

业绩低于预期，等待海风招标量起

2022 年 04 月 17 日

► **事件：**公司披露 2021 年年报，全年实现收入 22.93 亿，yoy-3.82%，归母净利润 4.42 亿，yoy-4.59%，扣非归母净利润 2.76 亿元，yoy-31.43%；Q4 实现营收 5.63 亿，yoy-20.57%，归母净利润 1.05 亿，yoy-31.73%，扣非归母净利润-0.57 亿，yoy-159.5%。

► **受海风订单放缓、陆上竞价激烈及海外运输成本上行影响，Q4 业绩及盈利性低于预期。**公司 Q4 营收和利润出现较大幅度同比下滑：1) Q4 风电场业主对风电项目开工审慎，订单释放放缓，海上风电项目订单减少，导致公司全年风电塔筒法兰产销量不及预期；2) Q4 毛利率降至 9.7%，同比下滑 14.61pct，主要受风电项目去补贴风电平价上网影响，陆上风电项目的需求量回落，竞标价格竞争激烈，风机价格陷入低价竞争局面；3) 国外疫情严峻叠加国际航运成本大幅上升，公司出口业务受到一定影响；4) 国内原材料价格上涨。从全年情况看，2021 年辊制环形锻件营收 yoy-16.1%，销量 7.5 万吨，yoy-8.5%，均价 1.7 万元/吨，yoy-8.3%，而单吨成本同比降幅仅为 2.4%，慢于单价降幅，其中单吨原材料、辅料、直接人工、制造费用同比分别是-3.7%、13.6%、19.0%、-11.9%，原材料降幅慢于单价降幅或与行业低价竞标有关，单吨辅料上涨或许与材料规划有关，单吨人工的上涨或许与 2020 年社保减免导致低基数有关。

► **产能准备就绪，等待海风招标量起。**公司是国内最早一批给海上风电大功率风机配套塔筒法兰的厂商，是目前全球较少能制造 7.0MW 及以上海上风电塔筒法兰的企业之一。截至 2021 年底，公司“年产 5 万吨 12MW 海上风电机组用大型精加工锻件扩能项目”基建基本完工，即将进入试生产阶段。目前海上法兰环节的格局稳定，从近期海风招标单机体量来看，大多到了 10MW 甚至更大规模，法兰格局更加稳固，公司 12MW 风电法兰投产利于公司锁定未来海风市场龙头地位，2022 年以来招标 2.2GW，目前看招标规模偏小，我们预计 2022 年全年海风招标量在 10GW 附近，随着海风招标起量后公司基本面将有改善。此外，公司“年产 4,000 套大型风电轴承生产线项目”进入建设施工阶段，预计于 2022 年 6 月试生产；轴承作为风电零部领域国产化率较低的部件整体盈利性较好，公司由环锻件切入轴承具备一定优势，与主机企业的通力合作将加快公司产品量产速度。从外，公司“年产 10 万吨齿轮深加工项目”尚处于筹备阶段，未来齿轮箱锻件也是公司重点，公司本身具有齿轮箱法兰生产能力，具备优势。

► **投资建议：**考虑到公司各项业务发展情况，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别是 5.1/6.6/7.7 亿元，对应 PE 分别是 17x/13x/11x，考虑到海风行业未来较好的发展趋势以及公司本身的竞争优势，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情影响交付速度的风险，原材料继续上行导致毛利率下滑的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,293	3,467	4,305	4,738
增长率 (%)	-3.8	51.2	24.2	10.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	442	511	656	770
增长率 (%)	-4.6	15.5	28.5	17.3
每股收益 (元)	1.30	1.51	1.94	2.27
PE	20	17	13	11
PB	2.6	2.3	1.9	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 15 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

25.54 元



分析师：李哲

执业证号：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师：罗松

执业证号：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

机械行业 2022 年投资策略——踏雪寻踪，寻找设备反弹主线

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,293	3,467	4,305	4,738
营业成本	1,736	2,579	3,148	3,411
营业税金及附加	15	22	28	30
销售费用	12	19	26	28
管理费用	80	121	172	190
研发费用	88	133	172	190
EBIT	356	592	759	889
财务费用	29	-4	-5	-7
资产减值损失	1	1	1	1
投资收益	178	0	0	0
营业利润	510	593	762	894
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	511	593	762	894
所得税	71	82	106	124
净利润	440	511	656	770
归属于母公司净利润	442	511	656	770
EBITDA	415	675	854	988

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	791	994	1,450	2,143
应收账款及票据	364	539	671	739
预付款项	24	36	44	47
存货	405	602	735	796
其他流动资产	1,194	1,262	1,311	1,337
流动资产合计	2,779	3,433	4,211	5,062
长期股权投资	74	74	74	74
固定资产	464	681	786	787
无形资产	78	78	78	78
非流动资产合计	1,114	1,230	1,286	1,286
资产合计	3,893	4,664	5,496	6,349
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	447	664	810	878
其他流动负债	88	132	162	177
流动负债合计	535	796	972	1,055
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	20	20	20	20
非流动负债合计	20	20	20	20
负债合计	555	816	992	1,075
股本	339	339	339	339
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,337	3,848	4,504	5,274
负债和股东权益合计	3,893	4,664	5,496	6,349

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.82	51.17	24.17	10.06
EBIT 增长率	-32.40	66.16	28.27	17.05
净利润增长率	-4.59	15.54	28.55	17.29
盈利能力 (%)				
毛利率	24.29	25.61	26.88	28.00
净利润率	19.17	14.73	15.25	16.25
总资产收益率 ROA	11.35	10.95	11.94	12.12
净资产收益率 ROE	13.24	13.27	14.57	14.60
偿债能力				
流动比率	5.19	4.32	4.33	4.80
速动比率	4.39	3.51	3.53	4.00
现金比率	1.48	1.25	1.49	2.03
资产负债率 (%)	14.27	17.50	18.05	16.93
经营效率				
应收账款周转天数	57.59	57.59	57.59	57.59
存货周转天数	85.07	85.07	85.07	85.07
总资产周转率	0.59	0.74	0.78	0.75
每股指标 (元)				
每股收益	1.30	1.51	1.94	2.27
每股净资产	9.84	11.35	13.28	15.55
每股经营现金流	0.96	1.19	1.79	2.34
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	20	17	13	11
PB	2.6	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	18.98	11.35	8.44	6.60
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	440	511	656	770
折旧和摊销	58	83	95	99
营运资金变动	-12	-202	-157	-89
经营活动现金流	326	402	606	793
资本开支	-335	-200	-150	-100
投资	-457	0	0	0
投资活动现金流	-778	-200	-150	-100
股权募资	1,454	0	0	0
债务募资	-485	0	0	0
筹资活动现金流	866	0	0	0
现金净流量	404	202	456	693

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001