

法兰盈利短期承压，轴承项目投产在即

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2021 年年报。2021 年公司实现营收 22.93 亿元，同比下降 3.82%；实现归母净利润 4.42 亿元，同比下降 4.59%；扣非净利润 2.76 亿元，同比下降 31.43%；EPS 1.56 元。
- **风机招标价格竞争激烈+原材料成本上涨，法兰盈利能力有所下降。**公司法兰产品主要应用于风电塔筒行业，2021 年风机招标价格快速下降，影响公司法兰出货均价：辗制环形锻件均价为 1.70 万元/吨，同比下降 8.31%；锻制法兰及其他锻件均价 3.32 万元/吨，同比下降 4.33%。另一方面，大宗商品价格上涨，公司原材料成本上涨，虽生产优化带来降本有一定积极影响，但降幅小于出货均价下降。2021 年公司辗制环形锻件单位成本 1.13 万元/吨，同比下降 2.24%；锻制法兰及其他锻件单位成本 2.55 万元/吨，同比下降 1.56%。因此公司主营业务盈利能力下降，风电塔筒行业毛利率同比下降 4.29pp，辗环锻件毛利率下降 4.14pp 至 33.37%。
- **12MW 海风塔筒法兰项目基本完工，产能与大型法兰生产能力进一步提高。**公司是目前全球少数能生产 7MW 以上及海风塔筒法兰的企业之一，现已量产 9MW 海风塔筒法兰。21 年末公司定增项目“年产 5 万吨 12MW 海风机组用大型精加工锻件扩能项目”基建基本完工即将试产，22 年公司法兰产能将继续提升。同时在风机大型化与海风加速成长的趋势下，率先进行 12MW 海风大机型法兰量产，在技术层面抢占先机。
- **风电轴承项目投产在即，打开第二成长曲线。**公司定增项目“年产 4000 套大型风电轴承产线”预计于 22 年 6 月投产，轴承产品将从偏航、变桨拓展到主轴轴承。公司轴承开发将利用与金风、明阳等主机厂多年积累的优质客户资源，下游验证与量产速度加快，年内有望实现出货并贡献收益，进一步加速轴承国产化进程。
- **盈利预测与投资建议：**2022 年起公司受益于海风加速成长，法兰盈利能力回升；轴承业务逐步放量成为第二增长曲线。我们预计公司未来三年归母净利润将保持 30.9% 的复合增长率，维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司产能投建不及预期的风险；客户开拓不及预期的风险；原材料成本上涨，公司盈利能力下降的风险；政策变化的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2293.48	3087.00	4425.00	5485.00
增长率	-3.82%	34.60%	43.34%	23.95%
归属母公司净利润（百万元）	441.91	530.69	763.15	991.87
增长率	-4.59%	20.09%	43.80%	29.97%
每股收益 EPS（元）	1.30	1.56	2.25	2.92
净资产收益率 ROE	13.18%	14.16%	17.26%	18.82%
PE	18	15	10	8
PB	2.39	2.11	1.80	1.51

数据来源：Wind，西南证券

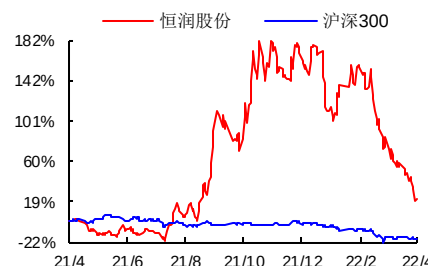
西南证券研究发展中心

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)	79.83
总资产(亿元)	38.93
每股净资产(元)	9.84

