

立足输配电近三十载，打通上下游全产业链

2023 年 09 月 22 日

► 深耕输配电行业，贯通上游取向硅钢

公司背景：公司为全国为数不多的打通上游关键原材料的输配电服务提供商，集材料加工-制造-解决方案为一体。深耕输配电和硅钢行业多年，技术基础坚实，掌握多项行业核心专利。客户基础广泛，已建立起以西南地区为核心，华中地区、华南地区等快速增长区域相结合的销售区域布局，硅钢产品远销境外多个国家。

业绩：18-22 年营收和净利 CAGR 分别为 29.66%和 53.7%。公司取向硅钢业务收入占比提升，22 年占比为 59%。2023H1 公司整体营收为 12.35 亿元，同比增长 9.82%。归母净利润为 1.54 亿元，同比增长 32.00%。分业务来看，2022 年公司的硅钢业务和输配电及控制设备业务的收入分别为 14.89 和 9.77 亿元，同比分别增长 45.55%和 15.62%。

► 取向硅钢业务发展迅速，公司积极扩大产能布局。

2018-2022 年，公司的取向硅钢业务收入稳步上升，CAGR 达 59.17%。**公司取向硅钢排名领先：**取向硅钢成本约占单台变压器生产成本的 30%-40%，主要用于变压器（铁心）的制造，是各类变压器关键原材料。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，产销率达 103.51%。**新建产能：**公司于 2022 年 6 月投建八万吨高端磁性新材料项目，2023 年 6 月 30 日项目部分产线投产，预计 2023 年将会新增 2-3 万吨产量；由于国外设备的制作周期较长，预计 2024 年 6 月全面投产，当年可新增 5-6 万吨产量。

► 输配电业务稳中有进，23H1 营收同比增长 42.66%。

2018-2023H1 公司输配电及控制设备业务营收保持较快的增速，23H1 业务营收同比增长 42.66%。由于能源转型、碳减排的需求和新能源、智能电网的快速发展等多重利好因素刺激，增长势头有望持续。

一体化产业链优势：公司打造了从取向硅钢到变压器的一体化产业链，能够保证更高的变压器生产效率、产品质量，更低的生产成本，形成显著竞争优势。公司依托于一体化产业链，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。

投资建议：公司立足输配电行业，向上打通上游关键原材料，一体化产业链优势明显。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 30.45、40.05、50.51 亿元，对应增速分别为 20.5%、31.5%、26.1%；归母净利润分别为 3.70、5.10、6.71 亿元，对应增速分别为 24.0%、37.9%、31.7%，以 9 月 21 日收盘价作为基准，对应 2023-2025 年 PE 为 14X、10X、7X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济和行业环境恶化风险；市场竞争加剧风险；应收账款无法收回风险；项目建设不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,526	3,045	4,005	5,051
增长率（%）	30.7	20.5	31.5	26.1
归属母公司股东净利润（百万元）	298	370	510	671
增长率（%）	67.3	24.0	37.9	31.7
每股收益（元）	0.89	1.11	1.53	2.02
PE	17	14	10	7
PB	2.2	1.9	1.7	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 21 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

15.04 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李佳

执业证书：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

研究助理 许浚哲

执业证书：S0100123020010

电话：021-60876734

邮箱：xujunzhe@mszq.com

目录

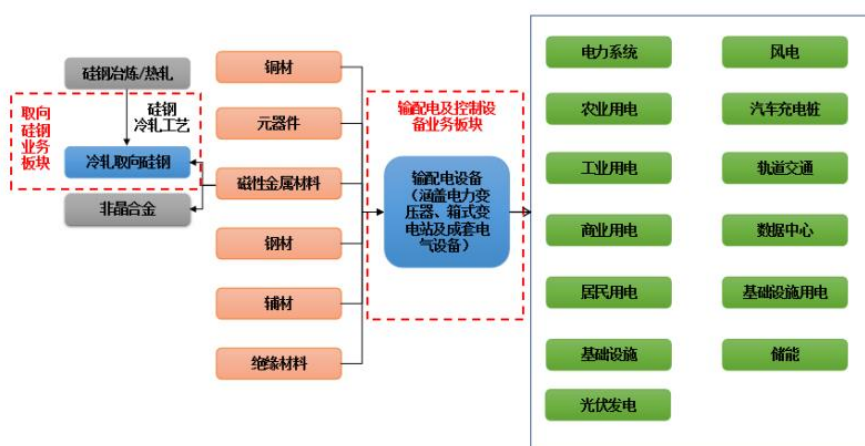
1 公司背景：深耕输配电行业，贯通上游取向硅钢	3
1.1 向上打通取向硅钢，打造输配电一体化产业链条	3
1.2 股权结构稳定，管理层行业经验丰富	3
1.3 业务高速增长，盈利能力提升	5
2 输配电业务稳中有进，硅钢业务快速增长	7
2.1 取向硅钢行业领军企业	7
2.2 多年深耕输配电行业，一体化产业链带动业务增长	10
3 盈利预测与投资建议	14
3.1 盈利预测假设与业务拆分	14
3.2 估值分析	15
3.3 投资建议	16
4 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 公司背景：深耕输配电行业，贯通上游取向硅钢

1.1 向上打通取向硅钢，打造输配电一体化产业链条

公司是全国为数不多的打通上游关键原材料的输配电及控制设备企业。公司于 1994 年成立，基于硅钢和输配电及控制设备业务进行发展，聚焦新能源高端磁性原材料、电力装备制造和智能电网解决方案服务，形成上下游贯通的一体化产业链。公司深耕输配电和硅钢行业多年，技术基础坚实，掌握多项行业核心专利；客户基础广泛，建立起以重庆、四川、贵州、云南等西南地区为核心，华中地区、华南地区等快速增长区域相结合的销售区域布局，硅钢产品远销境外多个国家。

