亿 kVA, 变压器年电能损耗约 2500 亿千瓦时, 节能潜力较大。2020 年底《变压器能效提升计划 (2021-2023)》印发, 提出 2023 年高效节能变压器在网运行比例提高 10%、新增高效节能变压器占比 75%以上, 存量中的 3 级能效变压器将加速替换。2021 年 6 月《电力变压器能效限定值及能效等级》(GB 20052-2020) 正式实施, 对各类变压器损耗指标提出更加严格的要求, 同时规定未来新采购变压器应为高效节能变压器, 即新能效标准下的 1/2 级能效标准电力变压器。考虑到变压器为取向硅钢主要下游, 在特高压建设加速的基础上, 本轮配电变压器节能改造将为高牌号取向硅钢带来额外需求增量。假设 2023 年国网配电变压器招标 45 万台, 其中高牌号取向硅钢变压器占比 60%, 若单台铁心对应 0.8 吨取向硅钢用量, 则对应 21.6 万吨高牌号取向硅钢需求。

图表 19: 新能效标准中各类变压器损耗指标显著下降

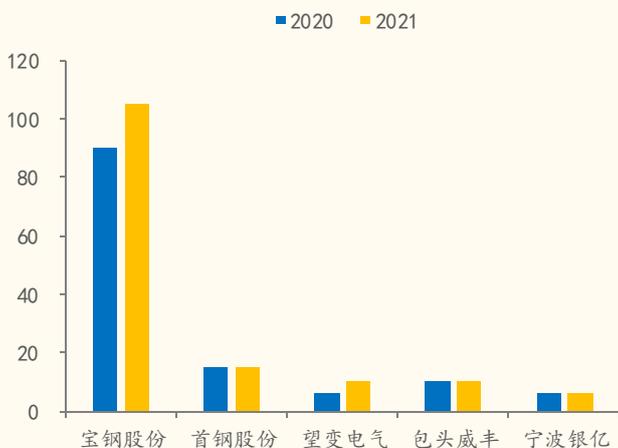
变压器类型	油浸式				干式			
	硅钢变	硅钢变	非晶变	非晶变	硅钢变	硅钢变	非晶变	非晶变
能效标准 (新)	二级	一级	二级	一级	二级	一级	二级	一级
旧国标型号	S13	S13	SH15	SH15	SCB13	SCB13	SCBH15	SCBH15
新国标型号	S20	S22	SBH21	SBH25	SCB14	SCB18	SCBH17	SCBH19
空载损耗降幅 (新国标较旧国标)	10%	20%	-	20%	15%	20%	15%	30%

负载损耗降幅（新国标较旧国标）	10%	-	15%	10%	10%	-	10%	10%
-----------------	-----	---	-----	-----	-----	---	-----	-----

来源：《GB 20052-2020 电力变压器能效限定值及能效等级》，国金证券研究所

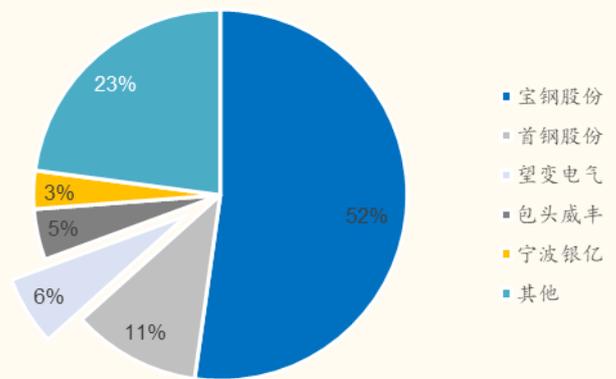
- 取向硅钢行业集中度高，2021 年公司产量位居行业第三、民企第一。**初期我国取向硅钢主要依赖进口，2007 年以来鞍钢、宝钢、首钢集团等加速投资取向硅钢产线，产能持续较快增长。由于较高技术壁垒，国内能够生产取向硅钢的企业主要集中在大型国有企业和较少民营企业，其中宝钢股份在产能与产量方面都位居国内第一，领跑行业的同时拥有较强的定价权。根据公司招股说明书、公司公告，2021 年宝钢股份产量约占全国产量一半，行业 CR5 近 80%，近两年公司产能增速较高，2021 年产量位居取向硅钢民企第一、行业第三。