相关研究

1. 恒润股份（603985）：产业链延伸至轴承业务，风塔法兰龙头再出发（2021-12-30）

关键假设：

假设 1：受益于海风行业成长，公司法兰出货结构优化，海风法兰占比提升，单价与盈利能力回升。

假设 3：2022-2024 年公司风电轴承销量分别为 800/2500/4000 套，毛利率分别为 30%、28%、28%。

假设 3：其他业务保持稳定发展。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
辗制法兰	收入	1269.0	1708.3	1998.0	2397.6
	增速	-16.1%	34.6%	17.0%	20.0%
	毛利率	33.4%	35.0%	36.0%	36.0%
其他辗制锻件	收入	1.2	1.7	2.0	2.4
	增速	-33.3%	38.4%	17.0%	20.0%
	毛利率	19.85%	20.00%	20.00%	20.00%
锻制法兰	收入	287.5	267.3	315.0	346.5
	增速	7.5%	-7.0%	17.8%	10.0%
	毛利率	20.7%	22.0%	25.0%	25.0%
其他自由锻件	收入	32.8	29.7	35.0	38.5
	增速	21.0%	-9.4%	17.8%	10.0%
	毛利率	44.0%	45.0%	45.0%	45.0%
真空腔体机器配件	收入	83.7	—	—	—
	增速	-15.0%	—	—	—
	毛利率	22.7%	—	—	—
风电轴承	收入	—	480.0	1375.0	2000.0
	增速	—	—	186.5%	45.5%
	毛利率	—	30.0%	28.0%	28.0%
其他业务	收入	619.3	600.0	700.0	700.0
	增速	29.9%	-3.1%	16.7%	0.0%
	毛利率	6.50%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	2293.5	3087.0	4425.0	5485.0
	增速	-3.8%	34.6%	43.3%	24.0%
	毛利率	24.3%	28.3%	28.7%	29.1%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2293.48	3087.00	4425.00	5485.00	净利润	439.70	535.69	767.15	994.87
营业成本	1736.47	2212.59	3155.82	3887.43	折旧与摊销	58.43	53.31	67.40	80.67
营业税金及附加	14.71	18.68	27.32	33.64	财务费用	29.01	3.35	5.64	10.44
销售费用	12.41	18.52	22.13	21.94	资产减值损失	1.40	0.00	0.00	0.00
管理费用	168.56	231.53	331.88	383.95	经营营运资本变动	354.91	-209.63	-168.24	-179.33
财务费用	29.01	3.35	5.64	10.44	其他	-557.94	1.45	-47.46	-13.93
资产减值损失	1.40	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	325.51	384.17	624.49	892.72
投资收益	178.16	0.00	0.00	0.00	资本支出	7.80	-200.00	-300.00	-250.00
公允价值变动损益	4.53	27.90	20.11	22.71	其他	-786.04	550.40	-66.97	-20.83
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-778.24	350.40	-366.97	-270.83
营业利润	510.03	630.24	902.34	1170.31	短期借款	-499.34	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.59	-0.01	0.19	0.12	长期借款	-50.00	50.00	100.00	100.00
利润总额	510.62	630.23	902.53	1170.43	股权融资	1454.40	0.00	0.00	0.00
所得税	70.92	94.53	135.38	175.56	支付股利	-81.54	-88.38	-106.14	-152.63
净利润	439.70	535.69	767.15	994.87	其他	42.54	-4.09	-5.64	-10.44
少数股东损益	-2.21	5.00	4.00	3.00	筹资活动现金流净额	866.06	-42.47	-11.77	-63.07
归属母公司股东净利润	441.91	530.69	763.15	991.87	现金流量净额	404.24	692.09	245.74	558.82
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	791.40	1483.50	1729.24	2288.06	成长能力				
应收和预付款项	393.07	600.43	814.61	993.87	销售收入增长率	-3.82%	34.60%	43.34%	23.95%
存货	404.70	640.89	907.85	1093.13	营业利润增长率	-7.42%	23.57%	43.17%	29.70%
其他流动资产	1189.71	544.67	640.76	692.02	净利润增长率	-3.75%	21.83%	43.21%	29.68%
长期股权投资	73.54	73.54	73.54	73.54	EBITDA 增长率	-6.39%	14.97%	42.00%	29.33%
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	632.57	788.36	1030.07	1208.50	毛利率	24.29%	28.33%	28.68%	29.13%
无形资产和开发支出	77.84	68.89	59.94	50.99	三费率	9.16%	8.21%	8.13%	7.59%
其他非流动资产	329.79	329.63	329.48	329.32	净利率	19.17%	17.35%	17.34%	18.14%
资产总计	3892.62	4529.91	5585.48	6729.43	ROE	13.18%	14.16%	17.26%	18.82%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.30%	11.83%	13.73%	14.78%
应付和预收款项	513.23	628.89	912.56	1106.29	ROIC	31.55%	35.16%	38.28%	39.83%
长期借款	0.00	50.00	150.00	250.00	EBITDA/销售收入	26.05%	22.25%	22.04%	23.00%
其他负债	42.15	67.22	78.10	86.08	营运能力				
负债合计	555.38	746.11	1140.66	1442.38	总资产周转率	0.70	0.73	0.87	0.89
股本	339.12	339.12	339.12	339.12	固定资产周转率	4.43	5.24	5.30	5.23
资本公积	1798.98	1798.98	1798.98	1798.98	应收账款周转率	6.63	6.71	6.73	6.54
留存收益	1198.39	1640.70	2297.71	3136.95	存货周转率	3.48	4.12	3.99	3.86
归属母公司股东权益	3337.24	3778.80	4435.82	5275.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	64.90%	—	—	—
少数股东权益	0.00	5.00	9.00	12.00	资本结构				
股东权益合计	3337.24	3783.80	4444.82	5287.05	资产负债率	14.27%	16.47%	20.42%	21.43%
负债和股东权益合计	3892.62	4529.91	5585.48	6729.43	带息债务/总负债	0.00%	6.70%	13.15%	17.33%
					流动比率	5.19	4.84	4.22	4.32
					速动比率	4.44	3.89	3.28	3.39
					股利支付率	18.45%	16.65%	13.91%	15.39%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	597.47	686.89	975.38	1261.42	每股收益	1.30	1.56	2.25	2.92
PE	18.06	15.04	10.46	8.05	每股净资产	9.84	11.14	13.08	15.56
PB	2.39	2.11	1.80	1.51	每股经营现金	0.96	1.13	1.84	2.63
PS	3.48	2.59	1.80	1.46	每股股利	0.24	0.26	0.31	0.45
EV/EBITDA	9.74	8.30	5.60	3.93					
股息率	1.02%	1.11%	1.33%	1.91%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn