

2022年08月04日

证券研究报告·公司研究报告

望变电气(603191) 电力设备

买入(首次)

当前价: 27.88元

目标价: 38.70元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

取向硅钢民营龙头，一体化产业链尽享优势

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司取向硅钢产量在民营企业中排名第一，输配电及控制设备营收占比 45.23%，一体化产业链优势明显；2) 取向硅钢未来供需呈现紧平衡局面，预计 2022-2023 年会出现 11、9 万吨小幅缺口，有望推动价格进一步上涨；3) 募投项目全面推进，2024 年公司产能将大幅提升，取向硅钢总产能将达到 18 万吨，业绩有望迎来爆发期。
- 民营取向硅钢龙头，深耕一体化产业链。** 公司取向硅钢产量排名全国第三，民营生产企业中产量排名第一。2021 年，公司输配电及控制设备营收达 8.45 亿元，占公司总营收 45.23%。公司可生产电力变压器、箱式变电站和成套电气设备，已形成从取向硅钢到变压器生产的全产业链覆盖格局。
- 取向硅钢下游景气度高，未来供需呈现紧平衡局面。** 取向硅钢为生产变压器铁芯的关键材料，在“碳达峰”“碳中和”大背景下，国家对变压器、电机、家用电器的能效升级提出了严格的要求，因此未来下游制造业对于能效标准的提升将增加取向硅钢的需求量。根据我们的测算，2022-2025 年我国取向硅钢供需缺口/过剩分别为-11、-9、8、2 万吨，总体处于紧平衡状态。
- 把握输配电行业东风，下游客户稳定性高。** “十四五”期间，我国在电网建设上将加大电力投资规模。根据前瞻产业研究院预测，我国规模以上输配电设备企业销售规模至 2026 年将超过 4.27 万亿元。公司下游客户稳定且具备可持续性。公司与国家电网、南方电网及其附属电力公司建立了长期稳定的合作关系。
- 募投项目高端，产能持续释放。** 根据公司产能规划及取向硅钢募投项目进程，预计 2023 年将新增 3 万吨产能，2024 年公司取向硅钢总产能将达到 18 万吨。箱式变电站产能将达到 2706 台；成套电气设备将达到 33850 台；电力变压器产能将增加 3300 台，2024 年公司业绩有望迎来爆发。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.00/1.29/1.81 元，对应动态 PE 分别为 28/22/15 倍，3 年归母净利润复合增速为 50.25%。参考同行业公司 2023 年平均 PE 23 倍，公司作为民营取向硅钢龙头，产业链一体化协同布局且高端产品占比将大幅提升，给予公司 2023 年 30 倍估值，对应目标价 38.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 下游需求不及预期、市场竞争加剧、募投项目建设不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1933.35	2376.40	2702.00	3845.98
增长率	49.08%	22.92%	13.70%	42.34%
归属母公司净利润(百万元)	178.15	332.23	428.91	604.24
增长率	25.01%	86.49%	29.10%	40.88%
每股收益 EPS(元)	0.53	1.00	1.29	1.81
净资产收益率 ROE	15.96%	20.75%	21.84%	24.34%
PE	52	28	22	15
PB	8.37	5.82	4.74	3.75

数据来源: Wind, 西南证券

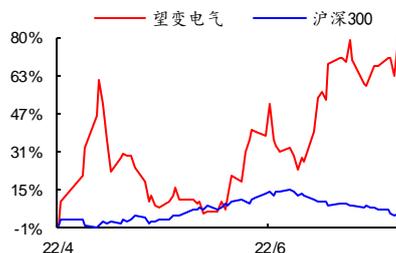
西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

联系人: 黄腾飞
电话: 13651914586
邮箱: htengf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.33
流通 A 股(亿股)	0.83
52 周内股价区间(元)	17.08-30.67
总市值(亿元)	92.84
总资产(亿元)	22.36
每股净资产(元)	4.44

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：民营取向硅钢龙头	1
1.1 深耕行业三十年，一体化产业链优势明显.....	1
1.2 取向硅钢产量全国第三，输配电及控制设备业务稳定.....	3
1.3 取向硅钢发展迅速，盈利能力稳步提升.....	3
2 取向硅钢行业潜力巨大，未来将保持高景气	6
2.1 变压器铁芯关键材料，技术壁垒较高.....	6
2.2 电工钢行业景气度持续提升，充分受益碳中和政策.....	7
2.3 竞争格局集中，产能 2024 年集中释放.....	9
2.4 下游需求强劲，供需呈现紧平衡局面.....	10
3 深耕输配电行业，产业链协同优势凸显	12
3.1 把握政策东风，市场规模快速增长.....	12
3.2 竞争格局较为分散，市场集中度有望进一步提升.....	14
3.3 输配电变压器量价齐升，助力公司高速发展.....	15
4 募投项目加速建设，地处西南，尽享地理优势	16
4.1 取向硅钢项目高端，产能持续释放.....	16
4.2 西南中心城市，区位优势显著.....	17
5 盈利预测与估值	19
5.1 盈利预测.....	19
5.2 相对估值.....	20
6 风险提示	20

图 目 录

图 1: 公司发展历史.....	1
图 2: 公司实际控制人持股 38.65%.....	1
图 3: 公司主要产品产业链覆盖情况.....	2
图 4: 2021 年取向硅钢行业产量占比.....	3
图 5: 2021 年占输配电及控制设备产品营业收入的比例.....	3
图 6: 公司营业收入及增速.....	4
图 7: 公司归母净利润及增速.....	4
图 8: 公司主营业务收入占比情况.....	4
图 9: 公司主营业务毛利情况.....	4
图 10: 公司近 5 年成本情况.....	5
图 11: 取向硅钢销量及售价、成本情况.....	5
图 12: 一般取向硅钢工艺流程.....	7
图 13: 高磁感取向硅钢工艺流程.....	7
图 14: 2016-2021 年我国无取向电工钢产能产量情况.....	8
图 15: 2016-2021 年我国取向电工钢产能产量情况.....	8
图 16: 2016-2021 年我国取向硅钢细分产品情况.....	9
图 17: 2016-2021 年高磁感取向硅钢占比情况.....	9
图 18: 2018-2025E 光伏装机容量.....	10
图 19: 2018-2025E 风电装机容量.....	10
图 20: 电力系统构成.....	12
图 21: 2015-2022 年 6 月中国电力工程投资额及增速.....	13
图 22: 2015-2022E 年国家电网投资额及增速.....	13
图 23: 全国规模以上输配电设备企业营收规模情况及预测.....	14
图 24: 中国规模以上输配电设备企业数量及增长情况.....	14
图 25: 2018-2026 年中国规模以上输配电设备企业营收.....	14
图 26: 电力变压器销量及均价.....	16
图 27: 箱式变电站和成套电气设备销量及均价.....	16
图 28: 公司取向硅钢产能利用率情况.....	17
图 29: 公司未来产能释放情况.....	17
图 30: 公司箱式变电站产能规划情况.....	17
图 31: 公司成套电气设备产能规划情况.....	17
图 32: 公司地处西南核心区域.....	18
图 33: 公司分地区营收占比.....	18

表 目 录

表 1: 公司主要产品及简介	2
表 2: 硅钢分类.....	6
表 3: 硅钢行业政策.....	7
表 4: 取向硅钢生产企业产能产量情况 (万吨)	9
表 5: 2022-2025 取向硅钢需求量测算.....	11
表 6: 取向硅钢供需平衡表	11
表 7: 输配电行业主要政策	12
表 8: 输配电及控制设备行业内主要公司.....	15
表 9: 公司募投项目.....	16
表 10: 分业务收入及毛利率.....	19
表 11: 可比公司估值 (截止 2022.8.3 收盘)	20

1 公司概况：民营取向硅钢龙头

1.1 深耕行业三十年，一体化产业链优势明显

重庆望变电气股份有限公司主营业务为输配电及控制设备和取向硅钢的研发、生产与销售。秉承“铸望变品牌，创行业先锋，做百年企业”愿景，已深耕输配电及控制设备行业近三十年。通过长期生产实践和技术创新，公司掌握了输配电及控制设备领域关键生产工艺及多项核心技术，建立了完整的销售体系和销售网络，在行业内积累了广泛的客户基础。

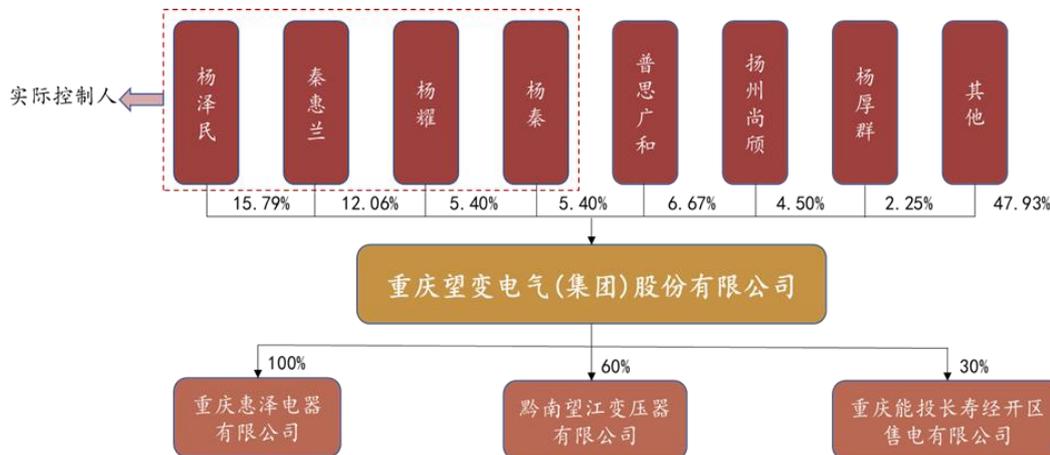
图 1：公司发展历史



数据来源：招股说明书，西南证券整理

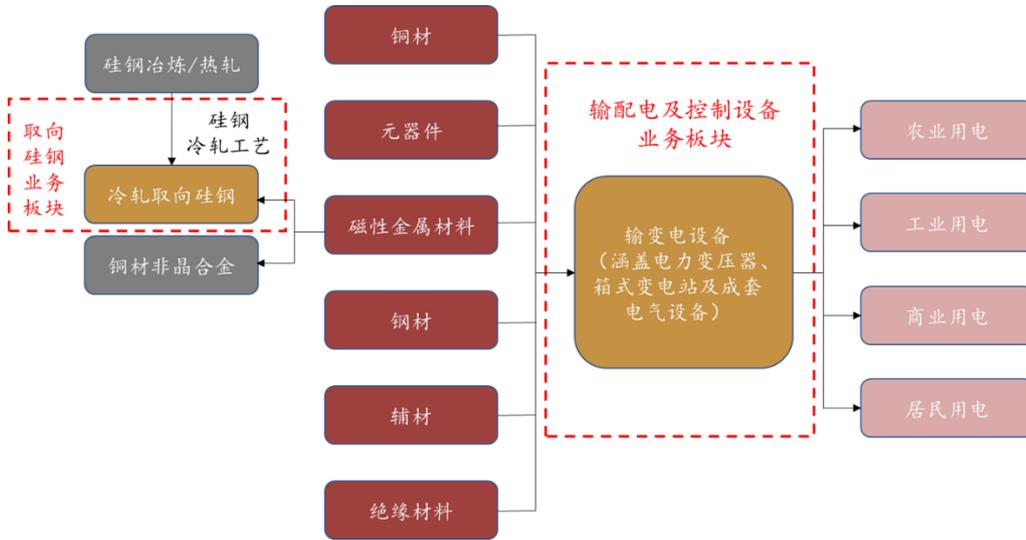
公司实际控制人为杨泽民先生、秦惠兰女士、杨耀先生、杨秦女士，总计持有公司 **38.65%** 的股份。杨泽民先生是公司董事长兼总经理，持有公司 15.79% 的股份。秦惠兰女士持有公司 12.06% 的股份，杨耀先生持有公司 5.40% 的股份，杨秦女士持有公司 5.40% 的股份。

图 2：公司实际控制人持股 38.65%



数据来源：Wind，西南证券整理

公司主要产品分为输配电及控制设备和取向硅钢两大类。公司输配电及控制设备主要包括电力变压器、箱式变电站、成套电气设备，广泛用于农、工、商业及居民用电；公司取向硅钢主要包含一般取向硅钢 (CGO) 和高磁感取向硅钢 (HiB)，是生产变压器及各类电机所需的主要原材料之一。

图 3：公司主要产品产业链覆盖情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 1：公司主要产品及简介

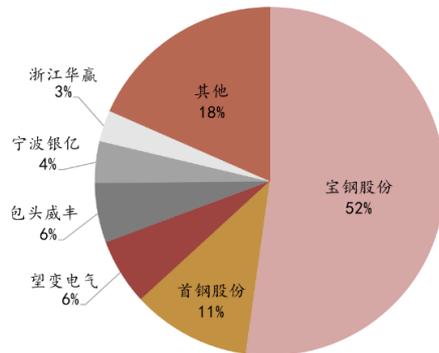
业务板块	产品类别	主要产品	产品简介	
输配电及控制设备	电力变压器	常规硅钢片变压器	采用取向硅钢作为铁心材料的变压器	
		非晶合金变压器	以铁基非晶态金属作为铁心，铁损比硅钢片铁心变压器低 50% 以上	
		三维立体卷铁芯变压器	一种节能型电力变压器，产品性能更为优化	
		无励磁调压变压器	110kV 级及以下三相双绕组、三绕组无励磁调压变压器	
		有载调压变压器	110kV 级及以下三相双绕组、三绕组有载调压电力变压器	
		调容调压变压器	通过监测变压器低压侧的电压、电流，来判断当前负荷电流大小，有载调容开关根据信息进行容量切换	
	箱式变电站	预制仓式变电站	由变压器、高压开关、中压电器设备及相应辅助配套设备等紧凑式组合，通过灵活排列布置集成新型预制舱式模块化变电站	
		欧式箱变	由高压室由负荷开关、熔断器和避雷器等组成；低压室由空气开关、电流互感器、电流电压表等组成，变压器采用油浸式或干式	
		华式箱变	采用独特 R 法高压连接，各单元相互独立的结构，高压断路器室、低压开关室、变压器室独立，通过导线连成一个完整的供电系统	
		美式箱变	由变压器、高压受电部分的负荷开关及保护装置、低压配电装置、低压计量系统和无功补偿装置组合在一起的成套变配电设备	
	成套电气设备	中高压开关柜	可实现系统的智能化控制，具有遥控、遥测、遥信及遥调功能	
		中高压环网柜	环网柜是一组输配电设备装在绝缘柜体内或做成拼装间隔式环网供电单元的电气设备，其核心部分采用负荷开关和熔断器	
		低压开关柜	低压开关柜是连接低压线缆实现向用户终端供电的开关设备	
	取向硅钢	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

数据来源：招股说明书，公司官网，西南证券整理

1.2 取向硅钢产量全国第三，输配电及控制设备业务稳定

公司取向硅钢产量排名全国第三，民营生产企业中产量排名第一。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。我国取向硅钢行业竞争处于市场相对集中、产能产量形成以国有企业为主、民营企业快速发展的竞争格局。

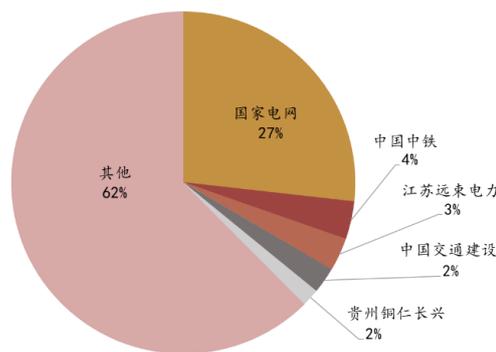
图 4：2021 年取向硅钢行业产量占比



数据来源：Wind，西南证券整理

配电及控制设备客户稳定，国家电网为最大客户。2021 年，公司输配电及控制设备产品营业收入为 8.45 亿元，其中国家电网提供了 2.26 亿元，占营业收入的 27%。2019 至 2021 年，国家电网一直为公司输配电及控制设备的第一大客户，分别占营业收入的 28.2%、27.8%、26.8%，公司与国家电网业务关系稳定且具备可持续性。

图 5：2021 年占输配电及控制设备产品营业收入的比例

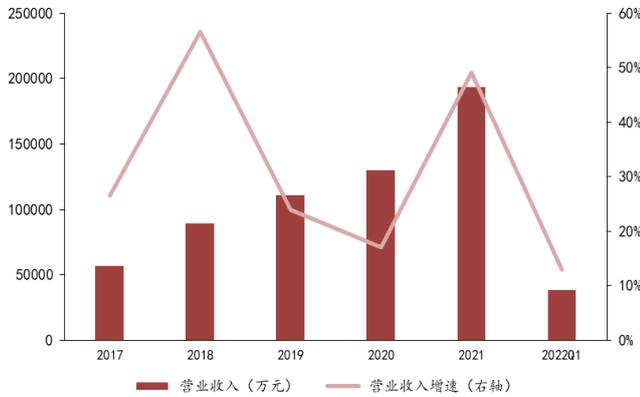


数据来源：招股说明书，西南证券整理

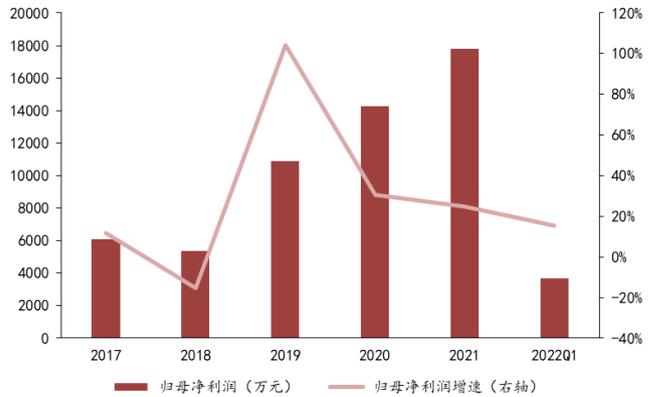
1.3 取向硅钢发展迅速，盈利能力稳步提升

营业收入增长迅速，归母净利润稳步提升。2021 年公司营业收入为 19.3 亿元，同比增长了 49.1%，近 5 年复合增速为 27.1%。归母净利润为 1.8 亿元，同比增长了 25.0%，近 5 年复合增速为 24.0%。2022Q1 公司营业收入为 3.9 亿元，同比增长了 13.0%；归母净利润为 0.4 亿元，同比增长了 15.6%。近 5 年公司营收的飞速增长主要系取向硅钢业务的发展，

2021年的增长系取向硅钢二期生产线投产后,使2021年取向硅钢产量增加了4.5万吨,营收增长了4.92亿元。此外公司输配电及控制设备产能利用率较高,使收入能保持稳定增长。

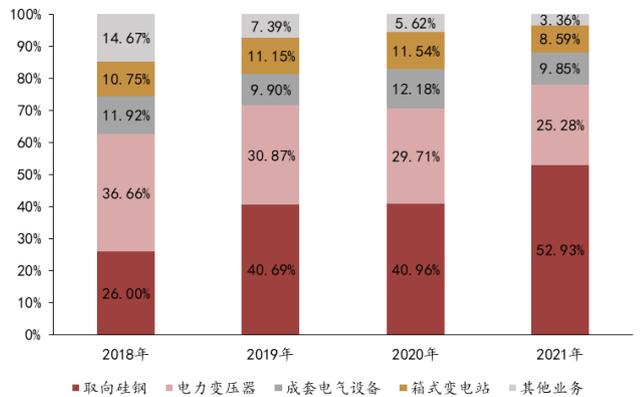
图 6: 公司营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

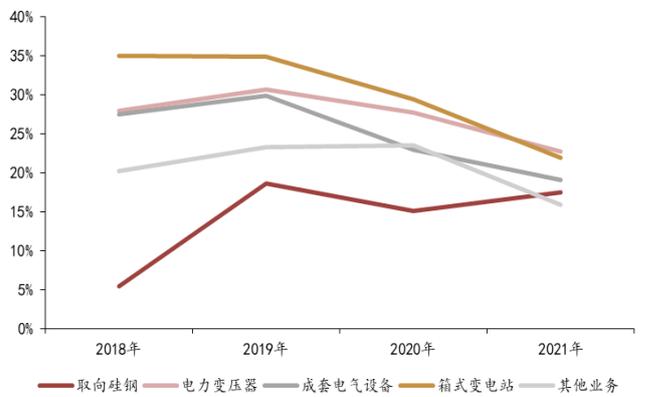
图 7: 公司归母净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

取向硅钢业务发展迅猛,各业务毛利水平波动较小。2021年,公司取向硅钢营收占比超过总营收的一半,达到52.93%。取向硅钢毛利率为17.5%,自2019年公司取向硅钢满产后毛利率水平趋于平稳。公司经过多年的发展,已经形成“从取向硅钢到变压器”的一体化产业链,有明显的产业链优势;拥有多品种、多规格产品线以及运行维护的解决方案及实施,产品综合竞争能力突出。

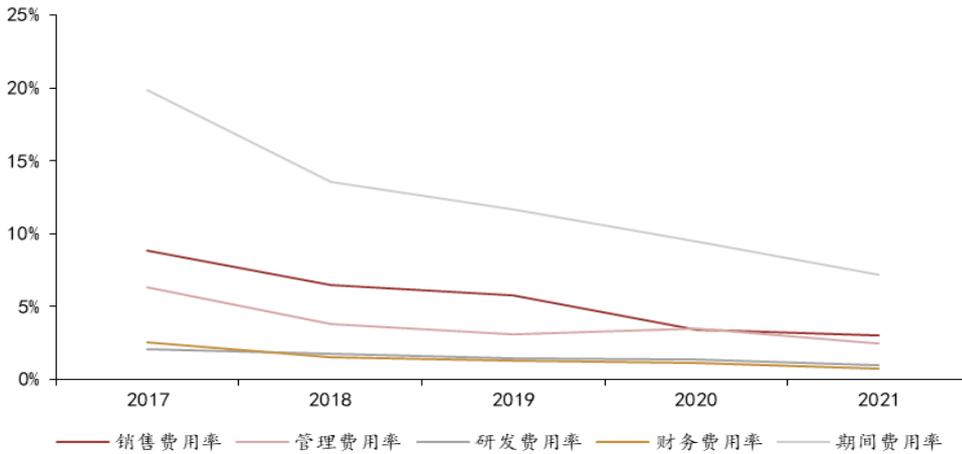
图 8: 公司主营业务收入占比情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9: 公司主营业务毛利情况


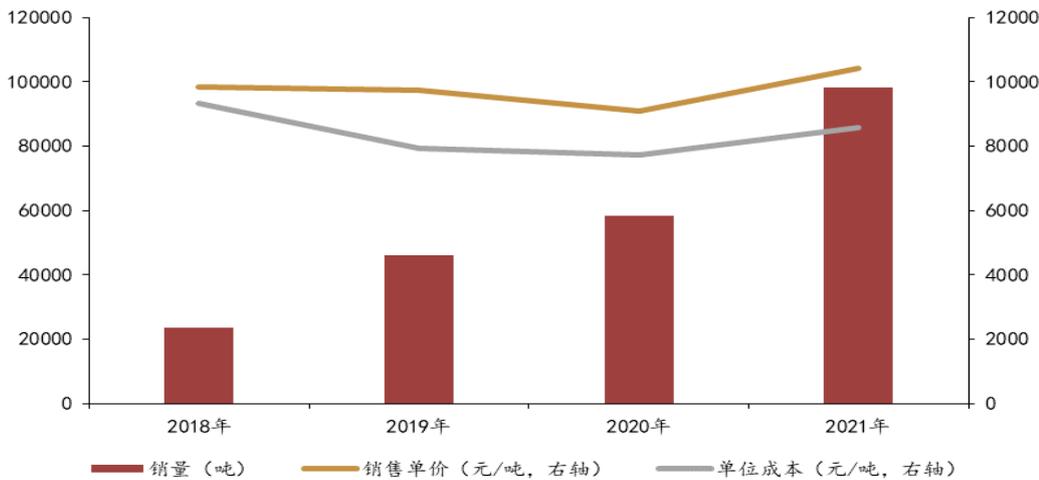
数据来源: Wind, 西南证券整理

公司成本控制良好,期间费用率逐年降低。公司期间费用率从2017年的19.85%下降至2021年的7.18%。其中,销售费用率、管理费用率、财务费用率分别下降了5.85%、3.91%、1.79%。近5年随着公司业务规模的扩大,公司在管理和研发方面的成本有明显的增加,但因为取向硅钢业务带来的高营收,使得期间费用率逐年降低。

图 10：公司近 5 年成本情况


数据来源：wind, 西南证券整理

取向硅钢销量持续走高，价格水平随上游原材料价格波动而变化。公司 2018 年取向硅钢进行试制生产，产能尚未满负荷运转。2019 年公司取向硅钢产能满产，2020 年下半年公司取向硅钢二期投产，公司产能进一步上升，2021 年完成销售 9.8 亿吨。2021 年由于公司产能增加及大宗材料市场供给影响，主要原材料中取向硅钢原料卷、铜材、钢材单价上升，导致产品的成本及售价有所升高。

图 11：取向硅钢销量及售价、成本情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 取向硅钢行业潜力巨大，未来将保持高景气

2.1 变压器铁芯关键材料，技术壁垒较高

电工钢又称硅钢片，是一种含碳极低的硅铁软磁合金，一般含硅量在 0.5%-4.5%之间。因为在铁中加入硅可提高铁的电阻率和最大磁导率，因此电工钢主要用来制作各种变压器、电动机、发电机的铁芯。电工钢的生产工艺复杂、工艺窗口窄，生产难度大，因此被誉为钢铁产品中的工艺品，特别是取向硅钢片。目前世界硅钢片产量约占钢材总量的 1%。

电工钢可分为取向电工钢和无取向电工钢，其中取向电工钢分为一般取向电工钢 (CGO) 和高磁感取向电工钢 (HIB)；无取向电工钢分为中低牌号无取向电工钢和高牌号 (高效、高磁感) 无取向电工钢。近年来随着电工钢技术工艺的发展，高频极薄取向和无取向电工钢 (0.1mm 以下) 逐步成为开发的重点材料。

表 2：硅钢分类

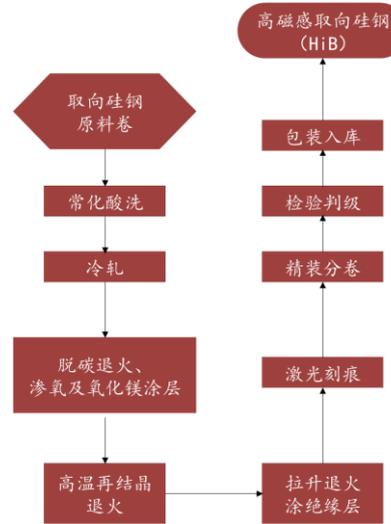
类别	细分		硅含量/%	公称厚度/mm	主要用途	备注
热轧硅钢 (无取向)	热轧低硅钢 (电机钢)		1.0-2.5	0.5	家用电机和微电机	热轧硅钢已基本淘汰
	热轧高硅钢 (变压器钢)		3.0-4.5	0.35/0.50	变压器	
冷轧硅钢	冷轧无取向硅钢 (电机钢)	低碳硅钢	≤0.5	0.50、0.65	家用电机、微电机小变压器和镇流器	-
		硅钢	>0.5-3.5	0.35、0.50	大中型电机、发电机和变压器	
	冷轧取向硅钢 (变压器钢)	普通取向硅钢 (CGO)	2.9-3.3	0.18、0.23、0.27	大中小型变压器和镇流器	
		高磁感取向硅钢 (HIB)		0.30、0.35		

数据来源：《中国冶金百科全书》，西南证券整理

取向硅钢生产工艺路线长，技术壁垒极高。从热轧卷后，需要经过常化、第一次冷轧、中间退火、第二次退火、脱碳退火、高温退火、热拉伸平整等 7 道工序。工艺窗口窄，炼钢环节，其他金属以及杂质要控制在 PPM 级别；热轧环节，容许温降小于 100°C，高温终轧、卷取、层流冷却要求高于 350°C，接近冷却能力极限；退火阶段，APL 常化温度波动控制在 ±5°C，DCL 退火温度精度 ±3°C，罩式炉高温退火总时间约一周，温度最高达到 1200°C，气氛管理非常严格。全流程生产取向硅钢对企业技术设备、操作水平、资金能力要求极高。

图 12：一般取向硅钢工艺流程


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 13：高磁感取向硅钢工艺流程


数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.2 电工钢行业景气度持续提升，充分受益碳中和政策

在“碳达峰”“碳中和”大背景下，对于节能减排的要求日益提高，国家对变压器、电机、家用电器的能效升级提出了严格的要求，因此未来下游制造业对于能效标准的提升也将增加高牌号无取向硅钢的需求量，而低端产品市场将逐步被蚕食。

表 3：硅钢行业政策

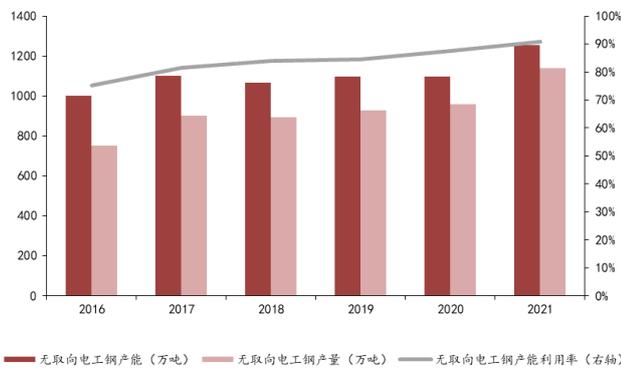
政策名称	发布单位	发布时间	相关内容
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	中华人民共和国全国人民代表大会	2021 年 3 月	改造提升传统产业，推动石化、钢铁、有色、建材等原材料产业布局优化和结构调整，扩大轻工、纺织等优质产品供给，加快化工、造纸等重点行业企业改造升级，完善绿色制造体系。深入实施增强制造业核心竞争力和技术改造专项，鼓励企业应用先进适用技术、加强设备更新和新产品规模化应用。
《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见》	中华人民共和国工业和信息化部	2020 年 12 月	加快推动钢材产品提质升级，重点发展航空发动机用高温合金、高品质特殊钢、高性能海洋工程用钢、高端装备用特种合金钢、核心基础零部件用钢等“特、精、高”关键品种，力争每年突破 3-5 种关键短板钢铁材料，持续提升有效供给能力和水平，满足航空航天、国防军工、海工船舶、能源装备、轨道交通等行业重大技术装备和重大工程的用钢需求。
《变压器能效提升计划（2021-2023）》	中华人民共和国工业和信息化部	2021 年 12 月	引导非晶合金带材、硅钢片、绝缘材料等材料生产企业开展关键工艺提升，改进材料性能，降低材料的单位损耗、噪音，提升材料的稳定性。鼓励装备制造企业加快自动化、智能化水平，推进变压器制造装备用核心器件、专用软件的质量提升和规模化应用。
产业结构调整指导目录（2019 年本）	中华人民共和国国家发展和改革委员会	2019 年 10 月	低铁损高磁感取向电工钢为鼓励类行业。
《战略性新兴产业分类（2018）》	国家统计局	2018 年 11 月	高性能电工钢加工被列为战略性新兴产业。

政策名称	发布单位	发布时间	相关内容
《增强制造业核心竞争力三年行动计划(2018-2020年)》	中华人民共和国国家发展和改革委员会	2017年11月	加快先进金属及非金属关键材料产业化。重点发展汽车用超高强度钢板及零部件用钢, 高铁关键零部件用钢, 高性能硅钢。
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	中华人民共和国国务院	2016年11月	推动新材料产业提质增效。面向航空航天、轨道交通、电力电子、新能源汽车等产业发展需求, 扩大高强度轻合金、高性能纤维、特种合金、先进无机非金属材料、高品质特殊钢、新型显示材料、动力电池材料、绿色印刷材料等规模化应用范围, 逐步进入全球高端制造业采购体系。
《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)的通知》	中华人民共和国工业和信息化部	2016年10月	明确指出“高效率、低损耗及特殊用途硅钢”为关键品种重大工程。节能环保装备与化工装备用耐蚀钢, 高效率、低损耗及特殊用途硅钢等被列为关键品种重大工程。

数据来源: 中国钢铁工业协会, 中国金属学会电工钢分会, 西南证券整理

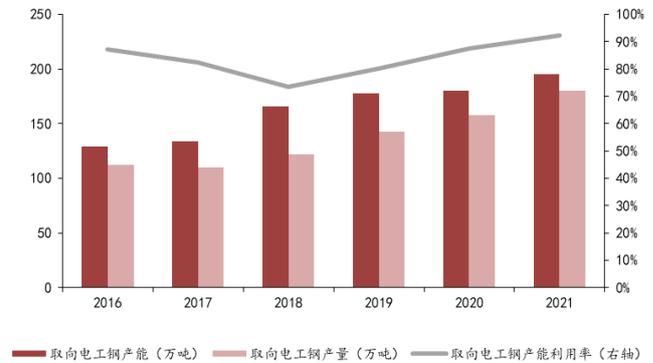
2021年我国无取向电工钢动态产能为1253万吨, 同比增长14.32%。在取向电工钢生产方面, 生产技术水平、产品研发能力等方面进步明显, 产能提升明显, 2021年取向电工钢动态产能为195万吨, 同比增长8.33%。2021年无取向电工钢产量为1138.19万吨, 取向电工钢产量为180.09万吨。2016年以来, 在供给侧结构性改革政策的推动下, 我国钢铁去产能取得显著成效, 行业内企业布局优化, 加大了对取向电工钢产品的供应, 行业产能利用率稳步提升, 2021年我国无取向电工钢和取向电工钢产能利用率分别达到90.84%和92.35%。

图 14: 2016-2021 年我国无取向电工钢产能产量情况



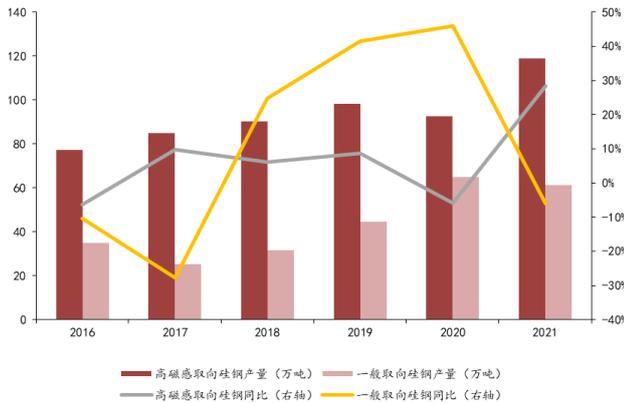
数据来源: 中国金属学会电工钢分会, 西南证券整理

图 15: 2016-2021 年我国取向电工钢产能产量情况



数据来源: 中国金属学会电工钢分会, 西南证券整理

在“十三五”期间, 我国电工钢行业技术进步明显, 实现了从低端到高端产品的全覆盖, 高端产品占比提升较快。取向硅钢中, 高磁感取向硅钢2021年产量为118.92万吨, 同比增长28.55%; 一般取向硅钢2021年产量为61.17万吨, 同比下降6.05%。2021年高磁感取向硅钢占取向硅钢总产量的66.03%, 根据中国金属学会电工钢分会预测, “十四五”期间高磁感取向硅钢占比将提升到70%以上。

图 16：2016-2021 年我国取向硅钢细分产品情况


数据来源：中国金属学会电工钢分会，西南证券整理

图 17：2016-2021 年高磁感取向硅钢占比情况


数据来源：中国金属学会电工钢分会，西南证券整理

2.3 竞争格局集中，产能 2024 年集中释放

取向硅钢行业竞争处于市场相对集中、产能产量形成以国有企业为主、民营企业快速发展的竞争格局。由于行业进入门槛较高，高磁感取向硅钢产品以国企生产为主，一般取向硅钢产品以民营企业生产为主的竞争格局将在未来较长一段时间内维持现状。

取向硅钢产能集中在 2024 年释放。根据宝钢投资者交流平台董秘回答，宝钢计划 2024 年将取向硅钢产能提升到 116 万吨，较 2021 年提升 26 万吨。首钢股份 2021 年产量 20 万吨，今年取向硅钢二期项目已开始建设，预计 2023 年投产，到时将新增超薄规格高磁感取向硅钢 9 万吨。太钢不锈高端冷轧取向硅钢项目于 2019 年 11 月开工建设，计划分二期建成，2024 年 12 月底全线投产，建成后可形成年产 16 万吨高等级冷轧取向硅钢生产能力。民营企业方面，望变电气募投项目 8 万吨高性能取向硅钢项目已开始建设，其中国内设备部分预计 12 个月内完成，届时产能将新增 2-3 万吨，进口设备部分预计 2024 年 6 月到位，当年产能可新增 5-6 万吨，2025 年全部达产。包头威丰 2021 年取向硅钢产能为 10 万吨，2022 年公司投资 8 亿元建设 10 万吨高磁感取向硅钢项目，预计 2024 年投产，届时公司将拥有 20 万吨取向硅钢产能。

根据我们测算，2022-2025 年取向硅钢总产能为 213、236、264、272 万吨。2021 年我国取向硅钢产能利用率为 92%，假设 2022-2025 年产能利用率分别为 93%、94%、95%、95%，对应取向硅钢总产量分别为 198、222、251、258 万吨。

表 4：取向硅钢生产企业产能产量情况（万吨）

企业名称	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
宝钢股份	90	100	108	116	116
首钢股份	20	20	29	29	29
太钢不锈	-	8	8	8	16
望变电气	10	10	13	18	18
包头威丰	10	10	13	20	20
宁波银亿	6	6	6	14	14
浙江华赢	5	5	5	5	5

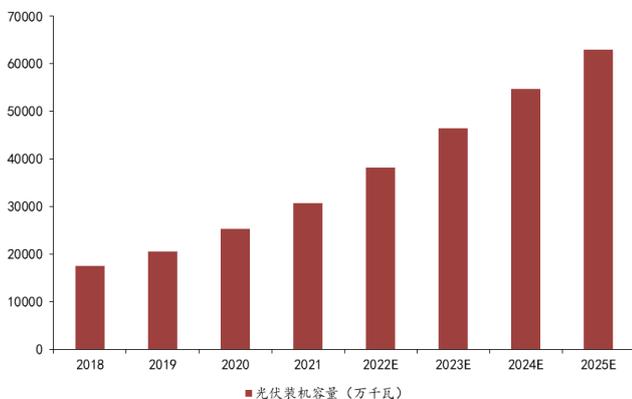
企业名称	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
无锡华精	5	5	5	5	5
以利奥林	5	5	5	5	5
福建晶龙	5	5	5	5	5
江阴森豪	5	5	5	5	5
山西利国	5	5	5	5	5
江苏赐宝	5	5	5	5	5
新万鑫	4	4	4	4	4
华西带钢	4	4	4	4	4
海安华诚	4	4	4	4	4
无锡晶龙	4	4	4	4	4
江苏赢钢	4	4	4	4	4
广东盈泉	4	4	4	4	4
总产能 (万吨)	195	213	236	264	272
产能利用率	92%	93%	94%	95%	95%
总产量 (万吨)	179	198	222	251	258

数据来源：招股说明书，公司公告，公司官网，西南证券整理

2.4 下游需求强劲，供需呈现紧平衡局面

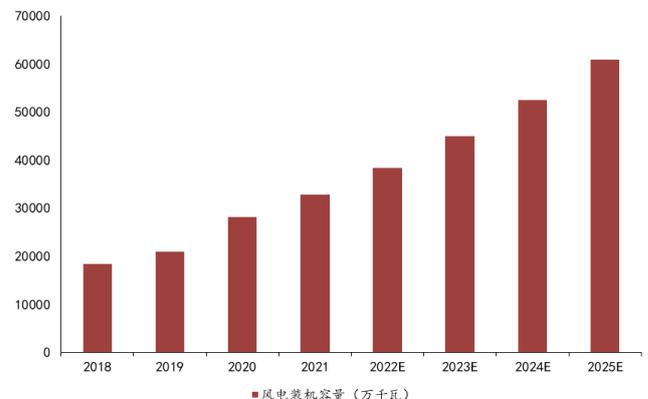
取向硅钢的唯一下游为变压器，而变压器所在的输配电及控制设备行业是与电力工业密切相关的行业。近年来我国电力工业的发展为输配电及控制设备制造企业提供了广阔的发展空间。输配电及控制设备广泛应用在电力电网、新能源发电、轨道交通、数据中心、新型基础设施等领域，具有良好的市场前景。根据中国光伏行业协会预测，2022-2025年我国年均新增光伏装机将达到 8300-9900 万千瓦，按保守 8300 万千瓦测算，2025 年我国光伏装机容量将达到 63056 万千瓦。根据 CWEA 风能专委会预测，2022-2025 年我国新增风电装机容量为 5600 万千瓦、6500 万千瓦、7500 万千瓦、8500 万千瓦，2025 年风电装机总容量将达到 60948 万千瓦。

图 18：2018-2025E 光伏装机容量



数据来源：国家统计局，中电联，西南证券整理

图 19：2018-2025E 风电装机容量



数据来源：国家统计局，CWEA，西南证券整理

根据《双碳战略下取向硅钢的价值与市场机遇》中各种发电方式对应的容量系数和从发电机组到用电终端的全网折算系数的判断以及基于中电联和 CWEA 的数据，我们做出如下预测：

1) 风电及光伏是带动取向硅钢需求量的主要增量，火电增速逐步回落。我们预测火电 2022-2025 年装机容量增速分别为 3.0%、3.0%、2.7%、2.5%。

2) 变压器一般设计寿命为 30 年，我国存量变压器一直处于不断迭代的过程中。根据近年变压器产量以及迭代率测算，“十四五”期间存量变压器迭代所带动的取向硅钢需求量为 8.4 万吨/年。

3) 根据近几年取向硅钢出口量增速过高，我们保守假设 2023-2025 年取向硅钢净出口量增速为 10%。

我们预计 2022-2025 年我国取向硅钢需求量分别为 209、231、243、257 万吨。

表 5：2022-2025 取向硅钢需求量测算

		2021	2022E	2023E	2024E	2025E
火电	新增发电装机（万千瓦）	5054	3890	4007	3715	3532
	取向硅钢需求量（万吨）	36	28	29	26	25
水电	新增发电装机（万千瓦）	1586	379	383	388	397
	取向硅钢需求量（万吨）	11	3	3	3	3
太阳能	新增发电装机（万千瓦）	5313	7500	8300	8300	8300
	取向硅钢需求量（万吨）	52	73	81	81	81
风电	新增发电装机（万千瓦）	4695	5600	6500	7500	8500
	取向硅钢需求量（万吨）	46	54	63	73	82
抽水蓄能	新增发电装机（万千瓦）	490	519	592	677	773
	取向硅钢需求量（万吨）	4	4	4	5	6
核电	新增发电装机（万千瓦）	337	377	403	432	462
	取向硅钢需求量（万吨）	2	3	3	3	3
存量变压器迭代取向硅钢需求（万吨）		8	8	8	8	8
净出口（万吨）		33	36	40	43	48
总需求（万吨）		192	209	231	243	257

数据来源：《双碳战略下取向硅钢的价值与市场机遇》，中电联，西南证券整理

根据我们上述预测，2022-2025 年我国取向硅钢供需缺口/过剩分别为 -11、-9、8、2 万吨。总体处于紧平衡状态，2024 年产能集中释放后有小幅过剩。

表 6：取向硅钢供需平衡表

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总需求（万吨）	192	209	231	243	257
总产量（万吨）	179	198	222	251	258
供需缺口/过剩（+/-,万吨）	-12	-11	-9	8	2

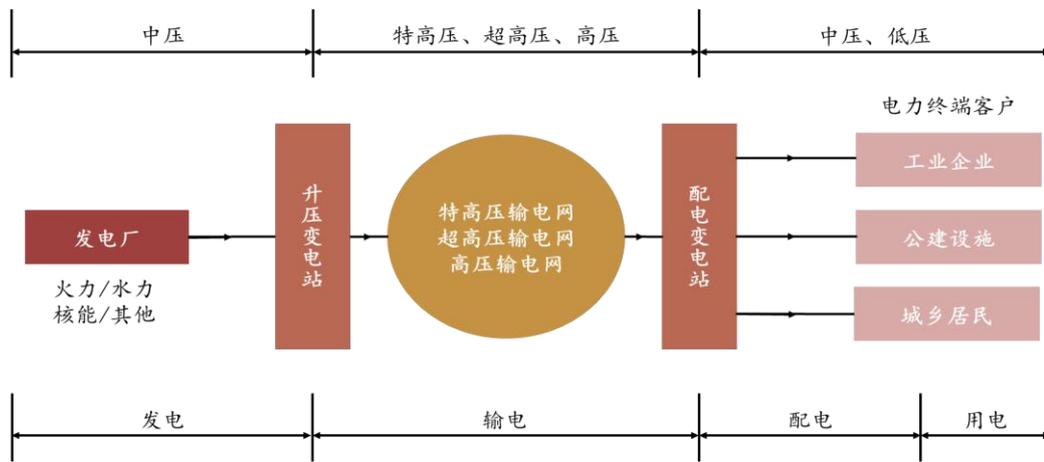
数据来源：《双碳战略下取向硅钢的价值与市场机遇》，中电联，西南证券整理

3 深耕输配电行业，产业链协同优势凸显

3.1 把握政策东风，市场规模快速增长

电力系统由发电、输变电、配电、用电四大系统共同构成。其中，输变电及配电环节是电力系统中发电厂与电力用户之间的输送电能与分配电能的组成部分。输变电是从发电厂或发电厂群向供电区输送大量电力的主干渠道，同时也是不同电网之间互送大量电力的联网渠道；而配电是在供电区内将电能分配至电力终端用户的分配手段，并直接为用户服务。

图 20：电力系统构成



数据来源：招股说明书，西南证券整理

输配电及控制设备下游主要应用在农、工、商业及居民用电，伴随着技术升级及产业变革，应用领域从电力电网等传统行业拓展至新能源发电、轨道交通、数据中心、新型基础设施等新兴领域。近年来我国电力工业的发展为输配电及控制设备制造企业提供了广阔的发展空间。

表 7：输配电行业主要政策

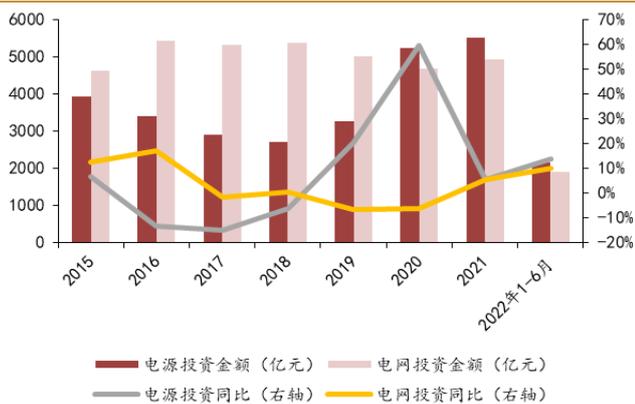
政策名称	发布时间	相关内容	发布单位
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	2021 年 3 月	立足产业规模优势、配套优势和部分领域先发优势，巩固提升高铁、电力装备、新能源、船舶等领域全产业链竞争力，从符合未来产业变革方向的整机产品入手打造战略性全局性产业链。	中华人民共和国全国人民代表大会
《变压器能效提升计划（2021-2023）》	2020 年 12 月	自 2021 年 6 月起，新增变压器须符合国家能效标准要求，鼓励使用高效节能变压器。支持可再生能源电站、电动汽车充电站（桩）、数据中心、5G 基站、采暖等领域使用高效节能变压器，提高高效节能变压器在工业、通信业、建筑、交通等领域的应用比例。	中华人民共和国工业和信息化部
《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	2019 年 10 月	输变电节能、环保技术推广应用、高压真空元件及开关设备，智能化中压开关元件及成套设备，使用环保型中压气体的绝缘开关柜，智能型（可通信）低压电器，非晶合金、卷铁心等节能电力变压器；低铁损高磁取向电工钢为鼓励类行业。	中华人民共和国国家发展和改革委员会

政策名称	发布时间	相关内容	发布单位
《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》	2018年9月	发挥重点电网工程再优化投资结构、清洁能源消纳、电力精准扶贫等方面的重要作用,满足经济社会发展的电力需求,提出加速推进青海至河南特高压直流等9项重点输变电工程建设。	国家能源局
《电力安全生产行动计划(2018-2020年)》	2018年6月	统筹推进主网架建设实现各电压等级电网有机衔接、协调发展。推进智能电网发展,加大配电网建设力度,推进农网升级及微电网建设。	国家能源局
《配电与用电电网公司重点推广新技术目录(2017版)》	2017年4月	35kV集成型变电站作为重点推广计划之一,要求35kV集成型变电站充分利用一二次融合技术,将开关设备、电子互感器、智能终端设备进行集成融合,实现变电站设备的工厂内规模生产及集成调试,模块化配送及安装,现场仅需光纤和少量电缆连接,大大缩短了现场施工周期。	国家电网
《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	2017年1月	目录包括“智能输配电及控制设备”与“智能电网与新能源相关的控制类产品”,属于国家战略性新兴产业重点发展方向。	中华人民共和国国家发展和改革委员会
《能源发展“十三五”规划》	2017年1月	加快智能电网发展,积极推进智能变电站、智能调度系统建设,扩大智能电表等智能计量设施、智能信息系统、智能用能设施应用范围,提高电网与发电侧、需求侧交互响应能力。	国家能源局

数据来源:招股说明书,西南证券整理

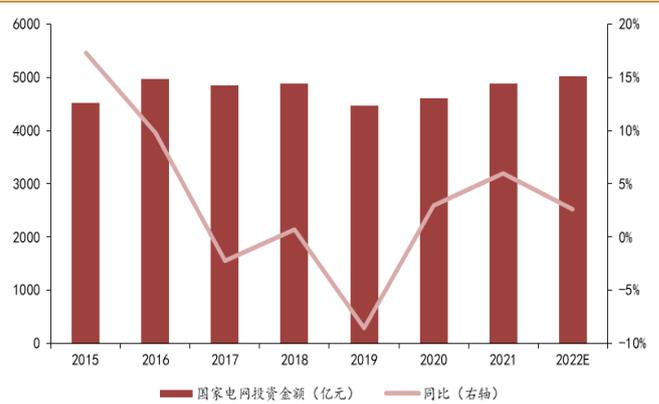
“双碳”目标为强约束,自上而下推动电力信息化建设。2022年1-6月,我国电源投资金额为2158亿元,同比增长14.0%;电网投资金额为1905亿元,同比增长9.9%,电网投资增速有望赶超电源投资增速。2021年国家电网投资平稳增长,2021年国家电网投资金额达4882亿元,较2020年增加了277亿元,同比增长2.66%。2022年国家电网计划投资金额为5012亿元,是国家电网年度电网投资计划首次突破5000亿元。