图表 20：2020-2021 年头部厂商产能规模（万吨）



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

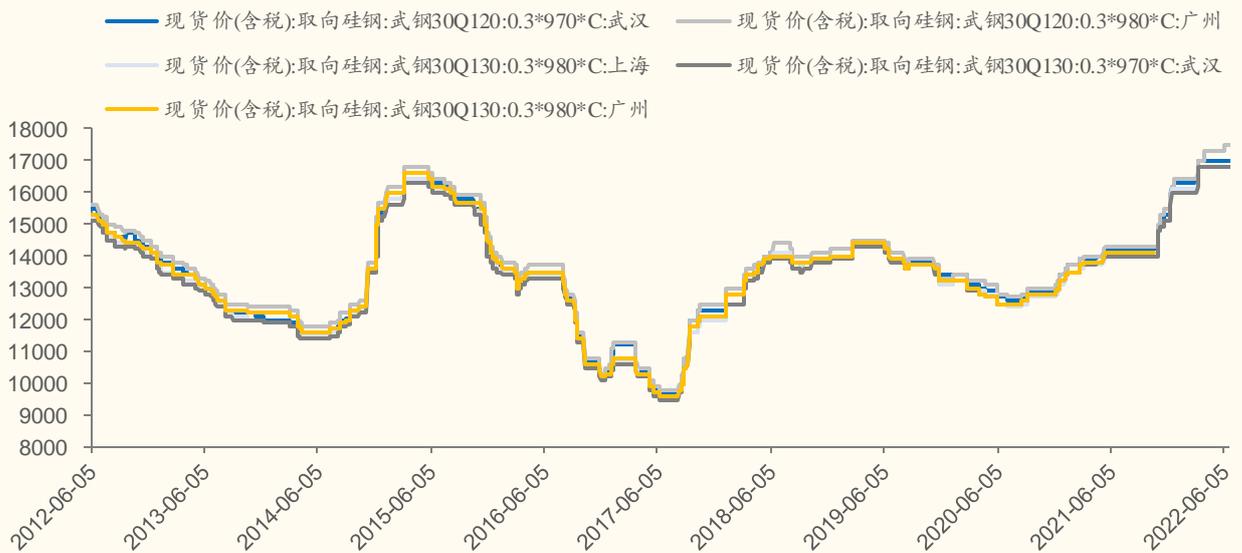
图表 21：2021 年宝钢取向硅钢产量占比过半



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

- 20H2 起取向硅钢价格持续上行，创近十年新高，供需偏紧下价格预计保持高位。**取向硅钢属于大宗商品，2019 年价格小幅下降主要原因是受市场震荡影响，2020H1 价格下降原因主要是受市场震荡及新冠疫情疫情影响，市场需求较差。2020H2 起由于上游（原料卷等）价格整体上行，成本持续向下传导，叠加双碳下能效等级升级等因素，2022H1 价格已重回近十年高位，考虑到下游需求复苏、新能效标准日趋严格等，未来取向硅钢价格有望保持高位。

图表 22: 2012 年以来一般取向硅钢 (CGO) 价格走势 (单位: 元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

注: 此处选取 30Q130、30Q120 两种低牌号取向硅钢 (CGO) 价格作为代表

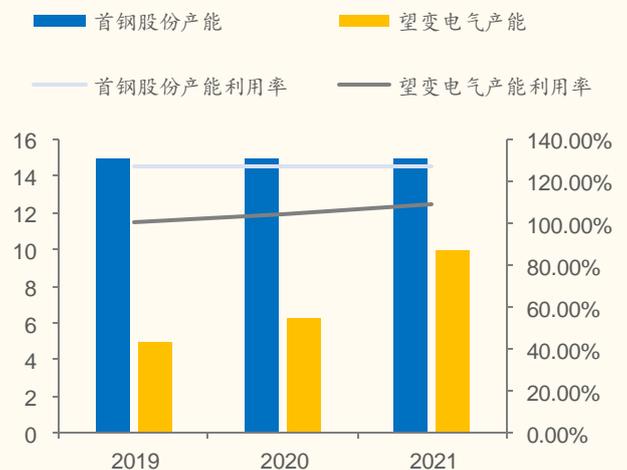
### 工艺优化+新建高端产线 取向硅钢民企龙头加速扩张

- 公司取向硅钢产能释放较快、工艺持续优化, 拟新建 8 万吨高端产线, 2023-2025 年逐步爬产。公司自建取向硅钢生产线于 2017 年实现投产, 填补了西南地区取向硅钢生产空白, 切入该领域后的四年内积极布局产能, 先后完成了取向硅钢一、二期 CGO&HiB 产线建设, 并持续优化技术与工艺, 以提升高盈利高牌号产品比例。2022 起公司拟新建 8 万吨高牌号取向硅钢 (HiB) 产线, 投资预估为 8.35 亿元, 预计建设周期 2 年, 根据公司公告, 国内设备部分预计 2023 年 6 月完工, 预计年产能新增 2-3 万吨, 关键进口设备预计 2024 年 6 月到位, 预计年产能新增 5-6 万吨, 预计 2025 年达产。未来三年公司高牌号取向硅钢产能持续提升, 利润增量显著。目前市场需求旺盛, 双碳下各产业节能降耗要求日趋严格, 高牌号取向硅钢需求预计较快增长, 公司有望充分受益。

图表 23: 公司取向硅钢产线规划总览

项目名称	规划产能 (吨)	取向硅钢产品种类	投产时间	满产时间
取向硅钢一期生产线	50000	CGO、HiB	2018 年年末	2019 年
取向硅钢二期生产线	50000	CGO、HiB	2020 年下半年	2021 年
八万吨高端磁性新材料项目	80000	HiB	国内设备预计 2023 年; 进口设备预计 2024 年	预计 2025 年

图表 24: 公司与首钢股份产能对比



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，公司招股说明书，国金证券研究所

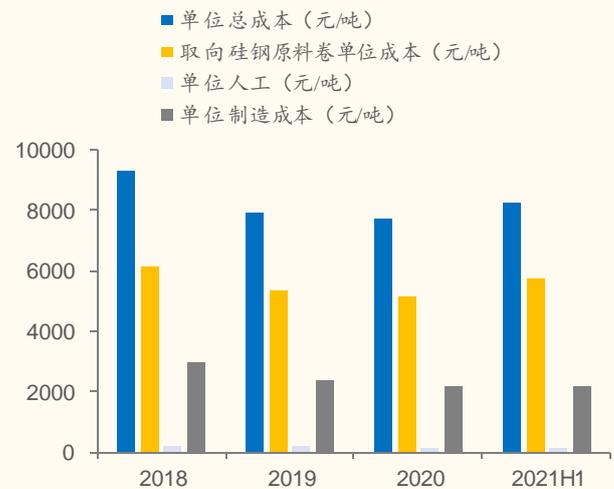
- 爬产+工艺优化，2018年以来公司取向硅钢毛利率显著提升。**2018-2021年公司取向硅钢业务毛利率持续提升，分别达5.46%/18.65%/15.04%/17.50%，其中2020年毛利率下降主要由于上游成本上涨较快，2021H1取向硅钢销售单价提升较多，叠加规模化带来单位制造费用下降等因素，毛利率同比上涨1.38pct，2021年公司取向硅钢业务毛利率提升至17.50%。近三年随着产量规模不断提升，公司取向硅钢单位人工、单位制造费用持续下降，考虑到公司持续优化生产工艺及设备，积极研发创新，高牌号产品占比持续提升，未来盈利能力有望进一步提升。

图表 25：2018-2021 年公司取向硅钢经营数据总览

	2018	2019	2020	2021H1
销量 (吨)	23563	46216	58300	46686 109000 (2021 产量)
销量单价 (元/吨)	9862	9751	9111	9866
单位总成本 (元/吨)	9324	7933	7741	8246
单位毛利 (元/吨)	538	1818	1370	1620
取向硅钢毛利率	5.46%	18.65%	15.04%	16.42% 17.5% (2021)

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 26：2018-2021H1 公司取向硅钢单位制造成本持续下降



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 取向硅钢技术壁垒高，公司与上游及院校深度合作，持续强化技术实力。**取向硅钢生产涉及的技术环节多、工艺复杂，生产线建设需要大量资金，此外，下游变压器生产厂商也对取向硅钢的核心指标要求很高。整体来看，取向硅钢生产的技术壁垒较高，行业产能CR5占比从2019年约70%增至2021年约75%，集中度持续提升。公司在持续优化工艺与设备的基础上，积极研发创新，陆续与重庆理工大学、重庆市科学技术研究院深度合作，联合研发高性能磁性材料；与华菱涟源等原料卷头部供应商深度合作，保障上游供应链稳定，并与华菱涟源联合研发“低温板坯加热高磁感取向硅钢”技术，强化取向硅钢技术储备。2018年公司与中国科学院汪卫华院士团队合作成立院士专家工作站，2020年公司市级博士后科研工作站成立，未来技术研发平台实力有望持续上台阶。

图表 27: 产学研合作开发情况

项目名称	合作单位	合作开发内容	合作时间
低温板坯加热高磁感取向硅钢联合开发	湖南华菱涟源钢铁有限公司	通过联合开发, 利用华菱涟源提供的 HiB 原料卷生产出符合国标要求的高	2019.03-2020.06
低噪音和低损耗高磁感取向硅钢制造关键技术研究与应用	重庆理工大学	制造低噪音、低损耗、高磁感取向硅钢技术研究	2019.03-2020.06
合作研发费用的承担分配机制及核算方式	重庆市科学技术研究院	高磁感取向电工钢生产工艺技术; 成套电气设备核心元器件的智能化技术; 箱式变电站智能化技术	2016.09-2020.09

