

2020 年 10 月 13 日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

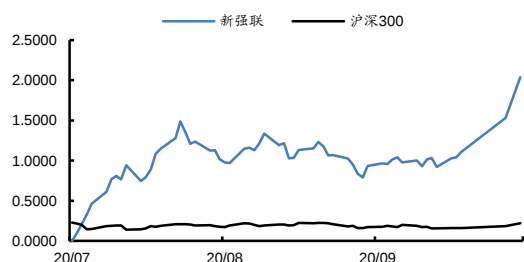
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
证券分析师：傅鸿浩 S0350520030001
fuhh01@ghzq.com.cn

风电主轴轴承进口替代领先者

——新强联（300850）深度报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
新强联	57.0	203.6	203.6
沪深 300	4.2	1.5	23.3

市场数据

2020-10-12

当前价格（元）	85.94
52 周价格区间（元）	23.59 - 85.94
总市值（百万）	9109.64
流通市值（百万）	2277.41
总股本（万股）	10600.00
流通股（万股）	2650.00
日均成交额（百万）	271.06
近一月换手（%）	201.21

相关报告

无

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **风电主轴轴承依赖进口，海外产能受限创造进口替代机会。**国内风电轴承市场空间约百亿，机组大容量化进一步提升市场空间。主轴轴承主要由 FAG、SKF 等欧洲厂商供应，国内厂商以低端的偏航变桨轴承为主，欧洲疫情严重，同时海外大型轴承产能不足。技术达标的国内厂商迎来进口替代窗口期。
- **公司自主、专注研发，成为风电主轴轴承核心供应商。**公司具备 10 多年风电轴承供货经验，主要供货明阳智能和湘电风能，并合作远景等厂商。3MW 风机轴承已大批量，5.5MW 已小批量试制。进度处于国内同行前列。
- **公司进入主流客户全面供应和产能释放期。**公司轴承供应容量大型化，主轴轴承占比从 2019 年的 10%基础上快速提升，促进供应单价和毛利率快速提升，且具备较大进一步提升空间。同时，公司提前投入募投产能，产能在 2019 年增加 50%的基础上持续增长，顺应公司客户快速拓展的趋势，2020 年前三季度，公司利润同比增长超 350%，预计未来收入和盈利能力将继续同比提升。
- **海外市场和风电外市场提供进一步发展空间。**预计 2020 年，公司风电轴承全球市占率低于 10%，海外客户可提供更大市场空间。风电之外，公司已在数十亿市场的海工装备和盾构机轴承领域实现供货。
- **盈利预测和投资评级：**预计 2020-2022 年，公司实现利润 4.83 亿元、6.43 亿元、8.14 亿元。对应 PE19 倍、14 倍和 11 倍。考虑到公司持续受益于风电主轴轴承进口替代，为 A 股风电主轴轴承唯一上市公司，具备稀缺性和较强的技术壁垒，给予公司“买入”评级
- **风险提示：**1) 风电装机在抢装后出现大幅下滑；2) 公司产品价格出现超预期下降；3) 公司产品验证进度不及预期；4) 公司产品出现质量问题。5) 公司海外供货进度低于预期风险。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	643	2173	2744	3335
增长率(%)	41%	238%	26%	22%
归母净利润（百万元）	100	483	643	814
增长率(%)	75%	383%	33%	27%
摊薄每股收益（元）	1.26	4.58	6.09	7.71
ROE(%)	15.59%	31.69%	29.68%	27.32%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 多年深耕，风电主轴轴承进入快速成长期	5
1.1、 自主研发，逐步站稳主轴轴承核心供应商	5
1.2、 股权结构明晰，创始人专注主业	6
1.3、 营收和盈利双升，成长加速	6
2、 风电主轴轴承主要来源于进口，海外疫情提供国产化替代机会	8
2.1、 风机容量大型化提升风电轴承市场空间	8
2.2、 国内厂商供应集中于偏航和变桨，大容量主轴轴承供应能力偏弱	10
3、 公司风电主轴轴承进入全面客户供应和产能释放阶段	11
3.1、 公司高端轴承技术来源于长期自主研发	11
3.2、 经过前期积累，公司开始全面供应主要风电主机厂商	12
3.3、 产能释放助推风电主轴收入进入高增阶段	12
4、 海外市场和风电外市场将提供额外发展空间	13
5、 预计风电业务收入和盈利能力双升	14
6、 盈利预测及评级	15
7、 风险提示	16

