

2023年04月21日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

证券分析师

周啸宇 S0630519030001

zhouxiaoy@longone.com.cn

联系人

王珏人

wjr@longone.com.cn

总股本(万股)	26,175
流通A股/B股(万股)	18,439/0
资产负债率(%)	28.27%
市净率(倍)	2.92
净资产收益率(加权)	2.82
12个月内最高/最低价	60.50/21.28

**相关研究**

1.技术及供应链铸就护城河，龙头优势显现——TCL中环（002129）公司简评报告

2.国内光热发电政策出台，中法联合声明有望缓解光伏出口风险——电力设备新能源行业周报（2023/04/03-2023/04/09）

3.公司简评：新宙邦（300037）：业绩符合预期，氟化工助力新增长曲线

金雷股份（300443）：主轴龙头盈利修复符合预期，铸锻件扩产支撑业绩增长

——公司简评报告

投资要点

- **事件：公司2022年营收维持增长，2023年Q1盈利修复符合预期。**公司4月12日披露2022年年报及2023年一季报。2022年营业收入18.12亿元，同比增加9.74%，归母净利润3.52亿元，同比下降29.00%，扣非净利润3.60亿元，同比下降18.71%。其中2022年Q4营业收入6.00亿元，同比增加54.07%，归母净利润1.17亿元，同比增加32.43%，扣非净利润1.34亿元，同比增加87.63%。2023年Q1公司营业收入4.37亿元，同比增加50.79%，归母净利润1.00亿元，同比增加117.42%，扣非净利润0.97亿元，同比增加118.81%。
- **风电行业保持高速发展，大型化趋势展露机遇。**CWEA公布的数据显示，2022年全国新增风电吊装容量为49.83GW，其中陆上风电新增吊装容量为44.68GW，海上风电新增吊装容量为5.15GW。金雷股份作为全球最大、最专业的风电主轴制造商之一，风电主轴产品涵盖1.5MW至8MW多种主流机型，在风电行业持续发展的进程中，公司有望迎来量利齐升。
- **公司积极拓展产能，迎来新的利润增长点。**在风机大型化趋势下，公司立足现有技术优势，优化现有产线提升铸件产能至4万吨，稳固行业地位。海上风电高景气发展背景下，公司于2022年12月向特定对象发行股票募集，其中约17.52亿用于建设“海上风电核心部件数字化制造项目（东营一期）”，以期满足15~20MW大型风机对主轴的需求。该项目预计于2023年下半年释放3~4万吨产能，2024年产能爬坡，2025年全面达产，最终实现19万吨的铸件产能。
- **投资建议：**国内陆上风电维持高景气，海上风电快速发展背景下，公司作为主轴龙头企业，有望受益于铸件产能逐步释放。我们预计公司2023-2025年实现营业收入29.18/39.37/48.79亿元，同比+61.10%/+34.90%/+23.93%，公司2023-2025年归母净利润为6.37/8.13/9.61亿元，对应当前P/E为16x/13x/11x，首次覆盖给予“买入”评级。

➢ **风险提示：**风电装机需求不及预期；上游原料价格波动；产品销量不及预期等。

盈利预测与估值简表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1811.58	2918.43	3936.85	4878.92
(+/-)(%)	9.74	61.10	34.90	23.93
归母净利润	352.42	636.81	812.83	960.55
(+/-)(%)	-29.00	80.69	27.64	18.17
EPS(元)	1.35	2.43	3.11	3.67
P/E	30	16	13	11

资料来源：Wind，东海证券研究所，2023年4月21日

正文目录

1. 主要观点	4
1.1. 公司 2022 年营收维持增长，2023 年 Q1 盈利修复符合预期	4
1.2. 风电行业保持高速发展，大型化趋势展露机遇	5
1.3. 公司聚焦主业，积极拓展新业务	6
1.4. 公司积极拓展产能，迎来新的利润增长点	6
2. 投资建议	7
3. 风险提示	7

