

2021年12月29日

证券研究报告·公司研究报告

恒润股份(603985) 机械设备

买入(首次)

当前价: 52.98元

目标价: 68.25元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

产业链延伸至轴承业务, 风塔法兰龙头再出发

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 风机大型化趋势带动塔筒法兰直径、工艺要求提升。能够生产适配大型风机、海风风机的锻造法兰企业竞争优势凸显, 行业集中度有望提升, 预计未来公司在海风法兰市占率提升至60%左右。2) 风机轴承国产化加速, 2019年国产轴承市占率约10%, 未来提升空间潜力大, 国内企业迎来黄金发展期。3) 公司全球风电塔筒法兰龙头, 下游客户优质。公司专注于风塔法兰制造十余年, 积累了维斯塔斯、金风科技等众多优质客户资源, 9MW风机法兰已具备量产能力。同时公司积极开拓轴承与齿轮箱业务, 建立完善轴承产业链, 综合实力将再上新台阶。
- **“十四五”期间海风进入高成长期, 风机大型化趋势明确, 公司大型风塔法兰竞争优势凸显。** 2021年以来, 各省市相继发布“十四五”期间清洁能源发展规划, 从风电规划内容看, 沿海省市对于海风项目尤为重视, 我们预计“十四五”期间陆风与海风将出现齐头并进局面, 风电年均装机有望超过50GW, 海风有望步入高速成长期。海风风机较陆风更大, 同时陆风风机亦存在大型化趋势, 故所需塔筒直径更大, 对应法兰直径要求更大。当前公司量产风筒法兰直径超过7.5m, 已量产9MW海风塔筒法兰, 在风机大型化趋势下公司法兰生产优势进一步放大。
- **风机轴承国产化进程加速, 国内厂商迎发展良机。** 风机轴承为发电机组核心精密零部件, 生产工艺更复杂, 综合要求更高, 市场长期被德国、日本、美国和瑞典主导, 为风机零部件国产化相对较低环节。近年来随着风电下游需求高景气度, 以及疫情下进口轴承受限的催化, 轴承国产化进程加速, 新强联等企业在主轴轴承技术方面已实现突破。随着国产轴承对于进口轴承的逐步替代, 国内企业市占率有望逐步提升。
- **产业链延伸至风电轴承与齿轮箱业务, 打开第二增长曲线, 定增募资为扩产提供资金保障。** 轴承与齿轮箱为公司锻件产业链下游高附加值产品延伸。作为风电上游零部件精加工锻造企业, 公司拥有成熟的生产技术与优质客户资源, 开拓轴承及齿轮业务具有较强成本优势。公司将以自有风电轴承制造技术为基础, 融合国外先进技术, 进行3-8MW风电轴承为主的产品研发。2021年公司定增募资14.7亿元, 主要用于轴承和齿轮深加工项目, 为业务延伸提供资金保障。
- **盈利预测与投资建议:** 公司风电塔筒法兰的龙头地位稳固, 风机大型化趋势下公司大型法兰制造能力优势更加凸出。同时公司产业链向下游延伸至轴承和齿轮箱业务, 2022年业绩将逐渐兑现, 未来三年公司归母净利润复合增长率为23%, 我们给予公司2022年35倍PE, 目标价68.25元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产能未能如期投放的风险; 原材料价格持续上涨, 公司盈利能力下降的风险; 政策变化的风险; 汇率波动的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2384.51	2414.00	3152.00	4053.00
增长率	66.61%	1.24%	30.57%	28.59%
归属母公司净利润(百万元)	463.15	485.26	662.97	858.24
增长率	458.52%	4.77%	36.62%	29.45%
每股收益EPS(元)	1.37	1.43	1.95	2.53
净资产收益率ROE	29.54%	9.39%	12.07%	13.65%
PE	39	37	27	21
PB	11.80	4.02	3.57	3.12

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨

执业证号: S1250520100002

电话: 021-58351923

邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨

执业证号: S1250521080001

电话: 021-58351917

邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师

电话: 021-58351679

邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.39
流通A股(亿股)	2.65
52周内股价区间(元)	15.14-54.41
总市值(亿元)	179.67
总资产(亿元)	40.10
每股净资产(元)	9.54

相关研究

目 录

1 风电塔筒法兰龙头，下游客户优质稳定	1
2 风电行业欣欣向荣，奠定零部件产业链景气度基础	2
2.1 风电行业长期景气度向好，海风进入加速成长期	2
2.2 风机大型化趋势明确，风筒法兰行业向头部集中	4
2.3 风机轴承国产化持续推进，国内轴承企业迎来发展黄金期	5
3 风塔法兰龙头优势凸显，产业链延伸至轴承业务	6
3.1 锻件法兰广受下游优质客户认可，行业龙头地位稳固	6
3.2 大型法兰锻件实现量产，顺应风机大型化趋势	7
3.3 定增募资发布扩产计划，业务延伸至轴承领域	8
4 盈利预测与估值	9
4.1 盈利预测	9
4.2 相对估值	10
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司辗制环形锻件产品	1
图 2: 公司锻制法兰和其他自由锻件产品	1
图 3: 当前公司控股股东为济宁城投, 实际控制人为济宁国资委	1
图 4: 公司主营辗制法兰和锻制法兰产品	2
图 5: 近年来辗制法兰销量不断增长, 2020 年销量 8.2 万吨 (吨)	2
图 6: 2021 年前三季度营收 17.3 亿元, 同比+3.3% (亿元)	2
图 7: 2021 年受钢材价格上涨, 公司综合毛利率有所下滑	2
图 8: 2020 年全球风电装机 93GW, 同比+53.0% (GW)	3
图 9: 根据 CWEA 数据, 2020 年我国风电装机 54GW (GW)	3
图 10: 2021 年我国风电前三季度招标约 42GW	3
图 11: 陆风项目亦存在风机大型化趋势 (MW)	4
图 12: 当前海风项目主流机型为 6MW 以上	4
图 13: 辗环机将锻件辗制成环形, 较其他锻造工艺在多方面更具优势	5
图 14: 风机主要轴承使用部位	5
图 15: 风机轴承工艺复杂, 技术壁垒较高	5
图 16: 风机轴承市场主要为德国、瑞典、美国和日本企业主导	6
图 17: 风电下游装机保持高景气, 轴承国产化进程加速, 新强联风电轴承销量不断增长 (件)	6
图 18: 公司法兰平均销售单价高于同行业其他企业 (万元/吨)	7
图 19: 公司法兰锻件总体毛利率水平有一定比较优势	7
图 20: 公司大型环锻件产品之一——直径 7360mm 环锻件	8

