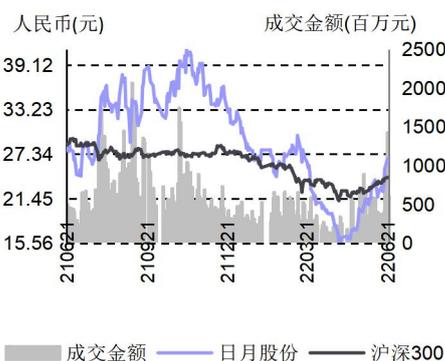


市场价格 (人民币): 26.45 元

目标价格 (人民币): 33.18 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	9.68
已上市流通 A 股(亿股)	9.68
总市值(亿元)	255.93
年内股价最高最低(元)	41.21/15.56
沪深 300 指数	4326
上证指数	3307



成本技术双领先，铸件龙头市占率快速提升

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,111	4,712	5,790	7,380	7,849
营业收入增长率	46.61%	-7.80%	22.87%	27.47%	6.36%
归母净利润(百万元)	979	667	628	1,078	1,308
归母净利润增长率	94.11%	-31.86%	-5.90%	71.72%	21.30%
摊薄每股收益(元)	1.012	0.690	0.649	1.114	1.352
每股经营性现金流净额	0.52	0.66	0.41	1.20	1.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.80%	7.68%	6.91%	10.96%	12.16%
P/E	29.89	47.77	40.75	23.73	19.57
P/B	3.53	3.67	2.82	2.60	2.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **需求: 2022-2025 铸件需求年复合增速达 6%。**据 GWEC 预计, 2022-2025 年全球风电总装机为 101/102/106/119GW, 其中海风装机为 9/13/14/25GW。假设目前每 MW 陆上风电铸件用量 17 吨, 海上 20 吨。随风机大型化, 主轴由锻造转为铸造, 陆上风机单 MW 铸件稳态用量预计为 17 吨, 海上风机铸件单 MW 稳态用量预计和陆风机组趋同, 为 17 吨。预计 2022-2025 年铸件需求复合增速达 6%。
- **风电铸件: 小兆瓦产能加速出清, 龙头企业仍维持高产能利用率。**铸件行业技术和资本双重密集, 具有先发优势。据我们不完全统计, 预计 2022-2024 年国内铸件产能将高于全球风电行业铸件需求, 主要原因为: 1) 统计的铸件产能不仅只应用于风电下游; 2) 部分小兆瓦产能已出清。虽然行业结构性产能过剩, 但龙头企业凭借其合理产能布局、高技术优势, 仍维持高产能利用率。
- **公司: 成本技术双领先, 市占率提升明显, 原材料价格弹性大。**1) 预计市占率提升明显: 据我们测算, 2021/2024 年全球风电行业铸件需求分别为 182/180 万吨, 公司全球市占率 2021 年约为 18%, 预计 2024 年达 36%; 2) 原材料价格弹性大: 2021 年公司制造成本中原材料占比达 65%, 原材料价格变动对公司盈利能力具有较大影响。
- **计划非公开发行股票补流:** 公司计划通过非公开发行股票方式募集不超过 10 亿元资金, 募集对象为实控人傅明康、陈建敏, 资金主要用于补充流动资金。
- **预计全年营收增速达 23%:** 由于 2020 年陆风抢装递延, 1Q21 公司风电铸件高销量, 1Q22 销量恢复常态化, 营收同比出现下降。考虑 2022 年全年公司出货量将达 55 万吨, 高于 2021 年的 44 万吨, 因此 2022 年营收预计同比增加 23%。

盈利预测和投资建议

- 我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利 6.3、10.8、13.1 亿元, 同比分别变动 -5.90%、71.72%、21.30%, 对应 EPS 0.65 元、1.11 元、1.35 元。公司当前股价对应三年 PE 分别为 41、24、20 倍。根据市盈率法, 给予 2023 年整体 30 倍估值, 目标价 33.18 元/股, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示

- 需求测算受政策不确定性影响的风险, 经济环境及汇率波动, 新项目产能投放不及预期风险, 董监高减持风险。

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

胡竞楠

联系人
hujingnan@gjzq.com.cn

内容目录

1、风电铸件需求：风电装机由周期步入成长，风电铸件需求持稳增长	4
1.1 风电需求：能源转型推动需求增长，风电装机由周期步入成长	4
1.2 风电铸件：总需求持续稳步增长	5
2、风电铸件行业特征：成本领先与技术进步助力全球供应	6
2.1 铸件行业发展特征：技术与资本密集行业，龙头企业维持高产能利用率	6
2.2 公司风电铸件机遇：成本技术行业领先，产能快速扩张	9
2.3 行业机会：风电大型化趋势显著，海上风电&零部件出口成为新增长点	14
3、注塑机行业稳定发展，注塑机铸件市场前景可观	15
3.1 塑料制品产量逐年提升，带动注塑机市场需求平稳增长	16
3.2 注塑机铸件市场前景可观	16
4、公司业务：风电铸件是第一大业务，原材料价格弹性大	17
4.1 财务状况：原材料价格弹性大	17
4.2 主营业务：风电铸件是第一大业务	19
5、盈利预测和投资建议	20
6、风险提示	22

图表目录

图表 1：1985 年以来光伏和风电占全球发电量的比例	4
图表 2：不同能源形式成本对比（USD/kWh）	4
图表 3：全球风电装机情况（GW）	5
图表 4：全球风电铸件需求及增速（万吨）	6
图表 5：风电机组结构示意图	6
图表 6：风力发电机组成本构成	7
图表 7：风机企业物资采购流程	7
图表 8：风机企业生产流程、零部件企业采购流程	7
图表 9：铸件行业产能情况（万吨）	8
图表 10：企业 2021 年铸造产能利用率	9
图表 11：2015-2021 年风电铸件行业及相关公司毛利率水平	9
图表 12：日月发展历程	9
图表 13：同赢投资股权结构，发行前持有上市公司 13.96% 股权（2011-12-29）	10
图表 14：风电铸件单吨价格（元/吨，不含税）	11
图表 15：风电铸件单吨成本（元/吨，不含税）	11
图表 16：日月与永冠历年出货量对比（吨）	11
图表 17：日月与永冠历年人均出货量对比（吨/人）	11

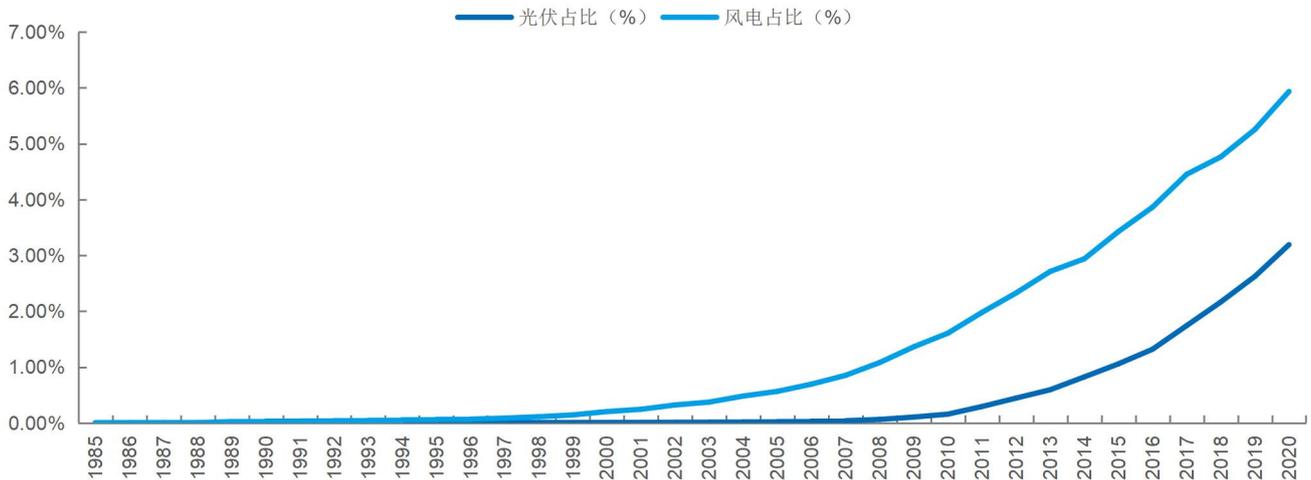
图表 18: 日月与永冠历年人均创收对比 (万元/人)	12
图表 19: 日月与永冠历年人均创利对比 (万元/人)	12
图表 20: 公司铸造产能规划情况 (万吨)	12
图表 21: 公司精加工产能规划情况 (万吨)	13
图表 22: 公司全球市占率快速提升 (%)	13
图表 23: 发行对象认购情况	14
图表 24: 历年中国新增陆上&海上风电机组平均单机容量 (MW)	14
图表 25: 2001-2021 年全球海风历史新增装机 (GW)	15
图表 26: 欧洲各国风电规划	15
图表 27: 国内塑料制品产量 (万吨)	16
图表 28: 中国注塑机行业市场规模及增速 (亿元)	16
图表 29: 全球主要地区注塑机产值预测 (亿欧元)	16
图表 30: 注塑机铸件营收 (亿元)	17
图表 31: 注塑机铸件销量与单吨价格 (万吨, 元/吨)	17
图表 32: 2021 年营收 47.12 亿元	17
图表 33: 2021 年净利 6.67 亿元	17
图表 34: 2021 销售毛利率为 20.29%	18
图表 35: 2021ROE 为 7.68%	18
图表 36: 公司各产品毛利率 (%)	18
图表 37: 原材料价格变动对利润敏感性测算	19
图表 38: 公司近年主营收入情况 (亿元)	19
图表 39: 公司 2021 年主营收入占比	19
图表 40: 公司近年海外业务营收、毛利润占比 (%)	20
图表 41: 公司盈利拆分	21
图表 42: 可比公司估值比较 (市盈率法)	21