图表目录

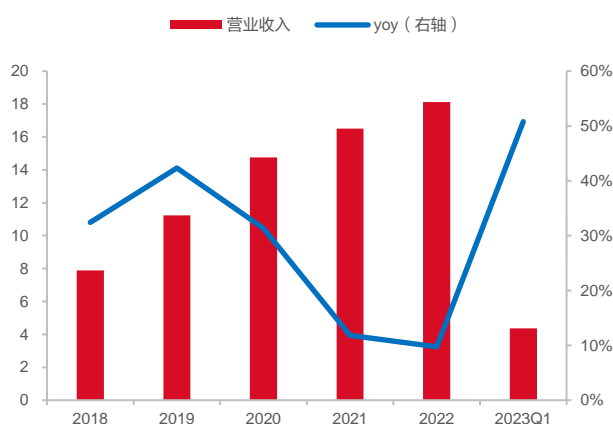
图 1 公司 2018-2022 年营业收入（单位：亿元）	4
图 2 公司 2018-2022 年归母净利润（单位：亿元）	4
图 3 公司单季度营业收入情况（单位：亿元）	4
图 4 公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）	4
图 5 2018-2022 年公司毛利率和净利率情况（%）	5
图 6 2018-2022 年公司期间费用率情况（%）	5
图 7 国内历年累计与新增装机量（GW，%）	5
表 1 2021 年~2022 年公司营业收入构成-分产品（单位：元）	6
表 2 2021 年~2022 年公司主要产品产能	6
表 3 公司部分产能及规划产能（单位：万吨）	6
附录：三大报表预测值	8

1.主要观点

1.1.公司 2022 年营收维持增长, 2023 年 Q1 盈利修复符合预期

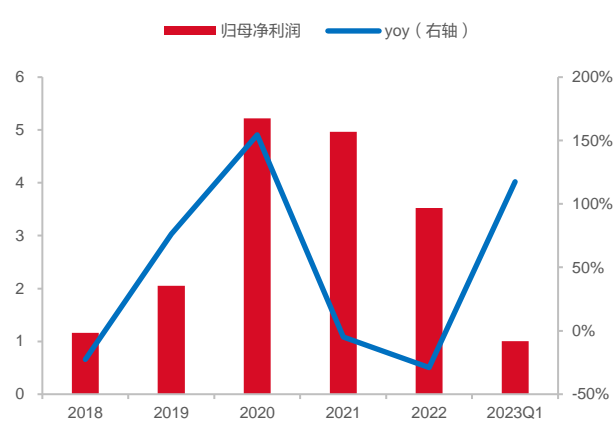
公司 2022 年营业收入 18.12 亿元, 同比增加 9.74%, 归母净利润 3.52 亿元, 同比下降 29.00%, 扣非净利润 3.60 亿元, 同比下降 18.71%。其中 2022 年 Q4 营业收入 6.00 亿元, 同比增加 54.07%, 归母净利润 1.17 亿元, 同比增加 32.43%, 扣非净利润 1.34 亿元, 同比增加 87.63%。2023 年 Q1 公司营业收入 4.37 亿元, 同比增加 50.79%, 归母净利润 1.00 亿元, 同比增加 117.42%, 扣非净利润 0.97 亿元, 同比增加 118.81%。

图1 公司 2018-2022 年营业收入 (单位: 亿元)



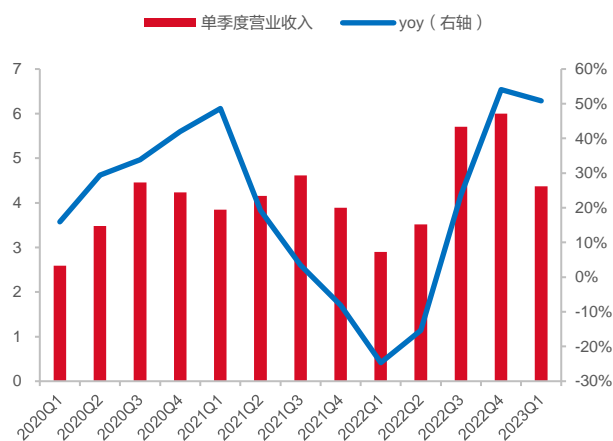
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图2 公司 2018-2022 年归母净利润 (单位: 亿元)



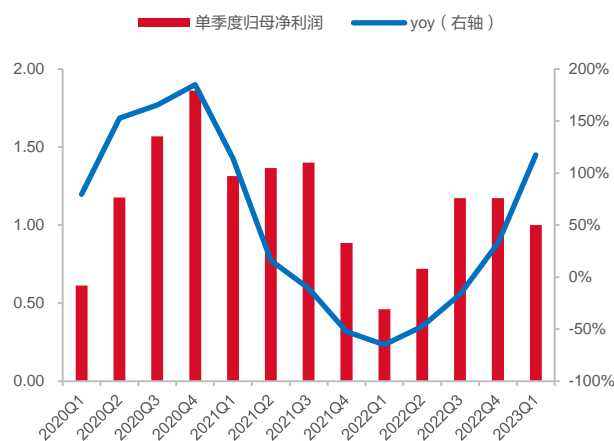
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图3 公司单季度营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 公司单季度归母净利润情况 (单位: 亿元)

