

## 电气设备

2019年06月28日

## 金雷股份 (300443)

——全球风电主轴龙头，受益全球风电景气度回升

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2019年06月27日

收盘价(元)	14.57
一年内最高/最低(元)	19.99/6.86
市净率	2.0
息率(分红/股价)	0.69
流通A股市值(百万元)	2323
上证指数/深证成指	2978.88/9178.31

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产(元)	7.44
资产负债率%	6.66
总股本/流通A股(百万)	238/159
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
韩启明 A0230516080005  
hanqm@swsresearch.com  
郑嘉伟 A0230518010002  
zhengjw@swsresearch.com

## 研究支持

张雷 A0230117040007  
zhanglei@swsresearch.com

## 联系人

张雷  
(8621)23297818×7712  
zhanglei@swsresearch.com

## 投资要点：

- **公司是全球风电主轴领域龙头。**公司于2006年进入风电领域，成立13年来专注风电主轴研发及制造。2018年公司实现营业收入7.90亿元，同比增长32.43%；实现归母净利润1.16亿元，同比下降22.58%。2019年第一季度，公司风电主轴销量实现大幅增长，自由锻件和受托加工业务也持续向好，驱动2019Q1实现营收2.23亿元，同比增长123.42%；实现归母净利润0.34亿元，同比增长156.16%。
- **风电行业拐点确立，风电主轴需求回暖。**2018年国内风电新增装机21.14GW，同比增长7.53%，预计2019-2021年全球风电主轴市场将分别有2.50万支、2.80万支、2.81万支风电主轴需求量，国内风电将分别有1.27万支、1.45万支、1.59万支风电主轴需求量。公司作为风电主轴领域龙头将充分收益领域内份额提升与需求持续扩张。
- **锁定优质客户，产销增长带动市占率稳步提升。**公司与全球前十的风电整机供应商中的七家建立了合作关系，并成为其核心供应商。公司风电主轴销量稳健增长带动市占率持续提升，2018年达6.89万吨，同比增长34.17%。全球及国内市占率分别达到22.72%和24.42%，较去年同期分别提升8.52和10.7个百分点。公司已为国电联合、远景能源等整机制造商累计开发了18个主轴新品，研发制造实力领先。
- **外延风电场业务，有望成为新的业绩增长点。**公司自由锻件业务增长迅速，2018年自由锻件销量达1693.96吨，同比增长109.38%；营收1409万元，同比增长134.21%。2017年公司注册成立子公司山东金雷新能源有限公司，布局下游风电场开发运营。公司100MW风电项目已列入2018年度山东省风电开发方案，目前已进入设计阶段。
- **盈利预测与估值：**公司是全球风电主轴龙头，受益风电需求提升。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为2.09亿元、3.01亿元和4.08亿元，对应EPS分别为0.88、1.26、1.71元/股，对应估值分别为17倍、12倍、9倍。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**风电装机不达预期；原材料价格上涨。

## 财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	790	223	1133	1591	1966
同比增长率(%)	32.4	123.4	43.5	40.4	23.6
净利润(百万元)	116	34	209	301	408
同比增长率(%)	-22.6	156.2	79.3	44.1	35.7
每股收益(元/股)	0.49	0.14	0.88	1.26	1.71
毛利率(%)	27.3	27.4	30.1	31.3	33.9
ROE(%)	6.7	1.9	10.7	13.4	15.4
市盈率	30		17	12	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司是全球风电主轴龙头，受益风电需求提升。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.09 亿元、3.01 亿元和 4.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.88、1.26、1.71 元/股，对应估值分别为 17 倍、12 倍、9 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设点

2019-2021 年全球风电装机分别为 62.6GW、70.1GW、70.2GW；

2019-2021 年公司主轴产能分别为 8 万吨、11 万吨、14 万吨。

### 有别于大众的认识

市场普遍认为国内风电产业存在严重的电力消纳问题，风电发展将会被严重限制；我们认为随着配额制文件落地、特高压输出基地加速建设以及电网辅助机制的利益理顺，弃风率迅速下降，电网对风电的消纳能力也在变强，平价上网后风电有望进入快速发展通道。

市场普遍认为风电主轴技术壁垒低，盈利能力受原材料价格波动影响严重。我们认为风电主轴技术含量高、客户结构稳定，龙头公司有望持续受益。风电主轴认证周期长，成本管控能力要求高，平价上网要求行业持续降本，公司主流客户包括国内外一线厂商，客户优势、技术优势明显，随着产能扩张市占率将会进一步提升。

### 股价表现的催化剂

钢材价格下跌；全球风机装机超预期。

### 核心假设风险

风电装机不达预期；原材料价格上涨。

## 目录

---

<b>1. 风电主轴行业领先者</b> .....	<b>6</b>
1.1 风电主轴受益全球风电回暖 .....	7
1.2 募投项目扩大大兆瓦风电主轴产能 .....	9
<b>2. 全球风电行业回暖推动风电主轴需求增长</b> .....	<b>10</b>
2.1 全球风电装机稳健增长 .....	10
2.2 风机大型化带动大兆瓦主轴需求提升.....	12
<b>3. 全球风电主轴龙头，布局上下游有望提升竞争力</b> .....	<b>14</b>
3.1 锁定国内外优质客户，自主研发实力领先 .....	14
3.2 产销增长带动市占率提升，持续扩产有效支撑业绩 .....	16
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>17</b>

## 图表目录

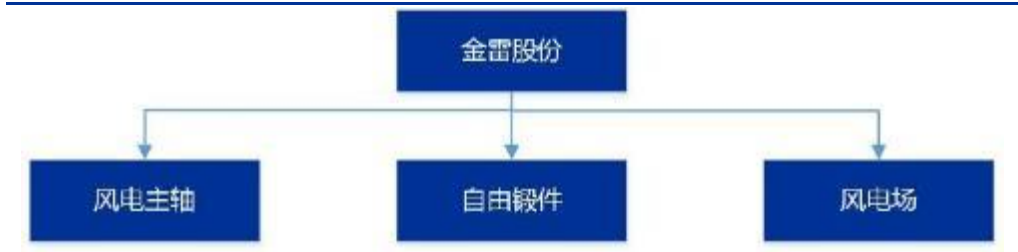
图 1 : 公司主营业务结构.....	6
图 2 : 2014-2019Q1 营业收入情况 (单位 : 百万元、%) .....	7
图 3 : 2014-2019Q1 归母净利润情况 (单位 : 百万元、%) .....	7
图 4 : 2014-2018 年公司业务构成 (单位 : 百万元) .....	7
图 5 : 2018 年公司各项业务占比 (单位 : %) .....	7
图 6 : 2014-2018 年公司国内和海外收入 (单位 : 百万元) .....	8
图 7 : 2014-2018 年公司国内和海外收入占比变化 (单位 : %) .....	8
图 8 : 2015-2018 年公司国内外业务毛利率情况 (单位 : %) .....	8
图 9 : 2014-2019Q1 公司毛利率及净利率 (单位 : %) .....	9
图 10 : 2014-2018 年公司各项业务的毛利率 (单位 : %) .....	9
图 11 : 2014-2019 兰格钢铁钢价指数(LGMI)走势 .....	9
图 12 : 2014-2019 美元兑人民币汇率走势 .....	9
图 13 : 公司股权结构 (截至 2019 年一季报) (单位 : %) .....	9
图 14 : 2016-2023E 全球风电新增装机及同比增速 (单位 : GW、%) .....	11
图 15 : 2018 全球风电新增装机分布 (单位 : %) .....	11
图 16 : 2015-2022E 各地区风电新增装机容量 (单位 : GW) .....	11
图 17 : 2010-2023E 国内新增风电装机量及增速(单位 : GW、%) .....	11
图 18 : 风电主轴产业链 .....	12
图 19 : 2017 年全球风电新增装机中各功率机组份额 (单位 : %) .....	13
图 20 : 2010-2018 年我国新增风电机组平均功率逐渐增大 (单位 : KW) .....	13
图 21 : 2018-2021E 全球风电主轴需求量预测 (单位 : 万支) .....	14
图 22 : 2018-2021E 中国风电主轴需求量预测 (单位 : 万支) .....	14
图 23 : 公司主要客户及供应商.....	15
图 24 : 2014-2018 年公司风电主轴销量稳健增长 (单位 : 万吨, %) .....	16
图 25 : 2011-2018 年公司风电主轴市占率情况 (单位 : %) .....	16
表 1 : 公司发展历程介绍.....	6

表 2 : 募集项目情况 (单位 : 百万元 , % ) .....	10
表 3 : 公司客户包括全球一线整机厂商 (单位 : MW、% ) .....	15
表 4 : 公司历年在客户中所受荣誉一览 .....	16
表 5 : 可比公司估值 (单位 : 亿元、元/股、倍) .....	17
表 6 : 关键假设表 (单位 : 百万元) .....	17
表 7 : 利润表 (单位 : 百万元) .....	18
表 8 : 资产负债表 (单位 : 百万元) .....	18
表 9 : 现金流量表 (单位 : 百万元) .....	19

# 1. 风电主轴行业领先者

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。公司的主导产品为风力发电机主轴，产品涵盖 1.5MW-5.0MW 多种主流机型，产品远销欧美，是全球风电主轴的主要制造商之一。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。公司与国电联合、江阴远景、华仪风能等国内领先风电整机制造商建立了长期稳定的业务合作关系，同时跟西门子、歌美飒、GE、恩德、森未安和苏司兰等国际知名风电整机制造商建立了长久的供需合作关系。未来公司将继续以主轴生产制造为主业，同时向风电场开发运营横向拓展，将公司建成具备强势全球性竞争力的风电企业。

图 1：公司主营业务结构



资料来源：公司官网、申万宏源研究

**公司在风电主轴领域稳步发展。**公司 2006 年 3 月成立于山东莱芜，公司十余年来深耕风电主轴的研发和制造，目前已完全掌握 MW 级主轴的生产技术及关键制造工艺。2012 年公司被 SENVION 评为 2011-2012 年度全球最佳供应商，与西门子建立合作关系并成为其在中国唯一的全球供应商。2013 年公司先后与肯尼斯、远景能源建立合作关系。2015 年公司登陆创业板上市，迈入高速发展期，相继实现为 GE、维斯塔斯等国际风电巨头批量供货。公司巩固风电主轴领先地位后，向产业链下游风电场业务延申，2017 年公司注册成立了子公司山东金雷新能源有限公司，目前已取得 100MW 风电场核准。

表 1：公司发展历程介绍

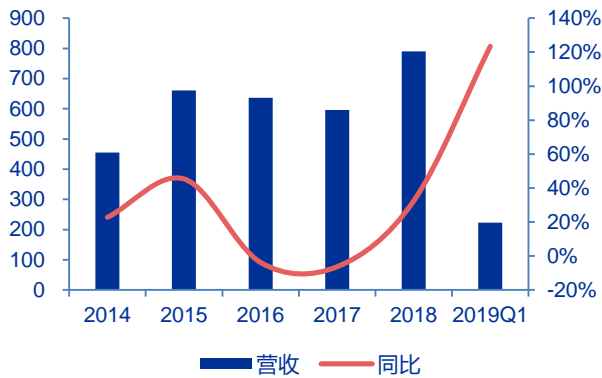
年份	事件及影响
2006 年 3 月	成立于山东莱芜
2017-2008 年	锻压一车间 4000T 压机建成投产；热处理车间投产
2012 年	与西门子建立合作关系并成为其在中国唯一的全球供应商
2013 年	被评为火炬计划重点高新技术企业，与肯尼斯、远景能源建立合作关系
2015 年	深交所创业板上市，与 GE 实现批量供货
2016 年	2.5MW 以上风力发电机主轴产业化项目建成；锻压二车间 10000T 压机建成投产
2017 年	完成三一重能试制生产销售，与维斯塔斯建立合作关系
2018 年	100MW 风电场获批，进入风电场开发运营领域