1、风电铸件需求：风电装机由周期步入成长，风电铸件需求持稳增长

1.1 风电需求：能源转型推动需求增长，风电装机由周期步入成长

- 光伏风电占全球发电量比例稳步提升。光伏风电行业近年快速发展，但2020年光伏、风电占全球发电量的比例仅为3.19%、5.93%，同比各增加0.57PCT、0.68PCT，能源转型处于起步阶段，未来发展潜力巨大。

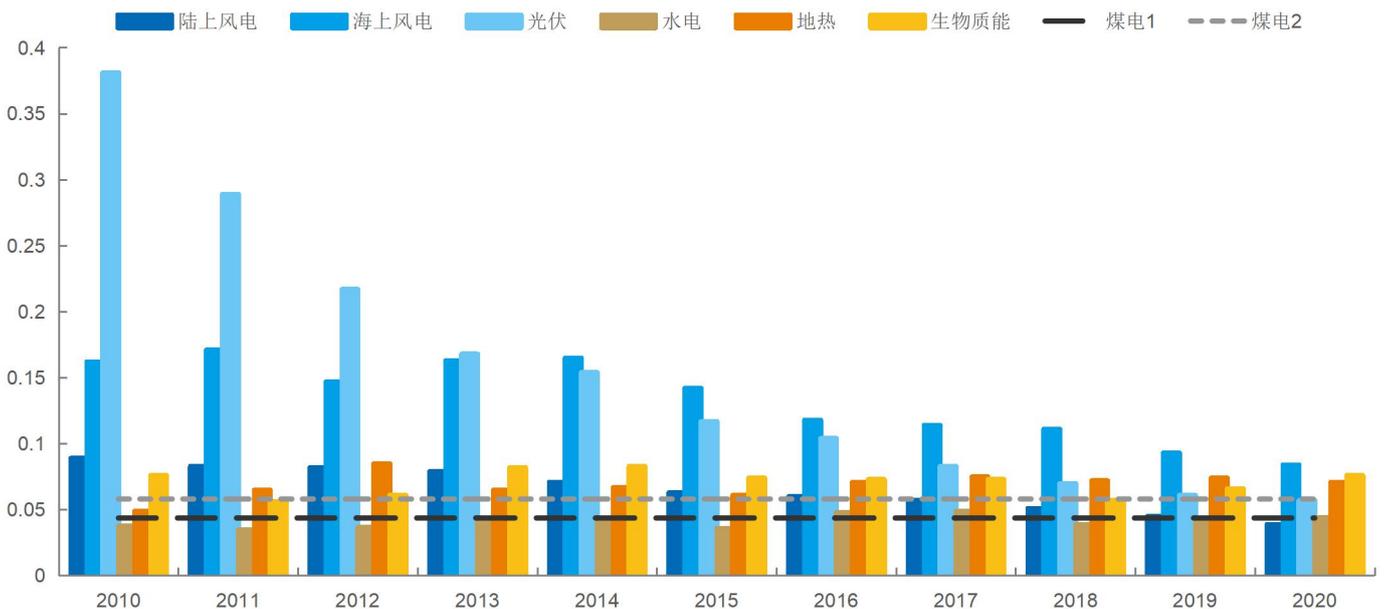
图表 1：1985 年以来光伏和风电占全球发电量的比例



来源：BP，国金证券研究所

- 陆上风电为全球成本最低的能源形式。2010年-2020年光伏和陆上风电成本下降速度分别为17.3%、7.92%。2020年陆上风电成本仅为0.039USD/KWh，同降13.33%，低于其他所有能源形式的度电成本。

图表 2：不同能源形式成本对比 (USD/kWh)



来源：IRENA，国金证券研究所

- **全球风电由周期步入成长。**2021 年全球风电新增装机 93.6GW，与 2020 年基本保持持平。据 GWEC 预计，2022-2025 年全球风电总装机为 101/102/106/119GW，年复合增速 6%，其中海风装机为 9/13/14/25GW，年复合增速 41%。由于全球风电装机预测具有一定不确定性，GWEC 保守预计下，2023 年陆风装机 90GW，相较 2022 年陆风装机 92GW，出现小幅下滑，但仍不改长周期风电装机持稳增长的态势。

图表 3：全球风电装机情况 (GW)

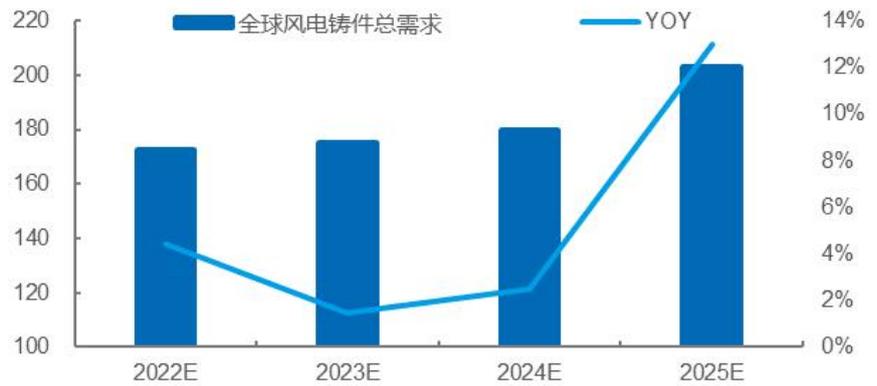


来源：GWEC，国金证券研究所

1.2 风电铸件：总需求持续稳步增长

- **2025 年全球风电铸件总需求或达 203 万吨，2022-2025 年复合增速达 6%。**我们预计每 MW 风电整机大约需要 17 吨-20 吨铸件。假设每 MW 陆上风电铸件用量 17 吨，海上 20 吨，据 GWEC 预测 2022 年全球风电新增装机为 101GW，其中海风新增装机 9GW，则 2022 年全球风电铸件总需求量达到 165 万吨。GWEC 预测 2025 年全球风电新增装机容量将达 119GW，其中海风达 25GW。随风机大型化，主轴由锻造转为铸造，陆上风机单 MW 铸件稳态用量预计为 17 吨，海上风机铸件单 MW 稳态用量预计和陆风机组趋同，为 17 吨。因此我们预计，2025 全球风电铸件需求量或将达到 203 万吨。2022-2025 年铸件需求年符合增速达 6%。

图表 4：全球风电铸件需求及增速（万吨）



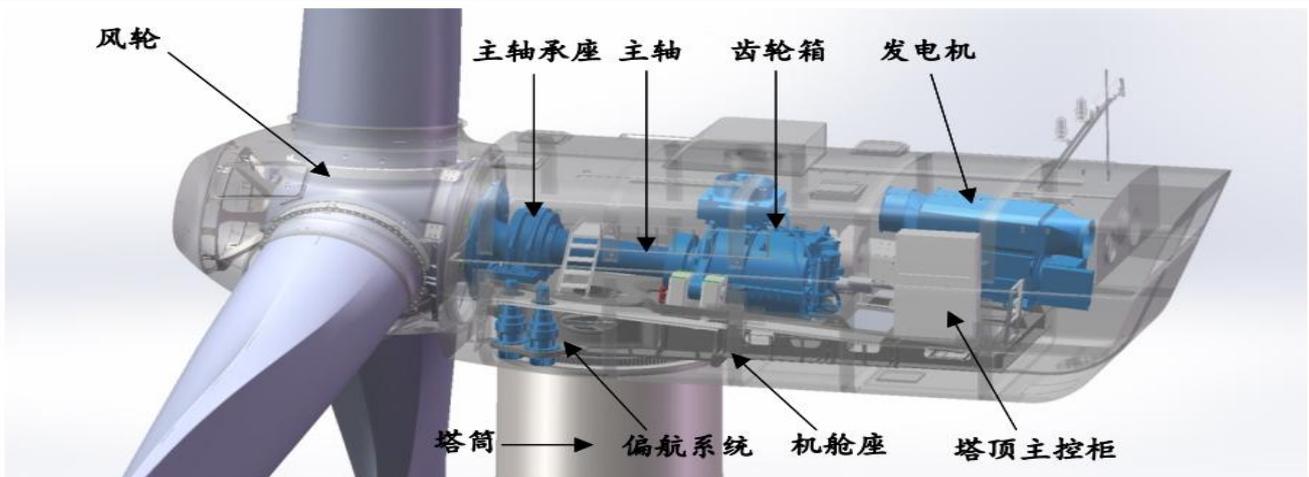
来源：GWEC，国金证券研究所

2、风电铸件行业特征：成本领先与技术进步助力全球供应

2.1 铸件行业发展特征：技术与资本密集行业，龙头企业维持高产能利用率

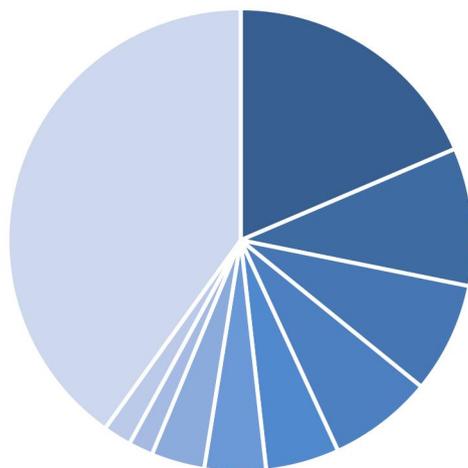
- 风电铸件是风机主要零部件之一，包括轮毂、弯头、偏航支座、机架、定轴、转轴、风轮锁定法兰等部件产品。以电气风电 2020 年风机采购情况为例，铸件产品占风机价值量占比约为 5.1%。

图表 5：风电机组结构示意图



来源：运达股份招股说明书，国金证券研究所

图表 6：风力发电机组成本构成

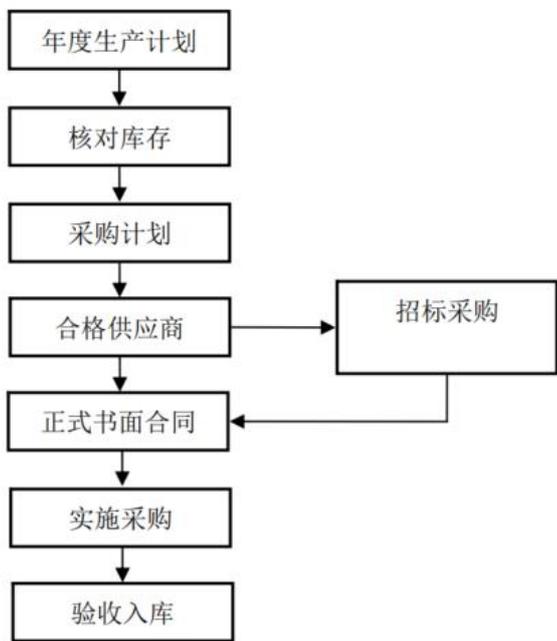


■ 叶片 ■ 齿轮箱 ■ 发电机 ■ 轴承 ■ 铸件 ■ 变流器 ■ 钢件 ■ 机舱罩 ■ 主轴 ■ 其他

来源：电气风电招股说明书，国金证券研究所

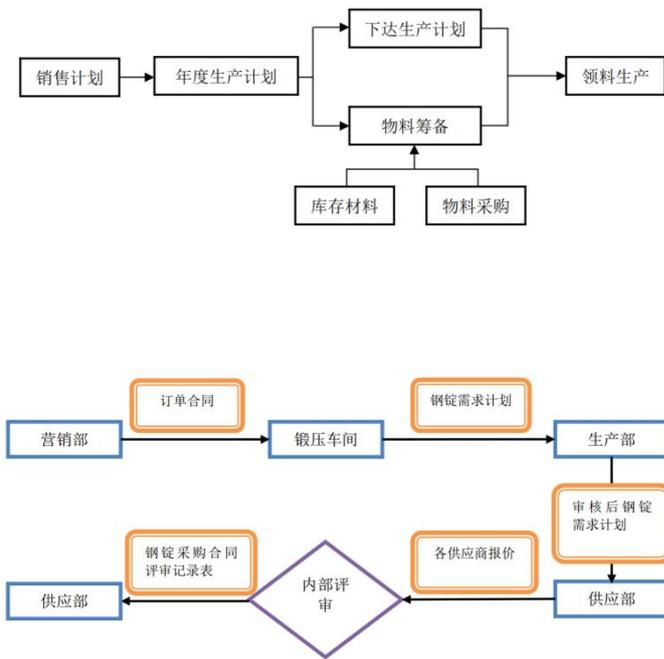
- **铸件定价模式为年度闭口框架协议。**风机企业年度排产，其为维持稳定毛利率，每年和零部件企业谈一次框架协议，锁定零部件价格（成本加成）和供应份额，在具体订单执行时，会提前下达订单合同，约定零部件要货数量和时间，零部件企业据此进行生产和采购。

图表 7：风机企业物资采购流程



来源：运达风电、金雷风电招股说明书，国金证券研究所

图表 8：风机企业生产流程、零部件企业采购流程



来源：运达风电、金雷风电招股说明书，国金证券研究所

- **铸件行业产业集中度提升，国家严格执行铸件产能置换政策。**《铸造行业“十四五”发展规划》中指出，目前铸件企业数量偏多，可通过实施专业化和规模化发展，进一步减少企业数量、提高产业集中度。《规划》预计，到

2025年，铸造企业数量较“十三五”末期将下降20%。2019年，工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部发布《关于重点区域严禁新增铸造产能的通知》（工信厅联装〔2019〕44号），明确要求“重点区域要严格把好铸造建设项目源头关口，严禁新增铸造产能建设项目。重点区域新建或改造升级的高端铸造建设项目，必须严格实施等量或减量置换。”

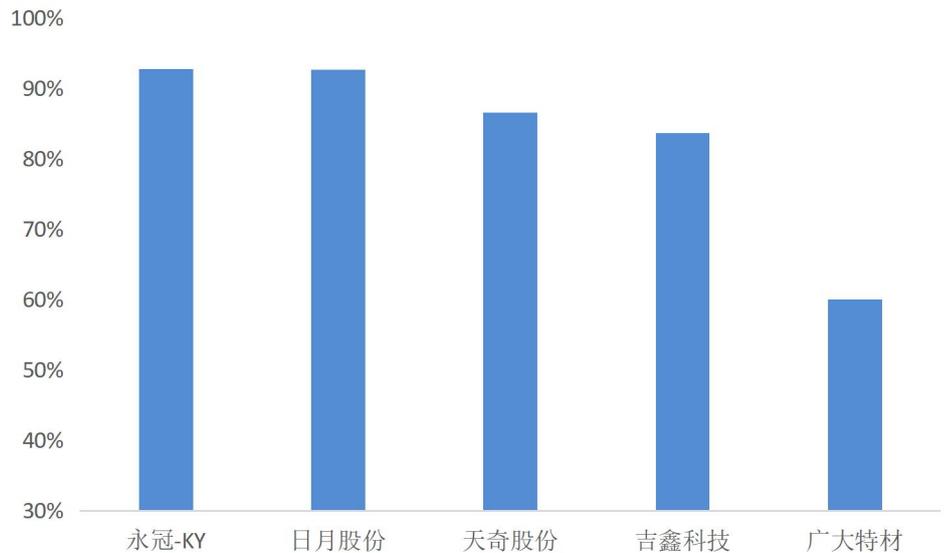
- **铸件制造成本差异明显。**（1）由于铸件制造特点，行业工艺出品率（行业75%-80%、日月86%）、合格品率不高（行业95%，日月99%）；（2）不可回收成本占比高，约40%-50%；（3）产品多品种、多规格、非标准、定制化，工艺扩散速度较慢。
- **小兆瓦产能加速出清，龙头企业仍维持高产能利用率。**据我们预计，2021-2024年全球风电行业铸件需求为182/173/175/180万吨。据我们不完全统计，预计2021-2024年国内铸件产能合计为202/214/246/269万吨，高于全球风电行业铸件需求，主要有两点原因：1）统计的铸件产能不仅只应用于风电下游；2）部分小兆瓦产能已出清。虽然行业结构性产能过剩，但龙头企业凭借其合理产能布局、高技术优势，仍能维持高产能利用率。

图表9：铸件行业产能情况（万吨）

公司	2021	2022E	2023E	2024E
日月股份	48.0	48.0	71.2	81.2
金雷股份	0.0	3.0	7.5	19.5
广大特材	15.0	17.5	20.0	20.0
宏德股份	6.6	9.2	11.3	12.0
豪迈科技	21.0	25.0	25.0	25.0
哥博铸造	14.5	14.5	14.5	14.5
永冠-KY	21.0	21.0	21.0	21.0
吉鑫科技	16.0	16.0	16.0	16.0
山东龙马	20.0	20.0	20.0	20.0
大连重工	10.0	10.0	10.0	10.0
佳力科技	6.0	6.0	6.0	6.0
天奇股份	8.0	8.0	8.0	8.0
通裕重工	16.0	16.0	16.0	16.0
产能合计	202	214	246	269
全球风电铸件需求	182	173	175	180

来源：各企业年报，国金证券研究所（*考虑铸件产能扩张需要提前拿到审批指标，若没有明确公告公司有扩产计划，就假设公司产能不发生变化）

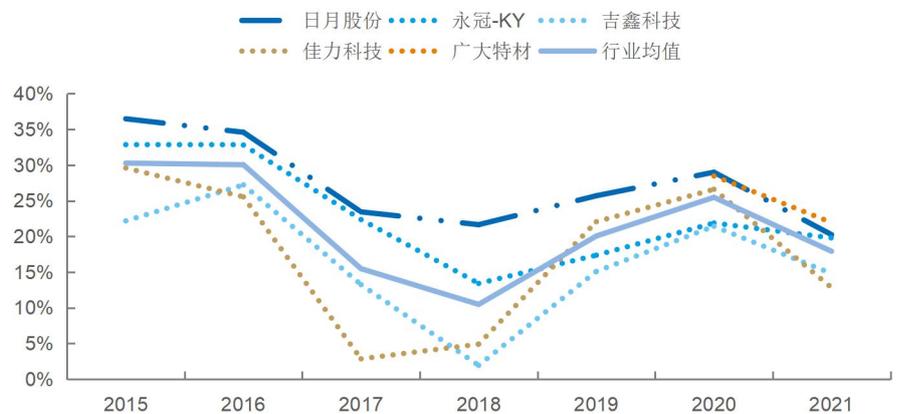
图表 10：企业 2021 年铸造产能利用率



来源：各企业年报，国金证券研究所

- **铸件行业稳态毛利率预计将稳定在 25%-30%。**铸件属于技术和资本双重密集行业，具有先发优势，而胜出的公司主要是目前该环节玩家中技术积淀足够且资本实力雄厚的公司。受制于 2021 年原材料大幅上涨，铸造企业毛利率出现回落。若后续原材料价格回归合理区间，预计未来行业龙头公司毛利率会稳定在 25%-30%。

图表 11：2015-2021 年风电铸件行业及相关公司毛利率水平



来源：Wind，国金证券研究所

2.2 公司风电铸件机遇：成本技术行业领先，产能快速扩张

- **日月发展历程——创业三十载的风电铸件领导者。**1993 年公司前身宁波日月成立，2016 年，公司在上海证券交易所上市，目前公司主要从事风电铸件、塑料机械铸件和柴油机铸件、加工中心铸件等铸件的研发、生产和销售，是国内最大的铸造生产企业之一。

图表 12：日月发展历程

时间	关键事项
----	------

1993年2月	东吴镇工业总公司70%（镇办集体企业）与宁波压缩机厂30%共同出资组建组件联营企业宁波日月
1994年6月	宁波日月改制为傅明康独资私营企业，东吴投资（镇办集体企业）与傅明康（时任宁波日月厂长）签署处置协议
1998年12月	傅明康75%、傅树根（代持）15%、东吴投资10%成立日月集团，兼并东乡铸造（傅明康、傅树根创立）
1991年1月	日月集团49%、东吴投资51%共同成立日月铸造
2003年	“厚大断面球铁铸件”被列入国家级火炬计划
2004年12月	日月集团和日月机械共同出资成立日星铸业，2008年日月机械将股权转让给日月集团
2006年11月	东吴投资退出日月集团、日月铸造，日月集团、日月铸造成为傅明康家庭三人企业
2007年12月	傅明康家庭三人设立日月重工（上市主体）
2010年11月	日月重工新增股东同赢投资（高管持股平台前身）
2010年12月	日月重工引进战略投资者
2010年12月	为避免同业竞争，实现铸件业务统一，日月集团将日星铸业（2004年成立）100%股权以3328.29万元转让给日月重工；日月重工收购同一控制下的日月集团（目前股权投资、房屋租赁）、明灵机械（2012年8月注销）、东方塑机（2012年8月注销）、日月铸业（2006年成立，目前无实质性是指性经营）经营性资产，作价3.5亿元
2011年1月	日月重工全资子公司精华金属成立
2013年9月	日星铸业（日月重工全资子公司）全资子公司月星金属成立
2016年12月	公司在上海证券交易所上市
2018年	荣膺“国家企业技术中心”
2019年	获得“工信部制造业单项冠军”
2019年10月	全资子公司日星铸业设立子公司宁波日月核装备制造制造有限公司（51%）
2020年7月	年产12万吨大型海上风电关键部件精加工生产线建设项目陆续安装调试，开始批量释放大兆瓦机型的加工能力
2022年1月	“年产18万吨海装关键部件项目（二期8万吨）”通过相关主管部门验收，并开始释放产能

来源：公司招股说明书、年报、公司官网，国金证券研究所

- **股权结构清晰、管理层专业出身。**公司第一大股东为傅明康，截至1Q22，持股24%。公司股权结构清晰，主要高管均专业出身。
- **激励机制完善。**2011年12月主要高管团队通过同赢投资持有公司股份，2018年实施股权激励。

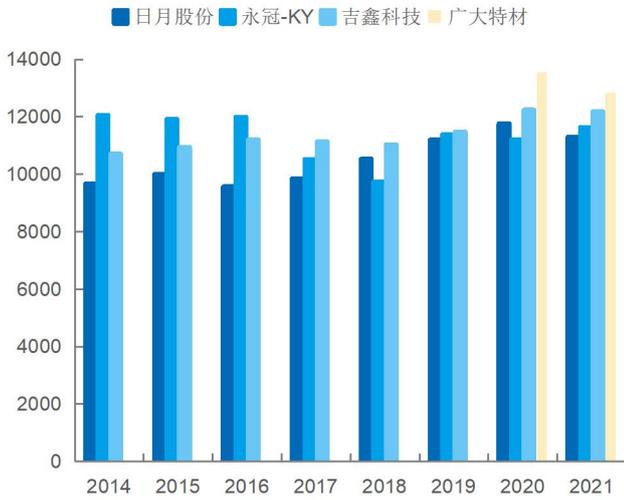
图表 13：同赢投资股权结构，发行前持有上市公司13.96%股权（2011-12-29）

序号	股东姓名	出资额（万元）	出资比例（%）	在上市公司任职情况
1	陈建敏	2000	50.00%	傅明康爱人
2	傅明康	1450	36.25%	公司董事长、总经理
3	虞洪康	80	2.00%	公司副总经理
4	范信龙	80	2.00%	公司副总经理、日星铸业监事、月星金属监事
5	王焯	60	1.50%	公司董事、财务总监、董事会秘书
6	韩松	60	1.50%	
7	宋贤发	40	1.00%	公司总工程师
8	张建中	40	1.00%	公司董事、日星铸业副总经理
9	陈伟忠	40	1.00%	公司制造部部长、监事
10	陈建军	40	1.00%	公司管理者代表、职工监事、技术质量总监
11	张焕平	30	0.75%	2013年11月转给傅明康
12	陈永华	30	0.75%	公司制造部副部长
13	史维国	25	0.625%	公司销售部部长
14	应仁立	25	0.625%	日星铸业总经理顾问
	合计	4000	100.00%	

来源：国金证券研究所

- **公司成本领先。**虽然风电铸件存在定制特征，但从风电铸件龙头产品价格来看，价格差异不大，竞争的落脚点还是成本领先，其核心是工艺出品率、合格品率。

图表 14：风电铸件单吨价格（元/吨，不含税）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：风电铸件单吨成本（元/吨，不含税）



来源：Wind，国金证券研究所

- **管理能力处于行业领先水平。**2021 年公司人均出货 131.50 吨，人均创收/人均创利分别为 139.45 万元/19.75 万元。而永冠能源人均出货 82.83 吨，人均创收/人均创利分别为 87.97 万元/2.10 万元，可以看出公司人均指标高于竞争对手。

图表 16：日月与永冠历年出货量对比（吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：日月与永冠历年人均出货量对比（吨/人）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：日月与永冠历年人均创收对比（万元/人）



来源：公司公告，国金证券研究所

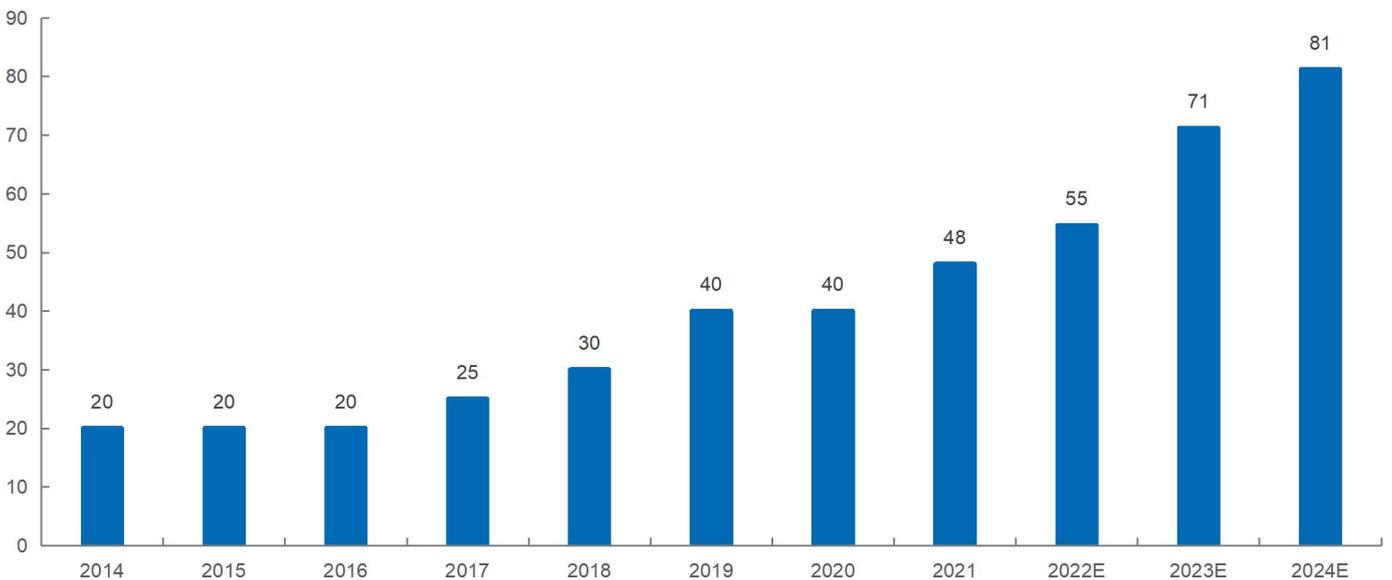
图表 19：日月与永冠历年人均创利对比（万元/人）



来源：公司公告，国金证券研究所

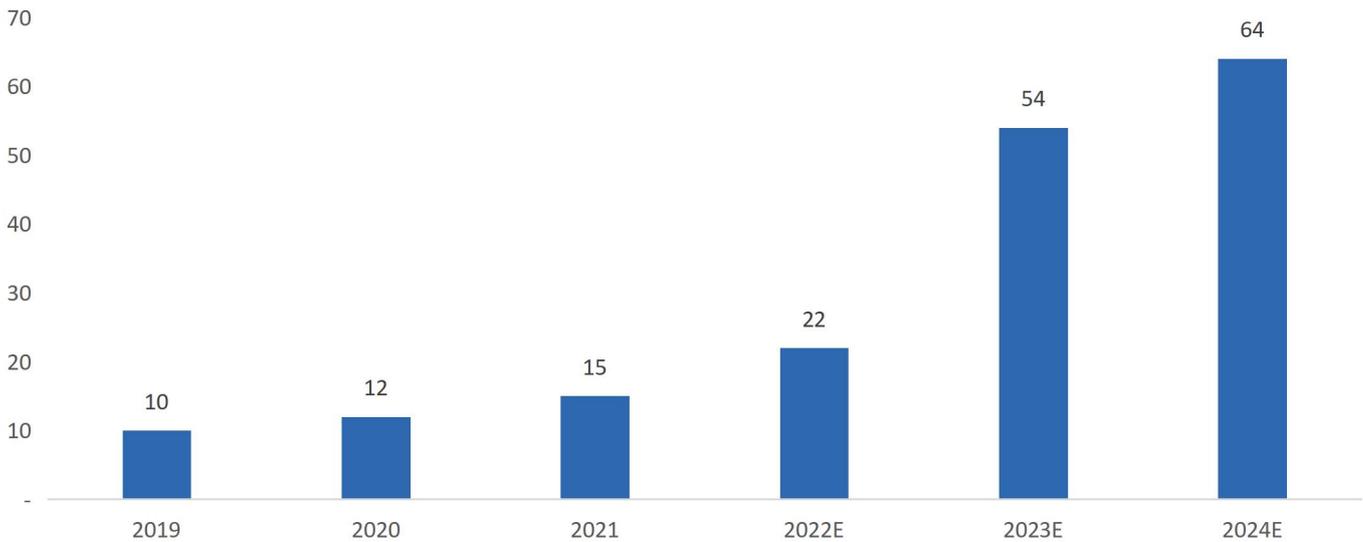
- 产能加速扩张。**1) 铸造产能：2021 年底公司铸造产能达 48 万吨，其中大型化产能达 24 万吨。公司新规划的年产 13.2 万吨铸造产能已开始动工建造，预计 1Q23 产能投放。同时，酒泉 20 万吨铸造产能一期 10 万吨也预计将在 1Q23 试生产；2) 精加工产能：公司首发募集资金项目“年产 10 万吨大型铸件精加工项目”已建造完成并投产，并且“年产 12 万吨海装关键铸件精加工项目”预计将在 2022 年二季度项目将建设完成。因此，预计 2022 年底精加工产能可达 22 万吨。此外，2020 年非公开发行股票项目“年产 22 万吨大型铸件精加工项目”已处于实施阶段，预计将于 2023 年建设完成并投产。同时，酒泉 20 万吨铸件和精加工一体化项目也将于 1Q23 试生产，预计投放 10 万吨产能。

图表 20：公司铸造产能规划情况（万吨）



来源：公司年报，国金证券研究所

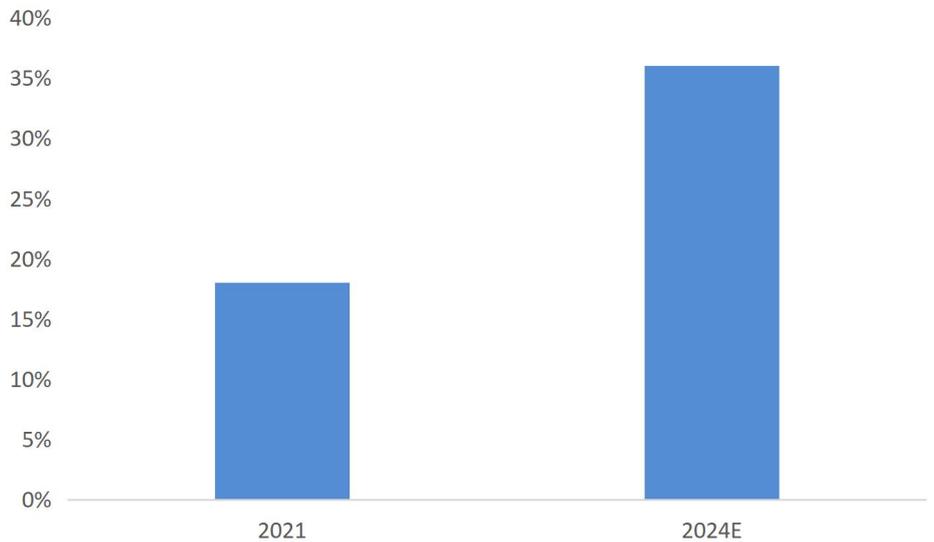
图表 21：公司精加工产能规划情况（万吨）



来源：公司年报，国金证券研究所

- **市占率快速提升。**据我们测算，2021/2024 年全球风电行业铸件需求分别为 182/180 万吨。2021 年公司风电铸件销量为 33.1 万吨，全球市占率约为 18%。2024 年公司铸造产能为 81 万吨，预计应用于下游风电的产能占比达 80%，产能利用率为 100%，则铸件销量为 65 万吨，则全球市占率约为 36%。

图表 22：公司全球市占率快速提升 (%)



来源：GWEC，国金证券研究所

- **计划非公开发行股票补流。**公司计划通过非公开发行股票方式募集不超过 10 亿元资金，募集对象为实控人傅明康、陈建敏，资金主要用于补充流动资金。

图表 23：发行对象认购情况

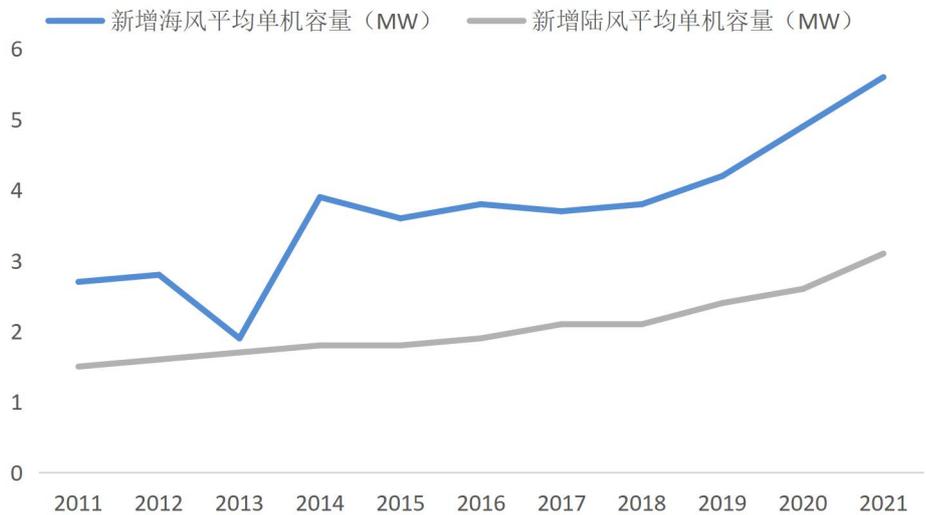
序号	认购对象名称	认购股数上限 (股)	认购金额上限 (万元)	认购方式
1	傅明康	不超过 35,536,602	不超过 50,000.00	现金
2	陈建敏	不超过 35,536,602	不超过 50,000.00	现金
	合计	不超过 71,073,204	不超过 100,000.00	-

来源：《2022 年非公开发行 A 股预案》，国金证券研究所

2.3 行业机会：风电大型化趋势显著，海上风电&零部件出口成为新增长点

- 产业趋势一：风电大型化。据 CWEA 统计，2021 年国内新增陆风/海风机组平均单机容量分别为 3.1/5.6MW，同比增加 19%/14%。

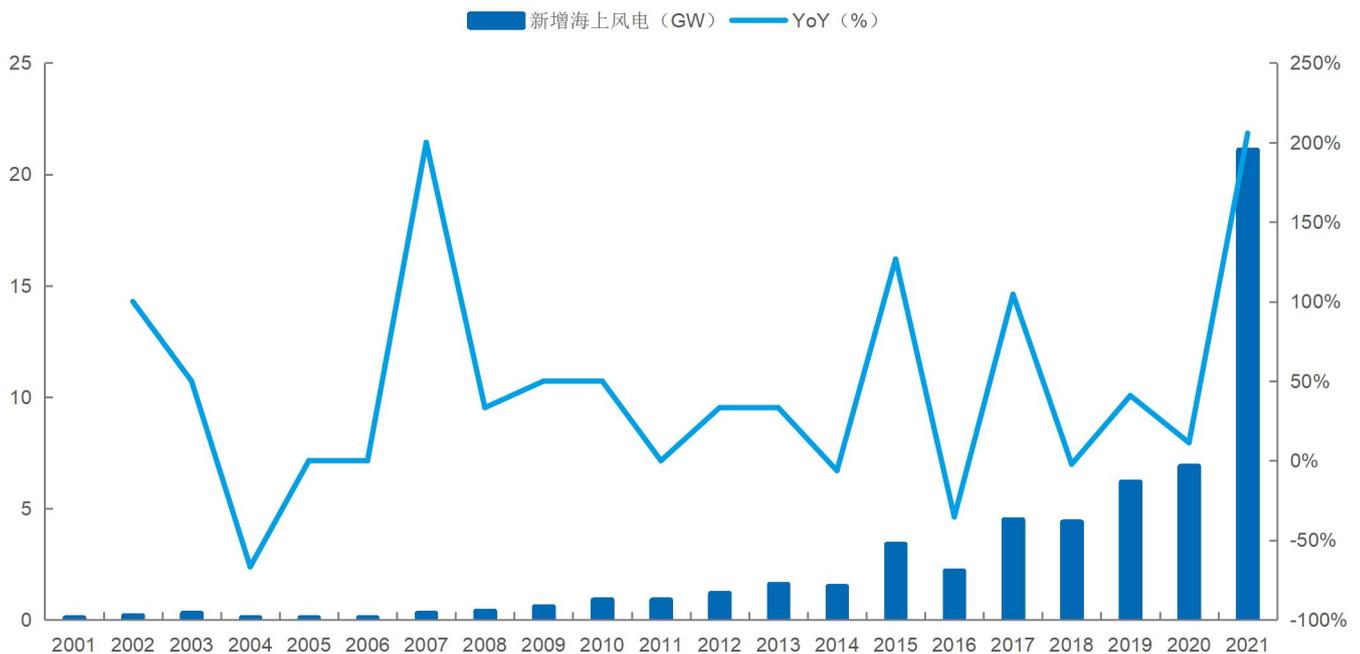
图表 24：历年中国新增陆上&海上风电机组平均单机容量 (MW)



来源：CWEA，国金证券研究所

- 产业趋势二：海上风电高增长。2021 年全球海上风电新增装机 21.1GW，为 2020 年的三倍多，至此海上风电累计装机达 57GW，占到全球风电装机市场的 6.81%。

图表 25：2001-2021 年全球海风历史新增装机 (GW)



来源：GWEC，国金证券研究所

- **产业趋势三：海外风电规划加速。**欧洲各国陆续出台风电相关规划，旨在加大建设力度。5月18日，丹麦、德国、比利时与荷兰的政府首脑在“北海海上风电峰会”上共同签署一份联合声明文件，承诺到2050年将四国的海上风电装机增加10倍，从目前的16GW提高至150GW；在2030年，海上风电装机总量达到65GW。

图表 26：欧洲各国风电规划

国家	规划
德国	从2025年开始每年新增10GW陆上风电，到2030年德国将拥有115GW陆上风电。关于海上风电，2030年达到34GW，到2045年至少达到70GW
法国	到2028年，陆上风电实现34.7GW（《2030年国家能源与气候计划（NECP）》）；计划在2020年-2028年新增8.1GW；在2050年前，海上风电达到50GW及以上
英国	2025年海上风电累计装机有望突破25GW，2030年装机容量有望突破40GW；2030年海上风电装机目标进一步提升
荷兰	2020-2025年海上风电新增装机容量4.4GW，2030年累计装机容量达到11GW；《埃斯比约海上风电宣言》之后，2030年达到21GW
丹麦	2030年海上风电装机容量达到10GW，2050年北海地区总装机容量达到35GW
意大利	在《国家能源和气候计划（NECP）》中承诺，到2030年拥有19.3GW的风能，并且几乎都集中在陆地上
西班牙	2030年，在西班牙水域上安装3GW的浮动海上风电
挪威	宣布4.5GW海上风电项目：3GW底部固定+1.5GW浮动，计划于2030年投入运营
爱尔兰	到2030年，新增4GW陆上风电容量并建造5GW海上风电。并且政府希望到2050年拥有35GW的海上风电

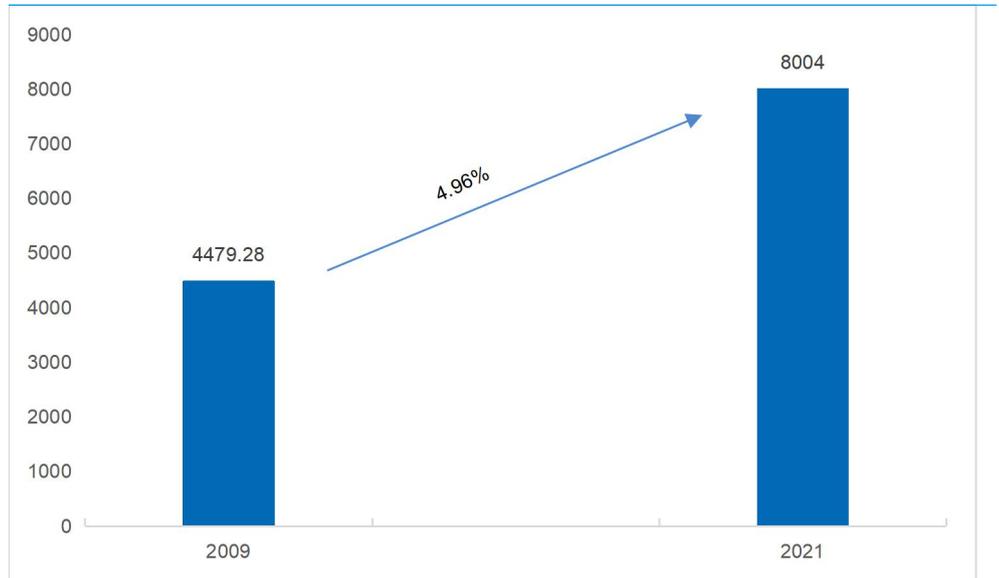
来源：欧洲各政府平台，国金证券研究所

3、注塑机行业稳定发展，注塑机铸件市场前景可观

3.1 塑料制品产量逐年提升，带动注塑机市场需求平稳增长

- **塑料制品产量平稳增长。**因其自身所具备的耐化学性、高比强性、重量轻、制造成本低等优良特性，近年来塑料制品市场规模增长趋势明显。根据国家统计局数据，2021年我国塑料制品产量达8004万吨，同增5.27%。自2009年至2021年，国内塑料制品产量增速维持4.96%。

图表 27：国内塑料制品产量（万吨）



来源：国家统计局，国金证券研究所

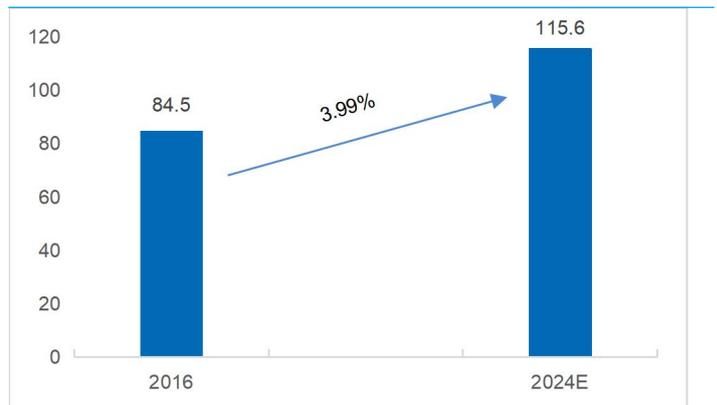
- **注塑机市场需求稳定增长。**受益于塑料制品产量的平稳增长，处于塑料制品生产关键环节的注塑机，也迎来了稳定增长的市场需求。根据《中国注塑机行业发展现状调研与投资趋势预测报告（2022-2029年）》，自2016年至2020年，中国注塑机行业市场规模由211.59亿元增长至252.1亿元，年均复合增长率保持4.48%。并且，根据World Plastics Machinery研究及KM集团市场调查，2016年全球主要地区注塑机产值约为84.5亿欧元，预计2024年稳步上升至约115.6亿欧元，期间年均复合增速保持3.99%。

图表 28：中国注塑机行业市场规模及增速（亿元）



来源：《中国注塑机行业发展现状调研与投资趋势预测报告（2022-2029年）》，国金证券研究所

图表 29：全球主要地区注塑机产值预测（亿欧元）

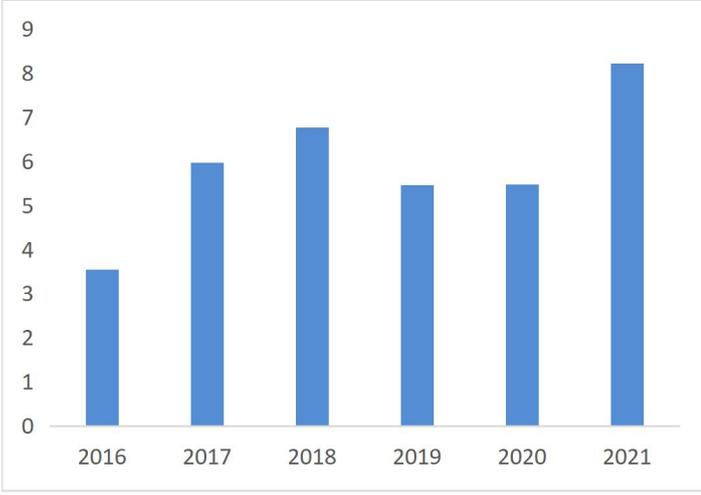


来源：World Plastics Processing Machinery、KM集团，国金证券研究所

3.2 注塑机铸件市场前景可观

- **注塑机行业稳定发展，带动注塑机铸件需求稳定增长。**2021年，公司注塑机营收8.21亿元，同增49.82%，为近五年最高营收水平。自2016年至2021年，公司注塑机营业收入整体呈现增长趋势，年均增速保持18.32%。由于2020年疫情的影响，国内注塑机铸件市场受到较大的影响。但随着疫情受控，国内注塑机铸件市场迅速复苏。2021年，公司注塑机铸件销量10.12万吨，同增35%。

图表 30：注塑机铸件营收（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：注塑机铸件销量与单吨价格（万吨，元/吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

4、公司业务：风电铸件是第一大业务，原材料价格弹性大

4.1 财务状况：原材料价格弹性大

- **2021年公司业绩短期承压。**自2016年首次公开发行股票以来，公司营收规模不断扩大，近五年期间公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 24.11%、14.46%。2021年公司营收为47.21亿元，同比下降7.81%；归母净利润为6.67亿元，同降32%。公司业绩短期承压主要是由于：1) 相对2020年，2021年风电抢装潮有所退热；2) 2021年原材料价格大幅上涨。

图表 32：2021 年营收 47.12 亿元



来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：2021 年净利 6.67 亿元



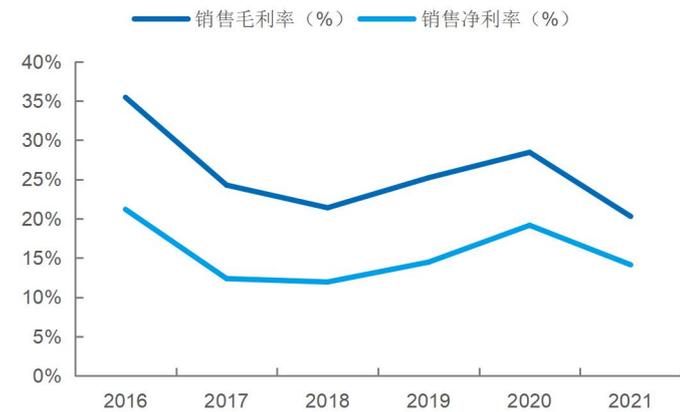
来源：Wind，国金证券研究所

- **历史公司盈利水平主要受原材料价格及产品售价共同影响，预计随风电装机从周期步入成长阶段，未来盈利水平主要受原材料价格影响。**2017年公司销售毛利率较低主要由于2016年下半年主要原材料价格上涨，2017年

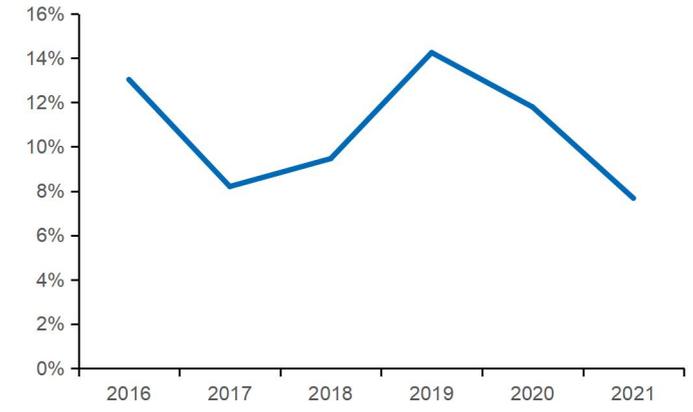
材料价格维持高位，而风电行业处于调整期，产品价格上涨幅度小于原材料上涨幅度，导致毛利润较上一年度有较大下降。2018年原材料价格仍在高位震荡，但公司产品售价稳步提升，减缓了由上游价格波动导致的利润率下降。2018年以后，行业景气度提升，公司产销两旺，量价齐升，盈利能力逐步上升。而2021年公司盈利水平相较2020年再次出现回落，主要是由于2021年风电产业链面临风电抢装“退潮”，产品价格下降、原材料价格快速上涨、风机整机招投标价格不断下滑等局面，风电行业进入了消化和巩固期。随着风电平价时代的到来，未来中国风电装机将逐步摆脱周期性，正式步入稳定有序的发展。预计未来原材料价格将是决定公司盈利水平的主要影响因素。

图表 34：2021 销售毛利率为 20.29%

图表 35：2021ROE 为 7.68%



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

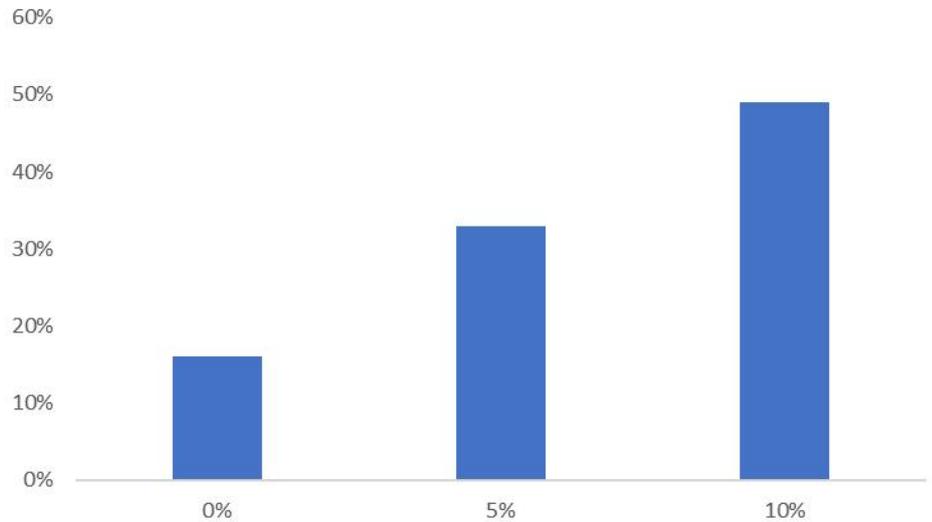
图表 36：公司各产品毛利率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

- **原材料价格弹性大。**2021年公司制造成本中原材料占比达65%，原材料价格对公司盈利能力具有较大影响。公司原材料主要由生铁、废钢、焦炭、树脂等构成。我们预计当今年原材料成本相较去年上升5%时，净利润为6.3亿元。由于大宗商品价格具有一定不确定性，在产品售价不变的情况下，若2022年原材料价格相较2021年平均变动0%、-5%、-10%，公司2022年净利润水平或增16%、33%、49%。

图表 37：原材料价格变动对利润敏感性测算

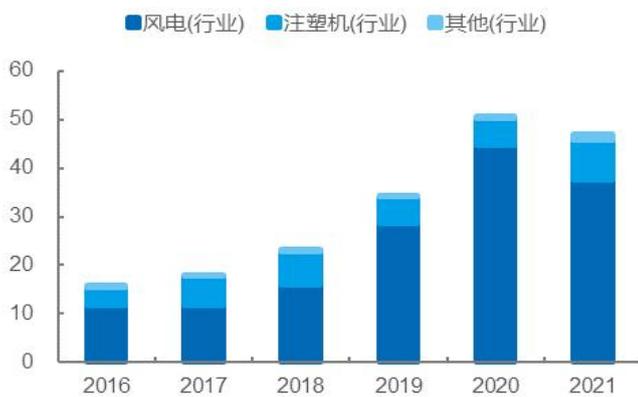


来源：Wind，国金证券研究所

4.2 主营业务：风电铸件是第一大业务

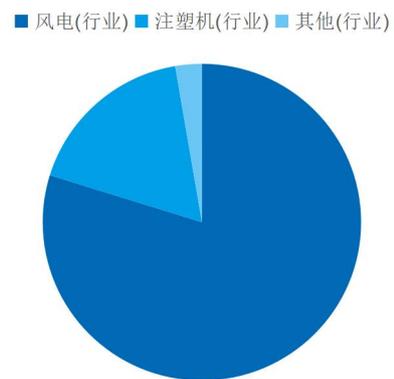
- **风电铸件和塑料机械铸件是公司主营业务。**公司风电铸件和塑料机械铸件两大产品营收占比自 2016 年起始终高于 90%。2021 年两种产品营收占比分别为 79.80%与 17.52%。自 2016 年至 2021 年，风电铸件、塑料机械铸件的营收增速分别为 26.10%、18.32%。从下游行业来看，风电行业长周期景气，新增风电装机数逐年整体提高，弃风电量和弃风率实现“双降”，国内政策支持提高新能源在能源结构的占比。塑料机械行业重要分支注塑机产业随经济发展需求量呈现稳步增长趋势，行业长期需求仍然向好。

图表 38：公司近年主营收入情况（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：公司 2021 年主营收入占比



来源：Wind，国金证券研究所

- **销售业务中国大陆为主，国外比例有上升趋势。**从 2016 年以来，公司主要营收来自中国大陆，境外业务比例在小幅提升，但自 2019 年起受中美贸易争端影响，境外业务比例有所下降。但公司已经成为国际风电巨头 GE、Vestas、西门子歌美飒等客户重要分供方，随着公司技术改进与扩产推进，国外业务仍长期向好。2021 年公司海外业务营收占比为 9.93%，毛利润占比为 15.8%。

图表 40：公司近年海外业务营收、毛利润占比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

5、盈利预测和投资建议

- 行业假设：据 GWEC 预计，2022-2025 年全球风电总装机为 101/102/106/119GW，其中海风装机为 9/13/14/25GW。
- 产能规划：1) 铸造产能：目前年产 13.2 万吨铸造产能已开始动工建造，预计 1Q23 产能投放。同时，酒泉 20 万吨铸造产能一期 10 万吨预计将在 1Q23 试生产。预计 2022-2024 年公司铸件产能分别为 55/71/81 万吨；2) 精加工产能：“年产 12 万吨海装关键铸件精加工项目”预计将在 2022 年二季度项目将建设完成并结项。2020 年非公开发行股票项目“年产 22 万吨大型铸件精加工项目”处于设计和规划落实中。预计 2022/2023/2024 年精加工产能可达 22/54/64 万吨。
- 原材料价格：2021 年公司制造成本中原材料占比达 65%，原材料价格对公司盈利能力具有较大影响。公司原材料主要由生铁、废钢、焦炭、树脂等构成。由于大宗商品价格具有一定不确定性，我们预计今年原材料成本相较去年上升 5%，2023 年与 2024 年的原材料成本均在上一年价格基础上下降 10%。
- 费用假设：由于公司经营具有稳定性，我们预计公司 2022-2024 年期间费用率均与 2021 年保持一致，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 0.7%、2.5%、3.9%。
- 毛利率：随大兆瓦零部件工艺逐渐成熟，预计未来风电铸件单吨价格将呈下降趋势，2022-2024 年分别为 10856/10783/10484 元/吨。2021 年原材料价格大幅上涨，预计今年原材料成本相较去年上升 5%，2023 年与 2024 年的原材料成本均在上一年价格基础上下降 10%。随着公司内部技改进行，单位树脂用量将降低、电炉熔炼将替代一部分冲天炉熔炼等，公司原材料总单位成本将下降。同时随着精加工产能释放，单吨加工费预计也将逐年下滑。因此我们预计，2022-2024 年公司风电铸件单吨成本为 8973/8148/7638 元/吨，毛利率为 17%/24%/27%。
- 营收与盈利能力历史分析与预测：2020 年为陆风抢装年，部分陆风项目延迟到 2021 年一季度进行吊装，因此 1Q21 公司产品销量较高，1Q22 销量恢复常态，因此 1Q22 营收下降 22%。考虑 2022 年公司产能提升，出货量预计将达 55 万吨，高于 2021 年的 44 万吨，因此 2022 年营收预计同比

增加 23%。自 2Q21 起，逐季度公司归母净利润同比均出现下滑，主要受废钢生铁树脂等原材料价格上涨影响。我们预计今年原材料价格均价仍较去年均价上涨 5%，因此预计今年归母净利润同比小幅下滑 5.90%。

- 本次盈利预测未考虑 2022 年非公开募投项目带来影响。

图表 41：公司盈利拆分

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
风电铸件	营收(百万元)	4455	3740	4989	6417	6886
	毛利(百万元)	1291	757	865	1568	1869
	毛利率(%)	29%	20%	17%	24%	27%
注塑机	营收(百万元)	548	821	649	811	811
	毛利(百万元)	131	161	128	159	159
	毛利率(%)	24%	20%	20%	20%	20%

来源：WIND，国金证券研究所

- 我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利 6.3、10.8、13.1 亿元，同比分别变动-5.90%、71.72%、21.30%，对应 EPS 0.65 元、1.11 元、1.35 元。公司当前股价对应三年 PE 分别为 41、24、20 倍。根据市盈率法，给予 2023 年整体 30 倍估值，目标价 33.18 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 42：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价(元)	EPS					PE		
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300185.SZ	通裕重工	3	0.12	0.08	0.09	0.12	0.14	31	25	20
300443.SZ	金雷股份	39	2.16	1.9	2.42	2.86	3.42	16	14	12
688186.SH	广大特材	31	1.10	0.95	1.69	2.40	3.46	18	13	9
	平均		1.13	1.13	0.98	1.40	1.79	2.34	22	17
603218.SH	日月股份	25	1.26	0.69	0.65	1.11	1.35	39	23	19

来源：WIND,国金证券研究所

6、风险提示

- **需求测算受政策性不确定性影响的风险。** 新能源发电产业的发展会受国家政策、行业发展政策的影响，相关政策的调整变动将会对行业的发展态势产生影响，在进行新能源发电需求预测时假设政策延续原有框架，如果政策出现超预期波动，需求测算存在不及预期的风险。
- **经济环境及汇率波动。** 世界主要经济体增长格局出现分化，全球一体化及地缘政治等问题对世界经济的发展产生不确定性。在此背景下，可能出现的国际贸易保护主义及人民币汇率波动，或将影响新能源发电企业的国际化战略及国际业务的拓展。
- **新项目产能投放不及预期风险。** 存在公司在建项目因外力或其他因素投产不及预期，影响公司未来营收及利润水平。
- **董监高减持风险。** 2022年6月11日，公司董事兼副总经理张建中先生公告减持计划，后续存在减持风险。

单击或点击此处输入文字。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	3,486	5,111	4,712	5,790	7,380	7,849	货币资金	2,270	4,711	898	1,016	1,219	1,576	
增长率		46.6%	-7.8%	22.9%	27.5%	6.4%	应收账款	2,178	2,611	2,954	3,757	4,264	4,242	
主营业务成本	-2,607	-3,657	-3,756	-4,759	-5,614	-5,782	存货	482	525	699	769	908	935	
%销售收入	74.8%	71.6%	79.7%	82.2%	76.1%	73.7%	其他流动资产	8	447	2,632	2,564	2,584	2,599	
毛利	879	1,454	956	1,031	1,765	2,066	流动资产	4,938	8,294	7,183	8,106	8,975	9,352	
%销售收入	25.2%	28.4%	20.3%	17.8%	23.9%	26.3%	%总资产	75.0%	79.7%	63.3%	64.4%	64.6%	64.2%	
营业税金及附加	-15	-27	-23	-29	-37	-39	长期投资	11	11	11	11	11	11	
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,306	1,796	2,018	2,498	2,937	3,238	
销售费用	-54	-22	-32	-38	-50	-53	%总资产	19.8%	17.3%	17.8%	19.9%	21.2%	22.2%	
%销售收入	1.5%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	180	227	223	221	219	217	
管理费用	-115	-119	-118	-145	-184	-196	非流动资产	1,650	2,113	4,162	4,472	4,909	5,208	
%销售收入	3.3%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	25.0%	20.3%	36.7%	35.6%	35.4%	35.8%	
研发费用	-135	-200	-184	-223	-289	-307	资产总计	6,588	10,407	11,345	12,578	13,883	14,560	
%销售收入	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	短期借款	0	0	391	493	564	225	
息税前利润 (EBIT)	559	1,086	599	596	1,205	1,471	应付款项	1,831	1,876	1,972	2,451	2,893	2,980	
%销售收入	16.0%	21.3%	12.7%	10.3%	16.3%	18.7%	其他流动负债	91	168	179	231	269	283	
财务费用	11	28	71	-16	-26	-11	流动负债	1,922	2,043	2,542	3,175	3,727	3,488	
%销售收入	-0.3%	-0.5%	-1.5%	0.3%	0.3%	0.1%	长期贷款	0	0	0	200	200	200	
资产减值损失	-12	-6	-37	0	0	0	其他长期负债	1,123	64	113	113	113	113	
公允价值变动收益	0	0	28	28	28	28	负债	3,045	2,108	2,655	3,489	4,039	3,800	
投资收益	9	8	65	100	30	20	普通股股东权益	3,542	8,298	8,687	9,086	9,841	10,756	
%税前利润	1.6%	0.7%	8.6%	13.5%	2.4%	1.3%	其中：股本	531	968	968	968	968	968	
营业利润	579	1,140	772	753	1,283	1,553	未分配利润	1,940	2,726	3,061	3,460	4,215	5,130	
营业利润率	16.6%	22.3%	16.4%	13.0%	17.4%	19.8%	少数股东权益	1	1	4	4	4	4	
营业外收支	-4	-7	-14	-14	-14	-14	负债股东权益合计	6,588	10,407	11,345	12,578	13,883	14,560	
税前利润	575	1,133	758	739	1,269	1,539	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	16.5%	22.2%	16.1%	12.8%	17.2%	19.6%	每股指标							
所得税	-70	-153	-92	-111	-190	-231	每股收益	0.950	1.012	0.690	0.649	1.114	1.352	
所得税率	12.2%	13.5%	12.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	6.666	8.576	8.978	9.390	10.170	11.116	
净利润	505	979	666	628	1,078	1,308	每股经营现金净流	1.595	0.519	0.662	0.408	1.205	1.756	
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股股利	0.300	0.320	0.250	0.237	0.334	0.406	
归属于母公司的净利润	505	979	667	628	1,078	1,308	回报率							
净利率	14.5%	19.2%	14.2%	10.8%	14.6%	16.7%	净资产收益率	14.24%	11.80%	7.68%	6.91%	10.96%	12.16%	
							总资产收益率	7.66%	9.41%	5.88%	4.99%	7.77%	8.98%	
							投入资本收益率	10.66%	11.31%	5.80%	5.18%	9.66%	11.18%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	48.30%	46.61%	-7.80%	22.87%	27.47%	6.36%	
							EBIT增长率	93.84%	94.18%	-44.81%	-0.56%	102.21%	22.04%	
							净利润增长率	79.84%	94.11%	-31.86%	-5.90%	71.72%	21.30%	
							总资产增长率	62.85%	57.98%	9.02%	10.86%	10.38%	4.87%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	104.1	80.1	91.4	115.0	100.0	90.0	
							存货周转天数	61.4	50.3	59.5	59.0	59.0	59.0	
							应付账款周转天数	86.5	84.5	85.9	86.0	86.0	86.0	
							固定资产周转天数	117.2	119.1	146.5	130.6	109.3	102.8	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-34.72%	-59.78%	-32.27%	-28.83%	-27.96%	-32.05%	
							EBIT利息保障倍数	-51.7	-38.8	-8.4	36.8	47.2	134.9	
							资产负债率	46.22%	20.26%	23.40%	27.74%	29.09%	26.10%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	14	24	28	38
增持	2	4	9	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.22	1.27	1.26	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402