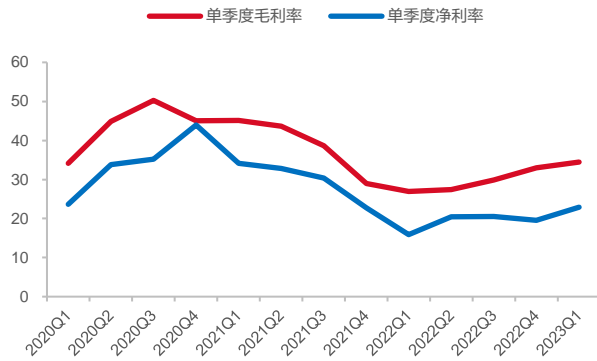


资料来源: Wind, 东海证券研究所

公司 2022 年毛利率为 29.98%, 同比下降 9.17pct, 主要系上游原材料价格上涨, 挤压公司盈利空间。2022 年 Q4 毛利率为 33.03%, 同比增加 4.03pct, 环比增加 3.16pct, 主要系原材料价格下降修复盈利空间。公司 2022 年期间费用率为 7.24%, 同比增加 0.28pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.48%(持平)、3.85%(+0.62pct)、3.64%(+0.54pct)、-0.74% (-0.89pct)。2023 年 Q1 毛利率 34.46%, 同比增加 7.52pct, 环比增加 1.43pct, 上

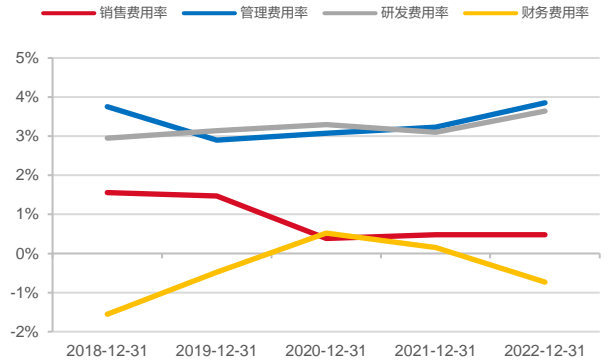
游原料价格处于震荡下行空间，同时产品大型化趋势下有效压降成本，公司盈利空间进一步修复。

图5 2018-2022 年公司毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 2018-2022 年公司期间费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

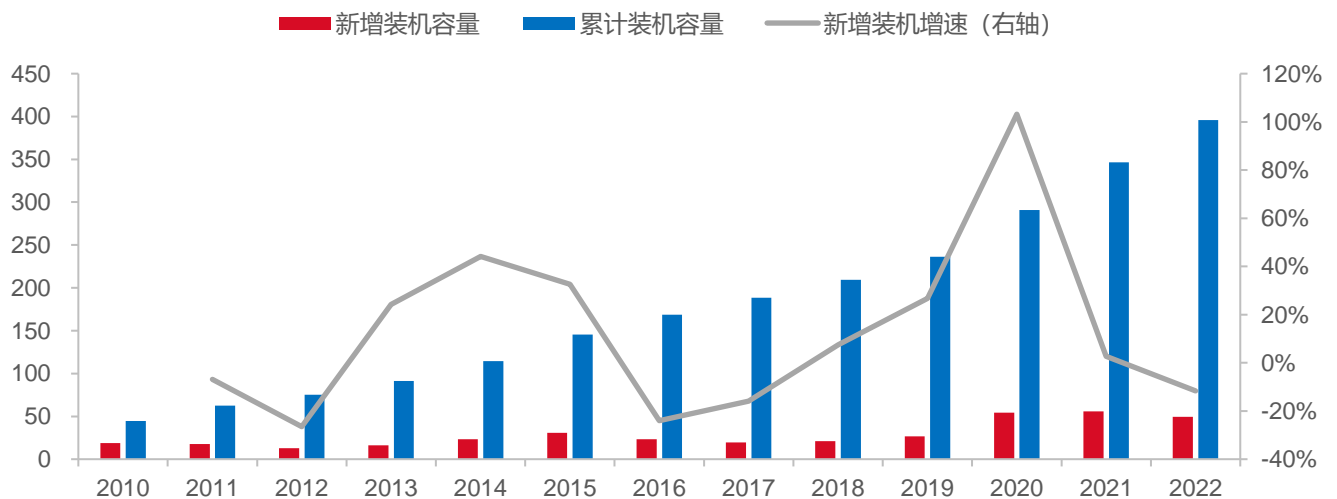
1.2.风电行业保持高速发展，大型化趋势展露机遇

根据 GWEC 发布的《全球风能报告 (2023)》，2023 年至 2027 年全球风电装机容量将增加 680GW，其中海上风电将增加 130GW。中国仍将是风电新增装机的主要贡献者，陆上和海上将分别新增装机 300GW 和 64GW，均位列世界首位。CWEA 公布的数据显示，2022 年全国新增风电吊装容量为 49.83GW，其中陆上风电新增吊装容量为 44.68GW，海上风电新增吊装容量为 5.15GW。