表 目 录

表 1: 多省市明确提出十四五风电发展规划, 海风项目获得沿海省市高度重视	4
表 2: 公司下游客户优质, 合作关系稳定	7
表 3: 单位价值量更高, 公司风电法兰着力聚焦海风塔筒方向	8
表 4: 公司定增募资 14.7 亿元, 主要用于风电轴承和齿轮箱生产项目	9
表 5: 分业务收入及毛利率	10
表 6: 可比公司估值	11
附表: 财务预测与估值	12

1 风电塔筒法兰龙头，下游客户优质稳定

深耕风电塔筒法兰十余年，与 GE、歌美飒等国际风机龙头深度合作。公司成立于 2003 年，为客户提供设计、锻造、精加工一站式精密机械制造服务。公司专注于法兰及锻件制造，主要产品包括辗制环形锻件、锻制法兰和其他自由锻件等产品，并应用于风电塔筒，主要用于管状部件的连接。十余年工艺技术积累，公司不仅为陆上风电法兰供应商，也是业内最早从事海上风电配套产品生产的企业之一，工艺与质量水平广受下游认可，已与 GE、西门子、阿尔斯通、歌美飒、维斯塔斯等国际龙头企业建立稳定的合作关系。在当前风机大型化与海风需求高增的趋势下，公司为全球少数可供货 7.0MW 及以上海风塔筒法兰的企业之一，最大直径超过 7.5m，竞争实力显著。

图 1：公司辗制环形锻件产品



数据来源：招股说明书，西南证券整理

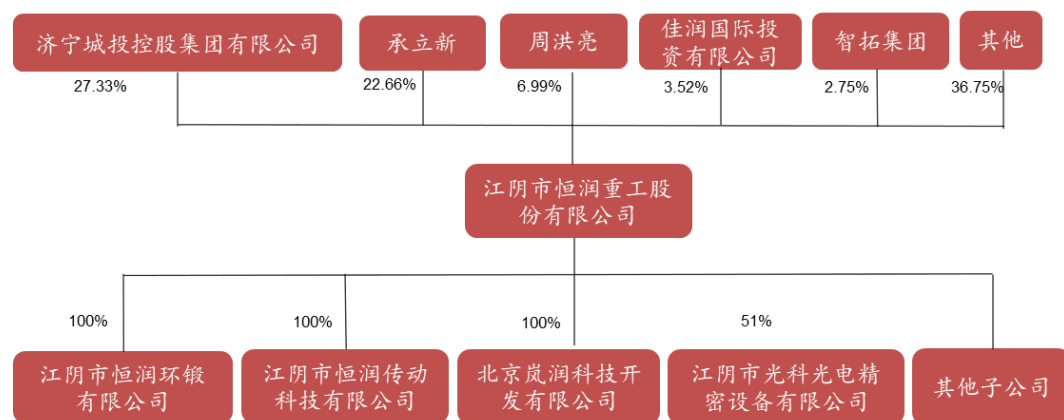
图 2：公司锻制法兰和其他自由锻件产品



数据来源：招股说明书，西南证券整理

定增引入济宁城投，济宁国资委成为公司实际控制人，增强公司长期发展实力。2021 年公司非公开发行股票，济宁城投以现金认购公司 27.3% 的股份，成为公司控股股东。济宁城投为济宁国资委下属企业，国资委持股比例为 90.5%，故济宁国资委为当前公司实际控制人。公司董事长承立新先生持股比例为 22.7%，前两大股东持股比例达 50%，股权结构较为集中。国资入股后，有助于提升公司融资能力，进一步增强公司竞争实力。

图 3：当前公司控股股东为济宁城投，实际控制人为济宁国资委

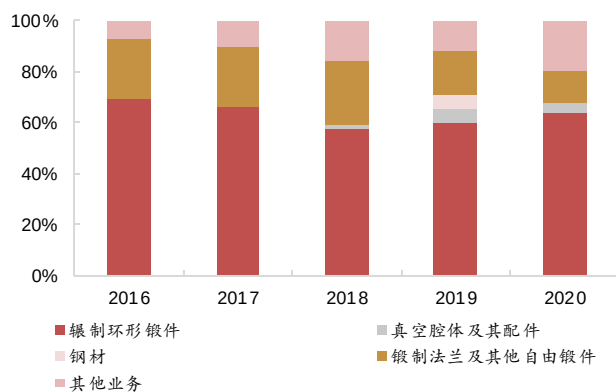


数据来源：Wind，西南证券整理

从公司营收构成来看，公司主营辗制法兰和锻制法兰产品，近年来随着销量不断增长，营收稳步提升。2020 年公司辗制法兰实现营收 15.1 亿元，在总营收中占比 63.45%；锻制法兰营收 2.7 亿元，占总营收 11.22%。从销量来看，辗制法兰在各类产品中销量亦是最高，近年来销量不断提高，至 2020 年销售 8.2 万吨。随着销量增长，公司营收稳步提升，2021 年前三季度实现营收 17.3 亿元，同比增长 3.3%；实现归母净利润 3.4 亿元，同比增长 8.9%。

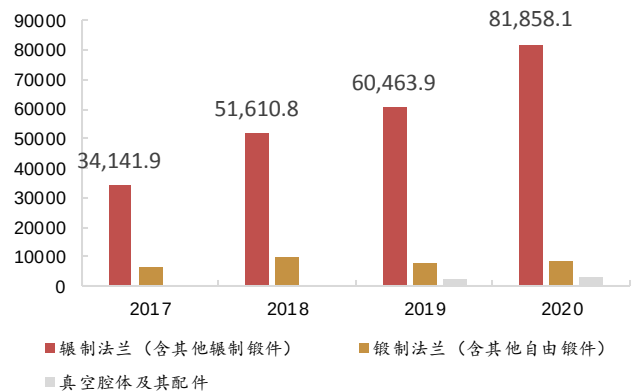
2021 年受上游大宗商品价格上涨影响，公司盈利能力有所下降。2021 年以来，公司主要原材料钢材价格持续上涨，并处于相对高位运行，公司盈利能力承压，综合毛利率较 2020 年有所下降。2021 年前三季度，公司综合毛利率为 29.0%，其中三季度毛利率为 18.9%。

图 4：公司主营辗制法兰和锻制法兰产品



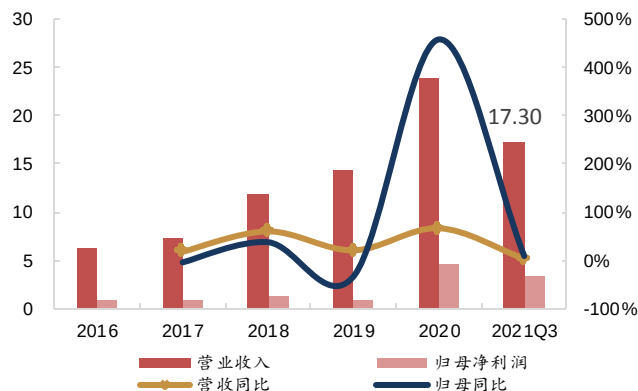
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：近年来辗制法兰销量不断增长，2020 年销量 8.2 万吨(吨)



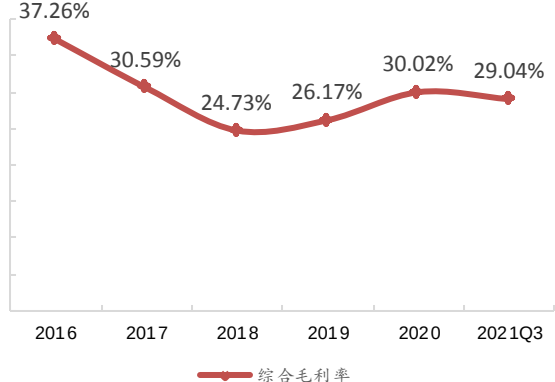
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2021 年前三季度营收 17.3 亿元，同比+3.3% (亿元)



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 7：2021 年受钢材价格上涨，公司综合毛利率有所下滑



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 风电行业欣欣向荣，奠定零部件产业链景气度基础

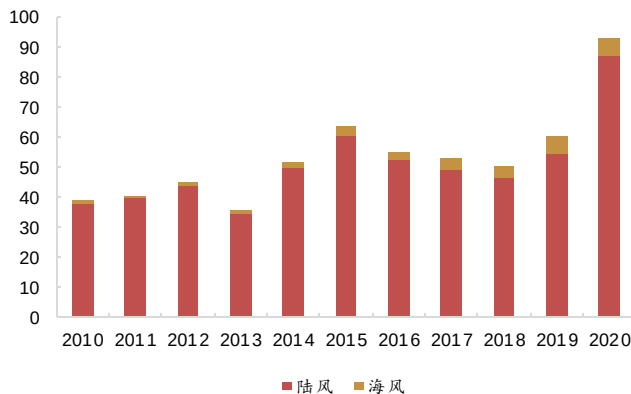
2.1 风电行业长期景气度向好，海风进入加速成长期

全球风电行业快速发展，海风占比逐步提高。在全球“碳中和”与节能减排基本达成共识下，风电作为清洁能源重要组成部分之一，中长期需求有望保持稳定增长，为风电产业链奠定景气度基础。根据全球风能协会 GWEC 数据，2020 年全球风电新增装机 93GW，同比

增长 53%。其中海风装机 6.1GW，连续两年突破 6GW，海风占比约 7%。根据 GWEC 的预测，至 2025 年全球风电新增装机将超过 110GW，中长期风电装机量将保持高位。

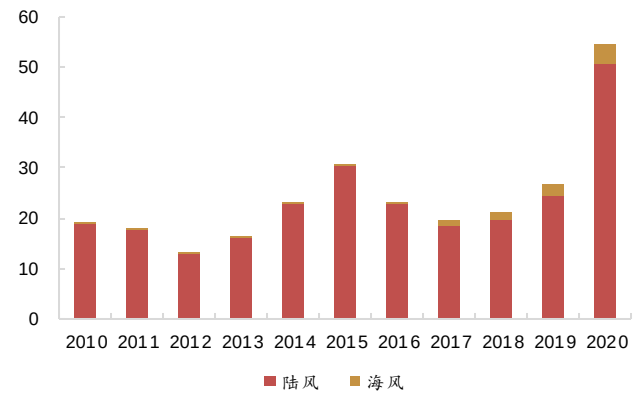
我国对全球风电装机贡献不断提高，2020 年全球新增装机中超一半来自于中国。根据中国风能专业委员会 CWEA 数据，2020 年我国风电新增装机 54GW，同比增长 103.1%，主要源于年底风电“抢装潮”的催化。

图 8：2020 年全球风电装机 93GW，同比+53.0% (GW)



