

2022年10月27日

新强联 (300850.SZ)

三季度短期业绩承压，盈利改善需关注成本与产品结构优化

■事件：公司发布三季报，2022年1-9月，实现营收19.53亿元，同比+2.79%，归母净利润3.34亿元，同比-16.56%，扣非后3.32亿元，同比-11.55%；单Q3，收入6.91亿元，同比+8.04%；归母净利润0.91亿元，同比-59.38%，扣非后0.89亿元，同比-42.01%。

■点评：

■单季度收入个位数增长，利润增速承压明显。收入端：考虑风场开工、整机交付节奏延迟影响公司出货，以及主轴承产品切换阶段新产品暂未放量等潜在因素；利润端：考虑锻件自供产能紧张致增加外采提升成本，以及产品调价等潜在因素。展望2023年，我们认为，公司盈利能力的改善，应关注两方面：①子公司圣久锻件技改、扩产产能有序释放，增加环锻件自供比例，有望显著降低成本端压力；②根据公司此前公告明阳智能采购框架协议，1850套主轴承奠定出货放量基础，优化产品结构。

■Q3利润率波动较大，毛利率下滑是导致盈利能力承压的主因：单Q3，公司整体毛利率25.03%，同比-12.07pcts，环比-3.03pcts；净利率方面，由于2021年三季度公司实现0.64亿元公允价值变动收益，因此我们看扣非后净利率为12.84%，同比-11.09pcts，环比-5.96pcts，单季度毛利率同比下滑导致净利率承压。我们认为影响短期毛利率的潜在因素包括：①产品结构：主轴承新产品（单列圆锥结构、调心滚子结构）暂未进入集中批量出货阶段，根据公司中报，3-7MW单列圆锥滚子轴承处于研发设计完成、小批量生产阶段，单季度高毛利主轴承收入占比下降；②成本端：子公司圣久锻件产能释放受前期疫情、临时技改等因素影响，环锻件原材料自供减少，可能导致短期成本压力增加；③价格端：产品调价影响。

■公司新产品、新客户持续突破，在大MW风电主轴承领域国产替代龙头地位稳固。新产品方面：综合公司2022年中报和明阳采购框架协议公告，公司主轴承结构覆盖三排圆柱、双列圆锥、单列圆锥三大类，在与明阳持续加深合作的过程中，也有望进一步开发适用于双馈机型的主轴承新产品。新客户方面：公司作为核心供应商参与了三一重能IPO战略配售，根据三一重能公告，双方将就回转支承和主轴承等产品进一步深化合作，新强联主轴承客户有望实现新突破。同时，公司也与远景能源、东方电气、中船海装、中车风电等头部整机厂保持合

公司快报

证券研究报告

基础件

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：95.2元
股价(2022-10-26) 80.56元

交易数据

总市值(百万元)	33,201.68
流通市值(百万元)	20,029.69
总股本(百万股)	329.71
流通股本(百万股)	198.90
12个月价格区间	71.80/243.83元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	24.57	27.71	8.66
绝对收益	20.6	13.45	-17.02

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004
guoqq@essence.com.cn

高杨洋

报告联系人

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

- 新强联：与核心客户明阳合作深化，引领大MW轴承国产替代/郭倩倩 2022-09-28
- 新强联：收入短期承压，产品结构优化增强盈利能力/郭倩倩 2022-08-28
- 新强联：风电轴承国产替代龙头，产能扩张打开成长空间/郭倩倩 2022-07-29

作关系。综合来看，公司大 MW 海风主轴轴承产品储备、批量化验证均在国产品牌中处于相对领先的地位，具备 7-12MW 海风轴承生产能力，且 2023 年将率先小批量供给明阳 10MW 以上级别海风产品，产品覆盖面和持续拓宽，未来有望深度受益于未来海风装机放量。

■**投资建议：**在未来出货预期不变情况下，由于产品调价对未来产品均价、毛利率水平预期产生影响，我们调整了公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年收入分别为 27.00、37.27、51.85 亿元，增速分别为 9%、38%、39.1%，净利润分别为 5.38、7.86、11.17 亿元，增速分别 4.7%、46%、42.1%，对应 PE 分别为 49、34、24 倍。维持买入-A 的投资评级，12 个月目标价为 95.2 元，相当于 2023-2024 年 40X 的动态市盈率。

■**风险提示：**下游风电行业景气度下行，风电装机不及预期；产能释放不及预期；行业竞争加剧影响盈利能力；核心客户技术路线切换影响公司出货。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,064.4	2,476.9	2,700.3	3,726.7	5,185.2
净利润	424.7	514.3	538.4	786.1	1,116.9
每股收益(元)	1.29	1.56	1.63	2.38	3.39
每股净资产(元)	4.59	10.42	11.84	13.99	17.03
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	62.5	51.6	49.3	33.8	23.8
市净率(倍)	17.6	7.7	6.8	5.8	4.7
净利润率	20.6%	20.8%	19.9%	21.1%	21.5%
净资产收益率	28.1%	15.0%	13.8%	17.0%	19.9%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
ROIC	73.5%	393.2%	35.4%	50.7%	60.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,064.4	2,476.9	2,700.3	3,726.7	5,185.2	成长性					
减:营业成本	1,435.9	1,713.5	1,897.2	2,581.7	3,580.7	营业收入增长率	221.0%	20.0%	9.0%	38.0%	39.1%
营业税费	6.9	10.8	12.3	15.2	22.4	营业利润增长率	335.3%	18.0%	5.8%	46.2%	41.5%
销售费用	9.6	7.4	7.6	10.1	13.5	净利润增长率	325.4%	21.1%	4.7%	46.0%	42.1%
管理费用	23.5	31.8	33.8	44.7	59.6	EBITDA 增长率	256.1%	31.3%	-7.8%	39.6%	37.7%
研发费用	96.2	106.3	121.5	167.1	229.5	EBIT 增长率	306.4%	28.2%	-6.5%	42.9%	39.8%
财务费用	24.0	76.0	33.7	28.0	24.1	NOPLAT 增长率	277.4%	30.3%	-2.3%	42.8%	40.4%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-75.7%	983.6%	-0.1%	18.5%	20.3%
加:公允价值变动收益	53.1	99.8	26.4	27.2	28.0	净资产增长率	136.4%	131.8%	13.4%	17.8%	21.5%
投资和汇兑收益	-	-7.4	-	-	-	利润率					
营业利润	497.0	586.4	620.6	907.1	1,283.4	毛利率	30.4%	30.8%	29.7%	30.7%	30.9%
加:营业外净收支	-1.1	0.3	-0.0	-0.3	0.0	营业利润率	24.1%	23.7%	23.0%	24.3%	24.8%
利润总额	495.9	586.8	620.6	906.8	1,283.4	净利润率	20.6%	20.8%	19.9%	21.1%	21.5%
减:所得税	71.2	71.8	82.0	120.3	165.6	EBITDA/营业收入	28.3%	31.0%	26.2%	26.5%	26.3%
净利润	424.7	514.3	538.4	786.1	1,116.9	EBIT/营业收入	26.4%	28.2%	24.2%	25.1%	25.2%
资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	965.3	943.0	806.6	1,538.0	1,715.2	固定资产周转天数	60	92	102	69	46
交易性金融资产	203.1	879.3	905.7	932.9	960.9	流动营业资本周转天数	50	72	122	118	115
应收账款	403.3	915.1	719.7	1,764.7	1,836.1	流动资产周转天数	266	469	531	484	456
应收票据	354.1	219.1	323.0	466.8	646.5	应收账款周转天数	63	96	109	120	125
预付账款	71.3	9.0	149.0	28.8	208.8	存货周转天数	42	64	61	55	60
存货	350.2	537.2	371.2	772.0	946.1	总资产周转天数	379	697	819	691	603
其他流动资产	24.2	578.0	606.9	637.2	669.1	投资资本周转天数	66	127	213	169	145
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	28.1%	15.0%	13.8%	17.0%	19.9%
长期股权投资	-	145.1	145.1	145.1	145.1	ROA	12.7%	8.2%	8.9%	9.5%	12.3%
投资性房地产	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	ROIC	73.5%	393.2%	35.4%	50.7%	60.1%
固定资产	482.4	788.4	738.5	688.5	638.6	费用率					
在建工程	92.9	368.3	368.3	368.3	368.3	销售费用率	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
无形资产	62.4	154.8	150.8	146.8	142.8	管理费用率	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
其他非流动资产	327.5	718.7	750.2	783.2	818.0	研发费用率	4.7%	4.3%	4.5%	4.5%	4.4%
资产总额	3,337.0	6,256.4	6,035.2	8,272.7	9,095.8	财务费用率	1.2%	3.1%	1.2%	0.8%	0.5%
短期债务	115.2	549.4	-	380.0	-	四费/营业收入	7.4%	8.9%	7.3%	6.7%	6.3%
应付账款	311.4	463.4	153.5	711.7	589.9	偿债能力					
应付票据	629.7	844.7	789.0	1,362.4	1,621.5	资产负债率	54.6%	43.9%	32.6%	42.4%	36.5%
其他流动负债	91.4	147.5	199.3	178.9	198.0	负债权益比	120.5%	78.3%	48.3%	73.7%	57.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.07	2.04	3.40	2.33	2.90
其他非流动负债	675.9	743.2	780.4	819.4	860.4	速动比率	1.76	1.77	3.07	2.04	2.51
负债总额	1,823.6	2,748.2	1,922.2	3,452.4	3,269.8	利息保障倍数	22.76	9.20	19.40	33.42	54.26
少数股东权益	-	72.4	72.5	73.0	73.9	分红指标					
股本	106.0	193.9	329.7	329.7	329.7	DPS(元)	0.13	0.16	0.16	0.24	0.34
留存收益	1,392.6	3,226.3	3,575.1	4,281.9	5,286.7	分红比率	10.2%	10.0%	10.0%	10.1%	10.0%
股东权益	1,513.4	3,508.2	3,977.3	4,684.6	5,690.3	股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
现金流量表	2020	2021	2022E	2023E	2024E	业绩和估值指标					
净利润	424.7	515.0	538.4	786.1	1,116.9	EPS(元)	1.29	1.56	1.63	2.38	3.39
加:折旧和摊销	39.6	68.6	53.9	53.9	53.9	BVPS(元)	4.59	10.42	11.84	13.99	17.03
资产减值准备	28.5	43.2	-	-	-	PE(X)	62.5	51.6	49.3	33.8	23.8
公允价值变动损失	-	-99.8	26.4	27.2	28.0	PB(X)	17.6	7.7	6.8	5.8	4.7
财务费用	12.1	74.7	33.7	28.0	24.1	P/FCF	31.3	-50.6	-184.0	30.5	75.5
投资损失	-	7.4	-	-	-	P/S	12.9	10.7	9.8	7.1	5.1
少数股东损益	-	0.7	0.3	0.5	0.9	EV/EBITDA	26.6	42.7	34.2	24.1	17.1
营运资金的变动	352.7	-1,654.6	-219.3	-382.5	-474.3	CAGR(%)	22.8%	29.5%	75.4%	22.8%	29.5%
经营活动产生现金流量	410.3	-342.4	433.3	513.2	749.6	PEG	2.7	1.8	0.7	1.5	0.8
投资活动产生现金流量	-629.3	-1,517.6	-53.4	-55.0	-56.7	ROIC/WACC	7.0	37.4	3.4	4.8	5.7
融资活动产生现金流量	823.4	1,697.8	-516.3	273.3	-515.6	REP	15.1	0.5	4.5	2.6	1.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034