资料来源：公司官网、申万宏源研究

## 1.1 风电主轴受益全球风电回暖

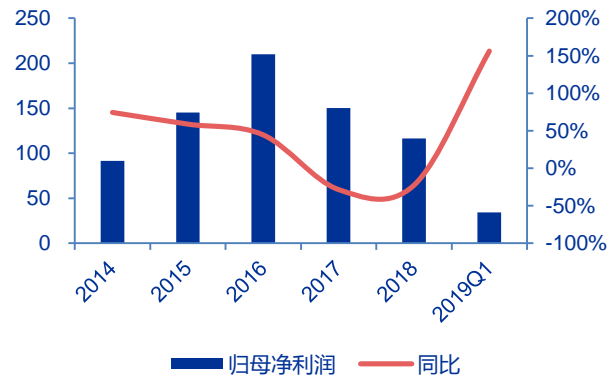
**主轴出货量增长带动收入提升。**2018年公司实现营业收入7.90亿元，同比增长32.43%；实现归母净利润1.16亿元，同比下降22.58%。归母净利润下滑主要受原材料价格上涨及美元汇率影响。2019年第一季度，公司风电主轴销量实现大幅增长，自由锻件和受托加工业务也持续向好，驱动2019Q1实现营收2.23亿元，同比增长123.42%；实现归母净利润0.34亿元，同比增长156.16%。

图2：2014-2019Q1 营业收入情况（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图3：2014-2019Q1 归母净利润情况（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

**风电主轴是公司主要营业收入来源。**2018年公司风电主轴业务实现营业收入6.78亿元，同比增长24.62%，营收占比为85.8%。过去五年除2013年外公司风电主轴营收占比均超过85%，2015-2017年占比均超过90%。风电主轴业务是公司主要营业收入来源。

图4：2014-2018年公司业务构成（单位：百万元）

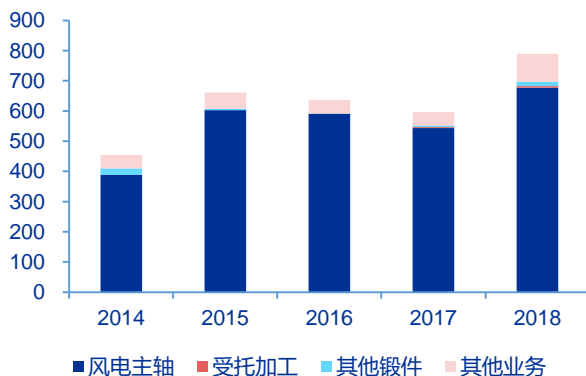
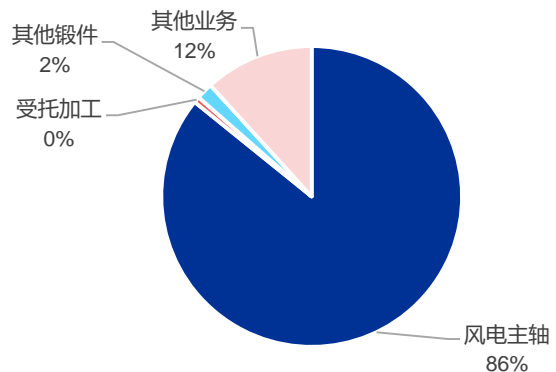


图5：2018年公司各项业务占比（单位：%）

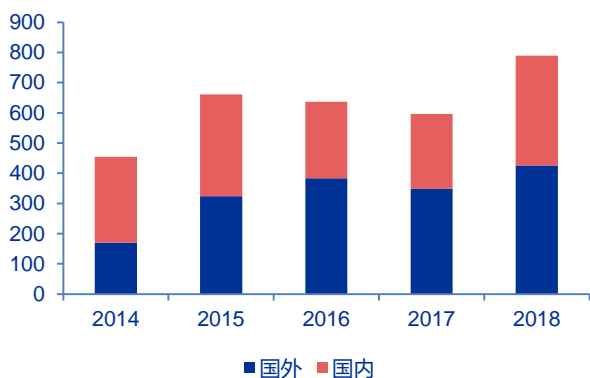


资料来源：Wind、申万宏源研究

资料来源：Wind、申万宏源研究

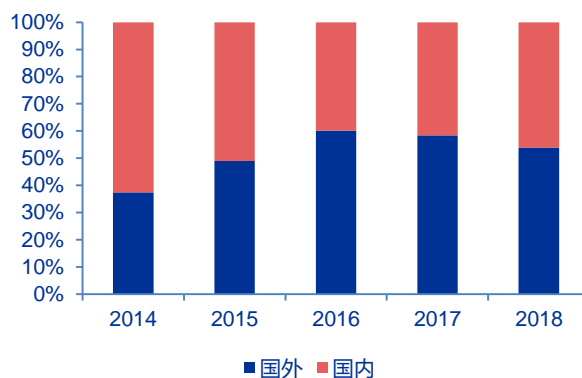
**海外业务稳中有升,2018年国内业务大幅增长。**公司风电主轴远销海外风电整机龙头,出口业务比重较大。2014-2017年公司海外收入由1.70亿稳步增长至3.48亿元,年均复合增长率达到26.97%,此外2016、2017年收入占比超过国内,分别为60.2%、58.4%。同时公司境外订单采用目的地交货方式,公司负责产品运输,产品售价覆盖运输成本,故毛利率水平较高。2016-2017年公司海外业务毛利率分别为48.9%、44.2%,分别比国内高11.5、9.6个百分点。2018年国内风电装机复苏,带动公司国内收入大幅增长71.5%至4.25亿元,同期海外收入与前两年基本持平。