数据来源：GWEC，西南证券整理

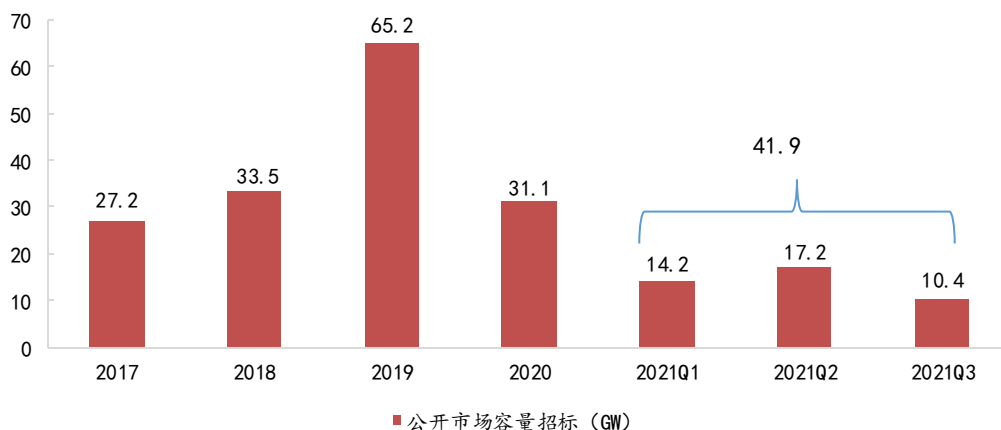
图 9：根据 CWEA 数据，2020 年我国风电装机 54GW (GW)



数据来源：CWEA，西南证券整理

我国“十四五”规划明确风电发展地位，海风成长性更为显著。2021 年以来，在“双碳”目标下各省市相继发布“十四五”期间清洁能源发展规划，从新增装机目标来看，均显示出各地对于风电发展的重视程度，此为我国风电中长期发展的驱动与支撑。2021H1 我国风电新增装机 10.8GW，同比增长 71.5%；其中陆风新增装机 8.7GW，同比增长 65.3%，海风新增装机 2.2GW，同比增长 102.5%。风电装机延续高增趋势，尤以海风成长更为显著。同时，2021 年前三季度我国风电招标近 42GW，部分明年装机项目奠定明年需求基础。从风电规划内容来看，沿海省市对于海风项目尤为重视，在各地长足支持下，我们预计“十四五”期间陆风与海风发展将出现齐头并进局面，年均装机有望超过 50GW。

图 10：2021 年我国风电前三季度招标约 42GW



数据来源：金风科技，西南证券整理

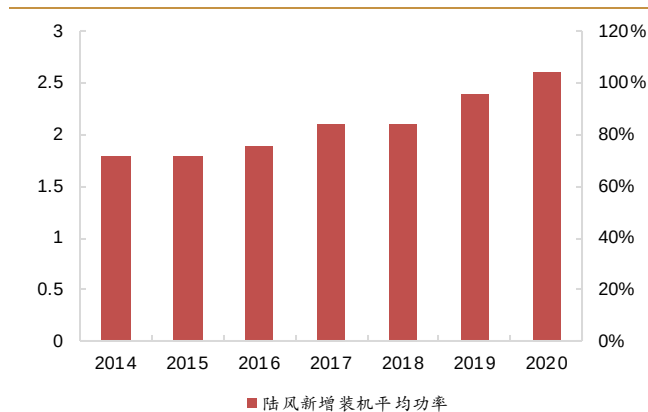
表 1：多省市明确提出十四五风电发展规划，海风项目获得沿海省市高度重视

省市	风电发展规划	十四五新增风电装机 (GW)	备注
广东	争取 2025 年前海风平价上网，到 2025 年底海风累计投产约 15GW	大于 8	省管海风项目
浙江	到“十四五”末，力争风电装机 6.4GW 以上，新增装机 4.5GW 以上	4.5	主要为海风
四川	到 2025 年底建成风电装机 10GW 以上	—	
河北	至 2025 年风电装机量达 43GW	22	
宁夏	建设 4.5GW 风电项目	4.5	
黑龙江	新增装机 10GW，建设哈尔滨、绥化等百万千瓦级大型风电项目	10	
辽宁	“十四五”期间新增风电装机 12.2GW	12.2	征求意见稿
山东	加快发展海风，至 2025 年风电装机达 25GW	7.66	

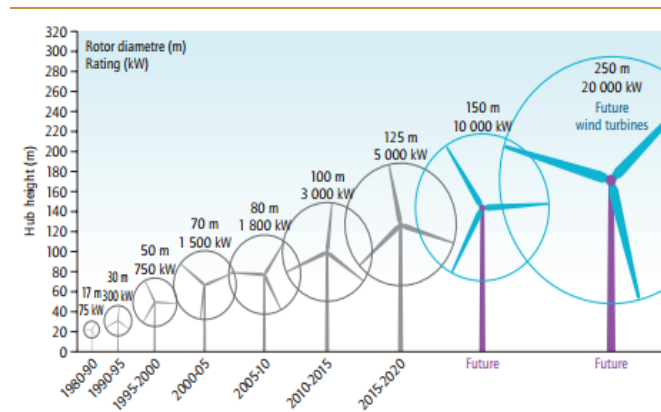
数据来源：各省市发改委、能源局，西南证券整理

2.2 风机大型化趋势明确，风筒法兰行业向头部集中

风机大型化趋势明确，推动行业进一步降本。风机单机容量的大小直接影响同等装机规模所需要的机组台数。在项目功率一定的情况下，风机功率增大会降低塔筒和塔桩的基建成本，进而对线路、塔筒等投入产生影响，推动风电场配套建设和运维成本的下降。当前陆上风电主力机型已经从 2MW 以下逐渐过渡到 4-5MW，海风则在风机大型化上具有天然优势，为海风降本的主要路径之一。我国沿海地区江苏、福建、广东等省市已大力鼓励使用大型风机，如福建省海风加分门槛为 8MW 以上风机，大型化趋势清晰明确。

图 11：陆风项目亦存在风机大型化趋势 (MW)


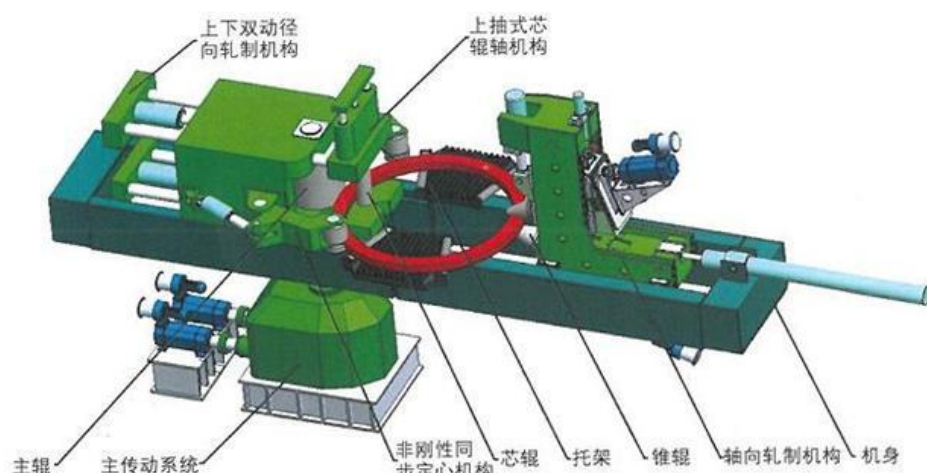
数据来源：CWEA，西南证券整理

图 12：当前海风项目主流机型为 6MW 以上


数据来源：金风科技，西南证券整理

风机大型化趋势下，塔筒法兰加工工艺与技术难度提升，辗环技术应用更加普及。风机大型化将带动零部件技术门槛提高，在塔筒方面表现在单根塔筒的高度、直径、厚度将直接提升，因此对于法兰的直径尺寸、承载负荷要求等方面要求更高；对海风塔筒法兰则需适应更为严苛的海上环境。大口径风塔法兰现多采用辗环技术生产，通过用液压机将锻件坯料墩粗、冲孔，然后在辗环机上辗制成环形，较其他锻造工艺具有加工余料小、材料利用率搞、内部质量优良、锻造震动和噪音大幅降低等优势。随着风机大型化的推进，辗环技术应用将更为广阔。

图 13：辗环机将锻件辗制成环形，较其他锻造工艺在多方面更具优势



数据来源：恒润股份招股说明书，西南证券整理

法兰工艺要求提升，头部企业优势凸显，市占率有望提升。在法兰大型化、承载负荷要求更高的趋势下，头部企业凭借多年的技术积累与更强的综合实力，能够顺应风塔法兰行业趋势，为 6.0MW 以上大型风机生产对应大型、承载能力更强的法兰锻件，竞争优势凸显。部分专注于小型法兰锻件生产的企业则因技术与成本等原因，失去高端风筒法兰市场份额，头部企业集中度与市占率有望提升。

2.3 风机轴承国产化持续推进，国内轴承企业迎来发展黄金期

轴承为风机零部件中国产化相对较低环节，市场长期被德国、日本、美国和瑞典主导，市场呈现“双寡头”格局。风机轴承为发电机组核心零部件，分布在风机的偏航、变桨、传动链、发电机各个分系统中，包括偏航轴承、变桨轴承、主轴轴承、增速机轴承、发电机轴承。相较于其他风机零部件，作为精密件的轴承生产工艺更复杂，综合要求更高，风机轴承市场长期被德国、日本、美国和瑞典主导，为风机零部件中国产化相对较低环节。根据 Wood Mackenzie 数据，2019 年前两家轴承企业德国舍弗勒与瑞典 SKF 市占率合计为 53%，风机轴承行业呈现“双寡头”格局。

图 14：风机主要轴承使用部位



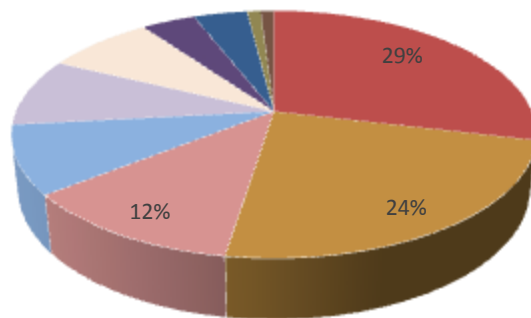
数据来源：北极星，西南证券整理

图 15：风机轴承工艺复杂，技术壁垒较高



数据来源：新强联招股说明书，西南证券整理

图 16：风机轴承市场主要为德国、瑞典、美国和日本企业主导

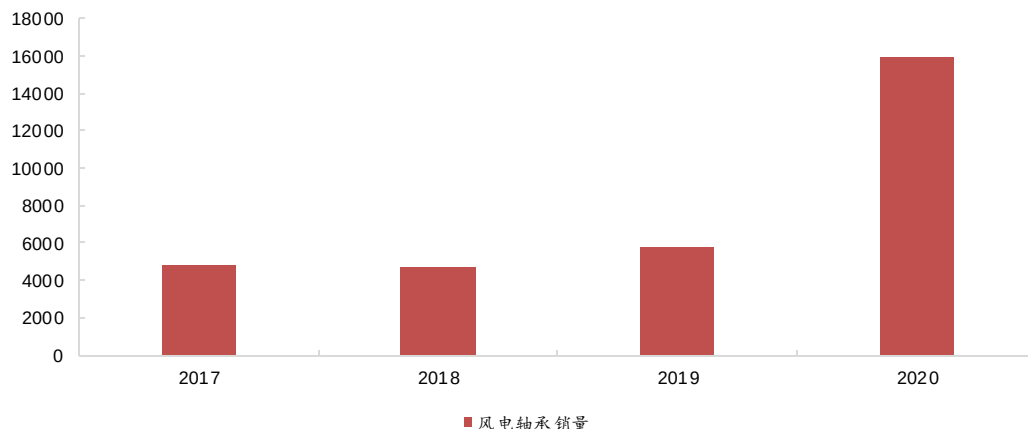


德国舍弗勒 瑞典 SKF 日本 NTN 日本 KOYO 美国 Timken 德国罗特艾德 中国洛轴 中国瓦轴 捷克 ZKL 其他

数据来源：电气风电招股说明书，Wood Mackenzie，西南证券整理

风机轴承国产化进程加速，国内厂商迎来发展良机。近年来随着风电下游需求高景气度，以及疫情下进口轴承受限的催化，轴承国产化进程加速，新强联等企业在主轴轴承技术方面已实现突破。随着大功率主轴轴承国产化的持续推进，国内轴承企业将迎来发展机遇，国产轴承将逐步替代进口轴承，国内企业市占率将逐步提升。

