

## 产品结构改善, 高牌号取向硅钢有望量价齐升

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年Q3业绩报告, 2022Q3实现营业收入6.19亿元, 环比-16.1%。归母净利0.86亿元, 环比+7.5%, 扣非净利0.84亿元, 环比+13.5%。
- **行业层面: 高牌号取向硅钢供不应求, 价格坚挺。产量:** 2022年国内取向硅钢产能约210万吨, 2025年达272万吨, 增速29.5%。2022年7-8月份上海解封, 宝钢产能有所恢复, 取向硅钢价格回调, 进入9月份, 采购需求回升, 取向硅钢价格抬升。**需求:** 据测算, 2022年国内光伏新增装机预计拉动取向硅钢需求80万吨, 2025年预计拉动160万吨, 增速100%, 为取向硅钢输电端需求增速最快的赛道。一二级节能变压器占比提升是政策驱动, 高牌号取向硅钢易涨难跌。**竞争格局:** 行业产能集中度较高, CR5占比66.7%, 宝钢和首钢主攻HIB产品, 高牌号产品结构性短缺凸显。
- **公司层面: 产品结构持续改善, 取向硅钢量价齐升。价:** 2022Q3取向硅钢110牌号均价1.6万元/吨, 环比小幅回调。**量:** 2022年预测公司取向硅钢产能11.5万吨, 其中9万吨CGO产品, 2.5万吨HIB产品, 主要以95和100牌号为主, Q3预计硅钢销量2.8万吨。电力变压力器2022年预计销量650万KVA, Q3预计销量160万KVA。**成本和利润:** 9月份硅钢原料热轧板小幅下跌200-300元/吨, 预计硅钢单吨平均净利2000元/吨, Q3硅钢板块净利预计0.56亿元。变压器板块2022Q3铜均价6.1万元/吨, 环比-11.59%, 公司硅钢1万吨自用, 另外高牌号硅钢需要外采, 变压器整体成本有所回落, 净利9元/KVA, 变压器Q3业绩预估为0.14亿元。箱式变电站和成套电气设备Q3预计业绩0.1亿元。
- **稳健经营, 募投项目聚焦高端。业绩:** 随着公司募投8万吨取向硅钢逐步投产, 预计2023年公司取向硅钢产能达13.5万吨, 实际产量预计12.5万吨, 2024年下半年, 进口设备到位, 8万吨产能有望完全达产, 预计2024年公司CGO产品产能10万吨, HIB产品产能6.5万吨, 高牌号产品占比显著提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022/2023/2024年公司归母净利分别为2.9/3.8/5.6亿元, 对应PE分别为26/21/13倍。我们给予公司2023年30倍PE, 对应目标价33.30元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、项目投产不达预期、下游需求不及预期。

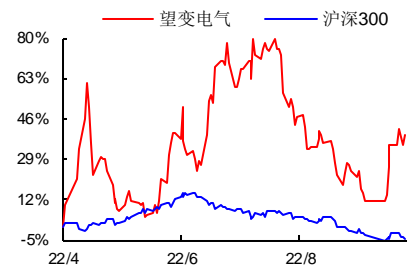
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1933.35	2376.40	2702.00	3845.98
增长率	49.08%	22.92%	13.70%	42.34%
归属母公司净利润(百万元)	178.15	293.57	375.24	563.72
增长率	25.01%	71.44%	21.32%	61.19%
每股收益EPS(元)	0.53	0.92	1.11	1.79
净资产收益率ROE	15.96%	19.40%	19.67%	24.81%
PE	45	26	21	13
PB	7.14	5.06	4.22	3.30

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  
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)	17.08-30.8
总市值(亿元)	79.29
总资产(亿元)	22.36
每股净资产(元)	4.44

### 相关研究

1. 望变电气(603191):取向硅钢民营龙头, 一体化产业链尽享优势 (2022-08-08)

## 盈利预测

### 关键假设：

**取向硅钢：**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 20.4%/23.3%/23.3%。

**电力变压器：**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 24.2%/25.5%/25.5%。

**箱式变电站：**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 23.3%/26.8%/28.2%。

**成套电气设备：**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 21.9%/24.7%/24.7%。

**表 1：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	1023.3	1283.9	1503.4	2127.6
	增速	92.7%	25.5%	17.1%	41.5%
	成本	844.2	1021.4	1153.3	1632.2
	毛利率	17.5%	20.4%	23.3%	23.3%
电力变压器	收入	488.7	621.4	683.6	987.9
	增速	26.8%	27.2%	10.0%	44.5%
	成本	377.5	471.3	509.0	735.6
	毛利率	22.7%	24.2%	25.5%	25.5%
箱式变电站	收入	166.0	179.6	197.5	270.9
	增速	10.9%	8.2%	10.0%	37.1%
	成本	129.6	137.7	144.6	194.5
	毛利率	21.9%	23.3%	26.8%	28.2%
成套电气设备	收入	190.4	227.8	255.1	398.5

单位：万元	项目	2021	2022E	2023E	2024E
	增速	20.5%	19.7%	12.0%	56.2%
	成本	154.1	177.8	192.0	299.9
	毛利率	19.1%	21.9%	24.7%	24.7%
其他业务	收入	65.0	63.7	62.4	61.2
	增速	-10.8%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
	成本	10.3	9.6	9.4	9.2
	毛利率	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	1933.3	2376.4	2702.0	3846.0
	增速	49.1%	22.9%	13.7%	42.3%
	成本	1515.8	1817.8	2008.3	2871.4
	毛利率	19.3%	23.5%	25.7%	25.3%

数据来源：Wind, 西南证券

## 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 34/22/16 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 and 投产节奏，给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 33.30 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2022.10.21 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	27.14	2.54	2.34	3.28	4.34	15.07	11.62	8.27	6.25
688190.SH	云路股份	83.88	1.00	1.84	2.80	3.73	67.70	45.63	29.93	22.49
688676.SH	金盘科技	41.33	0.55	0.70	1.15	1.81	80.75	59.10	35.93	22.85
002056.SZ	横店东磁	19.10	0.69	0.96	1.21	1.46	21.53	19.90	15.76	13.10
平均值							46.26	34.06	22.47	16.17
603191.SH	望变电气	23.80	0.53	0.92	1.11	1.79	44.51	25.96	21.40	13.28

数据来源：Wind, 西南证券整理

**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	305.18	370.23	596.75
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	0.00	0.00	0.00
销售费用	58.33	107.80	113.74	156.26	资产减值损失	-5.31	5.00	5.00	5.00
管理费用	47.25	78.75	108.08	115.38	经营营运资本变动	102.46	-186.36	-74.67	-272.75
财务费用	14.67	13.94	15.81	17.78	其他	-99.17	-4.01	-2.90	-5.17
资产减值损失	-5.31	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>241.74</b>	<b>162.18</b>	<b>340.02</b>	<b>366.20</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-113.28</b>	<b>20.23</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>211.82</b>	<b>337.50</b>	<b>433.65</b>	<b>655.30</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>208.52</b>	<b>345.09</b>	<b>441.11</b>	<b>662.64</b>	股权融资	0.00	200.00	0.00	0.00
所得税	30.52	51.76	66.17	99.40	支付股利	0.00	-35.63	-61.08	-74.11
净利润	178.00	293.32	374.94	563.24	其他	-15.00	13.05	31.62	30.73
少数股东损益	-0.14	-0.25	-0.30	-0.48	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-3.04</b>	<b>225.22</b>	<b>20.54</b>	<b>6.62</b>
归属母公司股东净利润	178.15	293.57	375.24	563.72	<b>现金流量净额</b>	<b>125.00</b>	<b>407.63</b>	<b>360.56</b>	<b>372.83</b>
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	737.38	1097.94	1470.77	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	851.65	1088.54	1215.08	1742.75	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%	65.91%	21.81%	62.28%
其他流动资产	11.39	11.75	13.36	19.01	净利润增长率	25.05%	71.44%	21.32%	61.19%
长期股权投资	16.13	16.13	16.13	16.13	EBITDA 增长率	31.10%	41.88%	19.47%	56.67%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
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%	7.85%	9.00%	6.50%
其他非流动资产	13.43	13.42	13.42	13.41	净利率	9.21%	12.84%	13.70%	15.52%
<b>资产总计</b>	<b>2235.62</b>	<b>2863.96</b>	<b>3342.19</b>	<b>4360.48</b>	ROE	15.96%	19.40%	19.67%	24.81%
短期借款	22.20	20.00	20.00	20.00	ROA	7.96%	10.66%	11.08%	13.69%
应付和预收款项	538.40	661.31	726.19	1030.79	ROIC	16.97%	23.96%	27.32%	39.22%
长期借款	190.37	240.37	290.37	340.37	EBITDA/销售收入	14.36%	16.57%	17.41%	19.17%
其他负债	369.34	368.96	423.15	564.19	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1120.31</b>	<b>1290.63</b>	<b>1459.71</b>	<b>1955.35</b>	总资产周转率	0.96	0.93	0.87	1.00
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	907.40	1216.85	1739.98	存货周转率	6.40	6.05	5.90	6.62
归属母公司股东权益	1110.12	1568.40	1877.84	2400.97	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	4.94	4.64	4.16	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1115.31</b>	<b>1573.34</b>	<b>1882.48</b>	<b>2405.13</b>	资产负债率	50.11%	45.06%	43.68%	44.84%
负债和股东权益合计	2235.62	2863.96	3342.19	4360.48	带息债务/总负债	18.97%	20.17%	21.26%	18.43%
					流动比率	1.73	2.30	2.61	2.59
					速动比率	1.41	1.96	2.26	2.24
					股利支付率	0.00%	11.67%	16.49%	12.41%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.53	0.92	1.11	1.79
					每股净资产	3.33	4.71	5.64	7.21
					每股经营现金	0.73	0.49	1.02	1.10
					每股股利	0.00	0.11	0.18	0.22
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	277.57	393.81	470.47	737.09					
PE	44.51	25.96	21.40	13.28					
PB	7.14	5.06	4.22	3.30					
PS	4.10	3.34	2.93	2.06					
EV/EBITDA	21.01	18.92	15.18	9.25					
股息率	0.00%	0.45%	0.77%	0.93%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
北京	张玉树	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn