

日期：2015年4月15日

行业：制品业



朱立民

021-53519888-1907

zhulimin@shzq.com

执业证书编号：S0870510120002

IPO 发行价 RMB 31.94 元  
 上市合理定价 RMB 74.25~89.10 元

**基本数据 (IPO)**

发行数量 (万股)	1407
发行后总股本 (万股)	5626
发行数量占发行后总股本	25.01%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	齐鲁证券

**主要股东 (IPO 前)**

伊廷雷	60.83%
达晨创世	8.10%
达晨盛世	6.90%

**收入结构 (2014 年)**

风电主轴	95.0%
其他锻件	5.0%

报告编号：ZLM15-NSP06

首次报告日期：2015年4月15日

**全球风电主轴的主要制造商之一****■ 投资要点：****公司所处行业为专用设备制造业**

公司是一家专业从事风电主轴研发、生产和销售的国家火炬计划重点高新技术企业。

**募投项目为 2.5MW 以上风力发电机主轴产业化项目**

本次募集资金运用后将新增锻件产能为 40,000 吨/年，优先用于生产 2.5MW 以上风电主轴，大幅提高公司生产能力，优化产品结构。

项目建设期为 24 个月，项目建成后的第一年达产 50%，第二年达产 80%，第三年达产 100%。假设募集资金项目于 2015 年底建设完成，结合公司本次募集资金投资计划、现有产能情况及未来产品销售计划，若 2016 年达产率为 50%，2017 年达产率为 80%，2018 年募集资金项目完全达产。

**盈利预测**

预计募投项目的建设进度，初步预计 2015-2016 年归于母公司的净利润将实现变化 1% 和 61%，相应的稀释后每股收益为 1.65 元和 2.65 元。

**定价结论**

综合考虑可比同行业公司的估值情况，我们认为给予**金雷风电**合理的定价为**74.25 元~89.10 元**，对应 2014 年每股收益的**45~54 倍市盈率**。

**■ 数据预测与估值：**

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	33,606	37,039	45,483	45,682	69,182
年增长率 (%)		10%	23%	0%	51%
归属于母公司的净利润	5,247	5,247	9,148	9,268	14,899
年增长率 (%)		0%	74%	1%	61%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.80	0.93	1.63	1.65	2.65

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

## 一、行业背景

### ● 发行人的行业分类及简况

公司是一家专业从事风电主轴研发、生产和销售的国家火炬计划重点高新技术企业，是目前国内产品种类齐全（0.225-4.0MW）、质量可靠、技术实力强、生产装备水平高的专业风电主轴制造商之一，2013年公司风电主轴在全球市场占有率达10.35%，成为全球风电主轴的主要制造商之一。

根据国家统计局《国民经济行业分类和代码表》，公司所处行业为第36大类“专用设备制造业”。按中国证监会《上市公司行业分类指引》（2012年修订），公司所处行业为“C制造业”之“C35 专用设备制造业”。

### ● 行业前景

风力发电作为新兴能源在许多国家的战略能源结构中扮演着重要角色。2011-2012年，全球风电发展速度保持世界上增长最快能源的地位。2008-2013年，全球累计风电装机容量平均增长率为22.53%，全球新增风电装机容量平均增长率为10.21%。2012年全年新增装机容量44,951MW，全球累计装机容量为285,761MW<sup>1</sup>，2013年，新增装机容量35,467MW，全球累计装机容量318,137MW。根据WWEA预测，全球风电累计装机容量在2016年底将达到500,000MW，2021年将达到1,000,000MW，风电有可能超过核电和水电成为第二大主力发电源。

### ● 行业竞争结构及公司的地位

中国风电整机制造业从2006年步入快速发展阶段，除国内风电整机企业快速发展外，国外各主要风电整机制造商也纷纷进入中国采购或者在中国投资建厂，我国风电主轴出现供不应求的局面，风电主轴制造企业进入追逐超额利润的时期，但这一时期风电主轴制造商处于良莠不齐、竞争无序的状态。随着国家相关行业规范和指导意见的逐步出台，风电主轴的生产逐步向一批技术研发能力强、产品品质过硬、能迅速把握市场节奏、能够快速调整产品结构并勇于创新的民营企业集中，如金雷风电、通裕重工、江苏国光重型机械有限公司等。

具有质量、技术优势、客户优势的风电整机及配件制造商将确立更加突出的竞争优势，获得优先发展。以公司为例，公司全球风电主轴市场占有率达到2011年的6.12%，提升至2013年的10.35%，国内风电主轴市场占有率达到2011年的9.65%提升至2013年的11.56%。

公司“2.5MW以上风力发电机主轴产业化项目”和“风电主轴高效节能制造技术产业化开发项目”分别于2011年、2012年列为国家科学技术部国家火炬计划项目；2011年3月公司“高效节能MW级风力发电机主轴开发”项目是获得科学技术部科技型中小企业技术创新基金管理中心批准的创新项目，2013年10月，公司被科技部火炬高技术产业开发中心评为“国家火炬计划重点高新技术企业”。

公司经过持续技术革新与提升技术装备水平，已具有风电主轴锻压、热处理、机械加工、涂装一体化生产工艺流程，并严格进行产品质量控制，逐步具备技术优势与产品质量优势。

公司已成为全球领先风电整机制造商西门子（全球第四）、歌美飒（全球第六）、苏司兰（全球第七）、国电联合（全球第八）、恩德（全球第十）、SENVION 的主轴供应商 1，被 SENVION 评为 2011-2012 年度全球最佳供应商、被恩德授予 2013 年供应商最佳质量奖，于 2013 年与肯尼斯、远景能源（国内第四）建立了合作关系。2014 年开始大批量向远景能源供货，并与上海电气（国内第六）签订试制合同。同时，公司与国内的华创风能（国内第十二）、华仪风能（国内第十四）等知名风电整机制造商建立了长期稳定的业务合作关系。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

公司前身是莱芜金雷重型锻压有限公司成立于 2006 年 3 月 24 日。2008 年 12 月 3 日，整体变更为股份有限公司。

公司控股股东、实际控制人为自然人伊廷雷，现持有公司 2,737.50 万股，占公司发行前总股本的 60.8334%。

表 1：公司的股东及实际控制人情况（单位：万股、%）

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	伊廷雷	2737.50	60.83%	2566.56	45.62%
2	达晨创世	364.50	8.10%	341.74	6.07%
3	达晨盛世	310.50	6.90%	291.11	5.17%
4	苏东桥	281.25	6.25%	263.69	4.69%
5	龙柏翌明	168.75	3.75%	158.21	2.81%
6	其他	637.50	14.17%	597.69	10.63%
7	社会公众股东	-	-	1407.00	25.01%
	合计	4,500.00	100.00%	5,626.00	100.00%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
风电主轴	38902	95.0%	27291	82.5%	25418	87.8%
其他锻件	2058	5.0%	5783	17.5%	3546	12.2%

合计	40960	100.0%	33074	100.0%	28964	100.0%
----	-------	--------	-------	--------	-------	--------

资料来源：公司招股意向书

表 3：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

项目	2014		2013 年		2012 年	
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率
营业收入	45,483	22.8%	37,039	10.2%	33,606	
营业利润	10,632	78.2%	5,966	17.9%	5,059	
利润总额	10,643	74.6%	6,097	15.4%	5,283	
归属于母公司股东的净利润	9,148	74.3%	5,247	16.5%	4,504	

资料来源：公司招股意向书等；

表 4：公司风电主轴及自由锻件的产量、销量及产销率

年度	产能（吨/年）	产量合计（吨）	产能利用率	销量（吨）	产销率
2014 年	34,000	36,460.03	107.24%	35,531.59	97.45%
2013 年	32,000	29,734.74	92.92%	29,873.55	100.47%
2012 年	32,000	26,273.28	82.10%	24,516.03	93.31%

资料来源：公司招股意向书等；

表 5：公司分产品的毛利构成情况（单位：万元）

设备	2014 年度	2013 年度	2012 年度
营业收入（万元）			
风电主轴	389.02	272.91	254.18
其他锻件	20.58	57.83	35.46
合计	409.60	330.74	289.64
营业成本			
风电主轴	251.64	189.43	179.64
其他锻件	16.63	46.66	30.72
合计	268.27	236.09	210.36
毛利			
风电主轴	137.38	83.47	74.54
其他锻件	3.94	11.17	4.74
合计	141.33	94.65	79.28
毛利率(%)			
风电主轴	35.31	30.59	29.33
其他锻件	19.17	19.32	13.36
综合	34.50	28.62	27.37

资料来源：公司招股意向书等；

## ● 募投项目

表 6：公司 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	计划投资总额	募集资金使用额	建设期
1	2.5MW 以上风力发电机主轴产业化项目	25,399	25,399	24 个月
2	其他与主营业务相关的营运资金	8,000	8,000	-
	合计	33,399	33,399	

资料来源：公司招股意向书

### 1) 2.5MW 以上风力发电机主轴产业化项目

本次募集资金运用后将新增 1 台 60MN 压机，新增锻件产能为 40,000 吨/年，优先用于生产 2.5MW 以上风电主轴，大幅提高公司生产能力，优化产品结构。

项目建设期为 24 个月，项目建成后的第一年达产 50%，第二年达产 80%，第三年达产 100%。

假设募集资金项目于 2015 年底建设完成，结合公司本次募集资金投资计划、现有产能情况及未来产品销售计划，若 2016 年达产率为 50%，2017 年达产率为 80%，2018 年募集资金项目完全达产。

## 三、公司财务状况及盈利预测

### ● 业绩预测

预计募投项目的建设进度，初步预计 2015-2016 年归于母公司的净利润将实现变化 1% 和 61%，相应的稀释后每股收益为 1.65 元和 2.65 元。

表 7 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	33,606	37,039	45,483	45,682	69,182
营业总成本	28,553	31,079	34,855	34,920	51,887
营业成本	25,674	27,574	31,354	31,403	46,560
营业税金及附加	151	204	331	333	505
销售费用	400	523	623	626	948
管理费用	1,429	1,592	1,969	1,978	2,996
财务费用	730	635	251	251	380
资产减值损失	168	551	326	329	498
其他经营收益	6	6	4	5	10
投资净收益	6	6	4	5	10
营业利润	5,059	5,966	10,632	10,766	17,304
加：营业外收入	241	134	39	40	80
减：营业外支出	18	3	28	30	60
利润总额	5,283	6,097	10,643	10,776	17,324

减：所得税	778	850	1,494	1,509	2,425
净利润	4,504	5,247	9,148	9,268	14,899
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	4,504	5,247	9,148	9,268	14,899
发行后总股本（万股）	5,626	5,626	5,626	5,626	5,626
<b>摊薄 EPS</b>	<b>0.80</b>	<b>0.93</b>	<b>1.63</b>	<b>1.65</b>	<b>2.65</b>

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

## 四、风险因素

### 受风电整机制造行业波动影响的风险

风电主轴作为风力发电机的重要零部件，其需求量与风电整机制造业景气度乃至风电行业的发展有着密切关系。受全球整体经济发展态势及各国产产业政策调整影响，每年全球风电整机的新增装机容量也会随之波动。

我国对风电行业出台了一系列的扶持政策，极大地刺激了国内风电行业的发展。与此同时，风电整机制造行业出现了“一哄而上”的低水平重复建设，导致行业利润水平下滑、风电整机质量滑坡、行业呈现暂时的“结构性过剩”。2008-2013 年，中国每年风电新增装机容量分别为 6,153MW、13,803MW、18,928MW、17,630MW、12,960MW、16,089MW，增长率分别为 124.33%、37.13%、-6.86%、-26.49%、24.14%。

为了解决行业结构性过剩问题，国家对行业采取了分类指导和有保有压的产业政策，引导行业向有序竞争、优胜劣汰及规模化、优势化发展，但短期内风电整机制造行业的波动会对公司的国内风电主轴业务产生不利影响。

### 主要原材料价格变动的风险

公司主要原材料为钢锭，报告期内钢锭价格降幅较大。公司采购用于风电主轴生产的钢锭材质为 34CrNiMo6 和 42CrMo4 系列，报告期内各期间 34CrNiMo6 钢锭平均采购单价分别为每吨 5,937.95 元、5,310.88 元和 5,138.77 元，42CrMo4 钢锭平均采购单价分别为每吨 5,080.92 元、4,565.44 元和 4,433.44 元。

公司 2014 年度风电主轴产品单价敏感系数为 2.75，表明如果风电主轴平均单价上涨 10%，在其他因素不变的情况下，公司主营业务毛利将增加 27.50%；风电主轴所用钢锭价格敏感系数为 -1.31，表明如果该钢锭平均采购价格上涨 10%，在其他因素不变的情况下，公司主营业务毛利将减少 13.10%，表明原材料价格波动会给公司利润水平带来较大不确定性。

如果将来原材料价格出现上涨，而公司不能合理安排采购、控制原材料成本或者不能及时调整产品价格，原材料价格上涨将对公司盈利能力产生不利影响。

### 季节性波动风险

公司境内风电主轴产品发货时间具有明显的季节性特征。国内风电场主要分布在中国北方，受季节影响，风电整机基础工程建设时间均安排在气温较高的季节，导致风电整机主机安装时间主要分布在二、三、四季度，

因此公司国内风电主轴销售收入及公司实现的利润具有季节性特征。而国外客户由于分布在全球各地，受气温影响较小，季节性不明显。发行人各月收入、利润会因季节性波动、客户提货时间的影响而存在一定波动性，致使公司业绩呈现季节性波动的特征。

### 税收优惠政策发生变化的风险

2009年6月12日，公司被认定为高新技术企业。根据《中华人民共和国企业所得税法》和《高新技术企业认定管理办法》有关规定，公司减按15%税率计算缴纳企业所得税，公司2012年通过高新技术企业资格复审，公司自2012年度起至2014年度减按15%税率征收企业所得税。根据《中华人民共和国企业所得税法》和《企业所得税法实施条例》的有关规定，公司为开发新技术、新产品、新工艺发生的研究开发费用，2012年-2014年在按照规定据实扣除的基础上，按照研究开发费用的50%加计扣除。

如果国家改变对资源综合利用产品的增值税税收优惠政策，或者公司产品未能继续被认定为资源综合利用产品，将可能对公司未来经营产生一定的不利影响。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

基于已公布的2013年业绩和2014、2015年预测业绩的均值，同行业重点上市公司2013年平均动态市盈率为**189.4**倍，2014年平均动态市盈率**77.4**倍；最近上市的创业板股票中，2013年平均动态市盈率为**72.7**倍、2014年平均动态市盈率**68.5**倍。

表8：同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
300185.SZ	通裕重工	8.18	0.07	0.09	0.20	125.7	90.9	41.1	2.1
601218.SH	吉鑫科技	10.93	0.02	0.10	0.26	543.8	109.3	41.4	4.7
300129.SZ	泰胜风能	17.08	0.24	0.30	0.37	71.5	56.9	46.1	3.7
002487.SZ	大金重工	10.71	0.07	0.13	0.13	158.7	82.4	83.9	3.7
002531.SZ	天顺风能	19.95	0.42	0.42	0.45	47.6	47.5	44.3	4.2
国内同行业整体平均						<b>189.4</b>	<b>77.4</b>	<b>51.4</b>	<b>3.7</b>

数据来源：Wind (4月15日最新价)

表9：最近上市创业板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E
300420.SZ	五洋科技	31.66	0.48	0.39	0.40	0.44	66.0	81.8	78.3	71.8
300421.SZ	力星股份	26.36	0.44	0.47	0.54	0.61	59.3	56.4	49.1	42.9
300433.SZ	蓝思科技	97.90	3.63	1.75	2.72	3.68	27.0	56.0	36.0	26.6

2015年4月15日

300430.SZ	诚益通	74.40	0.80	0.86	0.96	1.16	92.9	86.9	77.9	64.0
300432.SZ	富临精工	57.09	0.78	1.14	1.37	1.65	73.3	50.1	41.7	34.5
300374.SZ	恒通科技	31.77	0.63	0.64	0.75	0.87	50.4	49.6	42.1	36.7
300428.SZ	四通新材	40.51	0.55	0.72	0.87	1.02	73.9	56.1	46.3	39.9
300429.SZ	强力新材	61.55	0.72	0.85	1.06	1.28	85.8	72.2	58.2	48.0
300431.SZ	暴风科技	42.94	0.32	0.35	0.44	0.62	133.7	122.9	98.6	69.4
300435.SZ	中泰股份	53.53	0.83	1.00	1.18	1.42	64.7	53.4	45.4	37.8
<b>平均值</b>							<b>72.7</b>	<b>68.5</b>	<b>57.4</b>	<b>47.2</b>

资料来源: Wind; 股价以 4月 15 日收盘价计

### ● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况，我们认为给予**金雷风电**合理的定价为 **74.25 元-89.10 元**，对应 2014 年每股收益的 **45~54 倍市盈率**。

## 分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。