图 17：风电下游装机保持高景气，轴承国产化进程加速，新强联风电轴承销量不断增长（件）



数据来源：公司公告，西南证券整理（注：2020 年销量包括海工装备类等轴承，但占比较小）

3 风塔法兰龙头优势凸显，产业链延伸至轴承业务

3.1 锻件法兰广受下游优质客户认可，行业龙头地位稳固

锻件技术与质量过硬，与下游风机龙头建立长期稳定的合作关系。公司在法兰和锻件领域深耕十余年，经多年持续研发，已积累了一批辗制环形锻件及法兰制造的核心技术。具体来看，目前公司已取得国家质量监督检验检疫总局特种设备制造资格许可证（压力管道元件），还取得了莱茵技术（TUV）ISO9001: 2008 质量体系认证证书、莱茵技术（TUV）欧盟承压设备（PED97/23/EC 和 AD2000）指令中法兰制造许可证（PED 和 AD 证书）、日本 JIS

证书、法国 BV 风电法兰工厂认证；同时拥有挪威 (DNV)、美国 (ABS)、法国 (BV)、意大利 (RINA)、中国 (CCS)、日本 (NK)、韩国 (KR) 和英国 (LR) 等船级社认证。凭借过硬的产品质量与精度，公司进入下游风机龙头 GE、西门子歌美飒、维斯塔斯、金风科技、明阳智能、上海电气等供应商名录，并建立稳定、良好的长期合作关系。

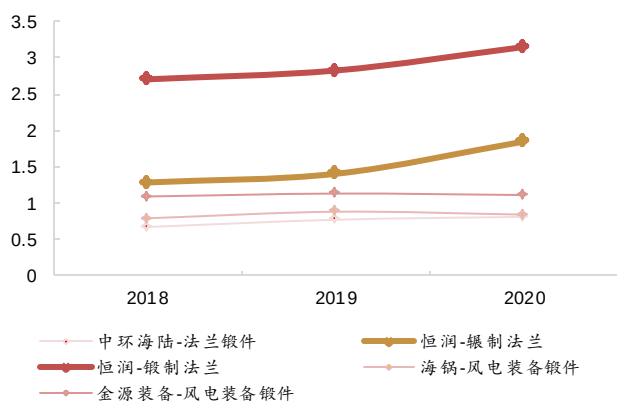
表 2：公司下游客户优质，合作关系稳定

客户	销售金额 (万元)	销售量 (吨)
天顺风能	27,953.48	18,646.01
中国水电四局	17,136.76	7,359.35
Vestas	13,904.41	8,387.44
江苏海力风电	11,734.09	6,047.35
中船澄西船舶修造有限公司	9,901.26	6,046.20
福建福船一帆新能源装备制造有限公司	9,500.04	4,213.56
泰胜风能	9,318.17	5,226.78
广东粤水电新能源装备有限公司	8,720.47	3,470.33
东方电气 (广州) 重型机器有限公司	7,367.54	2,847.45
中建五洲工程装备有限公司	7,002.84	4,544.25

数据来源：公司公告，西南证券整理

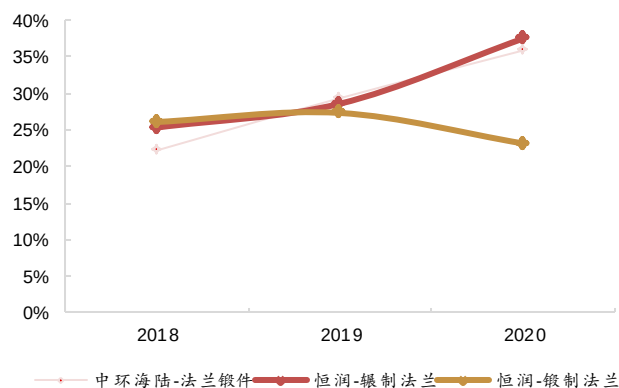
在产品品质的加持下，公司产品单价较其他公司更高，盈利能力更优。与其他生产公司相比，公司的锻件产品单价更高。2018-2020 年，公司锻制法兰平均单价在 2.7 万元/吨以上，辗制法兰平均单价为 1.28-1.85 万元/吨，高于同时期中环海陆法兰锻件平均销售单价 0.67-0.81 万元/吨，以及海锅股份、金源装备的风电装备锻件平均销售价格。盈利能力方面，公司法兰锻件的整体毛利率水平较中环海陆相比亦有一定优势。

图 18：公司法兰平均销售单价高于同行业其他企业 (万元/吨)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：公司法兰锻件总体毛利率水平有一定比较优势



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 大型法兰锻件实现量产，顺应风机大型化趋势

风电塔筒法兰龙头，风机大型化趋势下凸显竞争优势。公司是海风塔筒法兰重要供应商，在全球同业产品中处于领先地位，2012 年即与三星重工签署 7.0MW 海风塔筒配套法兰供货合同，也是当前全球少数能够制造 7.0MW 以上海风塔筒法兰企业之一，同时已量产 9MW 海

