

# 望变电气 (603191)

## 2022Q1-3 预增点评：业绩符合预期，继续推荐！

买入（维持）

2022年10月14日

证券分析师 杨件

执业证书：S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

执业证书：S0600121040010

wangqy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值          | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）       | 1,933 | 2,510 | 2,900 | 3,700 |
| 同比               | 49%   | 30%   | 16%   | 28%   |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 178   | 301   | 414   | 576   |
| 同比               | 25%   | 69%   | 37%   | 39%   |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 0.53  | 0.90  | 1.24  | 1.73  |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 43.16 | 25.51 | 18.59 | 13.35 |

### #产能扩张

**事件：**公司发布公告：2022Q1-3 预计实现归属于母公司所有者的净利润为 1.84-2.04 亿元，同比增 58%-75%。

### 点评：

- **业绩符合预期。**我们测算 Q3 归母净利润为 0.7-0.9 亿元，取业绩中值，公司 Q3 环比持平，基本符合我们预期。
- **取向硅钢：硬缺口驱动涨价。**Q3 高牌号取向硅钢价格持平，中低牌号价格环比继续上涨 10-12%。宝钢 10 月份板材内销价格中 120 牌号基价上调 800 元。取向硅钢生产工艺壁垒较高，境内能够生产高磁感取向硅钢的企业较少。受益于能效等级提升，原有的中低牌号取向硅钢已难以符合低碳节能的需求，因此高牌号取向硅钢需求有望爆发式增长。我们测算 2022-2025 年取向硅钢将维持供给缺口，硬缺口下取向硅钢价格有望持续走强。
- **民营龙头，量利双增。**公司取向硅钢产能规模位居行业第三（2021 年），仅次于宝钢股份和首钢股份，且未来三年产能增长 80%。公司现有 10 万吨取向硅钢生产线是 5+5 的配置，即 5 万吨 CGO 和 5 万吨 HIB；而新增八万吨新材料项目生产线为全 HIB 投料，旨在生产 085 及以上牌号的高牌号取向硅钢，公司预计于 2025 年全部达产。相邻牌号之间单吨价差为 500-1000 元左右，随着公司新增高牌号产线以及现有产线的牌号结构不断优化，公司整体盈利水平有望不断提升。
- **取向硅钢最纯标的，质地、技术双优。**公司 2021 年取向硅钢毛利占比已超过 50%，为 A 股上市企业最高。且公司专注于难度相对更高的后端工序，研发并掌握了“双层底板退火技术”、“罩式回复退火技术”、“钢带分段式氧化镁涂覆技术”等多项新技术；自 2017 年自建产线以来出货量快速增长，并且在设备采购及客户资源方面具有良好优势。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2022-2024 年的收入为 25/29/37 亿元，同比增速为 30%/16%/28%；基于 Q1-3 业绩预增公告，我们将公司归母净利润为从 3.2/4.5/5.8 亿元调整至 3/4.1/5.8 亿元，同比增速为 69%/37%/39%；对应 PE 分别为 26/19/13x。考虑公司取向硅钢占比较高，产能扩张快且估值较低，因此维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求波动；市场竞争风险；公司自身经营风险。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 23.08       |
| 一年最低/最高价      | 14.23/31.73 |
| 市净率(倍)        | 3.69        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,922.38    |
| 总市值(百万元)      | 7,689.50    |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 6.25   |
| 资产负债率(% ,LF) | 34.37  |
| 总股本(百万股)     | 333.17 |
| 流通 A 股(百万股)  | 83.29  |

### 相关研究

- 《望变电气(603191)：2022 年中报点评：取向硅钢量价齐升》  
2022-08-26
- 《望变电气(603191)：取向硅钢稀缺标的，量价齐升新能源材料》  
2022-07-14

望变电气三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |               |               | 利润表 (百万元)       |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2021A        | 2022E        | 2023E         | 2024E         |                 | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>1,470</b> | <b>8,468</b> | <b>9,359</b>  | <b>10,336</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>1,933</b> | <b>2,510</b> | <b>2,900</b> | <b>3,700</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 330          | 6,792        | 7,459         | 7,968         | 营业成本(含金融类)      | 1,560        | 1,935        | 2,160        | 2,650        |
| 经营性应收款项          | 845          | 1,262        | 1,433         | 1,791         | 税金及附加           | 12           | 25           | 29           | 37           |
| 存货               | 277          | 370          | 410           | 499           | 销售费用            | 58           | 90           | 102          | 155          |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0             | 0             | 管理费用            | 47           | 75           | 93           | 111          |
| 其他流动资产           | 18           | 42           | 58            | 78            | 研发费用            | 19           | 38           | 35           | 74           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>765</b>   | <b>861</b>   | <b>962</b>    | <b>1,054</b>  | 财务费用            | 15           | 15           | 27           | 15           |
| 长期股权投资           | 16           | 17           | 18            | 19            | 加:其他收益          | 8            | 24           | 30           | 19           |
| 固定资产及使用权资产       | 560          | 600          | 640           | 668           | 投资净收益           | 1            | 1            | 2            | 2            |
| 在建工程             | 95           | 133          | 174           | 219           | 公允价值变动          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 81           | 88           | 92            | 97            | 减值损失            | -19          | 0            | 0            | 0            |
| 商誉               | 0            | 0            | 0             | 0             | 资产处置收益          | 0            | 1            | 1            | 1            |
| 长期待摊费用           | 0            | 10           | 25            | 37            | <b>营业利润</b>     | <b>212</b>   | <b>357</b>   | <b>488</b>   | <b>679</b>   |
| 其他非流动资产          | 13           | 13           | 13            | 13            | 营业外净收支          | -3           | -4           | -4           | -4           |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,236</b> | <b>9,329</b> | <b>10,322</b> | <b>11,389</b> | <b>利润总额</b>     | <b>209</b>   | <b>353</b>   | <b>484</b>   | <b>675</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>848</b>   | <b>7,620</b> | <b>8,169</b>  | <b>8,621</b>  | 减:所得税           | 31           | 52           | 71           | 99           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 39           | 6,552        | 6,807         | 6,876         | <b>净利润</b>      | <b>178</b>   | <b>302</b>   | <b>413</b>   | <b>576</b>   |
| 经营性应付款项          | 472          | 531          | 601           | 745           | 减:少数股东损益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债             | 113          | 136          | 165           | 195           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>178</b>   | <b>301</b>   | <b>414</b>   | <b>576</b>   |
| 其他流动负债           | 224          | 402          | 596           | 804           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.53         | 0.90         | 1.24         | 1.73         |
| 非流动负债            | 272          | 292          | 322           | 362           | EBIT            | 237          | 347          | 482          | 673          |
| 长期借款             | 190          | 210          | 240           | 280           | EBITDA          | 288          | 406          | 548          | 746          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 19.30        | 22.91        | 25.52        | 28.38        |
| 租赁负债             | 0            | 0            | 0             | 0             | 归母净利率(%)        | 9.21         | 12.01        | 14.26        | 15.57        |
| 其他非流动负债          | 82           | 82           | 82            | 82            | 收入增长率(%)        | 49.08        | 29.83        | 15.54        | 27.59        |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,120</b> | <b>7,912</b> | <b>8,491</b>  | <b>8,983</b>  | 归母净利润增长率(%)     | 25.01        | 69.19        | 37.24        | 39.29        |
| 归属母公司股东权益        | 1,110        | 1,412        | 1,825         | 2,401         |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 5            | 5            | 5             | 5             |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,115</b> | <b>1,417</b> | <b>1,830</b>  | <b>2,406</b>  |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>2,236</b> | <b>9,329</b> | <b>10,322</b> | <b>11,389</b> |                 |              |              |              |              |

  

| 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |                 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流     | 242   | 220   | 812   | 837   | 每股净资产(元)        | 4.44  | 5.65  | 7.30  | 9.61  |
| 投资活动现金流     | -113  | -157  | -168  | -166  | 最新发行在外股份(百万股)   | 333   | 333   | 333   | 333   |
| 筹资活动现金流     | -3    | 6,400 | 23    | -161  | ROIC(%)         | 16.23 | 6.21  | 4.82  | 6.23  |
| 现金净增加额      | 125   | 6,463 | 666   | 510   | ROE-摊薄(%)       | 16.05 | 21.35 | 22.66 | 23.99 |
| 折旧和摊销       | 51    | 59    | 66    | 74    | 资产负债率(%)        | 50.11 | 84.81 | 82.27 | 78.87 |
| 资本开支        | -113  | -148  | -154  | -155  | P/E (现价&最新股本摊薄) | 43.16 | 25.51 | 18.59 | 13.35 |
| 营运资本变动      | -24   | -429  | -111  | -273  | P/B (现价)        | 5.20  | 4.09  | 3.16  | 2.40  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