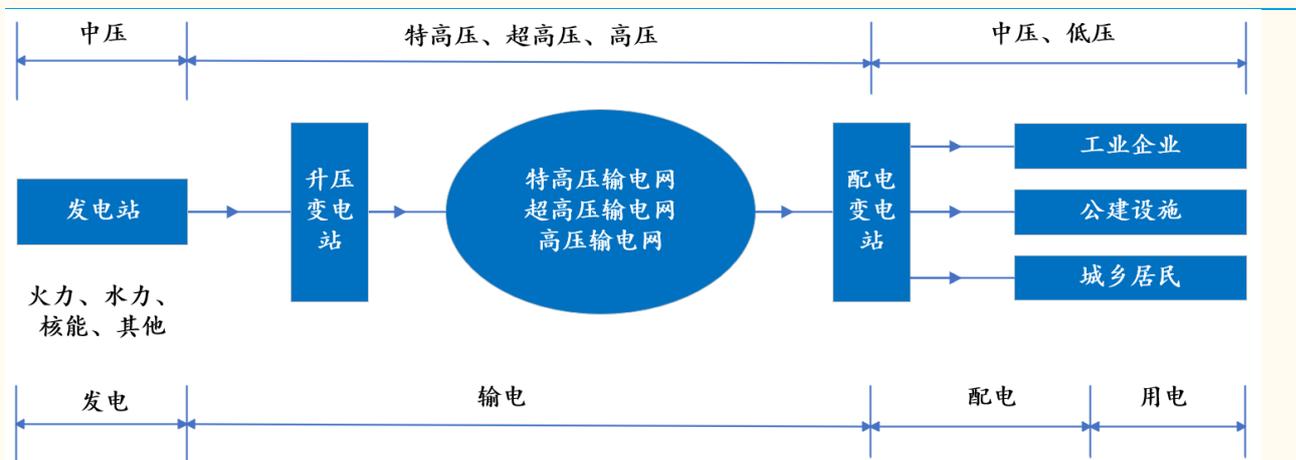
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

### 输变电设备: 需求高景气一体化产业链优势凸显

#### 新型电力系统周期开启输变电设备需求高景气

- 电力变压器、箱式变电站、成套电气设备等为电力系统各环节常用设备, 承担电压变换、分配电能、控制保护等重要功能, 主要运行在主干电网和配电终端, 下游划分为电网市场与用户市场, 需求规模与电网投资直接相关。

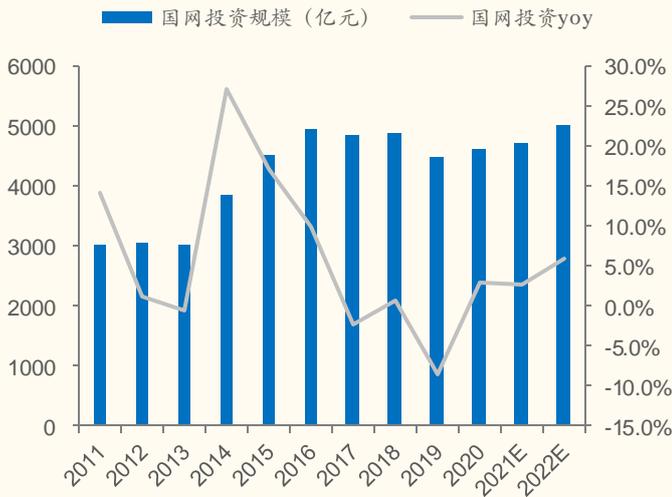
图表 28: 电力系统结构示意图



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

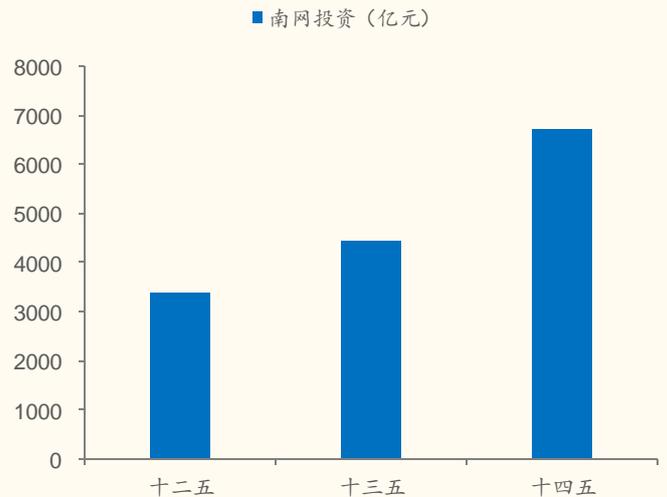
- 2022 年两网规划投资增速较高, 稳增长预期下投资有望超预期。2022 年国网与南网投资规划增速较高: 国网 2022 年规划投资 5012 亿元, 首次突破 5000 亿元, 较 2021 年规划投资增长约 6%; 南网规划“十四五”投资 6700 亿元, 较“十三五”投资增长超过 30%, 2022 年规划投资已调增至 1250 亿元, 较往年增长 20%左右。考虑到电网投资在逆周期调节、支撑新能源消纳和双碳大战略目标中发挥的关键作用, 电网投资存在超预期可能性, 电网板块景气度较高。

图表 29: 2022 年国网规划投资 5012 亿元



来源:《国家电网社会责任报告》, 国金证券研究所

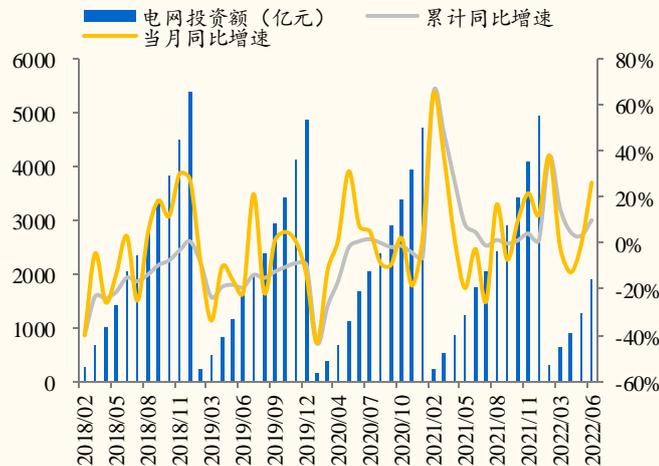
图表 30: “十四五”南网规划投资 6700 亿元



来源:《南方电网社会责任报告》, 国金证券研究所

- **2022 年 6 月电网投资同增 26%，看好 H2 投资持续较快增长。**2022 年 1-6 月电网投资 1905 亿元，同比增长 9.9%，其中 6 月投资 642 亿元，同比增长约 26%，环比增长约 74%，充分验证电网投资加速逻辑，板块景气度超预期。考虑到全年投资规划目标较高、稳增长预期下电网逆周期调节、近三年电网投资相对滞后等因素，看好下半年电网投资继续加速。

图表 31: 2022 年 1-6 月电网投资同增 9.9%



来源: wind, 国金证券研究所

图表 32: 2022H1 电网投资增速逐步追赶电源投资



来源: wind, 国金证券研究所

产业链一体化优势凸显募投项目强化工艺与产能

- **输变电产品矩阵丰富完备，产业链一体化优势凸显。**公司专注于输配电及控制设备的研发、生产与销售近三十年，已形成“从变压器到箱式变电站、成套电气设备”的多品种、多规格产品线和运维解决方案。区别于单一输配电及控制设备生产企业，公司已形成“从取向硅钢到变压器”的一体化优势产业链，具备 1) 取向硅钢自制带来的成本优势、2) 高性能取向硅钢带来的高生产效率与较强产品性能、3) 上下游产业链协同带来的设备类型延展性。考虑到丰富的产品序列和一体化优势产

业链优势，公司综合竞争力业内领先。

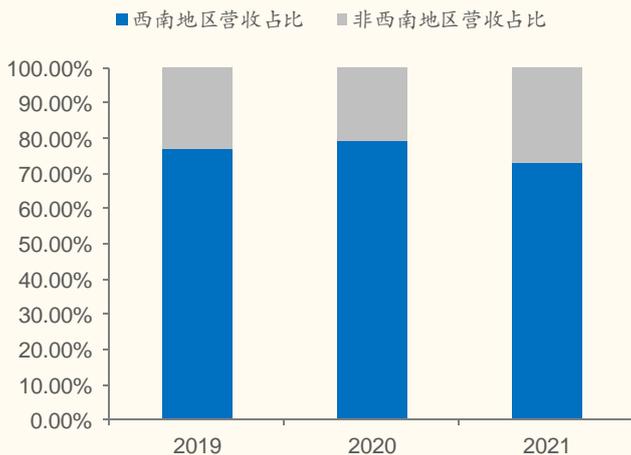
图表 33：公司输配电及控制设备业务产品矩阵



来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

- **依托西南核心区域，加速拓展其他区域。**我国输配电及控制设备行业容量主要集中在 110KV 及以下等级，产品性能需求多样化、客户较为分散，呈现一定区域性特征。公司经过近三十年积累，已具备完整的本土化销售网络，建立起以西南地区为核心，华中、华南地区相结合的销售体系，与国网、南网多省市电力公司建立长期稳定的合作关系，近三年非西南地区收入占比较快提升。

图表 34：近三年公司输变电及控制设备非西南地区收入占比较快提升



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 35：2018-2021 年公司输配电细分设备业务均持续稳健增长（亿元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **募投项目强化产能与工艺，输变电设备业务加速拓展。**公司输配电及控制设备产能已趋于饱和，亟需扩产与智能化升级。随着新能源、新型电力系统建设加速，输变电设备需求预计持续较快增长，且设备能效要求日趋严格。公司上市募投项目将显著强化产能与工艺，预计新增年产能包括 1500 台箱变、2.5 万台成套设备、1800 台干式变压器、

1500 台油式变压器、2 万吨高磁感铁心等，同时产线自动化及智能化水平将显著提升，依托较强上游材料生产能力与同步扩张规划，公司未来输变电及控制设备业务有望加速扩张。