图 21: 2015-2022 年 6 月中国电力工程投资额及增速



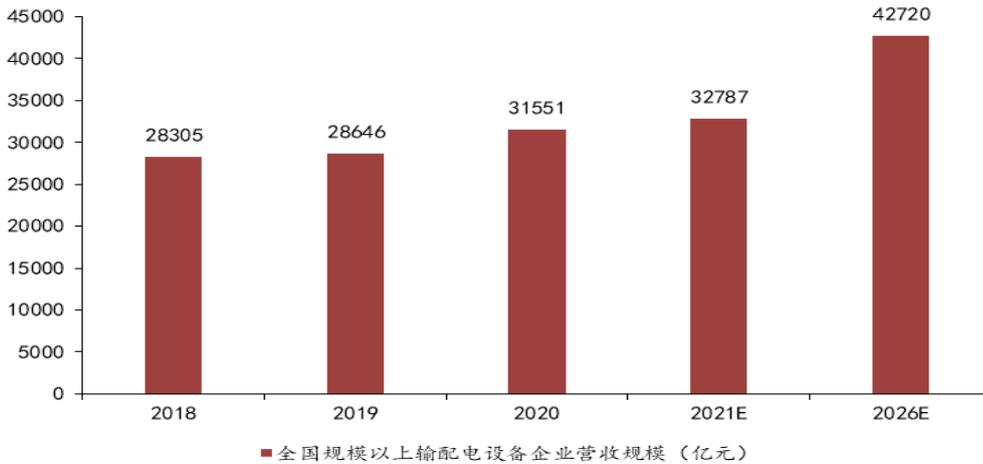
数据来源:中电联,西南证券整理

图 22: 2015-2022E 年国家电网投资额及增速



数据来源:中电联,西南证券整理

“十四五”期间,我国在电网建设上将加快建立健全电力投资治理体系、科学选择电力投资方向、持续优化电力投资结构、壮大有效电力投资规模、切实推动电力投资转型升级,不断提升电力技术现代化水平,全力打造安全高效电力供应保障体系。根据前瞻产业研究院预测,我国规模以上输配电设备企业销售规模将保持稳步增长态势,至2026年将超过4.27万亿元。

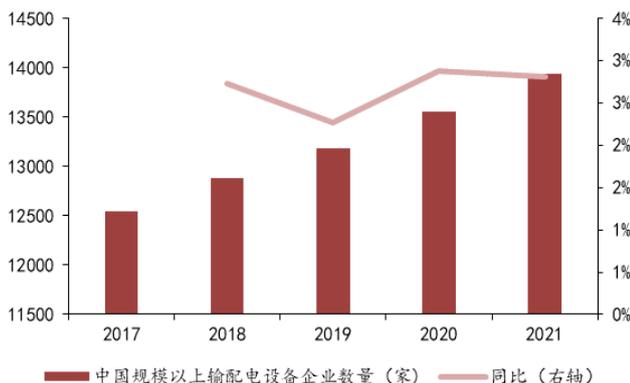
图 23：全国规模以上输配电设备企业营收规模情况及预测


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

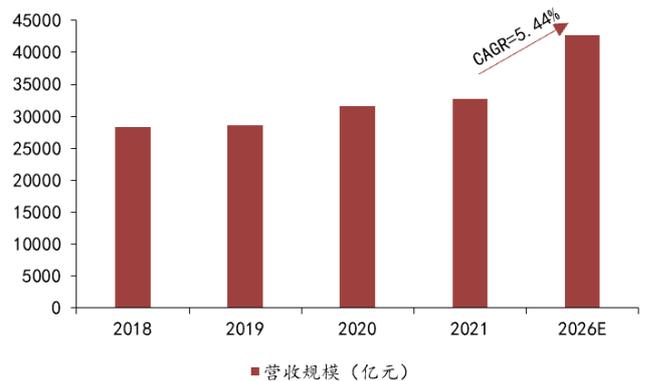
3.2 竞争格局较为分散，市场集中度有望进一步提升

2017-2021 年，行业企业数量稳定增长，持续保持 2.5% 左右的增速，2021 年全国规模以上输配电设备制造企业单位数达到 13942 家，较上年同比增加 2.82%。近年来受到疫情反复以及经济下行压力，国家对新基建建设力度加大，国家电网加快以特高压为代表的电网投资步伐，未来输配电设备行业的入局者有望持续增加。

从企业营收规模情况来看，2021 年市场规模将达到 32787 亿元，未来国家对新基建、智能电网、特高压的投资力度加大，输配电设备代表性企业营收将持续增长，根据华经产业研究院预测，2026 年中国规模以上输配电设备企业营收将达到 42720 亿元。

图 24：中国规模以上输配电设备企业数量及增长情况


数据来源：国家统计局，华经产业研究院，西南证券整理

图 25：2018-2026 年中国规模以上输配电设备企业营收


数据来源：国家统计局，华经产业研究院，西南证券整理

我国输配电及控制设备行业已进入相对成熟阶段。资质、技术、资金、品牌等多重壁垒限制了新的进入者，尤其是中低压输配电及控制设备市场容量相对较大，客户对产品的性能需求具有多样化和定制化的特点，因此，对于标准化的产品竞争较为激烈，行业利润水平波动较小。对于定制化产品，其利润水平差异较大。

表 8：输配电及控制设备行业内主要公司

公司名称	基本情况介绍
金盘科技	股票代码：688676，金盘科技成立于 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。2020 年，金盘科技变压器及成套设备产品实现营业收入 234758.06 万元。
科林电气	股票代码：603050，科林电气成立于 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。2020 年，科林电气电气设备制造行业实现营业收入 157144.69 万元。
特锐德	股票代码：300001，特锐德成立于 2004 年，主要从事户外箱式电力设备、户内开关柜等成套变配电产品。2020 年，特锐德箱式变电站和开关站（柜）产品实现营业收入 389505.17 万元。
中能电气	股票代码：300062，中能电气成立于 2002 年，主要从事中低压（35KV 及以下电压等级）配电及控制设备相关产品的技术开发、生产制造及销售。2020 年，中能电气输配电及控制设备实现营业收入 69895.00 万元。
顺钠股份	股票代码：000533，顺钠股份成立于 1992 年，其子公司顺特电气设备有限公司是世界最大的干式变压器制造企业之一，主要从事干式变压器、预装式变电站、组合式变压器、中低压开关柜、干式电抗器等电气设备。
昇辉科技	股票代码：300423，昇辉科技成立于 2003 年，公司主要从事高低压电气成套设备研发、生产和销售。2020 年，昇辉科技高低压成套设备产品实现营业收入 280060.83 万元。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

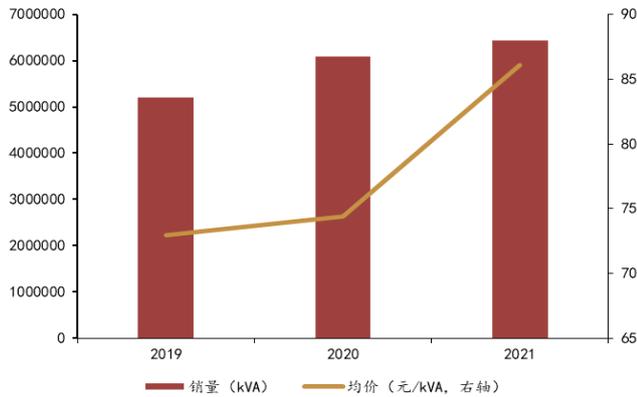
3.3 输配电变压器量价齐升，助力公司高速发展

2021 年，公司输配电及控制设备营收达 8.45 亿元，占公司总营收 45.23%。输配电及控制设备分为 3 种产品类型，分别为电力变压器、箱式变电站和成套电气设备。

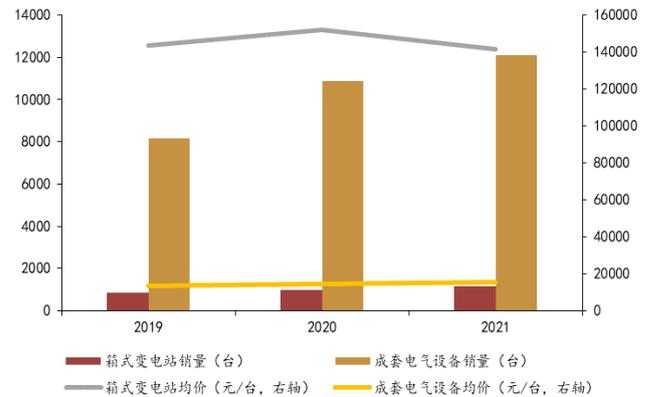
电力变压器方面，2021 年销量为 643 万 kVA，均价为 86.11 元/kVA，相较 2019 年分别增长了 23.68% 和 17.98%。2019 年销售单价下降的原因主要是公司销售的大容量变压器订单增多，对单位容量售价进行摊薄，且电力变压器主要原材料铜材采购单价下降所致。2021 年销售单价上升的主要原因是铜材采购单价上升，公司根据原材料价格上涨情况调整销售价格。

箱式变电站方面，2021 年销量为 1171 台，均价为 142487 元，相较 2019 年销量增加了 36.32%，均价减少了 1.88%。2019 年销售单价上升较大原因是 2019 年公司大容量箱式变电站订单增多，大容量箱式变电站销售价格较高所致。2021 年度销售单价下降原因系绿高速公路临电工程项目产品配置简单，销售单价偏低。同时公司与部分客户签订框架合同，未能根据 2021 年度原材料价格上涨情况同步调整销售价格。

成套电气设备方面，2021 年销量为 12093 台，均价为 16469 元，相较 2019 年分别增加了 48.44% 和 18.05%。由于系定制产品，专业性强、个性化程度高。产品因客户需求存在不同，导致所选用的元器件差异也较大，同系列的产品，型号、设计、参数不同，销售单价亦存在较大差异。

图 26：电力变压器销量及均价


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 27：箱式变电站和成套电气设备销量及均价


数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 募投项目加速建设，地处西南，尽享地理优势

4.1 取向硅钢项目高端，产能持续释放

募投项目可提升多方面生产能力，提高公司核心竞争力。本次 4 个募投项目建设期均拟定为 2 年，用于弥补公司自动化生产方面的不足，适应市场需求的变化，同时响应国家节能环保、提高供电质量的政策。项目可以进一步优化公司产品结构和生产能力，推动公司生产线向自动化、智能化生产方向发展，打造覆盖我国西南地区的智能化硅钢剪配中心。有利于公司提升在国内智能成套电气设备及变压器行业中的地位。

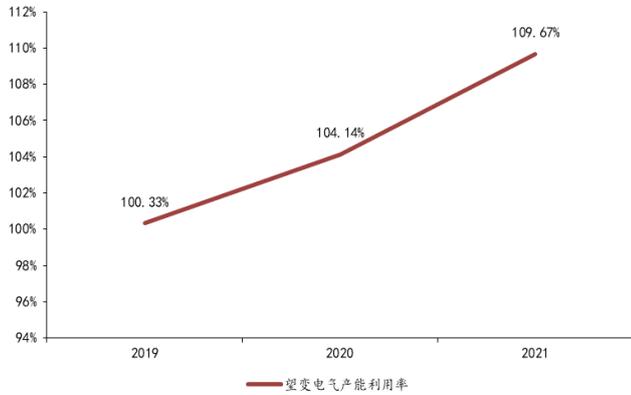
表 9：公司募投项目

序号	项目名称	计划投资额	募集资金使用金额	占比	提升情况
1	智能成套电气设备产业基地建设项目	39,042.91	39,042.91	45.69%	每年新增 1,500 台箱式变电站生产能力、每年新增 25,000 套其他成套电气设备的生产能力
2	110kV 及以下节能型变压器智能化工厂技改项目	7,330.59	7,330.59	8.58%	每年新增 1,800 台干式变压器生产能力、每年新增 1,500 台油浸式变压器生产能力
3	低铁损高磁感硅钢铁心智能制造项目	12,832.68	12,832.68	15.02%	新增各类规格低损耗高磁感硅钢铁心加工 3 万吨/年的生产能力、将新增 2 万吨/年低铁损高磁感取向硅的来料剪切加工能力。
4	研发中心及信息化建设项目	6,250.00	6,250.00	7.31%	完善技术研发平台设施、完善公司技术创新体系
5	补充流动资金	20,000.00	20,000.00	23.40%	有利于公司把握市场发展机遇，实现主营业务的快速稳定发展
合计		85,456.18	85,456.18	100.00%	

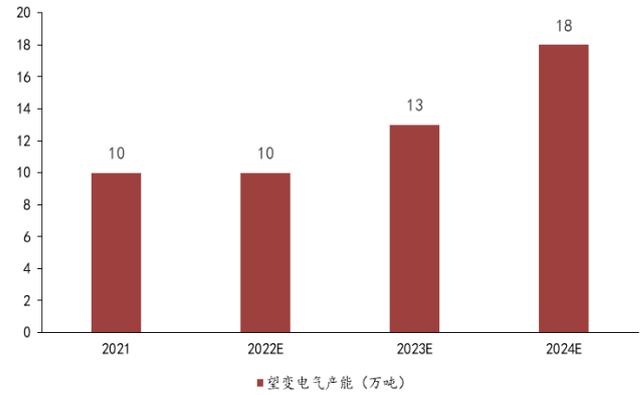
数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司产品深受下游客户认可，供不应求，公司取向硅钢产能利用率自 2019 年开始始终处于超负荷状态并持续攀升，2019-2021 年公司取向硅钢产能利用率分别为 100.33%、104.14%、109.67%，解决产能拥挤问题已刻不容缓。根据公司产能规划及募投项目进程，

预计 2023 年国内设备安装完成将新增 3 万吨产能，2024 年中进口设备安装完成，届时将新增 5 万吨产能，2024 年公司取向硅钢总产能为 18 万吨。

图 28：公司取向硅钢产能利用率情况


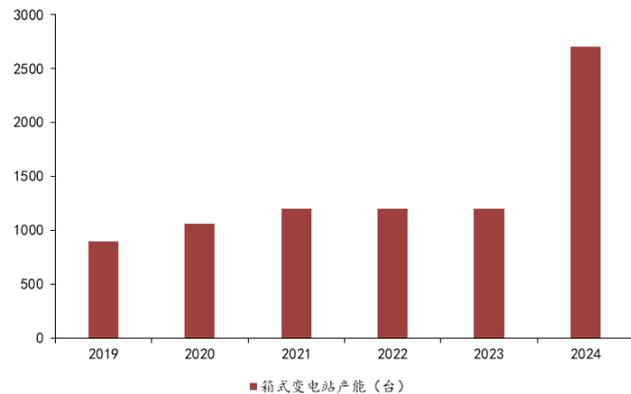
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：公司未来产能释放情况


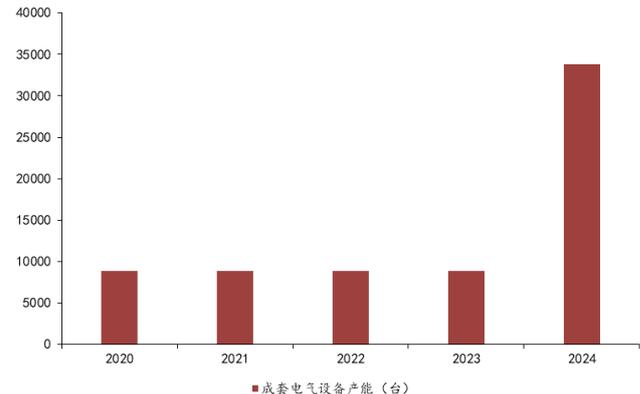
数据来源：公司公告，西南证券整理

智能成套电气设备产业基地建设项目可优化公司的生产能力，推动公司生产线向自动化、智能化生产方向发展。项目完全达产后，公司将实现每年新增 1500 台箱式变电站生产能力以及每年新增 25000 套其他成套电气设备的生产能力。新增产能将有利于公司提升在国内智能成套电气设备行业中的地位，进一步提高公司核心竞争能力。2024 年公司箱式变电站产能将达到 2706 台，成套电气设备将达到 33850 台。

110kV 及以下节能型变压器智能化工厂技改项目通过对现有生产线进行升级，购置先进设备，全面推进智能车间建设，提高生产效率和效益。项目达产后，公司将实现每年新增 1800 台干式变压器生产能力，每年新增 1500 台油浸式变压器生产能力。

图 30：公司箱式变电站产能规划情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：公司成套电气设备产能规划情况


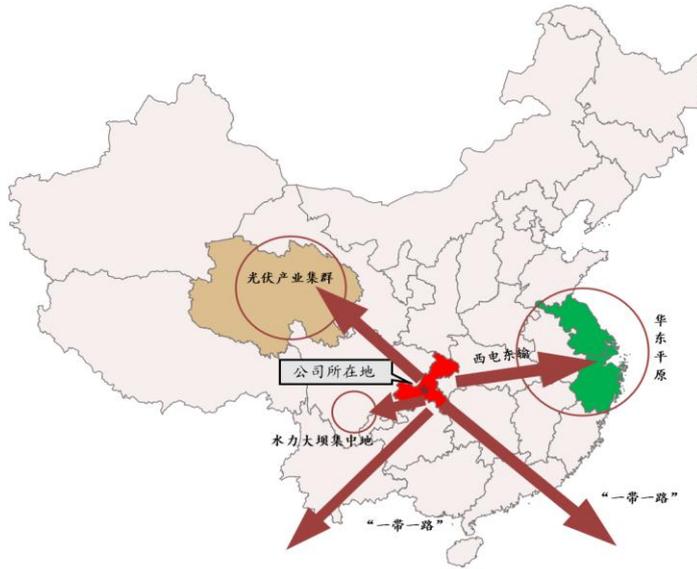
数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 西南中心城市，区位优势显著

公司生产经营地所在重庆市作为中国西部大开发的重要战略支点、“一带一路”倡议和长江经济带的联结点，为公司走出西南提供重要便利。作为西部地区唯一的取向硅钢生产企

业，立足于重庆，产品销往西南、西北等地区有较为明显的物流优势，在西南、西北地区面临的区域竞争相对较小。对于在海外硅钢需求，公司根据国家“一带一路”倡议积极构建国际贸易通道，与海外经销商达成良好合作，目前产品终端客户已覆盖新加坡、印度、马来西亚、土耳其等海外国家。

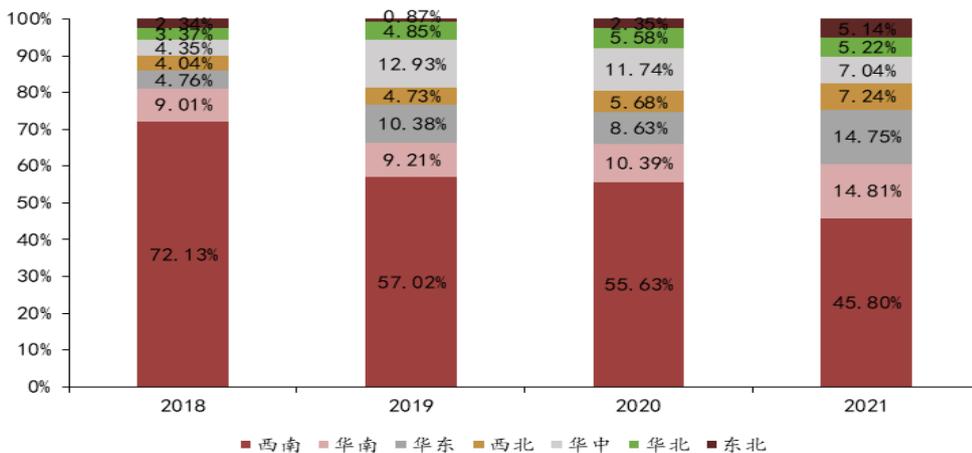
图 32：公司地处西南核心区域



数据来源：西南证券整理

公司深耕重庆、四川、贵州及云南等西南区域市场多年，建立了成熟稳定的销售网络，得益于优秀的产品质量和及时高效的服务，公司与国家电网、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。此外公司拥有自有车队，基本实现输配电及控制设备的自主运输，较高的运输效率可满足客户产品需求的时效要求，具有配送优势。公司西南地区的国内营收占比从 2018 年的 72.13% 下降至 45.80%；华南、华东地区国内营收占比分别从 2018 年的 9.01%、4.76% 上升至 2021 年的 14.81%、14.75%。公司“立足西南，辐射全国，走向海外”的业务布局初见成效。