风塔筒法兰，充分迎合当前风机大型化趋势，在大型风筒法兰领域抢占先机。在风机大型化趋势下，公司生产大型法兰的优势进一步放大，市占率有望进一步提升。

图 20：公司大型环锻件产品之一——直径 7360mm 环锻件



数据来源：公司官网，西南证券整理

产品聚焦海风塔筒，价值量相对更高，法兰产品结构逐步优化。从 2021 年上半年下游采购单价来看，大功率海风塔筒法兰价格较小功率陆风塔筒法兰价格高 30% 左右。根据海力风电法兰供应商和采购单价，公司凭借在大机型和海风塔筒法兰领域的优势，当前公司法兰业务着力聚焦于海风塔筒业务。同时公司法兰产品在海风 4.0MW 与 5.0MW 机型中销售单价相对较高，亦印证公司产品在行业中品质优异，单价较高，具有一定议价能力。随着终端海风装机的快速增长，我们认为公司风塔法兰的出货结构将进一步优化，海风塔筒法兰出货占比将提高，盈利能力也将更强。

表 3：单位价值量更高，公司风电法兰着力聚焦海风塔筒方向

产品	供应商	2021H1 采购单价（万元/吨）
海风 4.0MW	伊莱特	1.53
	金瑞光远	1.60
	恒润	2.37
	派克新材	1.87
海风 5.0MW	恒润	1.76
	金瑞光远	1.47
	丹东丰能	1.83
	伊莱特	1.37
陆风 2.0MW	金瑞光远	1.05
	江苏金海	1.34

数据来源：海力风电招股说明书，西南证券整理

3.3 定增募资发布扩产计划，业务延伸至轴承领域

产业链向下游延伸，布局轴承和齿轮箱业务，定增募资为项目推进提供资金保障。一方面公司在当前大型法兰锻造能力的基础上进一步推进，向 12MW 更大型风机锻件精加工能力迈进。另一方面，风电轴承、齿轮箱等部件是风机核心传动部件，为公司锻件产业链下游高附加值产品延伸。公司作为风电上游零部件精加工锻造企业，拥有成熟的生产技术和优质的客户资源，开拓风电轴承及齿轮业务具有较强成本优势。同时公司将以自有风电轴承制造技术为基础，融合国外先进技术，进行 3-8MW 风电轴承为主的产品研发与试产。2021 年公司定增募资 14.7 亿元，主要用于轴承和齿轮深加工项目，为产业链延伸提供资金保障。

表 4：公司定增募资 14.7 亿元，主要用于风电轴承和齿轮箱生产项目

募投项目	投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
年产 5 万吨 12MW 海上年产 5 万吨 12MW 海上风电机组用大型精加工锻件扩能项目	53830	36200
年产 4,000 套大型风电轴承生产线项目	115800	75462.85
年产 10 万吨齿轮深加工项目	55660	35706.68
合计	225290	147369.53

数据来源：公司公告，西南证券整理

形成完整的轴承产业链，综合实力进一步提高。锻件为轴承、齿轮箱等传动产品原材料，其性能与锻件息息相关。公司目前已具备精加工锻件的核心生产技术，拥有大型油压机和数控碾环机，引进了德国、美国、意大利等世界一流的加工中心、车铣复合等高端精密设备和检测设备，掌握着成熟的中大型环锻件的锻造、碾环、热处理技术，能够生产直径 8 米以下的各类环形锻件。在此基础上通过研发与合作，掌握风电轴承及齿轮生产加工技术。此次募投项目投产后，公司将具备完整的锻件-轴承、锻件-齿轮箱完整的轴承产业链生产能力，同时亦增强公司锻件与法兰业务的实力，整体综合实力将再上新台阶。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2021-2023 年公司辗制法兰及其他辗制锻件销量分别为 8 万吨、9 万吨、10 万吨，辗制法兰毛利率分别为 38%、40%、40%。

假设 2：2021-2023 年公司锻制法兰及其他自由锻件销量分别为 8500 吨、9000 吨、10000 吨，锻制法兰毛利率分别为 22%、25%、25%。

假设 3：风电轴承业务于 2022 年开始贡献业绩，2022-2023 年毛利率保持在 27%、28% 的水平。

假设 4：其他业务保持稳定发展，毛利率保持在 20% 的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
辗制法兰	收入	1513.0	1520.0	1980.0	2200.0
	增速	78.3%	0.5%	30.3%	11.1%
	成本	945.7	942.4	1188.0	1320.0
	毛利率	37.5%	38.0%	40.0%	40.0%
其他辗制锻件	收入	1.9	2.0	2.5	3.0
	增速	-82.0%	8.0%	25.0%	20.0%
	成本	0.9	1.8	2.3	2.7
	毛利率	48.9%	10.0%	10.0%	10.0%
锻制法兰	收入	267.5	255.0	297.0	350.0
	增速	24.3%	-4.7%	16.5%	17.8%
	成本	205.6	198.9	222.8	262.5
	毛利率	23.2%	22.0%	25.0%	25.0%
其他自由锻件	收入	27.1	25.0	30.0	35.0
	增速	-11.2%	-7.7%	20.0%	16.7%
	成本	14.7	14.5	16.5	19.3
	毛利率	45.6%	42.0%	45.0%	45.0%
真空腔体及其配件	收入	98.5	112.0	122.5	140.0
	增速	34.3%	13.7%	9.4%	14.3%
	成本	82.8	89.6	98.0	112.0
	毛利率	15.9%	20.0%	20.0%	20.0%
风电轴承	收入	—	—	120.00	525.00
	增速	—	—	—	337.5%
	成本	—	—	87.6	378.0
	毛利率	—	—	27.0%	28.0%
其他	收入	476.6	500.0	600.0	800.0
	增速	88.2%	4.9%	20.0%	33.3%
	成本	418.9	400.0	480.0	640.0
	毛利率	12.1%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	2384.5	2414.0	3152.0	4053.0
	增速	66.6%	1.2%	30.6%	28.6%
	成本	1668.7	1647.2	2097.5	2750.2
	毛利率	30.0%	31.8%	33.5%	32.1%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取风机零部件行业的三家公司作为可比公司，2022年三家公司平均 PE 为 32 倍。考虑到公司风电塔筒法兰的龙头地位，风机大型化趋势下公司大型法兰制造能力优势更加凸

出。同时公司产业链向下游延伸至轴承和齿轮箱业务，2022 年业绩将逐渐兑现，未来三年公司归母净利润复合增长率为 23%，我们给予公司 2022 年 35 倍 PE，目标价 68.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
300443.SZ	金雷股份	58.40	2.00	2.21	2.61	3.07	16.68	26.38	22.36	19.02
300850.SZ	新强联	182.08	4.01	2.74	3.77	5.00	39.90	66.38	48.24	36.41
603218.SH	日月股份	31.56	1.01	0.92	1.31	1.68	29.89	34.27	24.02	18.83
平均值							28.82	42.34	31.54	24.75

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

- 1) 公司产能未能如期释放的风险；
- 2) 原材料价格持续上涨，公司盈利能力下降的风险；
- 3) 政策变化的风险；
- 4) 汇率波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2384.51	2414.00	3152.00	4053.00	净利润	456.81	415.51	593.78	757.07
营业成本	1668.70	1647.20	2095.10	2734.45	折旧与摊销	61.72	52.84	59.49	69.74
营业税金及附加	12.71	13.45	17.31	22.37	财务费用	25.66	36.96	35.92	50.14
销售费用	13.28	28.97	28.37	32.42	资产减值损失	-19.68	0.00	0.00	0.00
管理费用	66.50	229.33	289.98	344.51	经营营运资本变动	-239.27	98.24	-204.81	-217.62
财务费用	25.66	36.96	35.92	50.14	其他	-42.75	-57.31	-106.84	-29.65
资产减值损失	-19.68	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	242.49	546.24	377.53	629.69
投资收益	-7.86	0.00	0.00	0.00	资本支出	-28.74	-150.00	-155.00	-160.00
公允价值变动损益	74.65	49.76	58.06	55.29	其他	-382.59	49.76	58.06	55.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-411.34	-100.24	-96.94	-104.71
营业利润	550.90	507.85	743.38	924.41	短期借款	263.01	-499.34	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.23	-1.13	-1.16	-1.15	长期借款	-22.00	50.00	100.00	100.00
利润总额	549.68	506.72	742.22	923.26	股权融资	0.00	2554.12	0.00	0.00
所得税	92.86	91.21	148.44	166.19	支付股利	-84.45	-92.63	-97.05	-132.59
净利润	456.81	415.51	593.78	757.07	其他	-10.22	-59.62	-35.92	-50.14
少数股东损益	-6.33	-69.75	-69.19	-101.17	筹资活动现金流净额	146.34	1952.52	-32.97	-82.73
归属母公司股东净利润	463.15	485.26	662.97	858.24	现金流量净额	-26.82	2398.52	247.62	442.25
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	294.75	2693.28	2940.90	3383.14	成长能力				
应收和预付款项	360.33	536.87	676.19	840.93	销售收入增长率	66.61%	1.24%	30.57%	28.59%
存货	534.01	584.15	792.30	1003.82	营业利润增长率	613.16%	-7.82%	46.38%	24.35%
其他流动资产	325.23	22.38	27.89	36.43	净利润增长率	713.03%	-9.04%	42.90%	27.50%
长期股权投资	332.14	332.14	332.14	332.14	EBITDA 增长率	338.24%	-6.37%	40.35%	24.50%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	588.38	695.35	796.16	887.65	毛利率	30.02%	31.76%	33.53%	32.53%
无形资产和开发支出	136.49	126.84	121.72	120.65	三费率	4.42%	12.23%	11.24%	10.54%
其他非流动资产	117.12	116.95	116.78	116.62	净利率	19.16%	17.21%	18.84%	18.68%
资产总计	2688.45	5107.97	5804.08	6721.38	ROE	29.54%	9.39%	12.07%	13.65%
短期借款	499.34	0.00	0.00	0.00	ROA	16.99%	8.13%	10.23%	11.26%
应付和预收款项	328.30	464.88	547.96	715.67	ROIC	33.09%	27.59%	33.97%	35.78%
长期借款	50.00	100.00	200.00	300.00	EBITDA/销售收入	26.77%	24.76%	26.61%	25.77%
其他负债	264.14	119.97	136.27	161.39	营运能力				
负债合计	1141.78	684.85	884.23	1177.06	总资产周转率	1.03	0.62	0.58	0.65
股本	203.84	339.12	339.12	339.12	固定资产周转率	4.33	4.26	4.84	5.11
资本公积	479.87	2898.70	2898.70	2898.70	应收账款周转率	7.16	5.78	5.52	5.69
留存收益	838.02	1230.65	1796.56	2522.21	存货周转率	3.26	2.68	2.93	3.00
归属母公司股东权益	1522.27	4468.47	5034.38	5760.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	65.71%	—	—	—
少数股东权益	24.40	-45.35	-114.54	-215.71	资本结构				
股东权益合计	1546.67	4423.12	4919.85	5544.32	资产负债率	42.47%	13.41%	15.23%	17.51%
负债和股东权益合计	2688.45	5107.97	5804.08	6721.38	带息债务/总负债	48.11%	14.60%	22.62%	25.49%
					流动比率	1.46	7.24	7.05	6.40
					速动比率	0.95	6.13	5.79	5.18
					股利支付率	18.23%	19.09%	14.64%	15.45%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	638.28	597.65	838.78	1044.29	每股收益	1.37	1.43	1.95	2.53
PE	38.79	37.03	27.10	20.93	每股净资产	4.49	13.18	14.85	16.99
PB	11.80	4.02	3.57	3.12	每股经营现金	0.72	1.61	1.11	1.86
PS	7.53	7.44	5.70	4.43	每股股利	0.25	0.27	0.29	0.39
EV/EBITDA	17.17	25.53	18.01	14.14					
股息率	0.47%	0.52%	0.54%	0.74%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn