



2021 年稳健发展，2022Q1 盈利性超预期

2022 年 04 月 22 日

推荐

维持评级

当前价格：

95.37 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

► **事件：**公司披露 2021 年年报及 2022 年一季报：1) 2021 年：营收 24.77 亿, yoy+20.0% ;归母净利 5.14 亿, yoy+21.1% ,毛利率 30.82% ,yoy-0.37pct ,净利率 20.79% ,yoy+0.22pct ; 2) 2021Q4 : 营收 5.77 亿, yoy-23.4% ,归母净利 1.14 亿, yoy-31.1% ,毛利率 28.97% ,yoy+4.1pct ,净利率 19.95% ,yoy-2.1pct ; 3) 2022Q1 : 营收 6.44 亿, yoy+14.7% ;归母净利 0.98 亿, yoy+34.0% .毛利率 34.42% ,yoy+7.1pct ,净利率 15.69% ,yoy+2.7pct .

► **2021 年稳健发展，2022Q1 盈利性超预期。**2021 年，公司回转支撑业务营收 22.6 亿, yoy+19.23% ,销量约 1.95 万件, yoy+22.24% ,均价约 11.6 万元/件, yoy-2.5% ,均价下滑可能跟 2021 年风电双排球轴承降价有关；2021 年回转支撑业务毛利率 32.15% ,yoy+0.37pct ,在吨价下降的情况下毛利率提升主要依靠单吨成本同比降 3.0% 实现：1) 单吨直接材料同比上升 4.8% ,可能与轴承钢等原材料价格上行有关；2) 单吨直接人工和单吨制造费用实现了同比 8.7% 的下滑 ,体现一定规模效应。2022Q1 营收 6.44 亿 ,虽同比增速仅有 14.7% ,但 2021Q1 营收基数较高,能实现正增长实属不易,毛利率同比提升 7.1pct ,净利率同比提升 2.7pct ,可能主要与高毛利率的主轴承和三排轴承占比提升有关。

► **轴承龙头掌握核心技术，产业链加速布局。**风电轴承行业是目前国内风电大部件中国国产化率较低环节，也是能够躲避风机大型化趋势下降价压力的环节。根据 Wood Mackenzie 的数据，截至 2019 年我国风电核心部件基本都实现了国产化，例如塔筒(国产化率 100%)、发电机(93%)、机舱(89%)、齿轮箱(80%)、变流器(75%)、叶片(73%)，而主轴承的国产化率仅为 33% ,变桨&偏航轴承国产化率仅为 50% 。参考三一重能的变桨偏航轴承及主轴承的采购单价及新强联公告，我们预测中国风电轴承市场的规模有望从 2020 年的 192.2 亿元提升至 2023 年的 226.3 亿元 ,其中主轴承约 105.6 亿元 ,变桨偏航轴承约 120.7 亿元。从单 MW 投资来看，主轴承和变桨偏航轴承均呈现上行趋势，摆脱大型化趋势下降价压力。目前，公司大功率风力发电机组变桨轴承、偏航轴承形成了批量生产能力，成为行业内主要生产厂家之一；盾构机主轴承及盾构机关键零部件形成量产并替代进口；特大型重载回转支承形成量产。2021Q1 公司披露前五大客户为明阳(占收入比例 38%)、远景(22%)、湘电(13%)、新能轴承(10%)、三一(6%)，不过度依赖于单一客户。此外，公司通过并购豪智机械布局齿轮箱锁紧盘环节，同时拟发行可转债布局齿轮箱轴承环节。

► **投资建议：**考虑到公司各项业务发展势头较好，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别是 7.5/9.3/11.1 亿元，对应 PE 分别是 25x/20x/17x ,维持“推荐”评级。

► **风险提示：**新项目投产进度低于预期风险，疫情影响需求风电。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,477	3,712	4,842	5,691
增长率(%)	20.0	49.9	30.4	17.5
归属母公司股东净利润(百万元)	514	752	934	1,109
增长率(%)	21.1	46.2	24.2	18.8
每股收益(元)	2.65	3.88	4.82	5.72
PE	36	25	20	17
PB	5.4	4.4	3.6	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 21 日收盘价)

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	2,477	3,712	4,842	5,691
营业成本	1,713	2,557	3,334	3,919
营业税金及附加	11	16	21	25
销售费用	7	11	14	17
管理费用	32	56	73	85
研发费用	106	159	208	244
EBIT	607	912	1,191	1,400
财务费用	76	80	91	101
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-7	-7	-7	-9
营业利润	586	858	1,066	1,265
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	587	858	1,066	1,265
所得税	72	105	130	155
净利润	515	753	935	1,111
归属于母公司净利润	514	752	934	1,109
EBITDA	676	1,033	1,358	1,571

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	943	798	840	1,552
应收账款及票据	1,127	1,649	2,164	2,550
预付款项	9	13	18	21
存货	537	802	1,045	1,229
其他流动资产	1,464	1,803	2,055	2,245
流动资产合计	4,081	5,066	6,122	7,596
长期股权投资	145	145	145	145
固定资产	788	1,267	1,801	1,930
无形资产	155	155	155	155
非流动资产合计	2,176	2,655	3,188	3,317
资产合计	6,256	7,720	9,310	10,914
短期借款	549	549	549	549
应付账款及票据	1,254	1,871	2,439	2,868
其他流动负债	202	295	382	446
流动负债合计	2,005	2,716	3,370	3,863
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	743	743	743	743
非流动负债合计	743	743	743	743
负债合计	2,748	3,459	4,114	4,607
股本	194	194	194	194
少数股东权益	72	73	75	76
股东权益合计	3,508	4,261	5,196	6,307
负债和股东权益合计	6,256	7,720	9,310	10,914

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	19.98	49.85	30.45	17.54
EBIT 增长率	23.29	50.27	30.61	17.53
净利润增长率	21.09	46.21	24.19	18.76
盈利能力 (%)				
毛利率	30.82	31.10	31.13	31.13
净利润率	20.79	20.29	19.32	19.52
总资产收益率 ROA	8.22	9.74	10.03	10.16
净资产收益率 ROE	14.97	17.96	18.23	17.80
偿债能力				
流动比率	2.04	1.87	1.82	1.97
速动比率	1.76	1.56	1.50	1.64
现金比率	0.47	0.29	0.25	0.40
资产负债率 (%)	43.93	44.80	44.18	42.21
经营效率				
应收账款周转天数	133.84	133.84	133.84	133.84
存货周转天数	114.43	114.43	114.43	114.43
总资产周转率	0.40	0.48	0.52	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	2.65	3.88	4.82	5.72
每股净资产	17.72	21.59	26.41	32.13
每股经营现金流	-1.77	2.51	3.99	5.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	36	25	20	17
PB	5.4	4.4	3.6	3.0
EV/EBITDA	26.81	17.67	13.41	11.14
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	515	753	935	1,111
折旧和摊销	69	121	167	171
营运资金变动	-940	-395	-400	-310
经营活动现金流	-342	487	774	1,045
资本开支	-571	-600	-700	-300
投资	-1,001	-64	0	0
投资活动现金流	-1,518	-607	-707	-308
股权募资	1,452	0	0	0
债务募资	284	0	0	0
筹资活动现金流	1,698	-25	-25	-25
现金净流量	-162	-145	42	712

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
公司评级	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