2022 年新增陆上风电项目机组单机容量进一步提升，5MW 以上机组已经成为主流。海上风电 2021 年的装机中 7.0-7.9MW 与 8.0MW 以上的机型开始出现在市场。2022 年年末最新招标单机容量已经达到 10MW 以上，14MW 及更大容量机型也在逐步推出，有望在近年内，逐步实现装机市场主力机型的迭代。

金雷股份作为全球最大、最专业的风电主轴制造商之一，风电主轴产品涵盖 1.5MW 至 8MW 多种主流机型，全资子公司金雷重装在东营的“海上风电核心部件数字化制造项目”一期投产后，公司将具备 14MW 以上机型的大型铸件的供应和生产能力。在风电行业持续发展的进程中，公司有望迎来量利齐升。

图7 国内历年累计与新增装机量 (GW, %)



资料来源: CWEA, 东海证券研究所

1.3.公司聚焦主业，积极拓展新业务

公司锻造业务不断巩固、铸造业务奋起直追，2022 年实现营业收入 18.12 亿元，比去年同期增长 9.74%，其中：风电主轴产品收入 15.82 亿元，比去年同期增长 4.87%，其中铸件产品收入实现 1.35 亿元；其他精密轴产品实现收入 1.73 亿元，比去年同期增长 62.59%。

公司充分利用成熟的锻造技术能力和轴类加工设备，通过目标细分准确把握其他精密轴类客户市场，优化思维精准出击，通过技术先导、工艺领先的思维为客户提供全流程的供货体系，缩短客户的供应链条、降低客户采购成本、提高了产品的质量。报告期公司开发了各类大型船用件、矿山机械、电机轴等其他精密轴类市场，充分利用了风电大型化后小兆瓦产能，开发了新行业、新产品，有效降低了风电行业市场波动对公司的影响。

表1 2021 年~2022 年公司营业收入构成-分产品（单位：元）

	分产品				同比增减
	2022 年		2021 年		
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	1,811,581,729.72	100%	1,650,839,299.81	100%	9.74%
风电主轴	1,581,630,885.82	87.31%	1,508,217,494.30	91.36%	4.87%
其他精密轴	172,984,070.82	9.55%	106,394,620.57	6.44%	62.59%
其他	56,966,773.08	3.14%	36,227,184.94	2.19%	57.25%

资料来源：Wind，东海证券研究所

1.4.公司积极拓展产能，迎来新的利润增长点

在风机大型化趋势下，公司立足现有技术优势，优化现有产线提升铸件产能至 4 万吨，稳固行业地位。海上风电高景气发展背景下，公司于 2022 年 12 月向特定对象发行股票募集，其中约 17.52 亿用于建设“海上风电核心部件数字化制造项目（东营一期）”，以期满足 15~20MW 大型风机对主轴的需求。该项目预计于 2023 年下半年释放 3~4 万吨产能，2024 年产能爬坡，2025 年全面达产，最终实现 19 万吨的铸件产能。

表2 2021 年~2022 年公司主要产品产能

	项目	单位	2022 年	2021 年	同比增减
风电行业	销售量	吨	146,765.10	147,019.46	-0.17%
	生产量	吨	147,044.21	148,574.15	-1.03%
	库存量	吨	13,658.98	13,379.87	2.09%
自由锻件行业	销售量	吨	14,157.01	9,682.04	46.22%
	生产量	吨	14,123.76	10,352.16	36.43%
	库存量	吨	761.99	795.24	-4.18%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表3 公司部分产能及规划产能（单位：万吨）

项目	产能所在地	2021	2022	2023E	2024E	2025E
海上风电核心部件数字化制造项目（东营一期）	东营			3~4	9	15
8000 支 MW 级风电主轴生产产线优化升级改造项目	莱芜	1	3	4	4	4

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.投资建议

国内陆上风电维持高景气，海上风电快速发展背景下，公司作为主轴龙头企业，有望受益于铸件产能逐步释放。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 29.18/39.37/48.79 亿元，同比+61.10%/+34.90%/+23.93%，公司 2023-2025 年归母净利润为 6.37/8.13/9.61 亿元，对应当前 P/E 为 16x/13x/11x，首次覆盖给予“买入”评级。

3.风险提示

风机装机需求不及预期：若未来风电行业景气度下滑，装机规模下降带来主轴需求下滑的情况，公司将面临经营业绩下滑的风险。

上游原料价格波动：公司盈利能力受上游原料价格影响，若未来上游原料价格上升至高位，会对公司盈利空间造成较大冲击。

产品销量不及预期：风机大型化趋势下对主轴要求逐步上升，若未来公司产品无法紧跟风机发展趋势，公司销量将会受到较大影响。

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1812	2918	3937	4879	货币资金	475	264	282	595
%同比增速	9.74%	61.10%	34.90%	23.93%	交易性金融资产	0	0	0	0
营业成本	1269	1975	2699	3383	应收账款及应收票据	1011	1373	1915	2192
毛利	543	944	1238	1496	存货	574	776	1024	1175
%营业收入	29.98%	32.34%	31.45%	30.67%	预付账款	15	33	39	50
税金及附加	14	26	34	42	其他流动资产	320	442	487	644
%营业收入	0.78%	0.88%	0.87%	0.86%	流动资产合计	2395	2888	3746	4655
销售费用	9	10	13	16	长期股权投资	0	0	0	0
%营业收入	0.48%	0.35%	0.34%	0.33%	投资性房地产	19	19	19	19
管理费用	70	82	102	117	固定资产合计	1161	1945	2693	3590
%营业收入	3.85%	2.80%	2.60%	2.40%	无形资产	220	220	220	220
研发费用	66	79	102	127	商誉	0	0	0	0
%营业收入	3.64%	2.70%	2.60%	2.60%	递延所得税资产	13	13	13	13
财务费用	-13	55	111	165	其他非流动资产	1106	1407	1663	1966
%营业收入	-0.74%	1.88%	2.81%	3.38%	资产总计	4914	6491	8354	10463
资产减值损失	-5	0	0	0	短期借款	365	1165	2165	3165
信用减值损失	-6	0	0	0	应付票据及应付账款	173	280	309	440
其他收益	8	10	14	18	预收账款	1	1	2	2
投资收益	15	9	12	15	应付职工薪酬	14	22	30	38
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	2	29	35	39
公允价值变动收益	-32	0	0	0	其他流动负债	48	48	53	58
资产处置收益	0	0	0	0	流动负债合计	604	1544	2594	3742
营业利润	379	711	901	1062	长期借款	600	600	600	600
%营业收入	20.94%	24.36%	22.89%	21.77%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	递延所得税负债	62	62	62	62
利润总额	379	711	901	1062	其他非流动负债	42	42	42	42
%营业收入	20.92%	24.36%	22.89%	21.77%	负债合计	1308	2249	3298	4447
所得税费用	27	74	88	101	归属于母公司的所有者权益	3606	4243	5056	6016
净利润	352	637	813	961	少数股东权益	0	0	0	0
%营业收入	19.45%	21.82%	20.65%	19.69%	股东权益	3606	4243	5056	6016
归属于母公司的净利润	352	637	813	961	负债及股东权益	4914	6491	8354	10463
%同比增速	-29.00%	80.69%	27.64%	18.17%	现金流量表 (百万元)				
少数股东损益	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (元/股)	1.35	2.43	3.11	3.67	经营活动现金流净额	-146	349	425	1071
基本指标					投资	23	0	0	0
	2022A	2023E	2024E	2025E	资本性支出	-1026	-1300	-1300	-1600
EPS	1.35	2.43	3.11	3.67	其他	15	9	12	15
BVPS	13.78	16.21	19.31	22.98	投资活动现金流净额	-987	-1291	-1288	-1586
PE	29.92	16.42	12.86	10.89	债权融资	964	800	1000	1000
PEG	—	0.20	0.47	0.60	股权融资	0	0	0	0
PB	2.92	2.46	2.07	1.74	支付股利及利息	-8	-69	-119	-174
EV/EBITDA	22.23	12.29	9.98	8.45	其他	-1	0	0	0
ROE	10%	15%	16%	16%	筹资活动现金流净额	954	731	881	826
ROIC	8%	11%	12%	11%	现金净流量	-177	-211	18	312

资料来源：携宁，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089