

# 望变电气 (603191.SH)

## 公司快报

### 高端取向硅钢投产，收购云变强化综合竞争力

#### 投资要点

- ◆ **事件：**公司发布2023年年报与2024年一季报，2023全年实现营收27.18亿元，同比+7.57%，归母净利润2.35亿元，同比-21.31%；扣非后归母净利润2.25亿元，同比-18.55%；24Q1单季度实现收入5.27亿元，同比-7.76%，归母净利润0.24亿元，同比-70.46%，扣非后归母净利润0.21亿元，同比-73.48%。23年经营活动现金流净额2.92亿元，同比+42.83%。
- ◆ **硅钢产量创新高，国际业务开拓顺利。**公司是国内民营取向硅钢龙头，打造了从高端磁性材料—输配电及控制装备—智能电网解决方案服务为一体的产业链，系全国唯一的打通上游原材料至下游服务的电力设备供应企业。取向硅钢产量排名全国第三，民营企业第一。2023年，公司生产取向硅钢12.59万吨，较去年增加1.47万吨，同比+13.25%；全年取向硅钢实现营收12.93亿元，由于取向硅钢价格下降，在销售总量增加0.87万吨的同时收入同比-13.14%，毛利率19.61%，同比-4.45pct，盈利能力有所承压。截至24年4月，八万吨高端磁性新材料项目进入全线调试阶段，首批取向硅钢成品卷预计4月底下线。取向硅钢国际业务开拓顺利，终端使用国家从22年的10个国家和地区进一步扩大到23年的15个国家和地区（印度、土耳其、墨西哥、韩国、巴西、沙特等），出口实现营收2.74亿元，占取向硅钢营收比例21.18%。目前已积累HYOSUNG TNC CORPORATION（晓星天禧）、MARUBENI-ITOCHU STEEL INC（伊藤忠丸红钢铁公司）、POSCO INTERNATIONAL CORPORATION（浦项国际公司）、TOYOTA TSUSHO（丰田通商）等国际知名客户，为24年八万吨高端磁性新材料项目全面投产打下良好的市场基础。随着新能源汽车、高效电力变压器及工业电机、抽水蓄能大型发电机等市场处于增量通道，硅钢整体表现需求呈现增长态势，其中也存在高等级的结构性机会。高牌号取向硅钢的价格因节能变压器需求增加导致供需矛盾，存在涨价预期，一般取向硅钢的价格因两网外和国外客户的需求稳定而保持相对稳定，随着公司高牌号取向硅钢投产，取向硅钢业绩有望取得较大弹性。
- ◆ **输配电业务稳增，收购云变强化综合竞争力。**2023年，输配电及控制设备实现营收13.53亿元，同比+38.52%，毛利率15.32%，同比+0.49pct。全年生产电力变压器1,133.25万kVA，同比+32.90%；生产箱式变电站1,557台，同比+36.82%；生产成套电气设备10,101台/套，较去年增加610台/套，同比增长6.43%。110kV及以下节能型变压器智能化工厂技改项目24年1季度将进入设备交付安装高峰期，预计4月底完成交付投入试生产。随着云变电气收购工作的完成，变压器产品电压等级提升至500kV，在铁路牵引变、高海拔大容量等级变压器产品领域的竞争能力得到大幅提升。同时，持续拓展输配电及控制设备的大型央企、国企及上市公司客户，输配电业务客户转型成效显著。随着国家“双碳”政策和《变压器能效提升计划（2021—2023年）》的政策发布，输配电及控制设备行业相关产品，特别是节能电力变压器的需求增长明显。24年2月发改委、能源局发布《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，旨在推动配电网高质量发展，助力新型电力系统建设。

电力设备及新能源 | 输变电设备III

投资评级

**买入-A(首次)**

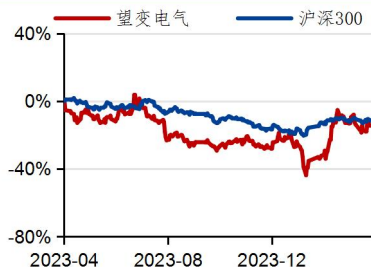
股价(2024-04-26)

17.38元

#### 交易数据

总市值(百万元)	5,790.45
流通市值(百万元)	3,244.95
总股本(百万股)	333.17
流通股本(百万股)	186.71
12个月价格区间	21.21/12.57

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.67	5.93	-3.99
绝对收益	-2.52	13.45	-13.46

分析师

张文臣

 SAC执业证书编号：S0910523020004  
 zhangwenchen@huajinsec.cn

分析师

周涛

 SAC执业证书编号：S0910523050001  
 zhoutao@huajinsec.cn

分析师

申文雯

 SAC执业证书编号：S0910523110001  
 shenwenwen@huajinsec.cn

#### 相关报告



同时,受益于能源转型趋势下风光的高速发展与全球电网新周期下电力设备庞大的出海需求,输配电行业景气度有望持续。

◆ **研发投入提升,加快智能化工厂建设。**报告期内,公司持续加大研发投入,全年研发投入 1.70 亿元,同比+70%;随着研发项目的陆续完成,实现了 0.20mm、0.23mm 和 0.27mm 厚度规格取向硅钢产品稳定生产,突破 23QH080 牌号的技术瓶颈,以 23QH085/23QH090 牌号为代表的高端取向硅钢产品已研发成功并陆续实现销售,电力变压器二级能效产品、新型智能多功能低压开关设备、新能源箱变等输配电产品的迭代产品在国家电网和南方电网以及其他市场逐步推广使用,取向硅钢废钢制备先进电子软磁材料技术开发已经完成小试和中试。随着研发投入的持续加大,公司将进一步提升和优化取向硅钢产品的牌号结构,增强市场竞争力。2023 年,公司高磁感取向硅钢智能工厂、低铁损高磁感硅钢铁心智能工厂陆续建成,正在建设的 110kV 及以下节能型变压器智能化工厂和智控设备及金属制品智能工厂等各智能化工厂正在通过引进先进工艺装备、搭载智能制造系统加速推进公司智能化和信息化建设,为持续发展添活力。

◆ **投资建议:**公司是国唯一的打通上游原材料至下游服务的电力设备供应企业,受益于能源转型和全球电网建设进入新周期,高牌号硅钢的生产占比提高带来业绩向上弹性,随着 110kV 及以下节能型变压器智能化工厂技改项目推进以及云变的收购完成,综合竞争能力不断提升。我们看好公司未来的发展前景,预测公司 2024-26 年归母净利润分别为 3.09、4.59 和 6.12 亿元,对应 EPS 为 0.93、1.38 和 1.84 元,PE 为 19、13、10 倍,首次覆盖,给予“买入-A”评级。

◆ **风险提示:** 1、新品研发不及预期; 2、原材料价格大幅波动; 3、汇率变动风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,526	2,718	3,995	5,082	6,220
YoY(%)	30.7	7.6	47.0	27.2	22.4
归母净利润(百万元)	298	235	309	459	612
YoY(%)	67.3	-21.3	31.5	48.8	33.3
毛利率(%)	20.3	17.4	18.4	19.8	20.6
EPS(摊薄/元)	0.89	0.70	0.93	1.38	1.84
ROE(%)	12.9	9.7	11.3	14.5	16.2
P/E(倍)	19.4	24.7	18.8	12.6	9.5
P/B(倍)	2.6	2.4	2.1	1.8	1.5
净利率(%)	11.8	8.6	7.7	9.0	9.8

数据来源:聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-26 年公司整体营收 39.95/50.82/62.20 亿元，毛利率 18.45%/19.85%/20.57%。其中：

**取向硅钢业务：**取向硅钢为变压器的关键原材料，受能源转型+农网改造+欧美升级+美国换新+配网政策落地的影响，变压器需求持续景气，带动取向硅钢需求增长。公司为国内民营取向硅钢龙头，23 年全年生产取向硅钢 12.59 万吨（创新高），同比+13.25%，产量排名全国第三，民营企业第一。同时积极布局高磁感硅钢，八万吨高端磁性新材料项目进入全线调试阶段，首批取向硅钢成品卷预计 2024 年 4 月底下线。产品价格方面，24 年取向硅钢存在上升预期。且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，带动公司取向硅钢单位售价提升。预计 2024-2026 年取向硅钢业务分别实现收入 19.13/23.92/28.70 亿元，对应毛利率分别为 20.80%/22.00%/22.50%。

**输配电及控制设备业务：**2023 年，输配电及控制设备实现营业收入 13.53 亿元，同比增长 38.52%。受益于能源转型和全球电网建设进入新周期，输配电和控制设备需求持续增长，预计公司输配电业务将保持较快增速。随着 110kV 及以下节能型变压器智能化工厂技改项目推进以及云变的收购完成，公司变压器产品产能及覆盖面更广，竞争能力不断提升。预计 2024-2026 年输配电及控制设备业务分别实现收入 20.03/26.04/32.55 亿元，对应毛利率分别为 16.30%/18.00%/19.00%。

表 1：收入成本拆分表

		2023A	2024E	2025E	2026E
输配电及控制设备	收入（亿元）	13.53	20.03	26.04	32.55
	YoY	38.52%	48.00%	30.00%	25.00%
	毛利率（%）	15.32%	16.30%	18.00%	19.00%
取向硅钢	收入（亿元）	12.93	19.13	23.92	28.70
	YoY	-13.14%	48.00%	25.00%	20.00%
	毛利率（%）	19.61%	20.80%	22.00%	22.50%
其他业务	收入（亿元）	0.72	0.79	0.87	0.95
	YoY		10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率（%）	15.40%	16.00%	16.00%	16.00%
合计	收入（亿元）	27.18	39.95	50.82	62.20
	YoY	9.75%	47.00%	27.21%	22.39%
	毛利率（%）	17.36%	18.45%	19.85%	20.57%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、可比公司估值对比

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。我们选取金盘科技（干式变压器龙头），云路股份（非晶合金薄带全球市占率第一，主要应用于变压器领域），首钢股份（国内取向硅钢排名第二）作为可比公司。考虑到公司系全国唯一的打通上游原材料至下游服务的电力设备供应企业，且将受益取向硅钢价格回升及高牌号硅钢产线投产，给予公司 2024/2025 年 PE 分别为 18.8/12.6 倍，低于可比公司均值 24.3/19.3 倍。

表 2: 估值对比

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
688676.SH	金盘科技	49.10	213.45	1.16	1.79	2.50	42.3	27.4	19.7
688190.SH	云路股份	82.90	99.48	2.77	3.29	4.04	30.0	25.2	20.5
000959.SZ	首钢股份	3.19	248.65	0.09	0.16	0.18	37.5	20.3	17.8
平均							36.6	24.3	19.3
603191.SH	望变电气	17.38	57.90	0.70	0.93	1.38	24.7	18.8	12.6

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自wind 一致预期, 截至 2024 年 4 月 26 日)

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2427	3119	3634	4518	5346	<b>营业收入</b>	2526	2718	3995	5082	6220
现金	933	1373	743	1583	1205	营业成本	2014	2246	3258	4073	4941
应收票据及应收账款	881	1089	1806	1877	2631	营业税金及附加	10	11	16	20	24
预付账款	55	58	107	103	155	营业费用	75	92	152	178	218
存货	446	509	876	856	1245	管理费用	61	78	140	178	211
其他流动资产	112	90	101	100	111	研发费用	28	29	60	71	87
<b>非流动资产</b>	1080	1756	1848	1892	1929	财务费用	-11	-17	10	21	27
长期投资	16	16	16	16	16	资产减值损失	-30	-26	-24	-25	-25
固定资产	589	1115	1236	1314	1374	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	82	126	139	149	160	投资净收益	2	0	1	1	1
其他非流动资产	393	500	457	413	379	<b>营业利润</b>	334	277	354	532	705
<b>资产总计</b>	3507	4875	5482	6410	7275	营业外收入	4	1	3	2	2
<b>流动负债</b>	967	1703	2137	2459	2872	营业外支出	2	4	3	4	4
短期借款	33	264	264	264	264	<b>利润总额</b>	335	273	353	530	703
应付票据及应付账款	517	1093	1242	1677	1864	所得税	42	41	49	77	99
其他流动负债	417	346	630	517	744	<b>税后利润</b>	294	232	304	453	604
<b>非流动负债</b>	272	781	650	818	685	少数股东损益	-5	-3	-4	-6	-8
长期借款	179	665	534	402	269	<b>归属母公司净利润</b>	298	235	309	459	612
其他非流动负债	93	116	116	416	416	EBITDA	379	371	447	628	804
<b>负债合计</b>	1239	2484	2787	3277	3557						
少数股东权益	1	0	-4	-10	-18	<b>主要财务比率</b>					
股本	333	333	333	333	333	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	982	976	976	976	976	<b>成长能力</b>					
留存收益	936	1110	1399	1824	2381	营业收入(%)	30.7	7.6	47.0	27.2	22.4
归属母公司股东权益	2267	2391	2699	3143	3737	营业利润(%)	57.7	-17.1	27.7	50.5	32.4
<b>负债和股东权益</b>	3507	4875	5482	6410	7275	归属于母公司净利润(%)	67.3	-21.3	31.5	48.8	33.3
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	20.3	17.4	18.4	19.8	20.6
						净利率(%)	11.8	8.6	7.7	9.0	9.8
						ROE(%)	12.9	9.7	11.3	14.5	16.2
						ROIC(%)	10.9	6.9	8.2	11.0	13.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	35.3	51.0	50.8	51.1	48.9
						流动比率	2.5	1.8	1.7	1.8	1.9
						速动比率	1.9	1.5	1.2	1.4	1.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	0.6	0.8	0.9	0.9
						应收账款周转率	3.2	2.8	2.8	2.8	2.8
						应付账款周转率	4.1	2.8	2.8	2.8	2.8
						<b>估值比率</b>					
						P/E	19.4	24.7	18.8	12.6	9.5
						P/B	2.6	2.4	2.1	1.8	1.5
						EV/EBITDA	13.5	14.8	13.5	8.1	6.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张文臣、周涛、申文雯声明，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。

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

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)