图表 36：公司已建、在建和募投项目梳理

序号	项目名称	开始建设时间	项目状态
1	S11 系列变压器生产线	2005 年 6 月	已建
2	年产 2 万台油变，2 千套箱变项目	2010 年 4 月	已建
3	10 万吨非晶带材及高磁感铁芯材料项目	2016 年 5 月	已建
4	年产 8000 台节能型干式变压器建设项目	2018 年 1 月	已建
5	年产 6000 台高、低压成套开关设备项目	2018 年 7 月	已建
6	10 万吨高磁感取向硅钢（二期）工程	2019 年 1 月	已建
7	黔南电气设备生产基地建设项目	2020 年 4 月	在建
8	智能成套电气设备产业基地建设项目	2021 年 4 月	在建（募投项目）
9	110kV 及以下节能型变压器智能化工厂技改项目	2022 年 7 月	待建（募投项目）
10	低铁损高磁感硅钢铁心智能制造项目	2022 年 7 月	待建（募投项目）
11	研发中心及信息化建设项目	2022 年 7 月	待建（募投项目）

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

#### ■ 1) 取向硅钢业务:

- A) 产能方面，考虑到公司新建 8 万吨高牌号取向硅钢产线预计在 2023-2025 年逐步爬产，假设 2022-2024 年公司取向硅钢产能分别达 10/12/15 万吨每年。
- B) 产品结构方面，考虑到公司持续优化工艺、升级设备，预计高端 HiB 产能占比逐步提升，假设 CGO 销量分别为 7.76/7.26/6.76 万吨、HiB 销量分别为 2.00/3.75/6.38 万吨。
- C) 单价方面，考虑到双碳背景下高牌号取向硅钢供需偏紧，假设 2022-2024 年 CGO 单价分别为 15000/14000/14000 元/吨、HiB 单价分别为 19000/20000/21000 元/吨（平均单价提升主要由于单价较高的高牌号产品占比逐年提升）。高牌号销量占比提升将驱动公司毛利率持续提升，假设 2022-2024 年毛利率分别为 22.00%/25.00%/26.00%；

#### ■ 2) 输变电及控制设备业务:

- 国网、南网十四五规划投资较十三五增幅较大，2022 年 1-6 月电网投资增速达 10%，增速较往年显著提升，配套输变电设备需求预计较快增长。公司募投项目包含成套设备与变压器新增产能，且产线智能化水平提升、上游取向硅钢自制等优势有望驱动输变电业务持续加速。假设 2022-2024 年输变电及控制业务增速分别为 15.00%/20.00%/25.00%，业务规模化、产线自动化水平提升、上游自制等因素下预计公司毛利率持续提升，毛利率分别为 22.00%/25.00%/26.00%；

#### ■ 3) 费用假设:

- 业务规模化与平台化进程下，预计公司费用率稳步下降，预计 2022-2024 年销售费用率分别为 3.20%/3.15%/3.10%，管理费用率分别为 3.00%/2.90%/2.80%，研发费用率保持在 1.25%。

图表 37: 公司业务预测总览 (金额: 亿元)

	万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
取向硅钢	产能 (吨)	62500	100000	100000	120000	150000
	产量 (吨)	65085	109000	110000	125000	150000
	对外销量—CGO (吨)		88190	77569	72569	67569
	产品单价 (元/吨)			15000	14000	14000
	对外销量—高牌号 HiB (吨)		10000	20000	37514	63784
	产品单价 (元/吨)			19000	20000	21000
	公司取向硅钢营收	5.31	10.23	15.44	17.66	22.85
	yoy	17.74%	92.66%	50.88%	14.43%	29.40%
	毛利率	15.04%	17.50%	22.00%	25.00%	26.00%
输变电设备及控制	公司设备营收	6.93	8.45	9.72	11.66	14.58
	yoy	20.52%	21.93%	15.00%	20.00%	25.00%
	毛利率	26.97%	21.75%	22.00%	25.00%	26.00%
其他业务	公司其他业务营收	0.73	0.65	0.68	0.72	0.75
	yoy	-10.98%	-10.96%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	23.50%	15.92%	15.00%	15.00%	15.00%
整体合计	公司整体营收	12.97	19.33	25.84	30.04	38.18
	yoy	17.06%	49.04%	33.65%	16.27%	27.11%
	毛利率	21.89%	19.30%	21.82%	24.76%	25.78%

来源: 国金证券研究所

### 投资建议

- 公司为国内取向硅钢民企领导者, 通过新建高性能产线与工艺优化持续提升高牌号取向硅钢生产能力, 双碳背景下高牌号取向硅钢需求较快增长, 公司充分受益。此外, 公司积极扩张输配电及控制设备产能, 依托一体化产业链协同优势, 新型电力系统周期下业务有望持续加速。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别达 2.90/4.29/5.82 亿元, EPS 分别为 0.87/1.29/1.75 元, 对应 2022 年 7 月 21 日收盘价 PE 分别为 34.9/23.6/17.4 倍。
- 我们采用 PE 估值法, 选取同为金属软磁领域的上市公司如甬金股份、横店东磁、云路股份, 以及输变电设备领域的上市公司如国网英大、特锐德、金盘科技合计六家可比公司对望变电气进行估值。2022-2024 年, 6 家可比公司的平均 PE 分别为 37、25、18 倍。我们认为, 1) 公司高牌号取向硅钢扩产较快, 且工艺优化下现有产线高牌号出货占比持续提升, 盈利能力有望持续增长; 2) 募投项目中输变电设备产能扩张较快, 且依托取向硅钢上游布局, 供应链协同优势明确, 未来经营加速确定性较强。参考可比公司估值, 并考虑公司下游景气度与业绩成长性, 给予公司 2022 年 45 倍估值, 目标价 39.17 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**图表 38: 可比公司估值比较 (市盈率法, 截至 2022 年 7 月 21 日)**

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603995.SH	甬金股份	36.95	2.59	3.52	4.21	14.29	10.48	8.77
002056.SZ	横店东磁	23.00	0.92	1.14	1.37	24.90	20.10	16.75
688190.SH	云路股份	90.17	1.86	2.83	3.84	48.48	31.91	23.49
600517.SH	国网英大	6.11	0.21	0.24	0.28	28.47	25.21	21.71
300001.SZ	特锐德	35.80	0.73	1.13	1.76	49.15	31.65	20.32
688676.SH	金盘科技	19.79	0.36	0.59	1.15	55.42	33.42	17.27
<b>平均值</b>						<b>36.79</b>	<b>25.46</b>	<b>18.05</b>
603191.SH	望变电气	30.41	0.87	1.29	1.75	34.94	23.64	17.42

来源: Wind, 国金证券研究所

### 风险提示

- **配电变压器改造不及预期**  
 配电变压器改造涉及投资规模较大, 受电网整体资本开支能力影响, 如果电网投资能力收缩, 可能会影响电网对于配电变压器的招标规模。
- **市场竞争加剧**  
 取向硅钢参与企业较多, 市场竞争激烈, 如果市场竞争加剧或有新进入者, 公司可能会面临更加激烈的竞争压力。
- **募投项目进展不及预期**  
 如果公司募投项目进展不及预期, 产能扩张速度放缓, 相关业务市场拓展、份额提升进度可能会受影响。
- **市场规模测算偏差风险**  
 报告中市场规模等数据的测算基于一定前提假设, 存在实际无法达到、不及预期的风险。

**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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,108</b>	<b>1,297</b>	<b>1,933</b>	<b>2,584</b>	<b>3,004</b>	<b>3,818</b>	货币资金	73	145	330	1,152	1,200	1,291
增长率		17.1%	49.1%	33.6%	16.3%	27.1%	应收款项	568	719	722	926	1,085	1,390
<b>主营业务成本</b>	<b>-824</b>	<b>-1,013</b>	<b>-1,560</b>	<b>-2,020</b>	<b>-2,260</b>	<b>-2,834</b>	存货	165	210	277	325	364	441
%销售收入	74.4%	78.1%	80.7%	78.2%	75.2%	74.2%	其他流动资产	22	71	141	161	176	210
<b>毛利</b>	<b>284</b>	<b>284</b>	<b>373</b>	<b>564</b>	<b>744</b>	<b>984</b>	流动资产	828	1,145	1,470	2,565	2,825	3,332
%销售收入	25.6%	21.9%	19.3%	21.8%	24.8%	25.8%	%总资产	59.6%	64.0%	65.8%	74.2%	73.4%	74.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>	长期投资	14	15	16	16	16	16
%销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	430	533	655	794	923	1,042
<b>销售费用</b>	<b>-64</b>	<b>-45</b>	<b>-58</b>	<b>-83</b>	<b>-95</b>	<b>-118</b>	%总资产	31.0%	29.8%	29.3%	23.0%	24.0%	23.3%
%销售收入	5.8%	3.5%	3.0%	3.2%	3.2%	3.1%	无形资产	77	82	81	84	86	88
<b>管理费用</b>	<b>-35</b>	<b>-46</b>	<b>-47</b>	<b>-78</b>	<b>-87</b>	<b>-107</b>	非流动资产	561	645	765	894	1,025	1,146
%销售收入	3.1%	3.5%	2.4%	3.0%	2.9%	2.8%	%总资产	40.4%	36.0%	34.2%	25.8%	26.6%	25.6%
<b>研发费用</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>	<b>-19</b>	<b>-32</b>	<b>-38</b>	<b>-48</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,389</b>	<b>1,790</b>	<b>2,236</b>	<b>3,458</b>	<b>3,850</b>	<b>4,478</b>
%销售收入	1.5%	1.4%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	短期借款	85	41	39	52	39	35
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>160</b>	<b>167</b>	<b>237</b>	<b>356</b>	<b>507</b>	<b>689</b>	应付款项	198	254	485	514	576	722
%销售收入	14.4%	12.9%	12.2%	13.8%	16.9%	18.0%	其他流动负债	159	313	324	384	441	528
<b>财务费用</b>	<b>-14</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-10</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	流动负债	442	608	848	951	1,055	1,285
%销售收入	1.3%	1.1%	0.8%	0.4%	0.1%	0.1%	长期贷款	120	170	190	190	220	270
<b>资产减值损失</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-19</b>	<b>-7</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	其他长期负债	41	77	82	65	65	65
<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>	<b>负债</b>	<b>602</b>	<b>855</b>	<b>1,120</b>	<b>1,206</b>	<b>1,340</b>	<b>1,620</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>784</b>	<b>930</b>	<b>1,110</b>	<b>2,247</b>	<b>2,504</b>	<b>2,853</b>
%税前利润	0.0%	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	250	250	250	333	333	333
<b>营业利润</b>	<b>133</b>	<b>159</b>	<b>212</b>	<b>339</b>	<b>504</b>	<b>684</b>	未分配利润	285	414	574	748	1,006	1,355
<b>营业利润率</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>11.0%</b>	<b>13.1%</b>	<b>16.8%</b>	<b>17.9%</b>	少数股东权益	3	5	5	5	5	5
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,389</b>	<b>1,790</b>	<b>2,236</b>	<b>3,458</b>	<b>3,850</b>	<b>4,478</b>
<b>税前利润</b>	<b>132</b>	<b>164</b>	<b>209</b>	<b>341</b>	<b>505</b>	<b>684</b>	<b>比率分析</b>						
<b>利润率</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.6%</b>	<b>10.8%</b>	<b>13.2%</b>	<b>16.8%</b>	<b>17.9%</b>		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>所得税</b>	<b>-23</b>	<b>-21</b>	<b>-31</b>	<b>-51</b>	<b>-76</b>	<b>-103</b>	<b>每股指标</b>						
<b>所得税率</b>	<b>17.1%</b>	<b>13.0%</b>	<b>14.6%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	每股收益	0.437	0.570	0.713	0.870	1.288	1.746
<b>净利润</b>	<b>109</b>	<b>142</b>	<b>178</b>	<b>290</b>	<b>429</b>	<b>582</b>	每股净资产	3.136	3.720	4.443	6.744	7.517	8.564
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金净流	0.366	0.421	0.967	0.606	1.271	1.504
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>109</b>	<b>143</b>	<b>178</b>	<b>290</b>	<b>429</b>	<b>582</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.348	0.515	0.698
<b>净利率</b>	<b>9.8%</b>	<b>11.0%</b>	<b>9.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>14.3%</b>	<b>15.2%</b>	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	13.92%	15.33%	16.05%	12.91%	17.13%	20.39%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.85%	7.96%	7.97%	8.39%	11.15%	12.99%
							投入资本收益率	13.35%	12.53%	14.88%	12.12%	15.55%	18.50%
<b>净利润</b>	<b>109</b>	<b>142</b>	<b>178</b>	<b>290</b>	<b>429</b>	<b>582</b>	<b>增长率</b>						
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主营业务收入增长率	23.90%	17.10%	49.08%	33.63%	16.27%	27.11%
<b>非现金支出</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>71</b>	<b>70</b>	<b>74</b>	<b>85</b>	EBIT增长率	98.13%	4.32%	41.88%	50.17%	42.43%	35.94%
<b>非经营收益</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	净利润增长率	104.20%	30.64%	25.01%	62.78%	47.97%	35.56%
<b>营运资金变动</b>	<b>-91</b>	<b>-115</b>	<b>-21</b>	<b>-170</b>	<b>-95</b>	<b>-184</b>	总资产增长率	9.79%	28.88%	24.91%	54.70%	11.31%	16.33%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>91</b>	<b>105</b>	<b>242</b>	<b>202</b>	<b>423</b>	<b>501</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-85</b>	<b>-27</b>	<b>-113</b>	<b>-203</b>	<b>-204</b>	<b>-205</b>	应收账款周转天数	135.6	131.2	99.9	95.0	95.0	95.0
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	76.5	67.5	57.1	60.0	60.0	58.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	59.3	52.0	47.8	50.0	50.0	50.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-85</b>	<b>-27</b>	<b>-113</b>	<b>-223</b>	<b>-204</b>	<b>-205</b>	固定资产周转天数	129.3	144.2	105.6	84.6	76.3	61.8
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>974</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>29</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>46</b>	净负债/股东权益	16.66%	7.10%	-9.02%	-40.38%	-37.49%	-34.49%
<b>其他</b>	<b>-37</b>	<b>-21</b>	<b>-21</b>	<b>-143</b>	<b>-188</b>	<b>-251</b>	EBIT利息保障倍数	11.2	11.5	16.1	36.2	267.5	259.7
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-8</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>843</b>	<b>-172</b>	<b>-205</b>	资产负债率	43.38%	47.77%	50.11%	34.88%	34.81%	36.17%
<b>现金净流量</b>	<b>-2</b>	<b>73</b>	<b>125</b>	<b>822</b>	<b>48</b>	<b>91</b>							

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
买入	1	1	1	1	1
增持	0	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.67</b>	<b>1.67</b>	<b>1.67</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

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。

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**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402