

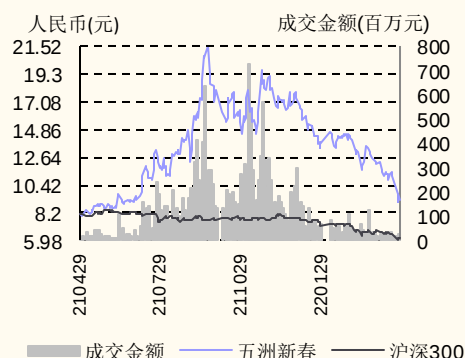
五洲新春 (603667.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.28 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	3.01
已上市流通 A 股(亿股)	2.77
总市值(亿元)	27.95
年内股价最高最低(元)	21.52/7.98
沪深 300 指数	3921
上证指数	2975

**相关报告**

- 1.《五洲新春半年度报告-业绩超预期，多品突破，发展拐点已现》，2021.8.31
- 2.《五洲新春深度报告-磨前产品龙头，风电滚子和汽配新品实现突破》，2021.8.13

满在朋 分析师 SAC 执业编号: S1130522030002
manzaipeng@gjzq.com.cn

聚焦风电、新能源车用产品，滚子实现突破**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,754	2,423	3,245	4,177	5,239
营业收入增长率	-3.50%	38.15%	33.91%	28.72%	25.43%
归母净利润(百万元)	62	124	225	311	423
归母净利润增长率	-39.35%	98.89%	82.05%	38.10%	36.30%
摊薄每股收益(元)	0.212	0.410	0.746	1.031	1.405
每股经营性现金流净额	0.65	0.20	0.60	0.82	1.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.45%	6.34%	10.60%	13.09%	15.50%
P/E	35.68	42.45	12.79	9.26	6.80
P/B	1.23	2.69	1.36	1.21	1.05

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 4 月 29 日发布了 2022 年一季报。2022Q1 实现营收 8.8 亿元 (同比+59.8%)、归母净利润 0.4 亿元 (同比+21.1%)。业绩增长主因并入 FLT 公司带来营收增量，新客户拓展顺利、滚子/汽车安全气囊气体发生器部件量产带来订单增量。

经营分析

- 风电滚子实现突破。**风电大型化趋势下，3MW 以上机组轴承滚子相对钢球有较强的竞争优势，且国产替代空间巨大。公司有长期的技术积累，具备产业链纵向一体化优势。产品已供德国蒂森集团、日本大冶轴、国内新强联/烟台天成等优质客户，2021 年毛利率 36.8%，今年预计维持较高水平。未来增长关注产能释放节奏：当前产能紧张，预计滚子分厂逐步投产后，2022~2024 年产能将分别达 1200/1800/2200 万粒，全部投产后对应产值 5.5 亿元。同时关注规模效应带来的盈利能力提升。
- 套圈/轴承业务客户结构优化。**在收购欧洲老牌轴承公司 FLT 后，进一步拓展欧洲市场，在成品轴承客户结构上优化，同时发力汽车和工业传动两个市场。套圈业务方面，与第一大客户斯凯孚战略合作，定点配套北美特斯拉驱动电机轴承套圈；开发日本不二越、国内瓦轴集团等新客户。今年随着斯凯孚青岛工厂投产，产销量有望继续扩大。
- 汽车部件业务产销量、盈利水平提升。**公司产品以新能源汽车为发展重点，安全气囊气体发生器部件已拓展客户包括奥托立夫、均胜电子、比亚迪等，在逐步量产后 2021 年毛利率升至 12.6% (同比+9.2pct)，今年预计进一步提高。
- 2022Q1 管理费率/财务费率回落。**2022Q1 管理费率 and 财务费率分别为 5.3% (环比-3.2pct)、1.2% (环比-1.3pct)，由股权激励和收购 FLT 产生的相关管理费用，以及可转债利息费用的计提影响相较 2021Q4 得到缓解。

投资建议

- 预计公司 2022-2024 年归母净利润 2.3/3.1/4.2 亿元，EPS 分别为 0.75 元、1.03 元、1.41 元，对应 PE 分别为 13 倍、9 倍和 7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 客户需求不及预期、产能释放进度不及预期、原材料价格上涨风险等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,818	1,754	2,423	3,245	4,177	5,239
增长率		-3.5%	38.2%	33.9%	28.7%	25.4%
主营业务成本	-1,415	-1,401	-1,941	-2,535	-3,227	-3,999
%销售收入	77.8%	79.9%	80.1%	78.1%	77.3%	76.3%
毛利	403	353	482	710	949	1,240
%销售收入	22.2%	20.1%	19.9%	21.9%	22.7%	23.7%
营业税金及附加	-17	-17	-19	-29	-38	-47
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-56	-26	-44	-39	-50	-63
%销售收入	3.1%	1.5%	1.8%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-115	-120	-157	-201	-259	-325
%销售收入	6.3%	6.9%	6.5%	6.2%	6.2%	6.2%
研发费用	-64	-61	-82	-101	-129	-162
%销售收入	3.5%	3.5%	3.4%	3.1%	3.1%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	152	129	180	340	473	643
%销售收入	8.4%	7.4%	7.4%	10.5%	11.3%	12.3%
财务费用	-27	-41	-52	-68	-87	-110
%销售收入	1.5%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
资产减值损失	0	0	0	-34	-47	-60
公允价值变动收益	0	8	6	3	3	3
投资收益	1	0	3	3	3	3
%税前利润	0.6%	0.6%	2.3%	1.2%	0.8%	0.6%
营业利润	112	76	143	264	366	499
营业利润率	6.1%	4.4%	5.9%	8.1%	8.8%	9.5%
营业外收支	8	1	9	5	6	8
税前利润	120	77	152	270	373	507
利润率	6.6%	4.4%	6.3%	8.3%	8.9%	9.7%
所得税	-15	-14	-21	-38	-52	-71
所得税率	12.6%	18.0%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	105	63	131	232	321	436
少数股东损益	3	1	7	7	10	13
归属于母公司的净利润	102	62	124	225	311	423
净利率	5.6%	3.5%	5.1%	6.9%	7.4%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	105	63	131	232	321	436
少数股东损益	3	1	7	7	10	13
非现金支出	105	112	121	170	199	231
非经营收益	28	32	37	72	75	84
营运资金变动	-24	-17	-229	-293	-347	-392
经营活动现金净流	213	190	60	180	247	360
资本开支	-154	-202	-273	-147	-198	-198
投资	-135	8	-87	3	3	3
其他	-15	-58	70	3	3	3
投资活动现金净流	-304	-252	-291	-141	-192	-192
股权募资	1	0	6	4	0	0
债权募资	267	199	408	0	215	129
其他	-202	-51	-239	-135	-147	-161
筹资活动现金净流	66	148	175	-131	68	-31
现金净流量	-24	86	-57	-92	123	136

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	206	317	518	421	541	674
应收款项	597	704	854	1,058	1,343	1,661
存货	613	545	862	932	1,169	1,432
其他流动资产	42	122	80	80	88	96
流动资产	1,459	1,688	2,314	2,491	3,140	3,863
%总资产	46.9%	49.7%	54.7%	56.3%	61.3%	65.6%
长期投资	67	90	91	91	91	91
固定资产	932	985	1,124	1,134	1,180	1,207
%总资产	30.0%	29.0%	26.6%	25.7%	23.0%	20.5%
无形资产	634	611	667	673	681	689
非流动资产	1,652	1,707	1,915	1,930	1,985	2,022
%总资产	53.1%	50.3%	45.3%	43.7%	38.7%	34.4%
资产总计	3,111	3,395	4,229	4,422	5,125	5,885
短期借款	752	620	1,036	1,032	1,247	1,376
应付款项	383	449	701	698	889	1,101
其他流动负债	70	73	108	126	164	208
流动负债	1,206	1,142	1,845	1,856	2,299	2,686
长期贷款	0	0	15	15	15	15
其他长期负债	83	363	320	323	322	323
负债	1,289	1,505	2,181	2,194	2,637	3,024
普通股股东权益	1,730	1,798	1,949	2,121	2,371	2,731
其中：股本	292	292	301	301	301	301
未分配利润	488	495	560	728	978	1,338
少数股东权益	92	92	99	106	116	129
负债股东权益合计	3,111	3,395	4,229	4,422	5,125	5,885

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.350	0.212	0.410	0.746	1.031	1.405
每股净资产	5.919	6.150	6.471	7.041	7.872	9.067
每股经营现金净流	0.730	0.650	0.199	0.597	0.821	1.195
每股股利	0.160	0.170	0.170	0.190	0.200	0.210
回报率						
净资产收益率	5.92%	3.45%	6.34%	10.60%	13.09%	15.50%
总资产收益率	3.29%	1.83%	2.92%	5.09%	6.06%	7.19%
投入资本收益率	5.10%	3.76%	4.61%	8.30%	10.17%	12.27%
增长率						
主营业务收入增长率	32.33%	-3.50%	38.15%	33.91%	28.72%	25.43%
EBIT增长率	20.47%	-15.02%	39.17%	89.31%	39.15%	35.87%
净利润增长率	0.12%	-39.35%	98.89%	82.05%	38.10%	36.30%
总资产增长率	4.45%	9.14%	24.54%	4.56%	15.90%	14.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	81.6	92.8	82.5	83.0	83.0	83.0
存货周转天数	162.9	150.9	132.3	137.0	137.0	137.0
应付账款周转天数	72.0	74.0	70.9	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	165.5	174.8	150.6	109.2	85.3	67.1
偿债能力						
净负债/股东权益	29.03%	26.18%	36.23%	37.47%	37.37%	32.35%
EBIT利息保障倍数	5.6	3.2	3.4	5.0	5.5	5.8
资产负债率	41.43%	44.33%	51.56%	49.63%	51.46%	51.39%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	4	4	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-13	买入	12.92	14.55 ~ 14.55
2	2021-08-31	买入	14.81	18.78 ~ 18.78

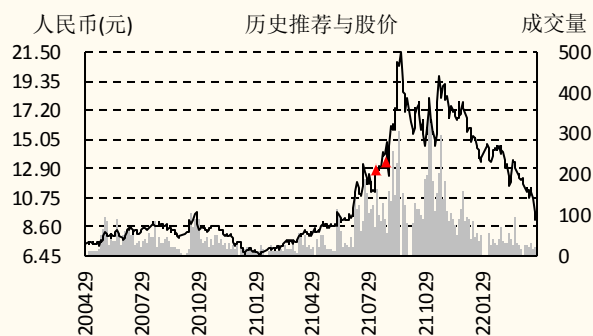
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 15%；

中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；

减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402