图1：公司主要产品在产业链内覆盖情况

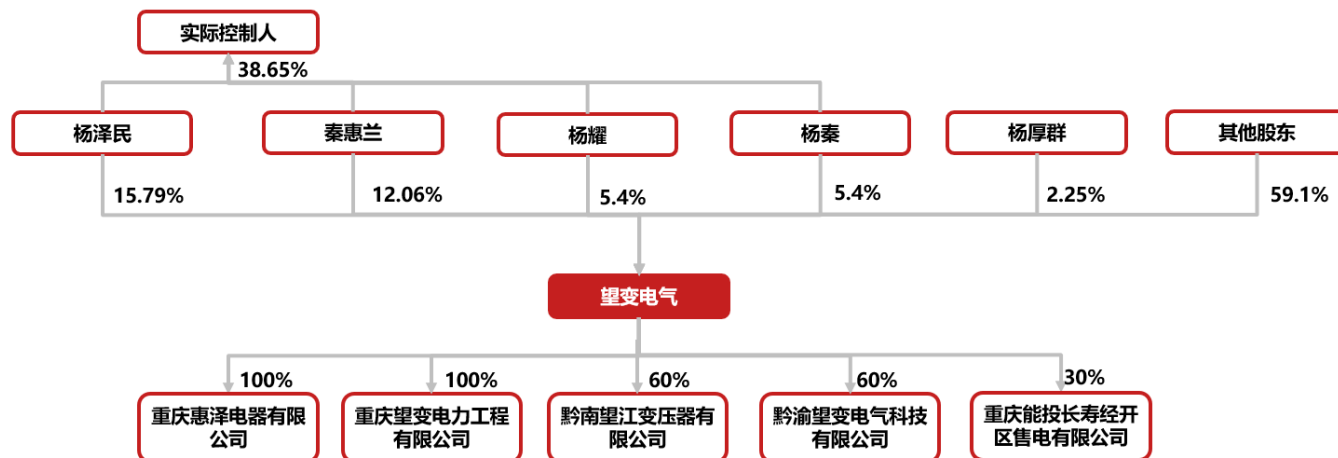


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 股权结构稳定，管理层行业经验丰富

公司股权集中、结构稳定。截至 2023 年半年报，杨泽民、秦惠兰、杨耀与杨秦系一致行动人。公司实际控制人杨泽民与秦惠兰系夫妻关系，其女杨秦与其子杨耀系姐弟关系，四人共计持股 38.65%，公司股权结构稳定。公司管理者从事电力行业相关工作多年，有丰富的企业经营经验；研发团队成立多年，部门领导者为业内优秀人才，有丰富的电力领域研究、研发经验。

图2：公司股权结构（截至 2023 年半年报）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表1：公司管理层背景

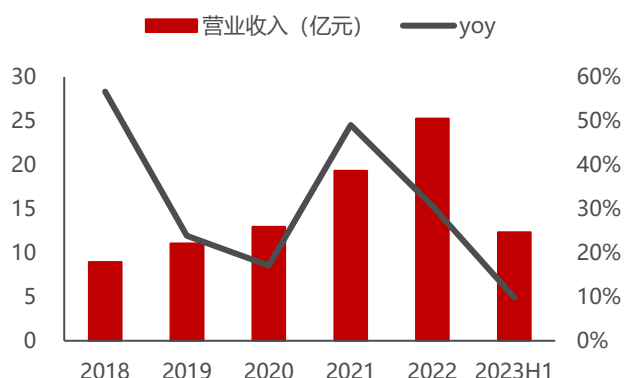
姓名	现任职务	专业背景、主要工作经历以及目前在公司的主要职责
杨泽民	董事长、总经理	EMBA，1985 年加入望变集团，曾任望江变压器厂车间主任、销售主管、厂长；望江变压器厂公司执行董事、总经理；2014 年 12 月至今，担任望变电气董事长。
熊必润	副总经理	历任重庆三江变压器企业有限公司担任总工程师、副总经理；2009 年加入望变集团，曾任望江变压器厂生产部长、总工程师、副总经理；曾任望江变压器厂公司副总经理；2014 年 12 月至今，担任望变电气董事、副总经理
李奎	副总经理	历任重庆市涪陵变压器厂营销部部长；重庆市亚东亚集团变压器有限公司副总经济师兼营销部经理；2010 年加入望变集团，曾任望江变压器厂有限公司营销中心副总经理；2014 年至今，在望变电气担任董事、副总经理。
王海波	副总经理	历任重庆源通电器设备制造有限责任公司办事处主任、市场部经理、总经理助理；2018 年底加入望变集团曾任营销中心总经理；2019 年 4 月至今，在望变电气担任副总经理。
李代萍	财务负责人、董事会秘书	高级会计师；历任重庆建峰工业集团有限公司、重庆建峰股份有限公司会计、财务经理、集团公司财务部副部长、股份公司财务部长；重庆众全农机连锁有限公司、重庆鑫源汽车有限公司、重庆九鑫水泥有限公司、重庆中科建设（集团）有限公司、四川可士可果业股份有限公司、重庆美心麦森门业有限公司担任财务总监；2017 年加入望变担任财务中心总经理；2019 年 4 月至今，在望变电气担任财务负责人；2021 年 4 月至今，在望变电气担任董事会秘书；

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 业务高速增长，盈利能力提升

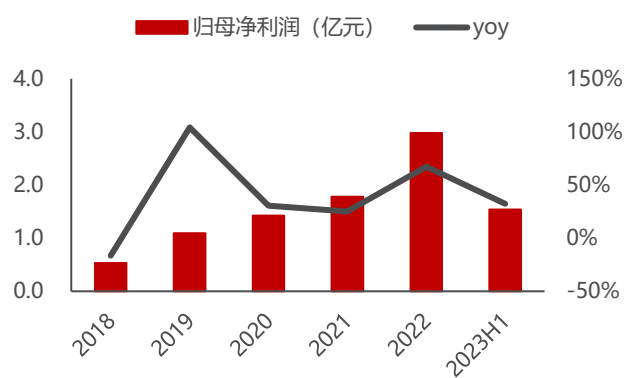
2018-2023H1 公司营收和净利润保持较快增速。公司营业收入自 2018 年的 8.94 亿元，提升至 2022 年的 25.26 亿元，CAGR 达 29.66%；公司的归母净利润自 2018 年的 0.53 亿元，提升至 2022 年的 2.98 亿元，CAGR 达 53.7%。2023H1 公司营收为 12.35 亿元，同比增长 9.82%；归母净利润为 1.54 亿元，同比增长 32%。

图3：2018-2023H1 收入（亿元）及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

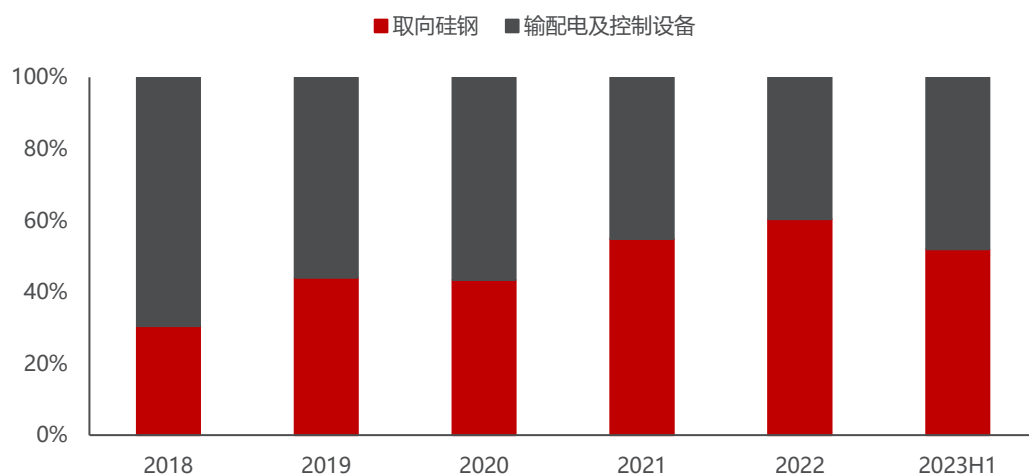
图4：2018-2023H1 净利润（亿元）及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

取向硅钢业务收入占比逐渐提升，22 年占比为 59%。公司取向硅钢业务营收占总收入的比率呈上升趋势，2021 年取向硅钢业务收入超越公司传统的输配电及控制设备业务收入。2022 年公司的硅钢业务和输配电及控制设备业务的营业收入分别为 14.89 和 9.77 亿元；同比增长率分别为 45.55%和 15.62%。

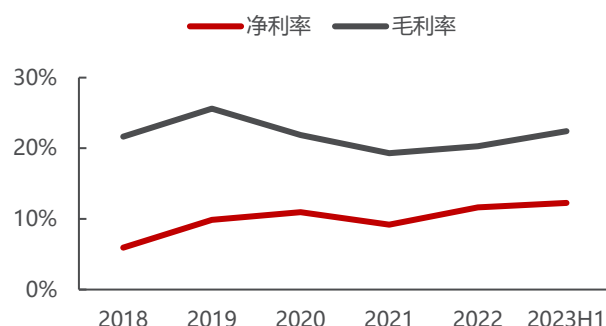
图5：2018-2023H1 年公司分业务收入占比



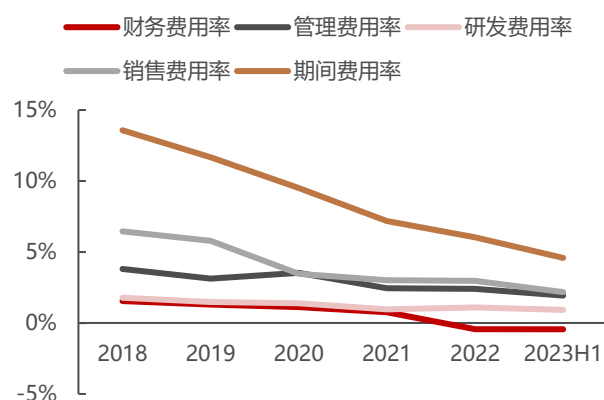
资料来源：wind，民生证券研究院

盈利能力不断提升，各项费用严格管控。2020 年以来，公司毛利率趋于稳定，维持在 19%-23%区间内。净利率呈稳步上升的趋势，自 2018 年的 5.94%增长至 2022 年的 11.62%。公司严格控制费用，各项费用率呈逐年下降趋势，销售费用

率自 2018 年的 6.45% 下降至 2022 年的 2.96%，期间费用率自 2018 年的 13.57% 降低至 2022 年的 6.03%。公司 2019-2021 毛利率下降主要是受到输配电业务毛利率下滑的影响，主要两个方面原因：1) 公司执行新收入准则原销售费用-运费计入营业成本导致成本增加；2) 主要原材料元器件及铜材采购成本上升。2022-2023H1 毛利率有所提升主要是由于公司的取向硅钢产品持续优化和提升，产品的销售价格增长较为明显，大于成本增幅，从而带动公司整体毛利率提升。

图6：2018-2023H1 年公司净利率和毛利率


资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2018-2023H1 年公司费用率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

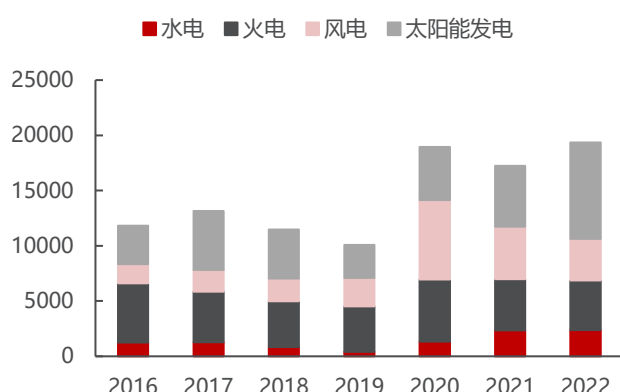
2 输配电业务稳中有进，硅钢业务快速增长

2.1 取向硅钢行业领军企业

取向硅钢是各类变压器产品的关键原材料。取向硅钢成本约占单台变压器生产成本的 30%-40%，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、火电）铁心等领域，高等级取向硅钢更是电力传输中必备的尖端功能材料，是各类变压器产品的关键原材料。

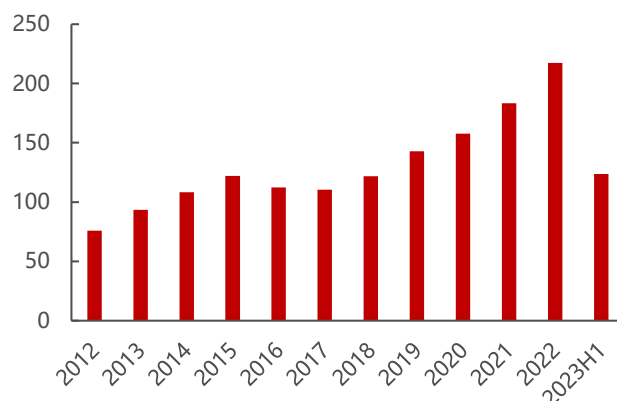
取向硅钢需求持续旺盛。根据中电联和国家能源局数据，2016-2022 年国内每年新增的总电源装机容量呈上升趋势，取向硅钢作为关键原材料，需求也随之增加。根据中国金属学会电工钢分会的报告，全国的取向硅钢产量自 2016 年的 112.4 万吨上升至 2022 年的 217.4 万吨，增幅达 93.42%。同时，由于电网不断扩张建设，叠加国家不断推动新能源发电转型，国家自 2022 年 7 月起，对原产于日本、韩国和欧盟的进口取向电工钢继续征收反倾销税，实施期限为 5 年，国产取向硅钢的需求增长空间广阔。

图8：2016-2022 各电源装机新增容量（万千瓦）



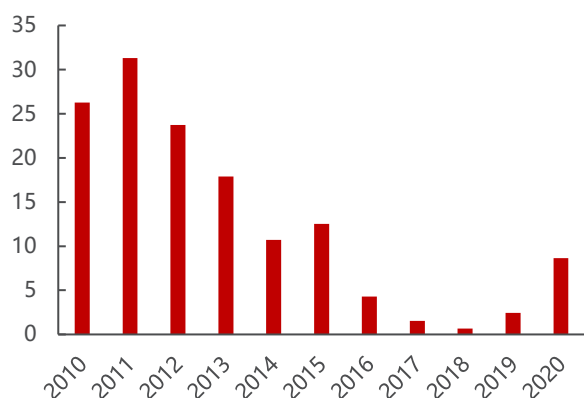
资料来源：中电联，国家能源局，民生证券研究院

图9：2012-2023H1 全国取向硅钢产量（万吨）

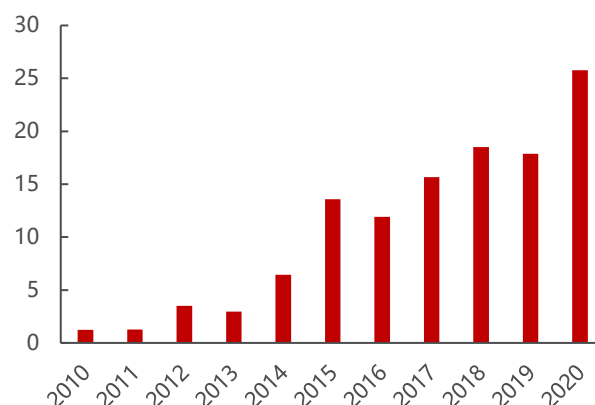


资料来源：公司 2023 年半年报，民生证券研究院

自产取向硅钢逐步取代进口。从历史情况来看，我国取向硅钢长期依赖于向日本、美国、德国等国际厂商采购。截至 2007 年底，国内仅有一家公司能进行取向硅钢的生产，国内一半以上的需求依赖于进口。由于国内电网大规模建设，电力变压器需求以较大幅度增长，取向硅钢整体供不应求的局面较大程度抑制了电力变压器及铁心制造行业的市场化发展。根据中国金属学会电工钢分会数据，2010-2020 年，我国对于进口硅钢依赖逐渐降低，逐步以自产替代进口，并向海外进行出口，2020 年的取向硅钢出口量达 25.76 万吨。

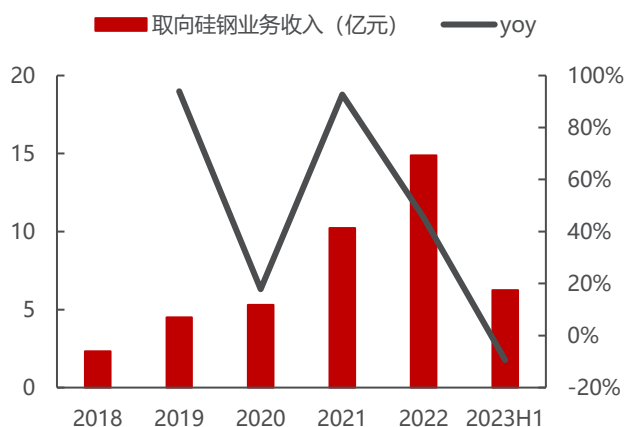
图10：2010-2020 中国取向硅钢进口量（万吨）


资料来源：中国金属学会电工钢分会，民生证券研究院

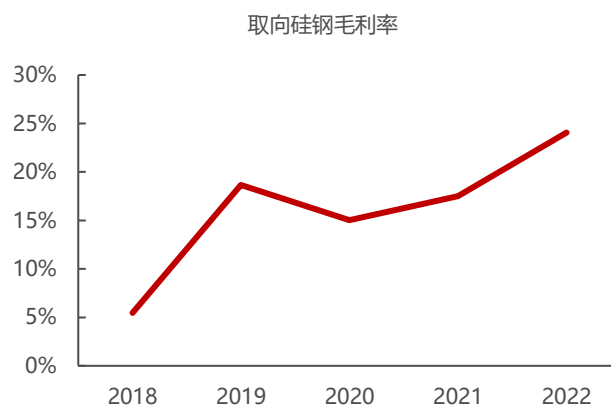
图11：2010-2020 中国取向硅钢出口量（万吨）


资料来源：中国金属学会电工钢分会，民生证券研究院

前瞻布局取向硅钢，盈利营收稳步发展。公司自 2017 年开启取向硅钢业务，成为国内为数不多的贯通上游关键原材料的输配电及控制设备企业。2018 年至 2022 年，公司的取向硅钢业务收入稳步上升，CAGR 达 59%，23H1 收入主要受八万吨高端磁性新材料项目碰电停产影响，同比小幅下滑。毛利率自 2018 年的 5.46% 上升至 2022 年的 24.06%。

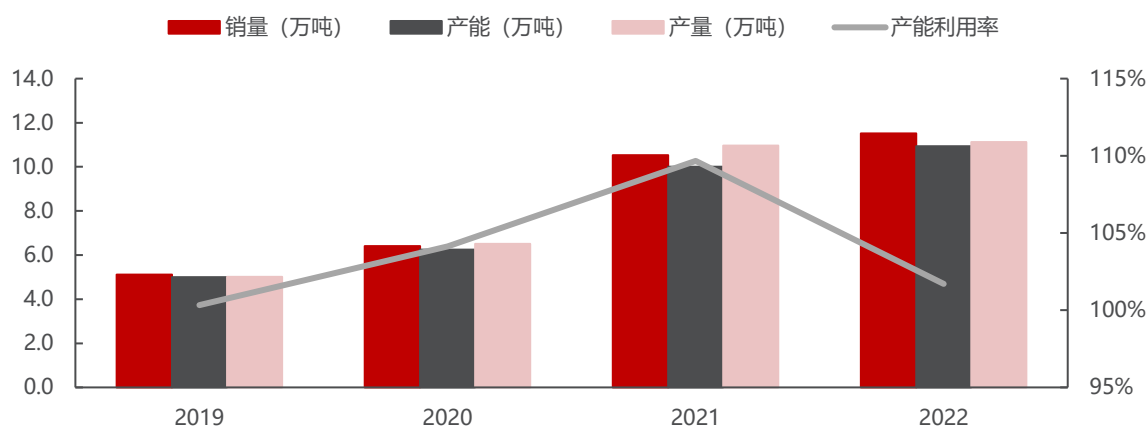
图12：2018-2023H1 公司取向硅钢营收（亿元）及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2018-2022 公司取向硅钢毛利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

取向硅钢产量民营企业第一。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，产销率达 103.51%。公司取向硅钢在满足自用基础上，主要销往华东、华南和西南等重要地区，并远销东南亚、中东、非洲、欧洲、南美洲、北美洲各国市场。

图14：2019-2022 公司取向硅钢生产状况（万吨）


资料来源：公司年报，民生证券研究院

下游客户众多，产品远销海外。公司取向硅钢主要销往华东、华南和西南地区，并远销东南亚、中东、非洲、欧洲、南美洲、北美洲等市场。国内主要客户有中国电气装备集团供应链科技有限公司、特变电工股份有限公司、正泰电气股份有限公司、海南金盘智能科技股份有限公司、顺特电气设备有限公司等；海外客户主要包括韩国浦项国际、韩国晓星天禧、MARUBENIITOCHUSTEELINC、TROMENERJIYATIRIMLARIA.S、日本丰田通商等。


表2：公司取向硅钢产品主要客户

地区	客户名称
国内	正泰电气、广东顺特、特变电工、金盘科技、西电集团、南瑞博瑞
海外	韩国浦项国际、韩国晓星天禧、MARUBENIITOCHUSTEELINC、TROMENERJIYATIRIMLARIA.S、日本丰田通商

资料来源：公司公告，民生证券研究院

取向硅钢品质业内领先。公司的取向硅钢产品包含一般取向硅钢（CGO）和高磁感取向硅钢（HiB）。公司取向硅钢产品被中国金属学会评审认为“性能国内领先”，在国内享有良好知名度，产品质量可与国有大型钢铁企业比肩，为公司获取取向硅钢订单奠定良好的基础。

表3：公司取向硅钢产品情况

产品类别	主要产品	产品简介	代表产品图示
取向硅钢	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。	

资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

加大投入进行扩产，提升取向硅钢市场份额。《变压器能效提升计划（2021 年—2023 年）》的政策发布带动能效产品的需求急剧增长，再加上特高压建设、新能源充电桩建设、高铁、轨道交通建设、数据中心等新兴产业的建设，将进一步拉动高磁感取向硅钢的需求。由于高性能高磁感取向硅钢的高技术壁垒、高需求的特性，为进一步增加市场份额，公司于 2022 年 6 月投建八万吨高端磁性新材料项目，2023 年 6 月 30 日八万吨高端磁性新材料项目部分产线投产，预计 2023 年将会新增 2-3 万吨产量；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，预计当年可新增 5-6 万吨产量。

表4：公司扩产项目进度规划

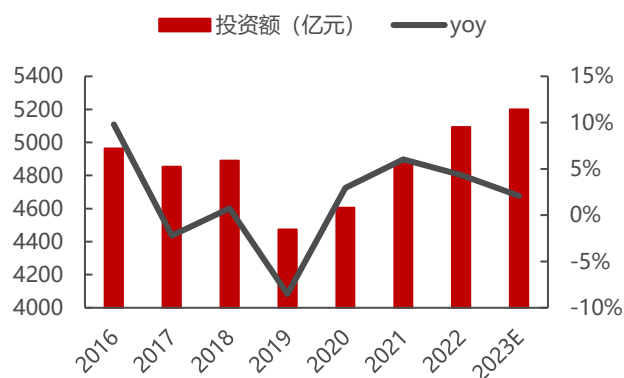
八万吨高端磁性新材料项目	
2023 年 6 月 30 号	项目部分投产，预计 2023 年将会新增 2-3 万吨产量
2024 年 6 月 30 号	项目将全面投产，预计当年可新增 5-6 万吨产量

资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 多年深耕输配电行业，一体化产业链带动业务增长

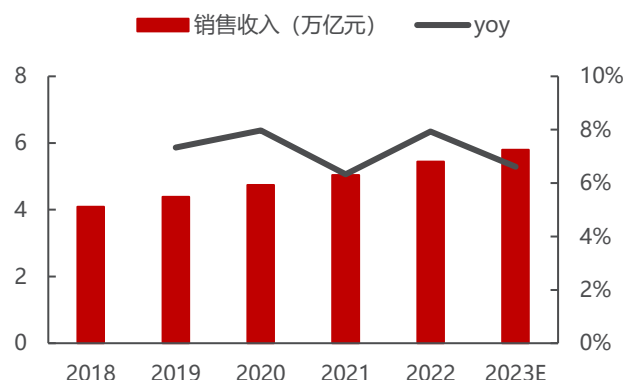
电网持续大规模投资，输配电及控制设备行业高景气。输配电及控制设备行业为国家重点鼓励发展的领域之一，是我国重要的战略性产业。电网行业是该领域收入主要来源，由于能源转型、碳减排的需求和新能源、智能电网的快速发展，且国家电网的持续大规模投资，对输配电及相关控制设备的需求也在持续上升。根据国家电网的数据，2016-2022 年国网投资维持在较高的水准，带动输变电设备需求不断增加，国网预计 2023 年投资将突破 5200 亿元。根据中商产业研究院数据，我国输配电及控制设备行业的总市场规模从 2018 年的 4.09 万亿元增长至 2022 年的 5.44 万亿元，预计 2023 年销售收入将达到 5.80 万亿元。

图15：2016-2023E 国网投资总额（亿元）



资料来源：国家电网，民生证券研究院

图16：2018-2023E 中国输配电及控制设备行业销售收入（万亿元）



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

一体化产业链，建立竞争优势。公司输配电及控制设备主要包括 110KV 及以下电力变压器、箱式变电站、成套电气设备，广泛应用于轨道交通、风力发电、光

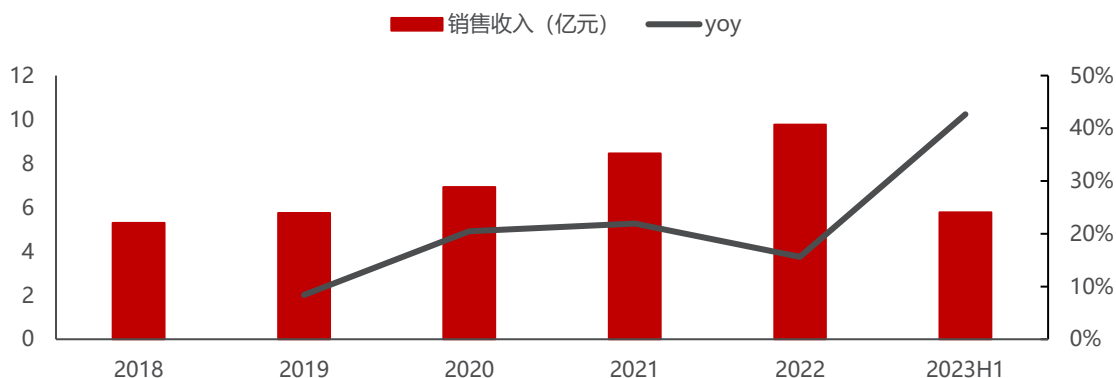
伏发电、数据中心、节能环保等领域。经过多年深耕，公司打造了从取向硅钢到变压器的一体化产业链，能够保证更高的变压器生产效率、产品质量，更低的生产成本。公司依托于一体化产业链，与国家电网、南方电网及其旗下多省市的电力公司、供电局等建立了长期稳定的合作关系，在相关地区具有良好的声誉及知名度。

表5：公司输配电及控制设备产品

产品型号	产品类型	产品简介	代表产品图示
电力变压器	干式变压器	属于变压器的绝缘和冷却的一种结构型式，即变压器的铁心和绕组不浸泡在绝缘油中的变压器，其冷却方式为自然空气冷却和强迫空气冷却	
	油浸式变压器	属于变压器的绝缘和冷却的一种结构型式，即变压器的铁心和绕组浸泡在灌满绝缘油的油箱中，其冷却方式有油浸自冷、油浸风冷和强油循环冷却	
成套电气设备	成套电气设备	由壳体、母线、一二次元件、辅材等组成的完整电力设备，运行在电网中主要起着接受和分配电能的作用，同时对电力设备起着控制以及保护的作用	
箱式变电站	箱式变电站	一种高压开关设备、电力变压器和低压配电装置，按一定接线方案排成一体的工厂预制户内、户外紧凑型配电设备	

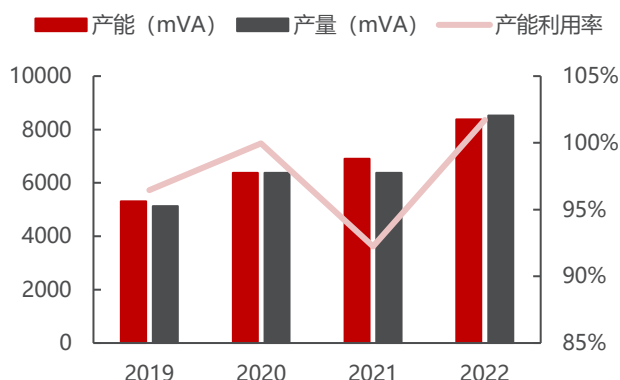
资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司目前已初步形成“立足西南，辐射全国，走向海外”的业务布局。2018-2023H1 公司输配电及控制设备业务营收保持较快的增速，营收自 2018 年的 5.3 亿元增长至 22 年的 9.77 亿元，由于国网的持续大规模投资，增长势头有望维持，2023H1 业务营收同比增长 42.66%。

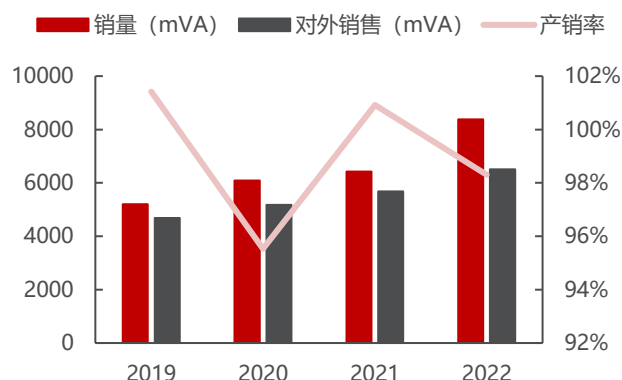
图17：2018-2023H1 公司输配电及控制设备业务营收和同比增长


资料来源：公司年报，民生证券研究院

电力变压器：根据公司年报披露，2019-2022 年公司的电力变压器的产能和产量不断上升的同时销量也稳步提高，公司 2022 年电力变压器的产能为 8383.64mVA，较 2019 年的产能增幅达 57.79%；2022 年产量为 8527 mVA，较 2019 年的产量增幅达 66.38%；2022 年销量增加至 8382.8 mVA，较 2019 年的销量增幅为 61.28%；产能利用率和产销率都维持在接近 100%的水平。

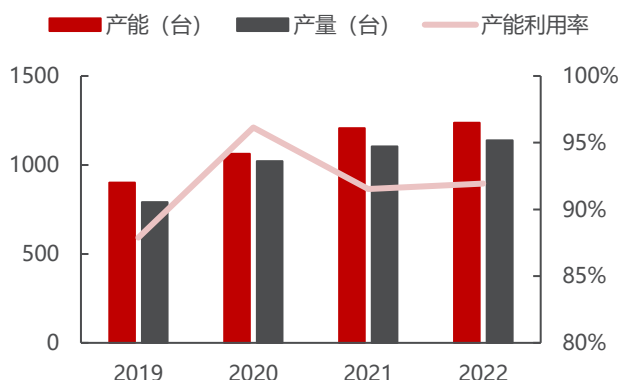
图18：公司电力变压器生产状况


资料来源：公司年报，公司招股说明书，民生证券研究院

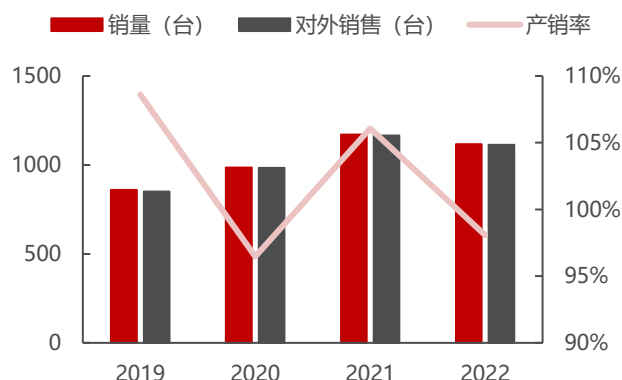
图19：公司电力变压器销售状况


资料来源：公司年报，公司招股说明书，民生证券研究院
 注：公司部分产品内部耗用，故“对外销售=销量-内部耗用”

箱式变电站：2019-2022 年公司的箱式变电站的产能和产量呈上升趋势，公司 2022 年箱式变电站的产能为 1238 台，较 2019 年的产能增幅达 37.54%；2022 年产量为 1138 台，较 2019 年的产量增幅达 43.87%；2022 年箱式变电站的销量为 1116 台，较 2021 年有所下降。

图20：公司箱式变电站生产状况


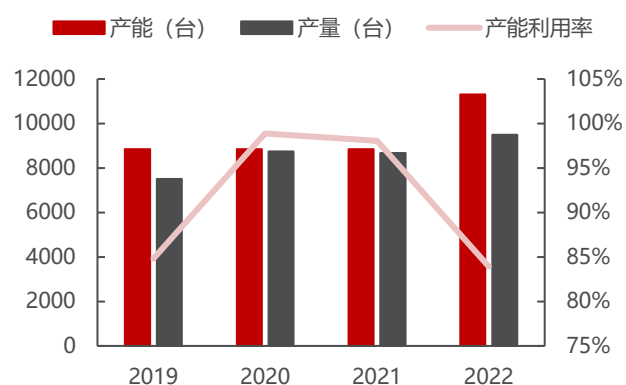
资料来源：公司年报，公司招股说明书，民生证券研究院

图21：公司箱式变电站销售状况


资料来源：公司年报，公司招股说明书，民生证券研究院
 注：公司部分产品内部耗用，故“对外销售=销量-内部耗用”

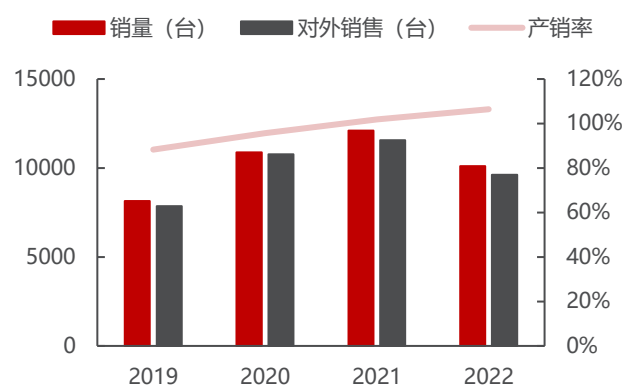
成套电气设备：2019-2021 年公司的成套电器设备的产能和产量保持稳定，销量呈上升趋势。2022 年产能和产量有较大的提升，分别为 11310 台和 9491 台；2022 年销量有所下降，降至 10100 台。产销率成逐步上升趋势，2022 年产销率达到 106.42%。

图22：公司成套电器设备生产状况



资料来源：公司年报，公司招股说明书，民生证券研究院

图23：公司成套电器设备销售状况



资料来源：公司年报，公司招股说明书，民生证券研究院

注：公司部分产品内部耗用，故“对外销售=销量-内部耗用”

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

业务拆分：

- 1) 取向硅钢业务：**取向硅钢为各类变压器产品的关键原材料，新能源产业规模提升、电网投资建设有望拉动需求持续增长。**产量方面**，公司积极布局高磁感硅钢，公司于 2022 年 6 月投建八万吨高端磁性新材料项目进行扩产，预计 23 年将新增 2-3 万吨产能，在 24 年 6 月底另新增 5-6 万吨产能。**产品价格方面**，随着公司高端磁性材料项目投产，高牌号硅钢的生产占比将提高，国内能够生产高磁感取向硅钢的企业较少，预计高牌号的取向硅钢出货占比也将提升，从而带动公司取向硅钢单位售价提升。**收入方面**，我们预计 2023-2025 年取向硅钢业务增速分别为 8.26%/29.88%/26.61%。**毛利率方面**，对应毛利率分别为 23.76%/23.99%/24.48%，业务毛利率受原材料价格影响较大，后续随着公司取向硅钢产品结构优化，高牌号取向硅钢占比提高将有望带动毛利率逐步提升。
- 2) 输变电及控制设备业务：**根据前瞻研究院预测，到 2024 年我国变压器行业的市场规模将超过 5400 亿元。受益于能源转型、碳减排的需求和新能源、智能电网的快速发展，输配电和控制设备需求持续增长，公司 23H1 输配电业务同比增长 42.66%，预计公司输配电业务将维持较快的增速。**收入方面**，我们预计 2023-2025 年输配电及控制设备业务增速分别为 40%/35%/30%。**毛利率方面**，对应毛利率分别为 18%/19%/21%，毛利率提升的主要原因是公司正在推进智能化技术改造工厂和新厂房建设项目，后续有望实现降本增效。

表6：望变电气业务拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
汇总				
营业收入（亿元）	25.26	30.45	40.05	50.51
yoy	30.68%	20.54%	31.54%	26.12%
营业成本（亿元）	20.13	24.03	31.39	39.50
毛利率	20.31%	21.09%	21.63%	21.80%
取向硅钢				
营业收入（亿元）	14.89	16.12	20.94	26.51
yoy	45.55%	8.26%	29.88%	26.61%
营业成本（亿元）	11.3	12.29	15.91	20.02
毛利率	24.11%	23.76%	23.99%	24.48%
输配电及控制设备				
营业收入（亿元）	9.77	13.68	18.47	24.00
yoy	15.62%	40.00%	35.00%	30.00%

营业成本 (亿元)	8.32	11.22	14.96	18.96
毛利率	14.84%	18.00%	19.00%	21.00%
其他业务				
营业收入 (亿元)	0.61	0.65	0.65	0.65
yoy	-6.15%	6.56%	0.00%	0.00%
营业成本 (亿元)	0.51	0.52	0.52	0.52
毛利率	16.39%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

3.2 估值分析

目前公司业务结构为取向硅钢和输配电及控制设备两大业务。我们选取【宝钢股份】【甬金股份】【金盘科技】【科林电气】作为可比公司。

【宝钢股份】公司成立于 2000 年, 主要从事汽车用钢、电工钢、能源与管线用钢、高等级薄板、镀锡板、长材生产。2022 年, 宝钢股份取向硅钢产销量均突破 100 万吨。

【甬金股份】公司成立于 2003 年, 主营业务为冷轧不锈钢板带的研发、生产和销售, 产品覆盖精密冷轧不锈钢板带和宽幅冷轧不锈钢板带两大领域。

【金盘科技】公司成立于 1997 年, 主要从事应用于新能源、高端装备、节能环保等领域的输配电及控制设备产品的研发、生产和销售。2022 年公司变压器系列收入规模达到 32.68 亿元。

【科林电气】公司成立于 2000 年, 主要从事智能电网配电、变电、用电、高低压开关及成套设备等产品的研发、生产、销售和技术服务。2022 年公司电气设备制造行业收入规模达到 12.33 亿元。

取 2023 年 9 月 21 日收盘价来看, 23-25 年可比公司平均 PE 为 17x/12x/9x, 公司对应估值为 14x/10x/7x, 相比可比公司估值较低。

表7: 可比公司 EPS、PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600019.SH	宝钢股份	6.26	0.52	0.64	0.72	12	10	9
603995.SH	甬金股份	20.87	1.62	2.31	3.03	13	9	7
688676.SH	金盘科技	31.98	1.23	1.98	2.91	26	16	11
603050.SH	科林电气	15.78	0.91	1.25	1.81	17	13	9
	可比公司					17	12	9
603191.SH	望变电气	15.04	1.11	1.53	2.02	14	10	7

资料来源: wind, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 9 月 21 日

3.3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 30.45、40.05、50.51 亿元，对应增速分别为 20.5%、31.5%、26.1%；归母净利润分别为 3.70、5.10、6.71 亿元，对应增速分别为 24.0%、37.9%、31.7%，以 9 月 21 日收盘价作为基准，对应 2023-2025 年 PE 为 14X、10X、7X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表8：望变电气盈利预测

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,526	3,045	4,005	5,051
增长率（%）	30.7	20.5	31.5	26.1
归属母公司股东净利润（百万元）	298	370	510	671
增长率（%）	67.3	24.0	37.9	31.7
每股收益（元）	0.89	1.11	1.53	2.02
PE	17	14	10	7
PB	2.2	1.9	1.7	1.4

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：股价时间为 2023 年 09 月 21 日

4 风险提示

1) 宏观经济和行业环境恶化风险。公司所从事的取向硅钢和输配电及控制设备产业均与电力行业投资及需求紧密相关，电力行业是关系国民经济持续稳定发展的主要环节之一，行业整体需求与宏观经济情况以及社会用电需求密切相关；如果国际经济环境进一步恶化影响国内实体企业发展或者国家宏观政策变化、宏观经济风险加剧，电力能源发展战略、产业结构、市场结构调整、行业资源整合、市场供需变动等因素都有可能对公司的盈利能力造成冲击。

2) 市场竞争加剧风险。取向硅钢行业因为需求拉动带来同业大量扩产，新投产装置产能将逐步释放，同时进口取向硅钢也对市场带来冲击，未来取向硅钢市场竞争会持续增加；输配电及控制设备行业受宏观经济影响，普遍存在成本增加、毛利率下降、竞争日趋激烈的问题，给公司生产经营带来更多的市场风险。

3) 应收账款无法收回风险。当前国内需求不足，重点领域风险隐患较多，国际大宗商品价格剧烈波动，国内外经济压力进一步加大，外部环境复杂严峻，公司部分客户可能存在信用风险增加，影响公司应收账款的收回，或导致应收账款无法收回。

4) 项目建设不及预期风险。公司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与 110kV 及以下节能型变压器智能化工厂技改项目仍在建设中，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。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,526	3,045	4,005	5,051
营业成本	2,014	2,403	3,139	3,950
营业税金及附加	10	9	12	15
销售费用	75	85	104	116
管理费用	61	73	96	116
研发费用	28	40	52	66
EBIT	321	425	589	772
财务费用	-11	5	9	9
资产减值损失	-5	-5	-7	-9
投资收益	2	0	0	0
营业利润	334	415	573	754
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	335	416	574	755
所得税	42	50	69	91
净利润	294	366	505	665
归属于母公司净利润	298	370	510	671
EBITDA	381	525	754	993

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	933	1,205	1,273	1,544
应收账款及票据	881	976	1,284	1,619
预付款项	55	72	94	119
存货	446	521	681	857
其他流动资产	112	51	57	64
流动资产合计	2,427	2,825	3,389	4,202
长期股权投资	16	16	16	16
固定资产	589	875	984	1,053
无形资产	82	82	82	82
非流动资产合计	1,080	1,457	1,592	1,636
资产合计	3,507	4,283	4,981	5,838
短期借款	33	183	183	183
应付账款及票据	517	592	774	974
其他流动负债	417	439	525	620
流动负债合计	967	1,215	1,483	1,777
长期借款	179	399	399	399
其他长期负债	93	93	93	93
非流动负债合计	272	491	491	491
负债合计	1,239	1,706	1,974	2,269
股本	333	333	333	333
少数股东权益	1	-3	-8	-15
股东权益合计	2,267	2,576	3,007	3,569
负债和股东权益合计	3,507	4,283	4,981	5,838

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	30.68	20.51	31.54	26.12
EBIT 增长率	42.53	32.42	38.46	31.02
净利润增长率	67.34	23.99	37.94	31.68
盈利能力 (%)				
毛利率	20.30	21.09	21.63	21.80
净利率	11.80	12.14	12.73	13.29
总资产收益率 ROA	8.50	8.63	10.24	11.50
净资产收益率 ROE	13.15	14.33	16.91	18.73
偿债能力				
流动比率	2.51	2.33	2.29	2.36
速动比率	1.94	1.84	1.76	1.81
现金比率	0.96	0.99	0.86	0.87
资产负债率 (%)	35.34	39.84	39.63	38.86
经营效率				
应收账款周转天数	106.78	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	80.84	80.00	80.00	80.00
总资产周转率	0.88	0.78	0.86	0.93
每股指标 (元)				
每股收益	0.89	1.11	1.53	2.02
每股净资产	6.80	7.74	9.05	10.76
每股经营现金流	0.61	1.18	1.39	1.98
每股股利	0.18	0.22	0.31	0.41
估值分析				
PE	17	14	10	7
PB	2.2	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	12.10	8.79	6.12	4.65
股息收益率 (%)	1.20	1.48	2.05	2.70

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	294	366	505	665
折旧和摊销	60	100	165	221
营运资金变动	-191	-115	-268	-298
经营活动现金流	204	394	465	661
资本开支	-347	-589	-299	-264
投资	-29	0	0	0
投资活动现金流	-375	-421	-298	-264
股权募资	884	0	0	0
债务募资	-25	373	0	0
筹资活动现金流	825	299	-98	-126
现金净流量	656	272	68	270

插图目录

图 1: 公司主要产品在产业链内覆盖情况	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年半年报)	4
图 3: 2018-2023H1 收入 (亿元) 及同比增速	5
图 4: 2018-2023H1 净利润 (亿元) 及同比增速	5
图 5: 2018-2023H1 年公司分业务收入占比	5
图 6: 2018-2023H1 年公司净利率和毛利率	6
图 7: 2018-2023H1 年公司费用率情况	6
图 8: 2016-2022 各电源装机新增容量 (万千瓦)	7
图 9: 2012-2023H1 全国取向硅钢产量 (万吨)	7
图 10: 2010-2020 中国取向硅钢进口量 (万吨)	8
图 11: 2010-2020 中国取向硅钢出口量 (万吨)	8
图 12: 2018-2023H1 公司取向硅钢营收 (亿元) 及增速	8
图 13: 2018-2022 公司取向硅钢毛利率情况	8
图 14: 2019-2022 公司取向硅钢生产状况 (万吨)	9
图 15: 2016-2023E 国网投资总额 (亿元)	10
图 16: 2018-2023E 中国输配电及控制设备行业销售收入 (万亿元)	10
图 17: 2018-2023H1 公司输配电及控制设备业务营收和同比增长	11
图 18: 公司电力变压器生产状况	12
图 19: 公司电力变压器销售状况	12
图 20: 公司箱式变电站生产状况	12
图 21: 公司箱式变电站销售状况	12
图 22: 公司成套电器设备生产状况	13
图 23: 公司成套电器设备销售状况	13

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司管理层背景	4
表 2: 公司取向硅钢产品主要客户	9
表 3: 公司取向硅钢产品情况	9
表 4: 公司扩产项目进度规划	10
表 5: 公司输配电及控制设备产品	11
表 6: 望变电气业务拆分	14
表 7: 可比公司 EPS、PE 数据对比	15
表 8: 望变电气盈利预测	16
公司财务报表数据预测汇总	18

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026