图 6 : 2014-2018 年公司国内和海外收入 (单位 : 百万元)



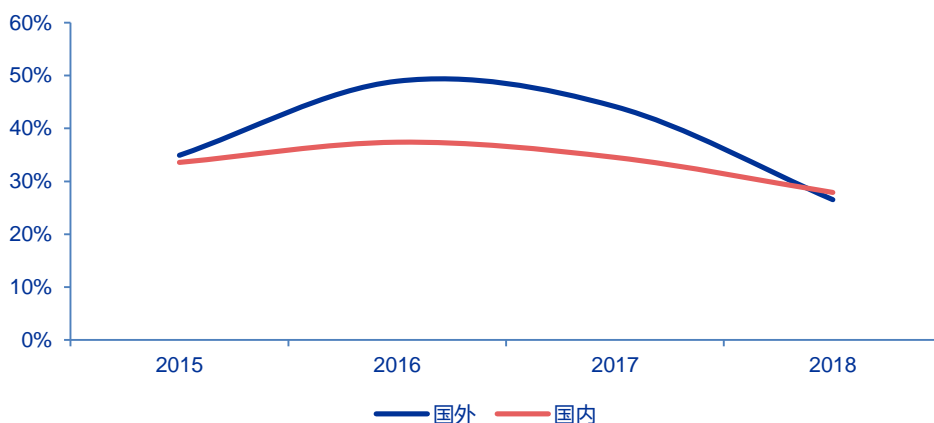
资料来源：WIND、申万宏源研究

图 7 : 2014-2018 年公司国内和海外收入占比变化 (单位 : %)



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 8 : 2015-2018 年公司国内外业务毛利率情况 (单位 : %)



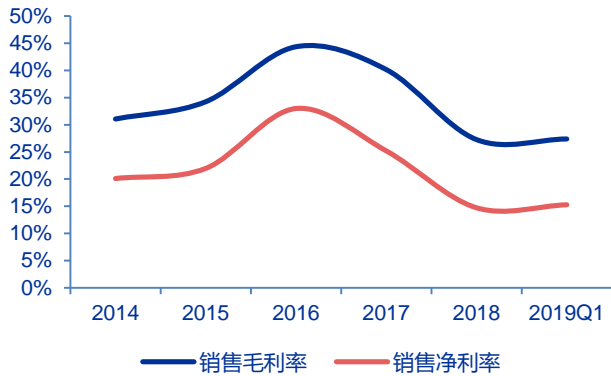
资料来源：WIND、申万宏源研究

**钢材价格企稳,毛利率重回上升通道。**公司风电主轴技术附加值较高,因而毛利率较高,从2014年的35.31%稳步提升至2016年的47.67%。2016年以来钢锭价格(成本占比超



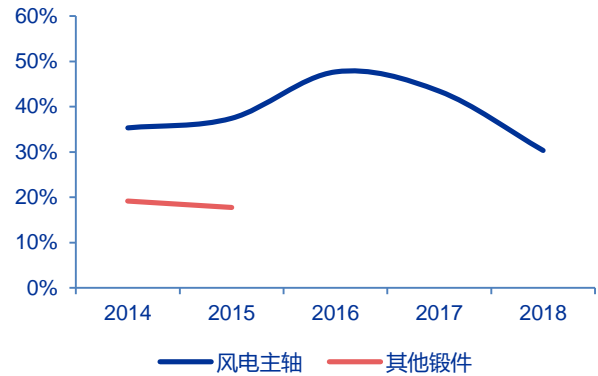
6成)持续上涨推高公司风电主轴生产成本,此外美元对人民币汇率的阶段性的走低,影响公司风电主轴毛利率下滑至2018年的30.33% 拖累公司毛利率、净利率分别下滑至27.27%、14.73%。但从2018年10月以来钢价进入下行通道,前期高价钢材库存逐渐消化,公司2019Q1毛利率、净利率均企稳回升。

图9 2014-2019Q1公司毛利率及净利率(单位:%)



资料来源:WIND、申万宏源研究

图10:2014-2018 公司各项业务的毛利率(单位:%)



资料来源:WIND、申万宏源研究

图11:2014-2019 兰格钢铁钢价指数(LGMI)走势



资料来源:兰格钢材网、申万宏源研究

注:2002年8月=100

图12:2014-2019 美元兑人民币汇率走势



资料来源:中国货币网、申万宏源研究

## 1.2 募投项目扩大大兆瓦风电主轴产能

公司实际控制人为伊廷雷,直接持有公司43.13%的股权。伊廷雷、刘银平、伊廷学为本公司一致行动人。

图13:公司股权结构(截至2019年一季度)(单位:%)



资料来源：公司公告、申万宏源研究

**募投扩产大兆瓦主轴，产能瓶颈得到缓解。**公司 IPO 扣除发行费用后募集资金净额 3.34 亿元，全部用于 2.5MW 以上风力发电机主轴产业化项目及补充营运资金。截至 2016 年 6 月底，募投项目已经完工并投产。随着 2.5MW 以上风力发电机主轴产业化募投项目的逐渐完工并投入使用，公司产能达到 74,000 吨/年。2016 年 8 月公司非公开发行新增股份 650 万股，本次非公开发行价格为 68.95 元/股，总金额 4.49 亿元，募集资金用于大兆瓦风力发电主轴产业化项目；项目建成后公司新增锻造主轴产能 42000 吨，铸造主轴产能 6000 吨，建设周期为 18 个月。随着定增项目落地，公司产能不足的状态逐步改善，使得公司生产规模生产能力进一步增强。

表 2：募集项目情况（单位：百万元，%）

募投时间	募投项目	募投金额	已投入金额	投资进度
2015 年 4 月	2.5MW 以上风力发电机主轴产业化项目	253.95	280.57	110.48%
	其他与主营业务相关的营运资金	80	79.98	99.98%
2016 年 8 月	大兆瓦风力发电主轴产业化项目	448.75	356.39	79.42%

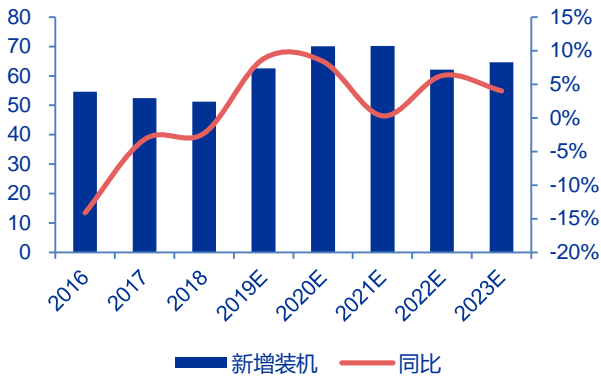
资料来源：WIND，申万宏源研究

## 2. 全球风电行业回暖推动风电主轴需求增长

### 2.1 全球风电装机稳健增长

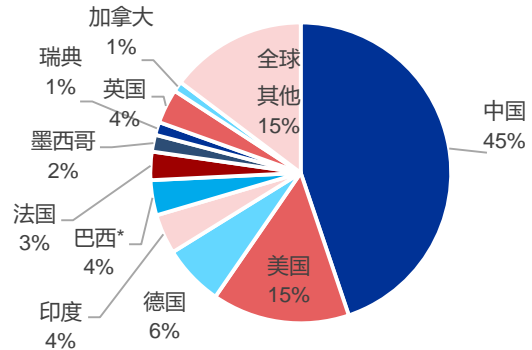
**全球风电装机稳健增长，需求集中在亚洲及欧美地区。**根据 GWEC 报告 2018 年全球风电新增装机容量为 51.3GW，同比微降 2.3%。随着全球风电产业蓬勃发展，风电新增装机稳健增长，我们预计 2019-2021 年全球新增风电装机分别约 62.6GW、70.1GW、70.2GW。

图 14 : 2016-2023E 全球风电新增装机及同比增速 (单位: GW、%)



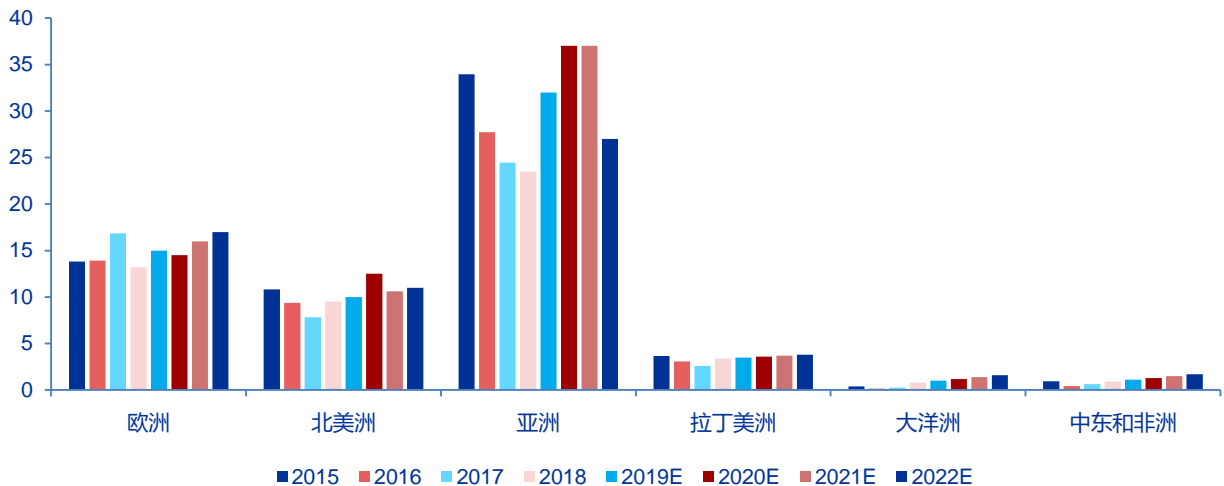
资料来源: GWEC、申万宏源研究

图 15 : 2018 全球风电新增装机分布 (单位: %)



资料来源: GWEC、申万宏源研究

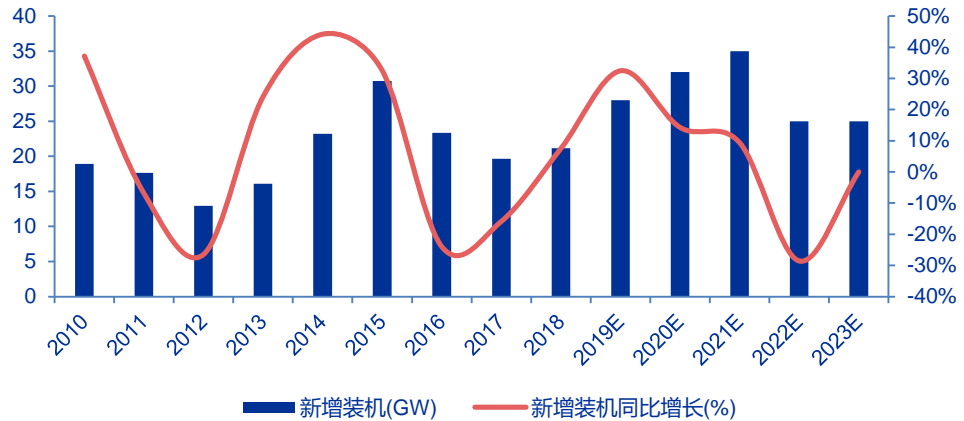
图 16 : 2015-2022E 各地区风电新增装机容量 (单位: GW)



资料来源: GWEC、申万宏源研究

**国内装机重回上升通道。**2018 年我国风电新增装机 21.14GW，同比增长 7.53%，行业反转确立。随着弃风限电改善和风电度电成本不断下降，平价上网加速到来，未来需求有望增长，我们预测 2019-2021 年我国新增风电装机量分别为 28GW、32GW、35GW。

图 17 : 2010-2023E 国内新增风电装机量及增速(单位: GW、%)



资料来源：CWEA、WWEA、申万宏源研究

## 2.2 风机大型化带动大兆瓦主轴需求提升

**风电主轴需求量受风电行业景气度影响。**风电主轴处于风电主轴产业链上游，在风电整机中用于联接风叶轮毂与齿轮箱，将叶片转动产生的动能传递给齿轮箱。风电主轴使用寿命约 20 年，使用中更换成本高、更换难度大，因此风电整机制造商对其质量要求非常严格。风电主轴作为风电整机的关键零件之一，其承受的扭矩较大，性能要求较高，多采用高强度的合金钢经调质处理方能保证良好的机械性能。风电主轴需求量与风电整机制造业景气度及整个风电行业发展密切相关。风电主轴上游的钢铁行业成熟，议价能力低。风电主轴下游企业对风电主轴价格敏感性弱。风电主轴在风电主机中成本占比较小（约为 2.2%），技术壁垒高，议价能力强，能够充分将上游的成本压力转移到下游风机制造商。

图 18：风电主轴产业链

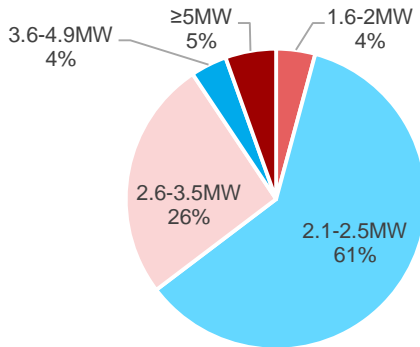


资料来源：新材料在线、申万宏源研究

**大兆瓦风电主轴成为发展趋势。**随着风电技术进步和海上风电发展，风电主机功率大型化成为趋势，亦带动风电主轴趋向大型化。大风机单机功率大、单位面积装机容量大，

对风能的利用效率高,发电效益更好,从而降低了成本空间。2017 年全球新增装机中,61% 采用 2.1-2.5MW 风电机组,采用大于 2.0MW 风电机组的比例超过 96%,小于 2MW 的风电机组已无生存空间。世界范围内的主流风电机组功率已经由 3MW 逐步向 5MW 过渡,我国 2018 年新增装机风机平均功率达 2.2MW,主流机型向 2.5MW 过渡。

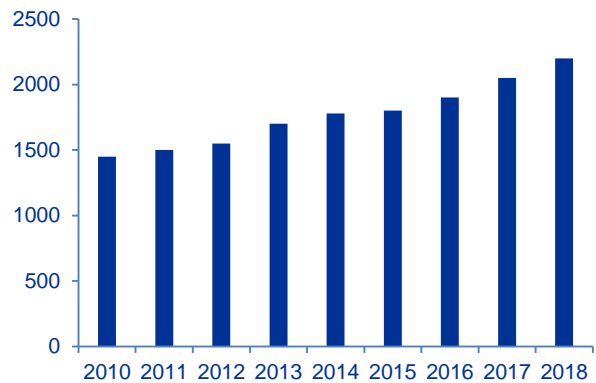
**图 19 :2017 年全球风电新增装机中各功率机组份额 (单位:%)**



资料来源:FTI、申万宏源研究

注:根据相应功率机组的装机容量占总装机容量比例计算

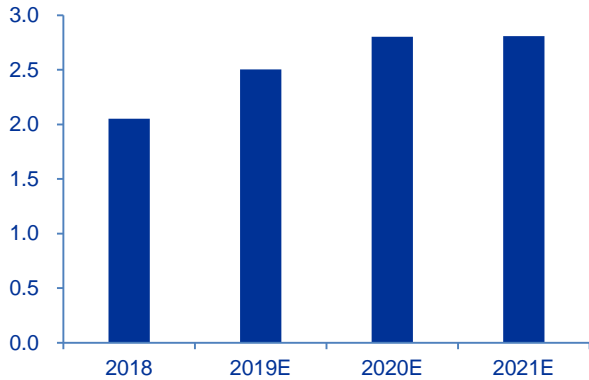
**图 20 :2010-2018 年我国新增风电机组平均功率逐渐增大 (单位:KW)**



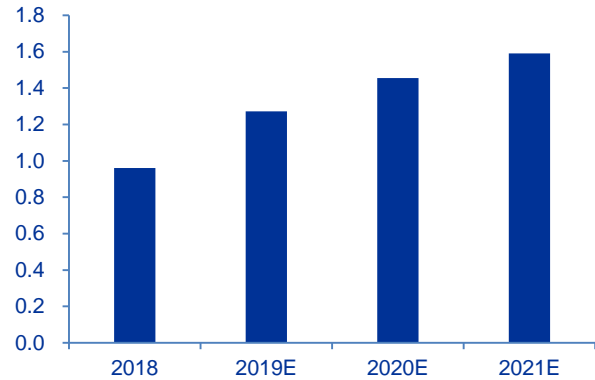
资料来源:CWEA、申万宏源研究

**大兆瓦风电主轴市场空间广阔。**风电主轴市场需求是伴随着风电整机的发展而变化的,风电主轴的重量及锻造难度随风机功率的增加而增大,1.5MW 级风电主轴锻件毛坯通常重量约 10 吨,3MW 风电主轴锻件毛坯重量约 25 吨。风电整机产品格局的变化将导致 2.0MW 级以下风电主轴市场急剧萎缩,2.0MW 以上的主轴将继续保持需求稳定的局面,同时大 MW 级主轴的市场需求将逐渐加大,未来 2.5MW 以上的风电主轴拥有广阔的市场。同时,由于大功率风机取代小功率风机是一个循序渐进的过程,且由于各风电场客观情况的差异,未来几年 2-2.5MW 风电主轴仍具有一定的市场需求。

**预计 2019 年全球风电主轴需求约 2.5 万支,国内需求约 1.3 万支。**根据 2019-2021 年风电新增装机量数据及预测值,全球以平均每台风电整机功率 2.5MW、全国以平均每台整机功率 2.2MW 计算,预计 2019-2021 年全球风电主轴市场将分别有 2.50 万支、2.80 万支、2.81 万支风电主轴需求量,国内风电将分别有 1.27 万支、1.45 万支、1.59 万支风电主轴需求量。

**图 21 : 2018-2021E 全球风电主轴需求量预测 (单位 : 万支)**


资料来源 : GWEC, 申万宏源研究

**图 22 : 2018-2021E 中国风电主轴需求量预测 (单位 : 万支)**


资料来源 : CWEA, 申万宏源研究

**国内风电主轴行业快速发展, 占据全球市场重要份额。**2005 年之前风电主轴主要依靠进口, 从 2006 年开始中国风电主轴行业开始出现呈现快速增长趋势, 并与风电整机同样出现了高增长、产业重心转移、购销全球化、大型化和产业集中化等特点。目前全球的风电生产企业主要集中在中国、韩国、意大利。随着国内风电行业的发展以及风电设备国产化率的要求, 目前我国风电整机所需主轴基本实现 100%自给, 国产风电主轴全球市占率超过 50%。

### 3. 全球风电主轴龙头, 布局上下游有望提升竞争力

#### 3.1 锁定国内外优质客户, 自主研发实力领先

**公司与主要国际国内知名风电整机制造商建立长久的供需合作关系。**公司国内客户包括国电联合、远景能源、华仪风能、华创风能等; 同时利用质量好、成本低、交货工期有保障的优势开拓国外市场, 西门子、歌美飒、GE、恩德、森未安和苏司兰等国际知名风电整机制造商都是公司重要客户, 包含 2017 年全球新增整机市占率 TOP15 的整机商中的 9 家。2017 年公司顺利通过维斯塔斯审核进入其供应链, 2018 年公司和维斯塔斯签订大份额订单, 实现稳定大批量供货。

图 23：公司主要客户及供应商



资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 3：公司客户包括全球一线整机厂商（单位：MW、%）

制造企业	装机容量(MW)	百分比%	是否为公司客户
Vestas	8709.1	16.7%	是
SiemensGamesa	8656.9	16.6%	是
金风科技	5475.8	10.5%	
GE	3963.4	7.6%	是
Enercon	3441.9	6.6%	
远景能源	3129.0	6.0%	是
Nordex	2711.8	5.2%	是
Senvion	1929.6	3.7%	是
Suzlon	1355.9	2.6%	是
联合动力	1355.9	2.6%	是
重庆海装	1199.5	2.3%	
湘电风能	938.7	1.8%	
东方电气	834.4	1.6%	

资料来源：FTI，申万宏源研究

公司掌握主轴制造核心技术，在客户中已建立良好口碑。公司通过对炼钢、锻压、热处理、机械加工和防腐涂装各专业的新技术的吸收融合，形成了相对先进的风电主轴专业制造技术，技术研发能力位于行业前列。此外凭借优异的产品质量控制水平和供应效率上的优势，公司历年在客户中广受好评。2012-2018年，公司先后获得 Senvion、德国恩德及西门子歌美飒的“全球最佳供应商”、“供应商最佳质量奖”等荣誉，在客户中积累了良好口碑。

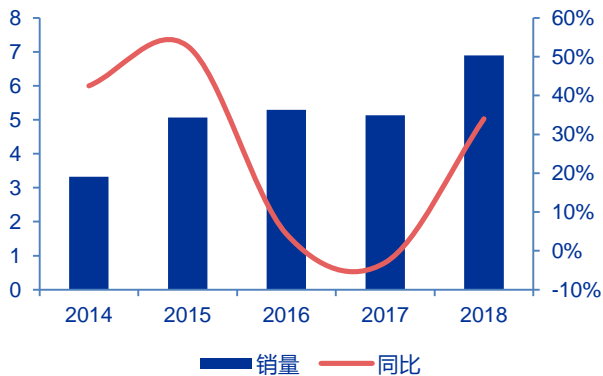
**表 4：公司历年在客户中所受荣誉一览**

时间	客户	荣誉
2012~2013 年度	REpower System SE ( 现为 Senvion GmbH )	全球最佳供应商
2013 年	德国恩德	供应商最佳质量奖
2016 年	西班牙歌美飒	全方位最佳供应商
2017 年	国电联合动力	优秀质量奖
2017 年	西门子歌美飒	最及时交付供应商
2018 年	GE	GE2018 年度最佳质量奖

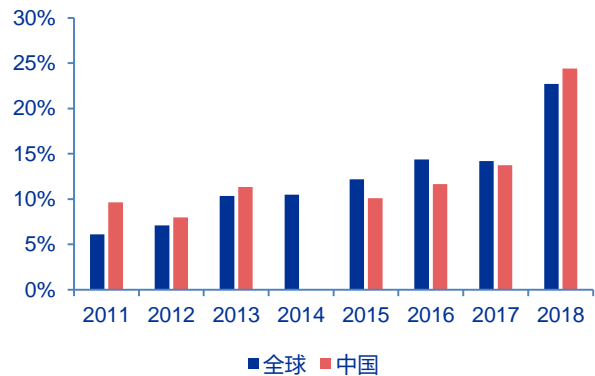
资料来源：公司官网、申万宏源研究

### 3.2 产销增长带动市占率提升，持续扩产有效支撑业绩

**销量快速增长带动市占率持续提升。**2014-2018 年公司风电主轴销量稳健增长，2018 年达 6.89 万吨，同比增长 34%。在 2017 年全球风电装机容量较去年同期有所下降的形势下，公司风电主轴市占率逆势提升。2017 年公司在全球、中国的市场占有率分别达 14.20% 和 13.72%。在风电行业低谷部分落后产能出清，公司把握机遇进行扩张，2018 年全球及国内市占率分别达到 22.72% 和 24.42%，较去年同期分别提升 8.52 和 10.7 个百分点，位居全球第一。

**图 24：2014-2018 年公司风电主轴销量稳健增长 (单位：万吨，%)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 25：2011-2018 公司风电主轴市占率情况 (单位：%)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**持续扩产有力支撑业绩。**过去公司的发展一定程度受限于产能的不足，如 2015 年公司风电主轴产量（5.44 万吨）超出实际产能，公司通过部分工序产品外协外购等来部分弥补产能不足。公司首发前风电主轴的产能为 34000 吨，首发募投项目达产后新增 40000 吨产能。此外，公司于 2016 年非公开发行股票，非公开项目达产后拟新增 48000 吨（其中



6000 吨为铸件) 产能, 届时公司将实现 122000 吨的总产能。目前, 公司首发募投项目已基本全部达产, 非公开发行项目已于 2017 年底达到预定可使用状态, 公司 2019 年预计可实现 10 万-11 万吨左右的产能, 有力支撑后续持续快速发展。

## 4. 盈利预测与估值

**盈利预测与估值：公司是全球风电主轴龙头，受益风电需求提升。**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.09 亿元、3.01 亿元和 4.08 亿元, 对应 EPS 分别为 0.88、1.26、1.71 元/股, 对应估值分别为 17 倍、12 倍、9 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

我们选取高端电气装备制造行业的江苏神通、东方电气、日月股份、泰胜风能作为同类可比公司, 同类可比公司 2019 年平均估值 23 倍 PE, 考虑到公司, 我们给予公司 2019 年 23 倍值, 对应当前股价有 35.3% 涨幅, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值 (单位：亿元、元/股、倍)

代码	简称	最新收盘价	总市值				PE				
		2019/6/27	(亿元)	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002438	江苏神通	8.30	40	0.21	0.29	0.35	0.42	39	29	24	20
600875	东方电气	10.75	332	0.37	0.46	0.54	0.64	29	23	20	17
300129	泰胜风能	4.19	30	0.01	0.23	0.33	0.41	287	18	13	10
603218	日月股份	19.74	105	0.70	0.93	1.33	1.62	28	21	15	12
								平均值	23	18	15
300443	金雷股份	14.57	35	0.49	0.88	1.26	1.71	30	17	12	9

资料来源：wind，申万宏源研究

表 6：关键假设表 (单位：百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	636	596	790	1133	1591	1966
风电主轴	590	544	730	1073	1486	1816
发电					45	90
其他业务	46	53	60	60	60	60
营业成本	354	357	575	792	1093	1300
风电主轴	309	308	525	740	1025	1217
发电					16	32
其他业务	45	49	50	52	52	52

资料来源：wind，申万宏源研究

表 7：利润表（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	636	596	790	1,133	1,591	1,966
其中：营业收入	636	596	790	1,133	1,591	1,966
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	408	433	663	903	1,255	1,499
其中：营业成本	354	357	574	792	1,093	1,300
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0	0
税金及附加	7	10	8	12	17	21
销售费用	8	9	12	18	25	31
管理费用	38	43	53	76	107	132
财务费用	-11	21	-12	1	11	14
资产减值损失	12	-6	27	4	2	1
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	11	7	7	8	4
汇兑收益	0	0	0	0	0	0
资产处置收益	-7	-1	-0	0	0	0
其他收益	0	1	1	1	1	1
三、营业利润	222	174	134	238	345	471
加：营业外收入	2	1	2	4	4	4
减：营业外支出	0	0	1	0	0	0
四、利润总额	224	175	134	242	349	475
减：所得税	14	25	18	33	48	67
五、净利润	210	150	116	209	301	408
持续经营净利润	0	150	116	209	301	408
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	210	150	116	209	301	408
六、其他综合收益的税后净额	0	0	0	0	0	0
七、综合收益总额	210	150	116	209	301	408
归属于母公司所有者的综合收益总额	210	150	116	209	301	408
八、基本每股收益	1.82	0.63	0.49	0.88	1.26	1.71
全面摊薄每股收益	0.88	0.63	0.49	0.88	1.26	1.71

资料来源：wind，申万宏源研究

表 8：资产负债表（单位：百万元）

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,089	1,111	1,274	1,557	2,083
现金及等价物	324	316	423	425	737
应收款项	260	450	470	619	742
存货净额	192	312	348	480	570
其他流动资产	312	33	33	33	33

长期投资	80	80	80	80	80
固定资产	497	539	823	1,073	973
无形资产及其他资产	71	109	107	106	104
资产总计	1,737	1,838	2,284	2,816	3,239
流动负债	111	91	146	193	226
短期借款	5	0	20	20	20
应付款项	106	91	125	173	206
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	4	9	192	375	358
负债合计	116	101	338	569	584
股本	238	238	238	238	238
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	684	684	684	684	684
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	77	89	110	141	182
未分配利润	622	727	914	1,184	1,551
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,621	1,737	1,946	2,247	2,655
负债和股东权益合计	1,737	1,838	2,284	2,816	3,239

资料来源：wind，申万宏源研究

表 9：现金流量表（单位：百万元）

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	150	116	209	301	408
加：折旧摊销减值	35	73	71	103	103
财务费用	17	2	1	11	14
非经营损失	(10)	(8)	(7)	(8)	(4)
营运资本变动	14	(326)	(25)	(235)	(182)
其它	1	1	0	0	0
经营活动现金流	206	(142)	247	172	340
资本开支	114	120	350	350	0
其它投资现金流	(56)	157	7	8	4
投资活动现金流	(170)	37	(343)	(342)	4
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	(10)	(5)	203	183	(17)
支付股利、利息	43	0	1	11	14
其它融资现金流	0	(0)	0	0	0
融资活动现金流	(53)	(5)	202	172	(31)
净现金流	(34)	(113)	107	2	312

资料来源：wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。