

望变电气 (603191)

证券研究报告
2024年05月08日

取向硅钢高端产线投产+收购云变电气，公司综合竞争力有望提升

事件：

公司公布2023年年报和2024年一季报。2023年实现营业收入27.2亿元，同比增长7.57%；归母净利润2.3亿元，同比减少21.31%；2024年Q1实现营业收入5.27亿元，同比减少7.76%；归母净利润0.24亿元，同比减少70.5%。

新产线投产有望进一步提升取向硅钢业务盈利能力

产量方面，2023年，我国取向硅钢产量约263.7万吨，同比增量46.3万吨，增长21%；其中民营取向硅钢厂合计产量118.2万吨，产量占比44%，同比提升3个百分点。公司2023年取向硅钢产量12.59万吨，排名全国第三，民营企业第一。

营业收入和利润率方面，公司取向硅钢业务2023年全年实现营业收入12.93亿元，由于取向硅钢价格下降，在销售总量增加0.87万吨的同时营业收入同比下降13.14%；毛利率为19.6%，同比下降4.45pct。

出口方面，2023年公司取向硅钢产品终端使用国家扩大至2023年的15个国家和地区；2023年公司取向硅钢出口实现营业收入2.74亿元，占取向硅钢营业收入的比例为21.18%。

产能方面，公司八万吨高端磁性新材料项目于2022年7月开工，截止2023年末，三期产线除关键国外进口设备外已全面投产；首批取向硅钢成品卷预计2024年4月底下线。我们认为，新产线的投产有望进一步提升取向硅钢业务盈利能力。

产量收入稳定增长，收购云变扩大输配电业务规模

2023年，公司生产电力变压器1133.25万kVA，同比增加280.55万kVA，同比增长32.90%；全年生产箱式变电站1557台，同比增加419台，同比增长36.82%；全年生产成套电气设备10101台/套，较上年增加610台/套，同比增长6.43%。2023年公司输配电及其控制设备业务实现营业收入13.53亿元，同比增长38.52%。

2024年3月，公司公告拟收购云变电气79.97%股份并已于4月完成股份交割。云变电气的主营业务为生产及销售220kV级及以下电力变压器、牵引变压器等类型变压器，同时具备500kV变压器生产能力。此次收购有望使得公司220kV级及以下变压器的研发能力及市场竞争力快速提升，同时将具备500kV级电力变压器生产能力，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。

盈利预测与估值：考虑到高牌号高毛利取向硅钢产品产量的不确定性以及原材料涨价的风险，调整盈利预测，预计公司2024-2026年有望分别实现归母净利润2.87/3.57/4.57亿元（24/25年前值为4.94/6.24亿），对应PE分别为20/16.1/12.6x，维持“买入”评级。

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、应收账款金额较大的风险、项目建设风险等

投资评级

行业	电力设备/电网设备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.2元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	333.17
流通A股股本(百万股)	186.71
A股总市值(百万元)	5,730.48
流通A股市值(百万元)	3,211.34
每股净资产(元)	7.25
资产负债率(%)	54.28
一年内最高/最低(元)	22.15/10.95

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guoliili@tfzq.com	
赵阳	联系人
zhaoyanga@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《望变电气-半年报点评:取向硅钢+输配电业务稳步发展,2023H1归母净利润同比+32.3%》 2023-08-28
- 《望变电气-首次覆盖报告:输配电设备+取向硅钢,产业链一体化优势逐步凸显》 2023-08-02

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,526.48	2,717.79	3,318.11	3,724.94	4,168.60
增长率(%)	30.68	7.57	22.09	12.26	11.91
EBITDA(百万元)	434.55	384.21	464.61	537.80	641.90
归属母公司净利润(百万元)	298.11	234.59	287.12	356.67	456.77
增长率(%)	67.34	(21.31)	22.39	24.22	28.06
EPS(元/股)	0.89	0.70	0.86	1.07	1.37
市盈率(P/E)	19.22	24.43	19.96	16.07	12.55
市净率(P/B)	2.53	2.40	2.12	1.87	1.63
市销率(P/S)	2.27	2.11	1.73	1.54	1.37
EV/EBITDA	14.84	12.07	10.88	7.97	6.15

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	932.99	1,373.14	707.47	1,455.58	1,809.83	营业收入	2,526.48	2,717.79	3,318.11	3,724.94	4,168.60
应收票据及应收账款	880.62	1,089.28	938.45	1,234.43	1,081.46	营业成本	2,013.65	2,246.00	2,731.58	3,032.59	3,343.34
预付账款	54.61	57.81	189.58	45.98	197.30	营业税金及附加	10.02	10.54	12.86	14.44	16.16
存货	446.00	509.07	325.58	567.35	379.93	销售费用	74.66	92.26	112.82	125.90	139.65
其他	112.29	90.12	83.68	85.06	92.21	管理费用	60.79	78.35	86.27	104.30	116.72
流动资产合计	2,426.51	3,119.42	2,244.76	3,388.41	3,560.73	研发费用	27.70	29.25	33.18	37.25	41.69
长期股权投资	16.01	15.53	15.53	15.53	15.53	财务费用	(10.83)	(16.87)	(15.36)	(27.32)	(43.35)
固定资产	589.30	1,114.81	1,088.47	1,050.14	996.01	资产/信用减值损失	(29.93)	(26.39)	(19.00)	(19.00)	(19.00)
在建工程	224.83	377.81	358.25	326.60	277.28	公允价值变动收益	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	81.74	125.52	122.65	119.79	116.92	投资净收益	1.87	0.40	0.44	0.49	0.54
其他	168.11	122.15	101.74	128.90	115.29	其他	44.34	27.29	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,080.01	1,755.82	1,686.65	1,640.96	1,521.03	营业利润	334.05	276.97	338.20	419.27	535.94
资产总计	3,506.52	4,875.24	3,931.40	5,029.37	5,081.76	营业外收入	3.52	0.69	0.69	0.69	0.69
短期借款	33.43	264.25	50.00	50.00	50.00	营业外支出	2.41	4.23	4.23	4.23	4.23
应付票据及应付账款	516.79	1,092.92	424.78	1,357.88	715.16	利润总额	335.15	273.43	334.66	415.73	532.40
其他	242.51	261.25	557.10	368.18	615.06	所得税	41.55	41.41	50.68	62.96	80.63
流动负债合计	792.72	1,618.43	1,031.88	1,776.05	1,380.22	净利润	293.61	232.02	283.98	352.77	451.77
长期借款	179.21	665.12	100.00	100.00	100.00	少数股东损益	(4.50)	(2.57)	(3.14)	(3.91)	(5.00)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	298.11	234.59	287.12	356.67	456.77
其他	92.68	116.16	96.87	101.90	104.98	每股收益(元)	0.89	0.70	0.86	1.07	1.37
非流动负债合计	271.89	781.28	196.87	201.90	204.98						
负债合计	1,239.24	2,484.43	1,228.74	1,977.96	1,585.20	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.69	0.00	(3.14)	(7.05)	(12.05)	成长能力					
股本	333.17	333.17	333.17	333.17	333.17	营业收入	30.68%	7.57%	22.09%	12.26%	11.91%
资本公积	982.38	975.70	975.70	975.70	975.70	营业利润	57.70%	-17.09%	22.11%	23.97%	27.83%
留存收益	935.72	1,110.34	1,397.46	1,754.13	2,210.90	归属于母公司净利润	67.34%	-21.31%	22.39%	24.22%	28.06%
其他	15.31	(28.40)	(0.52)	(4.54)	(11.15)	获利能力					
股东权益合计	2,267.27	2,390.81	2,702.66	3,051.41	3,496.57	毛利率	20.30%	17.36%	17.68%	18.59%	19.80%
负债和股东权益总计	3,506.52	4,875.24	3,931.40	5,029.37	5,081.76	净利率	11.80%	8.63%	8.65%	9.58%	10.96%
						ROE	13.15%	9.81%	10.61%	11.66%	13.02%
						ROIC	28.29%	16.84%	14.78%	16.38%	25.92%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	35.34%	50.96%	31.25%	39.33%	31.19%
净利润	293.61	232.02	287.12	356.67	456.77	净负债率	-31.18%	-15.68%	-19.41%	-41.53%	-46.13%
折旧摊销	60.17	88.59	118.77	122.85	126.31	流动比率	2.51	1.83	2.18	1.91	2.58
财务费用	8.61	14.77	(15.36)	(27.32)	(43.35)	速动比率	2.05	1.53	1.86	1.59	2.30
投资损失	(1.87)	(0.40)	(0.44)	(0.49)	(0.54)	营运能力					
营运资金变动	(341.59)	(83.66)	(204.99)	318.08	(204.09)	应收账款周转率	3.17	2.76	3.27	3.43	3.60
其它	185.42	40.55	(3.14)	(3.91)	(5.00)	存货周转率	6.98	5.69	7.95	8.34	8.80
经营活动现金流	204.35	291.86	181.95	765.89	330.10	总资产周转率	0.88	0.65	0.75	0.83	0.82
资本支出	208.91	785.82	89.30	44.96	16.93	每股指标(元)					
长期投资	(0.12)	(0.48)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.89	0.70	0.86	1.07	1.37
其他	(583.62)	(1,371.12)	(164.76)	(91.52)	(37.86)	每股经营现金流	0.61	0.88	0.55	2.30	0.99
投资活动现金流	(374.83)	(585.77)	(75.46)	(46.56)	(20.94)	每股净资产	6.80	7.18	8.12	9.18	10.53
债权融资	7.78	789.20	(800.03)	32.80	51.70	估值比率					
股权融资	798.39	(50.39)	27.87	(4.01)	(6.62)	市盈率	19.22	24.43	19.96	16.07	12.55
其他	18.79	(99.85)	0.00	(0.00)	(0.00)	市净率	2.53	2.40	2.12	1.87	1.63
筹资活动现金流	824.95	638.95	(772.16)	28.79	45.09	EV/EBITDA	14.84	12.07	10.88	7.97	6.15
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	17.21	15.63	14.62	10.33	7.65
现金净增加额	654.47	345.04	(665.67)	748.12	354.25						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com