图 33：公司分地区营收占比



数据来源：Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：根据公司取向硅钢募投项目产能投放进程，考虑到产能爬坡以及公司近几年一直处于满产满销状态，预计 2022-2024 年产能分别为 100000/115000/155000 吨；对应销量分别为 110000/115000/155000 吨。根据取向硅钢未来存在供需缺口，结合公司产能提升后规模化生产成本将有所下降，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 12%/12%/5%；单位成本分别提高 8%/8%/5%，对应毛利率分别为 20.44%/23.29%/23.29%。

假设 2：根据公司电力变压器募投项目规划，考虑到产能爬坡以及公司近几年一直处于满产满销状态，预计 2022-2024 年产能分别为 6906000/6906000/9504750KVA；对应销量分别为 6560700/6560700/9029513KVA。根据输配电行业景气度高，结合公司产能提升后规模化生产成本将有所下降，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 10%/10%/5%；单位成本分别提高 8%/8%/5%，对应毛利率分别为 24.15%/25.53%/25.53%。

假设 3：根据公司箱式变电站募投项目规划，考虑到产能爬坡以及公司近几年一直处于满产满销状态，预计 2022-2024 年产能分别为 1206/1206/1956 台；对应销量分别为 1146/1146/1496 台。根据输配电行业景气度高以及原材料取向硅钢未来存在供需缺口，结合公司产能提升后规模化生产成本将有所下降，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 10%/10%/5%；单位成本分别提高 8%/5%/3%，对应毛利率分别为 23.33%/26.81%/28.21%。

假设 4：根据公司成套电气设备募投项目规划，考虑到产能爬坡以及公司近几年一直处于满产满销状态，预计 2022-2024 年产能分别为 8850/8850/21350 台；根据公司近几年对外采购数量的增速，预计公司 2022 年对外采购量提高 10%，2023-2024 年保持不变，对应销量分别为 12350/12350/18372 台。根据输配电行业景气度高以及原材料取向硅钢未来存在供需缺口，结合公司产能提升后规模化生产成本将有所下降，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 12%/12%/5%；单位成本分别提高 8%/8%/5%，对应毛利率分别为 21.95%/24.74%/24.74%。

假设 5：根据公司近几年其他业务收入增速不断下降以及毛利率情况，预计 2022-2024 年公司其他业务收入增速均为-2%；毛利率均为 15%。

表 10：分业务收入及毛利率

单位：万元	项目	2021	2022E	2023E	2024E
取向硅钢	收入	102328.21	128392.39	150335.81	212757.86
	增速	92.65%	25.47%	17.09%	41.52%
	成本	84422.83	102143.17	115328.93	163215.50
	毛利率	17.50%	20.44%	23.29%	23.29%
电力变压器	收入	48871.52	62143.61	68357.97	98785.35
	增速	26.85%	27.16%	10.00%	44.51%
	成本	37753.48	47133.12	50903.77	73561.97
	毛利率	22.75%	24.15%	25.53%	25.53%

单位：万元	项目	2021	2022E	2023E	2024E
箱式变电站	收入	16599.80	17957.28	19753.01	27088.31
	增速	10.95%	8.18%	10.00%	37.14%
	成本	12963.28	13768.41	14456.83	19447.76
	毛利率	21.91%	23.33%	26.81%	28.21%
成套电气设备	收入	19037.75	22779.42	25512.95	39851.03
	增速	20.48%	19.65%	12.00%	56.20%
	成本	15409.72	17779.83	19202.22	29993.71
	毛利率	19.06%	21.95%	24.74%	24.74%
其他业务	收入	6497.71	6367.76	6240.40	6115.59
	增速	-10.77%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
	成本	1034.44	955.16	936.06	917.34
	毛利率	15.92%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	193334.99	237640.45	270200.14	384598.14
	增速	49.08%	22.92%	13.70%	42.34%
	成本	151583.75	181779.69	200827.80	287136.28
	毛利率	19.30%	23.51%	25.67%	25.34%

数据来源：Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取了行业中与望变电气业务最为相近的四家公司甬金股份、云路股份、金盘科技、横店东磁，2022-2024 年平均 PE 为 33/23/17 倍。望变电气未来最大的看点有两个：1) 高磁感 HiB 硅钢产品供不应求，技术壁垒较高，公司未来规划 8 万吨 HiB 产能，成长空间和高端产品占比将大幅提升；2) 输配电变压器产能同步扩张，与上游取向硅钢协同布局，产业链一体化优势显著，未来业绩兑现确定性高。结合对标公司的估值和目前望变电气的业务布局和投产节奏，给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 38.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值（截止 2022.8.3 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603995.SH	甬金股份	34.86	2.54	2.59	3.52	4.21	19.29	13.49	9.89	8.27
688190.SH	云路股份	96.00	1.00	1.86	2.83	3.84	87.26	51.61	33.98	25.00
688676.SH	金盘科技	31.88	0.55	0.73	1.13	1.76	59.29	43.74	28.17	18.08
002056.SZ	横店东磁	21.40	0.69	0.92	1.14	1.37	28.35	23.17	18.70	15.58
平均值							48.55	33.00	22.68	16.74
603191.SH	望变电气	27.88	0.53	1.00	1.29	1.81	52.14	27.96	21.66	15.37

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

下游需求不及预期、市场竞争加剧、募投项目建设不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1933.35	2376.40	2702.00	3845.98	净利润	178.00	331.96	428.56	603.75
营业成本	1560.13	1817.80	2008.28	2871.36	折旧与摊销	51.07	42.37	42.37	42.37
营业税金及附加	12.27	15.62	17.44	24.91	财务费用	14.67	13.90	15.63	17.51
销售费用	58.33	71.70	81.52	116.03	资产减值损失	-5.31	5.00	5.00	5.00
管理费用	47.25	69.44	77.41	108.22	经营营运资本变动	102.10	-185.45	-74.54	-271.96
财务费用	14.67	13.90	15.63	17.51	其他	-98.80	-5.00	-3.00	-6.00
资产减值损失	-5.31	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	241.74	202.77	414.01	390.67
投资收益	1.13	0.00	0.00	0.00	资本支出	-121.63	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	8.35	0.23	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-113.28	20.23	0.00	0.00
营业利润	211.82	382.95	496.73	702.95	短期借款	-8.40	-2.20	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.30	7.59	7.46	7.34	长期借款	20.36	50.00	50.00	50.00
利润总额	208.52	390.54	504.19	710.29	股权融资	0.00	200.00	0.00	0.00
所得税	30.52	58.58	75.63	106.54	支付股利	0.00	-35.63	-66.45	-85.78
净利润	178.00	331.96	428.56	603.75	其他	-15.00	-0.85	16.00	13.22
少数股东损益	-0.14	-0.27	-0.35	-0.49	筹资活动现金流净额	-3.04	211.32	-0.45	-22.56
归属母公司股东净利润	178.15	332.23	428.91	604.24	现金流量净额	125.00	434.32	413.57	368.11
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	329.75	764.08	1177.64	1545.75	成长能力				
应收和预付款项	851.65	1088.63	1215.14	1742.85	销售收入增长率	49.08%	22.92%	13.70%	42.34%
存货	277.48	323.31	355.19	509.69	营业利润增长率	33.63%	80.79%	29.71%	41.52%
其他流动资产	11.39	11.75	13.36	19.01	净利润增长率	25.05%	86.49%	29.10%	40.88%
长期股权投资	16.13	16.13	16.13	16.13	EBITDA 增长率	31.10%	58.24%	26.30%	37.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	654.74	620.93	587.12	553.30	毛利率	19.30%	23.51%	25.67%	25.34%
无形资产和开发支出	81.04	52.50	43.95	35.41	三费率	6.22%	6.52%	6.46%	6.29%
其他非流动资产	13.43	13.42	13.42	13.41	净利率	9.21%	13.97%	15.86%	15.70%
资产总计	2235.62	2890.75	3421.95	4435.56	ROE	15.96%	20.75%	21.84%	24.34%
短期借款	22.20	20.00	20.00	20.00	ROA	7.96%	11.48%	12.52%	13.61%
应付和预收款项	538.40	661.31	726.19	1030.79	ROIC	16.97%	27.05%	32.69%	40.67%
长期借款	190.37	240.37	290.37	340.37	EBITDA/销售收入	14.36%	18.48%	20.53%	19.83%
其他负债	369.34	368.96	423.15	564.19	营运能力				
负债合计	1120.31	1290.63	1459.71	1955.35	总资产周转率	0.96	0.93	0.86	0.98
股本	249.88	333.17	333.17	333.17	固定资产周转率	3.61	4.38	5.31	8.10
资本公积	211.11	327.82	327.82	327.82	应收账款周转率	3.65	3.58	3.37	3.75
留存收益	637.61	934.21	1296.68	1815.13	存货周转率	6.40	6.05	5.90	6.62
归属母公司股东权益	1110.12	1595.20	1957.67	2476.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.92%	—	—	—
少数股东权益	5.19	4.92	4.57	4.08	资本结构				
股东权益合计	1115.31	1600.12	1962.24	2480.21	资产负债率	50.11%	44.65%	42.66%	44.08%
负债和股东权益合计	2235.62	2890.75	3421.95	4435.56	带息债务/总负债	18.97%	20.17%	21.26%	18.43%
					流动比率	1.73	2.33	2.69	2.64
					速动比率	1.41	1.99	2.34	2.29
					股利支付率	0.00%	10.72%	15.49%	14.20%
					每股指标				
					每股收益	0.53	1.00	1.29	1.81
					每股净资产	3.33	4.79	5.88	7.43
					每股经营现金	0.73	0.61	1.24	1.17
					每股股利	0.00	0.11	0.20	0.26
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	277.57	439.22	554.72	762.83					
PE	52.14	27.96	21.66	15.37					
PB	8.37	5.82	4.74	3.75					
PS	4.80	3.91	3.44	2.42					
EV/EBITDA	24.69	20.00	15.18	10.62					
股息率	0.00%	0.38%	0.72%	0.92%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn