

2024年03月12日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

领先的民营取向硅钢厂商，产业链一体化布局

—望变电气（603191.SH）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

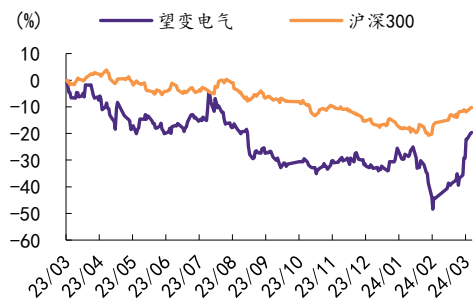
分析师：张涵 S1050521110008
zhanghan3@cfsc.com.cn
联系人：罗笛箫 S1050122110005
luodx@cfsc.com.cn

基本数据

2024-03-12

当前股价（元）	18.88
总市值（亿元）	63
总股本（百万股）	333
流通股本（百万股）	189
52周价格范围（元）	11.55-22.27
日均成交额（百万元）	117.5

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 取向硅钢+输配电设备两大主营业务

公司专注于取向硅钢和输配电及控制设备的研产销，是全国唯一打通上游关键原材料的输配电及控制设备企业，已形成高磁感取向硅钢、高磁感低损耗铁心、节能电力变压器、成套电气设备、智能箱式变电站的全链条产品群。

■ 领先的民营取向硅钢厂商，高牌号比例有望提升

取向硅钢是变压器关键原材料，主要用于变压器铁心制造，其性能优劣直接影响变压器的能耗与能效等级。公司自2016年开始生产取向硅钢，目前产品性能及质量可与国有大型钢铁企业媲美，产量排名前列（2023H1国内25家在产企业共生产123.8万吨取向硅钢，公司产量位居全国前四）。公司取向硅钢产品主要销往国内华东、华南和西南地区，客户包括中国电气装备、特变电工、正泰电气、金盘科技、顺特电气等，并远销东南亚、中东、非洲、欧洲、南美洲、北美洲等市场。

短期看，由于2023年前三季度取向硅钢价格下降幅度大于成本下降幅度，公司取向硅钢板块毛利率收窄；2023Q4以来，取向硅钢价格水平已见企稳，甚至高牌号产品近期涨价，预计公司毛利率水平可得到修复。长期看，随着变压器能效升级的推进，一般取向硅钢需求将减少，而高磁感取向硅钢需求将持续增加，因工艺窗口参数控制技术壁垒较高，国内可生产高磁感取向硅钢的企业较少，集中于大型国有钢铁企业和包括公司在内的少数民营企业。公司8万吨高端磁性新材料项目旨在生产085及以上牌号的高牌号取向硅钢，部分国内设备已于2023年投产，预计2024Q1将完成国外关键设备的安装调试等工作，计划于2024年6月30日全线投产，2024Q2试生产高牌号取向硅钢。考虑到取向硅钢产品价格根据取向硅钢的牌号不同而存在差异，高牌号取向硅钢出货占比的提高有望直接提高公司取向硅钢毛利率水平。

■ 输配电订单饱满，收购云变拓品类+提产能

目前公司输配电及控制设备产品主要为110KV及以下变压器、35KV及以下开关柜及箱变等。公司与国网、南网、中国铁建、中国中铁、中国电建等优质客户建立了长期稳定合作关系。2023年前三季度，公司输配电业务收入增速约为57%。公司在输配电设备板块的竞争优势包括品牌优势（深耕

市场三十年、西南地区 110KV 电压等级输配电控制设备龙头企业)和交货/配送优势(交货周期短、自有车队 24 小时保障送货)等。目前公司输配电板块订单饱满,2024 开年以来已签订多个出口项目合同,总金额近 5000 万元,出口产品包括节能型干式变压器、油浸式变压器和高低压智能成套开关柜等,遍及老挝、坦桑尼亚、斯里兰卡等国家。

公司拟收购云南变压器电气公司 79.97%股权,标的公司具备 500kV 变压器生产能力,有助于扩大公司的产品业务规模,进一步提升公司的整体竞争力,同时公司募投项目仍有增量产能,预期公司输配电业务业绩将随产能提升稳步上行。

盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 27.31、39.70、51.15 亿元, EPS 分别为 0.92、1.31、1.80 元,当前股价对应 PE 分别为 20.5、14.4、10.5 倍,看好公司受益于取向硅钢+变压器产业链一体化优势,业绩有望随产能提升同步上行,首次覆盖,给予“买入”投资评级。

风险提示

取向硅钢需求不及预期风险、产品价格波动风险、原材料价格波动风险、收购标的公司进度不及预期风险、产能建设进度不及预期风险、竞争加剧风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	2,526	2,731	3,970	5,115
增长率(%)	30.7%	8.1%	45.3%	28.8%
归母净利润(百万元)	298	307	437	598
增长率(%)	67.3%	2.9%	42.5%	36.9%
摊薄每股收益(元)	0.89	0.92	1.31	1.80
ROE(%)	13.1%	12.0%	14.7%	16.9%

资料来源:Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	933	1,290	1,524	1,976
应收款	892	965	1,402	1,807
存货	446	488	707	902
其他流动资产	155	161	197	230
流动资产合计	2,427	2,905	3,830	4,915
非流动资产:				
金融类资产	82	82	82	82
固定资产	589	530	477	430
在建工程	225	225	225	225
无形资产	82	78	74	70
长期股权投资	16	16	16	16
其他非流动资产	168	168	168	168
非流动资产合计	1,080	1,017	960	908
资产总计	3,507	3,922	4,789	5,823
流动负债:				
短期借款	33	33	33	33
应付账款、票据	517	626	994	1,380
其他流动负债	243	243	243	243
流动负债合计	967	1,091	1,544	2,010
非流动负债:				
长期借款	179	179	179	179
其他非流动负债	93	93	93	93
非流动负债合计	272	272	272	272
负债合计	1,239	1,363	1,816	2,281
所有者权益				
股本	333	333	333	333
股东权益	2,267	2,559	2,974	3,542
负债和所有者权益	3,507	3,922	4,789	5,823

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	294	302	430	589
少数股东权益	-5	-5	-7	-9
折旧摊销	60	63	57	51
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-145	3	-239	-168
经营活动现金净流量	204	364	242	464
投资活动现金净流量	-375	59	53	48
筹资活动现金净流量	528	-11	-15	-21
现金流量净额	357	412	280	491

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,526	2,731	3,970	5,115
营业成本	2,014	2,195	3,175	4,053
营业税金及附加	10	11	16	20
销售费用	75	81	111	143
管理费用	61	71	103	133
财务费用	-11	-16	20	26
研发费用	28	33	48	61
费用合计	152	168	282	363
资产减值损失	-5	-3	-5	-5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	2	1	1
营业利润	334	347	490	672
加: 营业外收入	4	1	3	3
减: 营业外支出	2	3	2	2
利润总额	335	345	491	672
所得税费用	42	43	61	83
净利润	294	302	430	589
少数股东损益	-5	-5	-7	-9
归母净利润	298	307	437	598

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	30.7%	8.1%	45.3%	28.8%
归母净利润增长率	67.3%	2.9%	42.5%	36.9%
盈利能力				
毛利率	20.3%	19.7%	20.0%	20.8%
四项费用/营收	6.0%	6.2%	7.1%	7.1%
净利率	11.6%	11.1%	10.8%	11.5%
ROE	13.1%	12.0%	14.7%	16.9%
偿债能力				
资产负债率	35.3%	34.8%	37.9%	39.2%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
存货周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
每股数据(元/股)				
EPS	0.89	0.92	1.31	1.80
P/E	21.1	20.5	14.4	10.5
P/S	2.5	2.3	1.6	1.2
P/B	2.8	2.5	2.1	1.8

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5 年证券行业研究经验，曾获得 2022 年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

罗笛箫：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。