图表目录

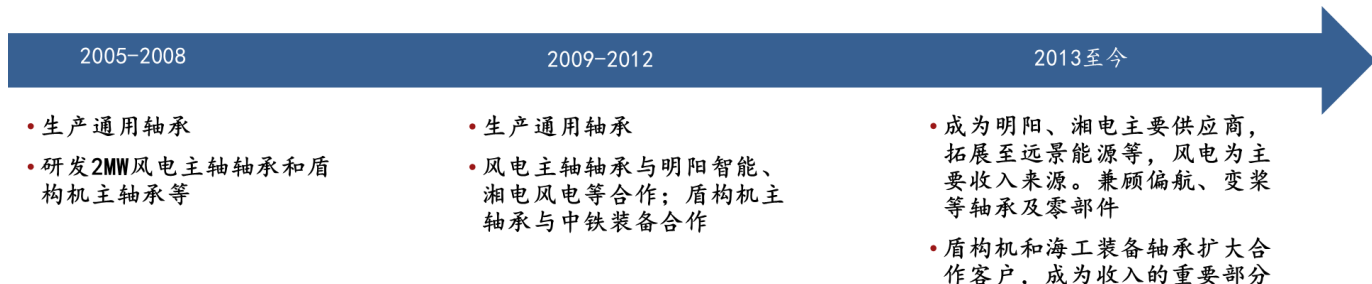
图 1: 公司发展历程稳健.....	5
图 2: 风电主轴轴承.....	5
图 3: 盾构机主轴轴承.....	5
图 4: 公司控股股东为肖争强、肖高强兄弟.....	6
图 5: 公司收入增长明显加速.....	7
图 6: 公司利润增长明显加速.....	7
图 7: 公司当前收入以风电轴承以及配套锻件为主（2020H1）.....	7
图 8: 风电业务毛利率提升带动总体毛利率增加.....	7
图 9: 国内风电装机预计在抢装后保持平稳.....	8
图 10: 风机大容量占比提升（以金风科技为例）.....	8
图 11: 风电轴承布局.....	9
图 12: 3MW 主轴轴承成本占比明显增加（明阳智能）.....	9
图 13: 容量增大后，轴承采购单价升高（明阳智能）.....	9
图 14: 意大利疫情仍处于上升趋势.....	11
图 15: 公司轴承生产工艺流程.....	11
图 16: 公司风电轴承供应明阳智能增长较快（百万元）.....	12
图 17: 公司风电业务收入 2019 年开始大幅增长.....	13
图 18: 公司风电销售单价和数量同时大幅增长.....	13
图 19: 公司风电收入中，主轴轴承占比有较大提升空间.....	13
表 1: 风电轴承主要供应厂商.....	10
表 2: 公司盾构机和海工装备轴承客户.....	14
表 3: 分项业务盈利预测.....	15

1、多年深耕，风电主轴轴承进入快速成长期

1.1、自主研发，逐步站稳主轴轴承核心供应商

公司 2005 年成立，一直从事大型回转支承和工业锻件的研发、生产和销售，始终未发生变化。

图 1：公司发展历程稳健



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

成立之初，公司以低端的通用轴承为主要利润来源，但同步开始研发攻关高端的 2MW 风电主轴轴承和盾构机主轴轴承。在三年后的 2009 年，公司逐步开始与明阳智能、湘电、中铁等取得合作。并在 2013 年后，风电业务、盾构机、海工高端轴承业务成为公司的主要收入来源，客户也大幅拓展增加远景能源、中船华南、武汉 461 等。

公司在高端轴承方面取得突破，并非一蹴而就，而是经历十多年的先研发，再试点、扩大合作的过程。最终在合作过程中，公司自主研发的技术逐步向国际先进水平靠拢，目前公司已研发成功无软带淬火技术等底层领先技术，并在风电领域已经实现 3MW 以上风电轴承的大批量销售，5.5MW 也在少量生产。

图 2：风电主轴轴承

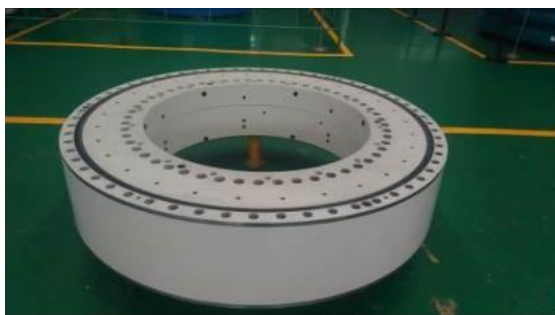
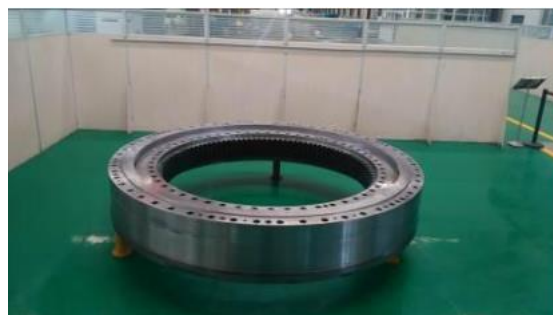


图 3：盾构机主轴轴承



资料来源：招股说明书，国海证券研究所

资料来源：招股说明书，国海证券研究所

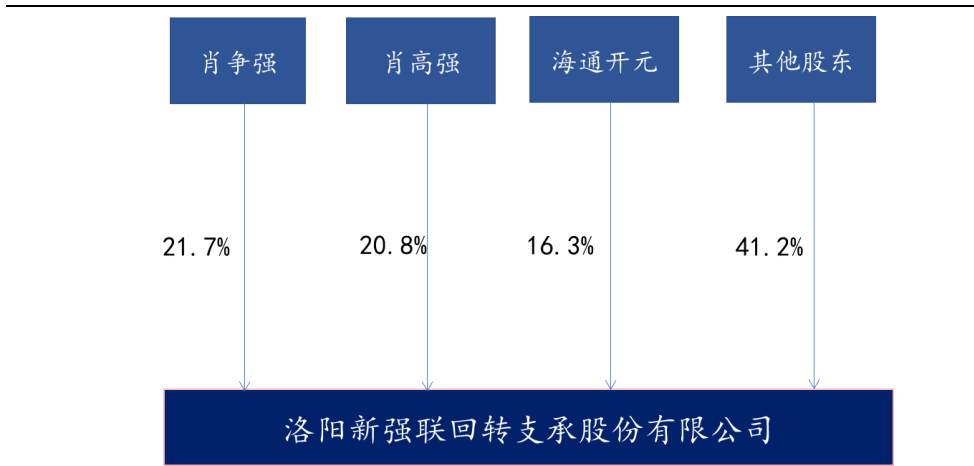
1.2、股权结构明晰，创始人专注主业

公司主要创始人为董事长肖争强和总经理肖高强兄弟，为一致行动关系，目前合计股份占比 42.5%，利于公司的迅速战略决策。2018 年，公司尚未上市筹得资金，但坚定扩产，顺应 2019 年开始的风电抢装大年，也体现了公司的战略前瞻性和执行能力。创始人未在除公司以及子公司以外的其他任何公司任职，也体现了创始人对于主业轴承业务的专注。

公司创立于我国五大轴承基地之一的洛阳。全国唯一设置轴承专业的大学，河南科技大学位于洛阳，公司也与其签订产学研合作框架协议，设立河南、洛阳两级回转支承工程技术研究中心。公司注重吸收前沿的设计理念，与实操经验相结合，逐步实现技术向国际先进靠拢。

公司其他主要股东除海通开元、上海慧锦、无锡国联等投资公司外，主要为包含高管、核心管理人员在内的自然人。技术总监等核心技术人员具备行业内 10-20 年以上的经验。

图 4：公司控股股东为肖争强、肖高强兄弟



资料来源：wind，国海证券研究所

1.3、营收和盈利双升，成长加速

公司收入和利润从 2019 年开始，出现大幅增长，并持续加速。最新业绩预告，2020 年前三季度，公司实现归母净利润 2.55-2.7 亿元，同比增长 353%-379%，其中第三季度实现净利润 1.55-1.7 亿元，同比增长 511%-570%。

从公司 2020 年上半年的收入结构看，79%直接来自于风电轴承，另外 12%来源于外售锻件，也与风电轴承相关，目前仅有 7-8%的收入来源于风电业务以外的海工装备、盾构机等轴承。因此，业绩高增长主要来源于三个方面：

1) 近两年风电抢装需求旺盛。由于陆上风电补贴 2020 年截止，海上风电 2021 年截止的政策要求，风电从 2019 年开始出现抢装。根据能源局数据，2019

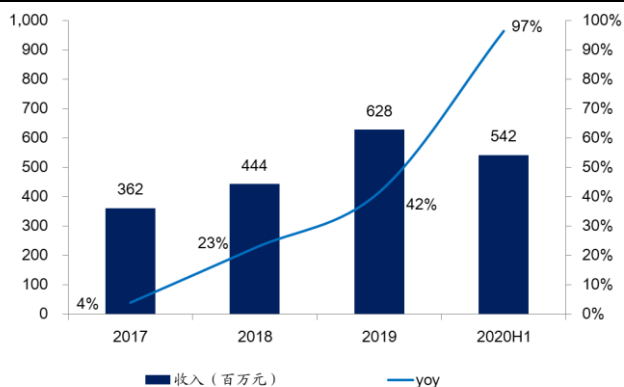
年风电并网 25GW，同比增长 25%，预计 2020 年还将进一步增长 25%-30% 至 30GW 以上。

2) 公司配套大功率风机轴承，以及主轴轴承增加，盈利能力提升。2019 年，公司风电轴承的平均销售单价由 3.5 万元/件提升至 5.8 万元/件，主要是受益于进口替代成功后的结构性大幅改善。与之对应，公司风电业务毛利率持续提升，2019 年较 2018 年增加 4.5 pct，2020H1 较 2019 年继续提升 3.1 pct 至 35.1%。

3) 公司产能适时释放。公司前瞻性预测到 2019-2020 的景气度，使用自有资金提前投入 IPO 募集资金项目，产能从 2019 年开始释放，2019 年产能较 2018 年增加 50%。2020 年进一步增加。

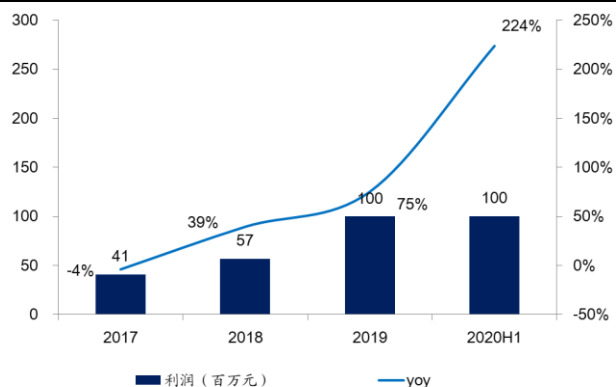
我们预计公司风电主轴轴承的加速进口替代和产能释放将持续支撑业绩较快增长。

图 5：公司收入增长明显加速



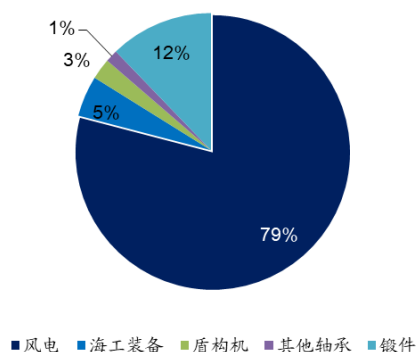
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：公司利润增长明显加速



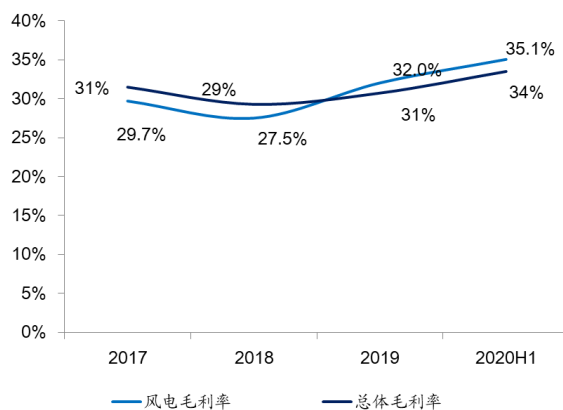
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：公司当前收入以风电轴承以及配套锻件为主(2020H1)



资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：风电业务毛利率提升带动总体毛利率增加



资料来源：wind，国海证券研究所

2、风电主轴轴承主要来源于进口，海外疫情提供国产化替代机会

2.1、风机容量大型化提升风电轴承市场空间

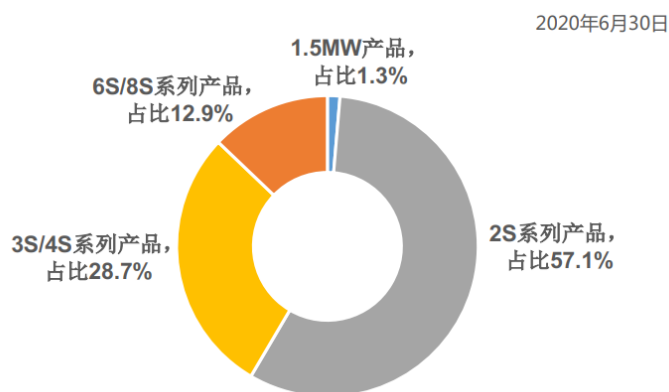
抢装过后，预计国内风电装机保持平稳。在补贴截止的窗口期，国内风电出现一轮抢装，预计2020年风电装机超过30GW，我们认为在抢装结束的2021年，装机仍具备一定的支撑。主要来源于：1)2019年和2020年核准的装机将在2021年装机，预计5-10GW；2)海上风电2021年装机量预计超过2020年，达到5-6GW以上；3)平价基地和平价项目目前已经核准超过30GW，预计在2021年装机超过10GW；4)分散式风电预计1-2GW。

图9：国内风电装机预计在抢装后保持平稳



资料来源：国家能源局，国海证券研究所

图10：风机大容量占比提升（以金风科技为例）

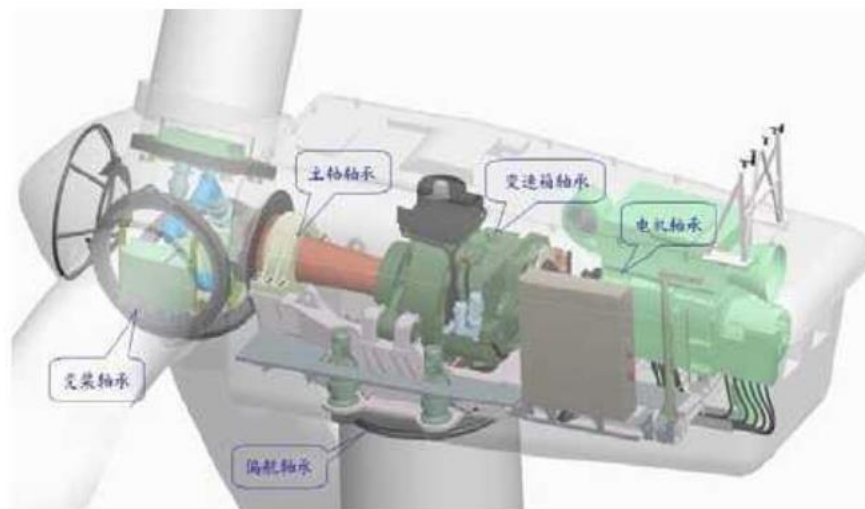


资料来源：金风科技业绩演示材料，国海证券研究所

风电装机呈现明显的大容量化。风机容量大型化是未来风电成本降低的重要手段，根据金风科技的数据，2020H1，公司在手订单中 3MW 以上占比超过 40%。近期招标的大基地项目单机容量超过 4MW。海上风电的容量较陆上风电进一步增加。明阳智能 2020H1 半年报数据显示，新增订单中 3MW 及以上的占比超过 97%。我们预计 2021 年，3MW 以上风机将成为主流，由于行业金风科技、明阳智能等再大容量风机中处于领先地位，预计风机大型化将推动龙头市占率进一步提升。

大容量占比提升将提升风电轴承的市场空间。风机轴承一般由主轴轴承、3 个变桨轴承、1 个偏航轴承以及变速箱和电机轴承组合而成。

图 11：风电轴承布局



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

大容量的主轴轴承价格较小容量大幅提升。以明阳智能为例，变桨轴承在风机成本中占比约 3%，3MW 主轴轴承在风机成本中的占比从 2MW 的 1%-2%提升至 7%，主要由于大容量的主轴轴承在国内供应不足。3MW 以上的轴承价值量占比预计进一步升高，风电主轴和偏航变桨轴承在风机成本中占比将接近 10%。在目前的招标价，以目前风机成本 2600 元/kw 计算，国内风电轴承的市场空间为 80-100 亿元，全球近 200 亿元。大容量风机占比提升，将进一步提高市场空间。

图 12：3MW 主轴轴承成本占比明显增加（明阳智能）

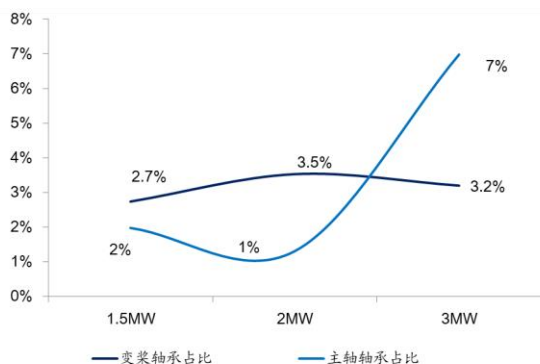
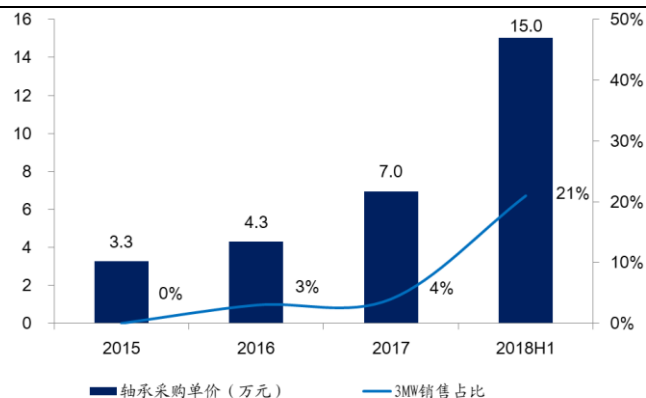


图 13：容量增大后，轴承采购单价升高（明阳智能）



资料来源：明阳智能招股说明书，国海证券研究所

资料来源：明阳智能招股说明书，国海证券研究所

2.2、国内厂商供应集中于偏航和变桨，大容量主轴轴承供应能力偏弱

风电机组长期矗立在荒野外，运转环境恶劣，对轴承的性能要求很高，同时要求轴承 20 年免维护。根据中国轴承协会在高端轴承技术路线图中的介绍，目前风电主轴轴承主要被 SKF、FAG、TIMKEN、罗泰艾德等国外公司垄断。国内企业，尤其对于大容量主轴轴承大部分还处于试制阶段。国内公司风电轴承出货主要集中在门槛稍低的偏航和变桨轴承。

目前国内涉足风电轴承的公司数十家，瓦轴和洛轴 LYC 为国内最早进入此行业的大型公司。民营企业主要是浙江天马、大冶轴、新强联等。从公开信息可知，目前在国内厂家供应风电主轴轴承方面，新强联处于领先地位。

表 1：风电轴承主要供应厂商

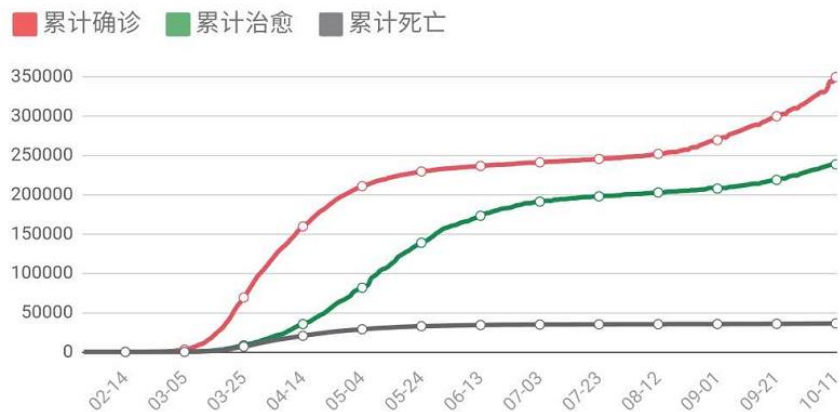
	厂商	简介
国外	FAG（舍弗勒）	德国公司，舍弗勒大中华区（含港台）拥有员工约 1.1 万人、8 座工厂和 22 个销售办事处。在南京拥有三个厂房。在建四号厂房按照 2000mm+风电大尺寸轴承设计。FAG 为风电主轴轴承、偏航、变桨轴承的主要供应商。
	SKF（斯凯孚）	瑞典公司，成立于 1907 年。在中国拥有员工 3,600 名，18 家工厂，同时持有瓦轴 19.7%的股份。在大连设立大型轴承工厂，共三期。SKF 为风电主轴轴承、偏航、变桨轴承的主要供应商。
	TIMKEN	美国公司，成立于 1895 年，公司与湘电成立合资公司，供应主轴等轴承
	罗泰艾德	德国公司，与徐工机械成立合资公司，供应风电轴承
国内	瓦轴	位于大连，成立于 1938 年，主要供应偏航变桨轴承，2020H1 风电轴承收入同比增长 197%。主轴轴承曾供应明阳智能、华锐风电等。
	洛轴	位于洛阳，成立于 2004 年，主要风电轴承供应商
	大冶轴	位于大连，风电主轴轴承交付中车风电
	天马精密	自天马股份剥离，主营偏航和变桨轴承
	新能轴承	位于洛阳，主要供应金风科技偏航、变桨轴承，为新强联锻件销售客户
	新强联	2019 年风电轴承收入 3.3 亿元，其中主轴轴承收入 0.37 亿元

资料来源：新强联、明阳智能、运达风电、海装风电招股说明书、瓦轴公众号等，国海证券研究所

目前进口风电主轴轴承供应存在限制：1）主要进口供应厂商来自于欧洲，舍弗勒和斯凯孚均受到疫情影响。根据盖世汽车报道，舍弗勒受疫情影响，将裁员 4400 人，关闭或出售德国多家工厂，以达每年节省 3 亿欧元的目的。另外，进口风电轴承原材料主要来源于意大利，目前意大利疫情仍较严重，供应持续受到影响。2）进口大型轴承产能存在不足，根据“疫情下海上风电产业链的全球协同发展线上会议”上的描述，目前主要配套海上风电的大型轴承的舍弗勒和斯凯孚合计产能约 600 套，需要在全球范围内分配，低于海上风电的预期装机量。

我们认为，海外进口轴承供应的限制给具备生产技术和供应能力的国内厂商提供了进口替代窗口期。

图 14: 意大利疫情仍处于上升趋势

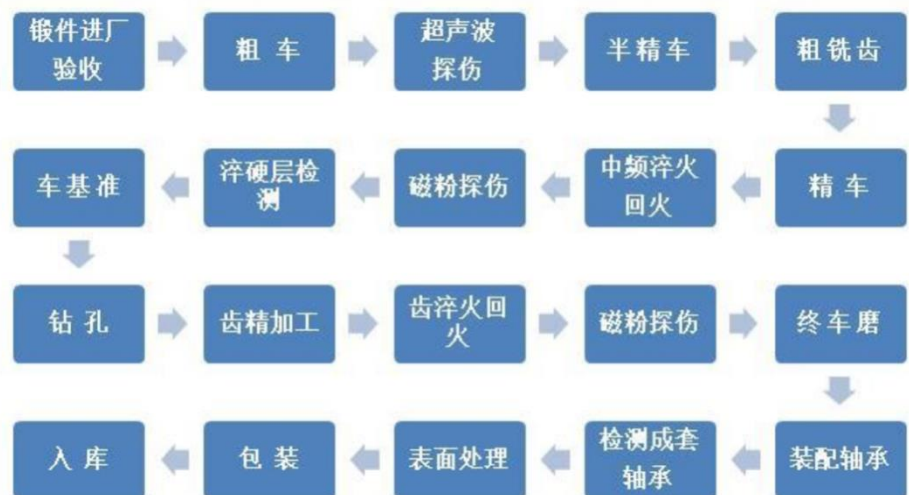


资料来源: 腾讯, 国海证券研究所

3、公司风电主轴轴承进入全面客户供应和产能释放阶段

3.1、公司高端轴承技术来源于长期自主研发

图 15: 公司轴承生产工艺流程



资料来源: 公司招股说明书, 国海证券研究所

公司自主研发, 设计贯穿轴承的整个生产过程。

- 1) 自供上游锻件。公司 2011 年成立子公司圣久锻件, 开始自己生产锻件。通过调整供应商的钢锭微量元素和锻件的加工工艺来影响锻件乃至轴承的性能。例如, 公司主轴轴承的成功研发与公司增加镍元素相关。

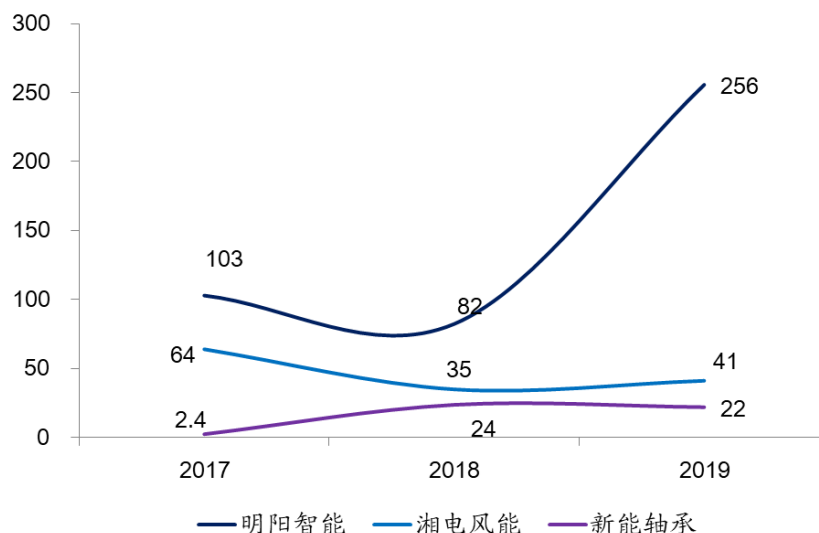
2) **自主研发设备与进口设备相结合。**公司自行建造大型碾环机，最大加工直径达到 12 米。而为保证主轴轴承出厂质量，公司研制了专用的主轴轴承试验机。同时，公司引进意大利淬火设备设备，在三排滚子结构的直驱式风电主轴轴承中将软带控制在 15mm 以内，同时推进无软带淬火技术研发，提高轴承的强度和可靠性。

3.2、 经过前期积累， 公司开始全面供应主要风电主机厂商

风电轴承尤其是主轴轴承的可靠供应经验在客户开拓中十分重要。风电轴承由于对可靠性要求非常高，准入非常严格，验证周期长。根据明阳智能的资料，明阳要求轴承厂商的质保期为 60 个月。后期出现质量问题，损失较大，行业内曾出现华锐风电及明阳智能与主轴轴承厂商的诉讼，涉及金额较大。

公司首台主轴轴承提供给湘电，在平稳运行 2 年之后才进入合格供应商名录。而进入后，供应关系比较稳固。公司与湘电风能合作长达 10 年，与明阳智能长达 7 年，一直维持稳定供货。对于其他排名靠前的风机厂商，公司与远景能源合作也已合作 2 年；对于金风科技，公司之前通过供应锻件给金风的变桨、偏航轴承供应商新能轴承，实现间接供货。同时，公司招股书中表示拟重点开发金风科技等主要整机厂商。

图 16： 公司风电轴承供应明阳智能增长较快（百万元）



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

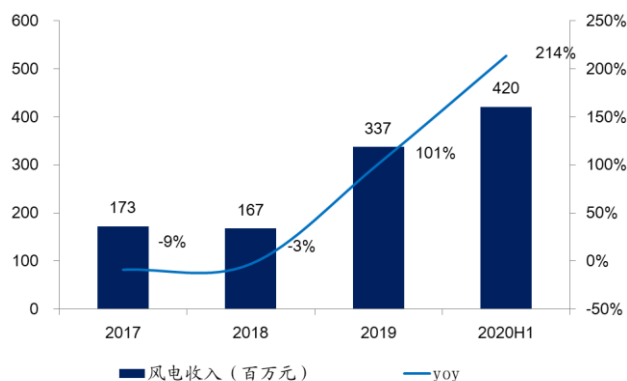
3.3、 产能释放助推风电主轴收入进入高增阶段

公司风电收入自 2019 年开始大幅增长，除风电行业景气度提升外，公司自身因素也有较大贡献。

1) 自有资金提前投入，募投项目产能释放。公司 2017 年和 2018 年均无新增产能。IPO 募投项目为 2.0MW 及以上大功率风力发电主机配套轴承建设项目，项目总投资 3.2 亿元。公司预判 2019 年开始风电将进入景气阶段，战略性使用自有资金提前投入 IPO 募投项目，至 2019 年产能同比增加 50%。公司销量较 2018 年增加 22%。预计 2020 年，产能还将进一步释放，支撑销量上升。

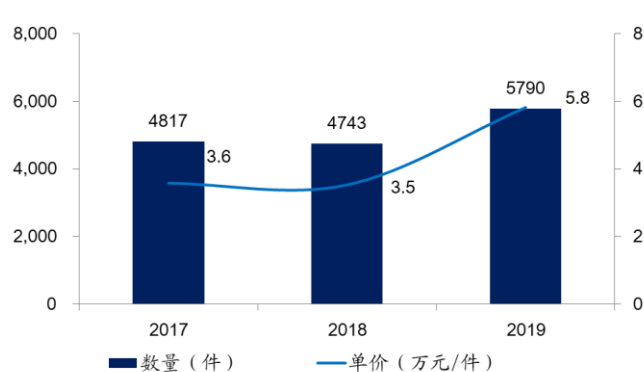
2) 容量提升，主轴销售增加带动单价提升。公司 2019 年销售单价同比增加 66%，主要是配套机组容量提升，单价同步增加，同时，公司主轴轴承占比提升至 10%以上。

图 17：公司风电业务收入 2019 年开始大幅增长



资料来源：wind，国海证券研究所

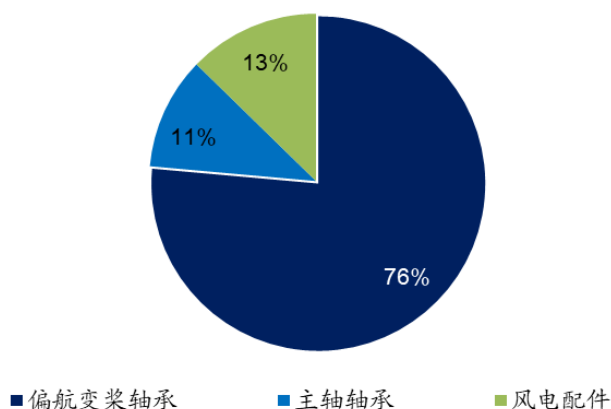
图 18：公司风电销售单价和数量同时大幅增长



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

销售单价提升带动毛利率提升，公司风电轴承业务 2019 年毛利率较 2018 年提升 4.5pcts，2020H1 继续提升 3.1pcts。我们预计，随着公司主轴轴承受到更多主机厂商的认可，机组容量大型化和主轴收入提升带动盈利能力提升的趋势还将持续。

图 19：公司风电收入中，主轴轴承占比有较大提升空间



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

4、海外市场 and 风电外市场将提供额外发展空间

公司 2019 年风电产品收入 3.3 亿元，按照 2020H1 的 212%增速线性外推，结合前述对于市场空间的测算，2020 年公司风电产品在国内的市占率仅 10%-15%。仍有比较大的提升空间。而从全球看，公司市占率仅 5%-8%，未来若实现海外客户供货，收入将实现新一轮增长。

风电以外，公司已经实现销售的海工装备和盾构机主轴承也属于难度较大的高端轴承。根据中国轴承协会的资料，海工装备轴承方面，欧美为第一梯队，韩国和新加坡为第二梯队，我国较为薄弱，而市场空间在数十亿元。盾构机主轴承方面，国际上主要厂商为 SKF、FAG 等。

公司在盾构机主轴承和海工装备方面与中铁装备、中交天和、振华重工等企业合作多年，2019 年此两项业务收入超过 1 亿元，预计未来将持续贡献利润增量。

表 2：公司盾构机和海工装备轴承客户

产品类别	客户名称	行业地位	合作时间
盾构机轴承及关键零部件	中铁装备	专业从事盾构机生产的大型国有企业，市场占有率连续三年保持国内第一	12 年
	中交天和	专业从事盾构机生产的大型国有企业，市场占有率排名靠前	4 年
	铁建重工	专业从事盾构机生产的大型国有企业，市场占有率排名靠前	4 年
海工装备轴承	振华重工	大型国有重型装备制造企业，港口机械占世界市场 82%以上的份额	15 年
	中船华南	隶属于中国船舶工业股份有限公司（600150.SH），世界 500 强企业中国船舶重工集团公司的重要成员单位	11 年
	武船机械	隶属于中国船舶重工集团动力股份有限公司（600482.SH），世界 500 强企业中国船舶重工集团公司的重要成员单位	13 年

资料来源：公司招股说明书等，国海证券研究所

5、预计风电业务收入和盈利能力双升

盈利预测假设条件：

- 1) 2021 年国内风电装机较 2020 年有所下降，后保持平稳。
- 2) 公司风电主轴轴承业务在多个客户中取得进展，市占率提升。
- 3) 公司产能持续释放。
- 4) 主轴轴承占比提升带动风电轴承毛利率上升。
- 5) 风电以外的其他业务收入未来逐步恢复至 2019 年，并稳健增长。

根据测算，我们预计，公司 2020-2022 年公司收入增速分别是 238%、26%、22%。毛利率持续提升，分别是 35%、36%、37%。

表 3: 分项业务盈利预测

		2019	2020E	2021E	2022E
风电业务	收入 (百万元)	337	1993	2435	2996
	yoy		491%	22%	23%
	毛利 (百万元)	108	715	903	1145
	毛利率	32.0%	35.9%	37.1%	38.2%
其他轴承	收入 (百万元)	147	80	150	165
	yoy		-46%	88%	10%
	毛利 (百万元)	64	35	65	72
	毛利率	44%	44%	44%	44%
锻件	收入 (百万元)	159	100	159	175
	yoy		-37%	59%	10%
	毛利 (百万元)	28	18	28	31
	毛利率	18%	18%	18%	18%
合计	收入 (百万元)	643	2173	2744	3335
	yoy		238%	26%	22%
	毛利 (百万元)	200	768	997	1248
	毛利率	31%	35.3%	36.3%	37.4%

资料来源: wind, 国海证券研究所

6、盈利预测及评级

我们预计 2020-2022 年, 公司实现利润 4.83 亿元、6.43 亿元、8.14 亿元。对应 PE19 倍、14 倍和 11 倍。考虑到公司业绩持续受益于风电轴承进口替代, 为 A 股风电主轴轴承唯一上市公司, 具备稀缺性, 具有较强的技术壁垒, 我们给予公司“买入”评级。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	643	2173	2744	3335
增长率 (%)	41%	238%	26%	22%
归母净利润 (百万元)	100	483	643	814
增长率 (%)	75%	383%	33%	27%
摊薄每股收益 (元)	1.26	4.58	6.09	7.71
ROE (%)	15.59%	31.69%	29.68%	27.32%

7、风险提示

- 1) 风电装机在抢装后出现大幅下滑;
- 2) 公司产品价格出现超预期下降;
- 3) 公司产品验证进度不及预期;
- 4) 公司产品出现质量问题。
- 5) 公司海外供货进度低于预期风险。

附表：新强联盈利预测表

证券代码:	300850.SZ				股价:	85.94	投资评级:	买入	日期:	2020-10-13
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E	
盈利能力					每股指标					
ROE	16%	32%	30%	27%	EPS	1.26	4.58	6.09	7.71	
毛利率	31%	35%	36%	37%	BVPS	8.05	14.44	20.53	28.24	
期间费率	14%	9%	8%	8%	估值					
销售净利率	16%	22%	23%	24%	P/E	68.44	18.78	14.11	11.14	
成长能力					P/B	10.67	5.95	4.19	3.04	
收入增长率	41%	238%	26%	22%	P/S	10.62	4.17	3.30	2.72	
利润增长率	75%	383%	33%	27%						
营运能力					利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	
总资产周转率	0.64	0.86	0.84	0.79	营业收入	643	2173	2744	3335	
应收账款周转率	1.67	1.67	1.67	1.67	营业成本	443	1405	1747	2087	
存货周转率	3.52	3.52	3.52	3.52	营业税金及附加	4	22	27	33	
偿债能力					销售费用	21	65	82	100	
资产负债率	37%	40%	34%	29%	管理费用	41	87	110	133	
流动比	1.97	3.07	3.43	3.89	财务费用	22	12	12	12	
速动比	1.60	2.47	2.78	3.22	其他费用 /（-收入）	0	0	0	0	
					营业利润	114	582	765	969	
资产负债表（百万元）					2019	2020E	2021E	2022E		
	2019	2020E	2021E	2022E	营业外净收支	1	0	0	0	
现金及现金等价物	99	200	351	169	利润总额	115	582	765	969	
应收款项	385	1300	1641	1995	所得税费用	15	99	122	155	
存货净额	126	405	504	602	净利润	100	483	643	814	
其他流动资产	70	177	216	759	少数股东损益	0	0	0	0	
流动资产合计	679	2057	2687	3501	归属于母公司净利润	100	483	643	814	
固定资产	211	320	438	544						
在建工程	6	26	26	26	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	
无形资产及其他	25	25	34	44	经营活动现金流	42	(471)	312	(18)	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	100	483	643	814	
资产总计	1012	2518	3276	4205	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	155	155	155	155	折旧摊销	30	24	34	47	
应付款项	124	400	498	595	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	20	68	86	104	营运资金变动	(88)	(1625)	(595)	(1111)	
其他流动负债	46	46	46	46	投资活动现金流	(77)	(129)	(118)	(106)	
流动负债合计	345	669	784	900	资本支出	(57)	(129)	(118)	(106)	
长期借款及应付债券	2	302	302	302	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	25	25	25	25	其他	(20)	0	0	0	
长期负债合计	26	326	326	326	筹资活动现金流	137	700	0	0	
负债合计	372	995	1110	1226	债务融资	35	300	0	0	
股本	80	106	106	106	权益融资	0	400	0	0	
股东权益	640	1523	2166	2979	其它	102	0	0	0	
负债和股东权益总计	1012	2518	3276	4205	现金净增加额	102	100	194	(125)	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，10 年行业研究经验，研究所副所长(主持工作)、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

傅鸿浩，中国科学院硕士，4 年电力设备与新能源行业研究经验，曾任职于安信证券，国海证券。

尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

赵彬凯，香港科技大学经济学硕士，中山大学管理科学学士，2020 年加入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、傅鸿浩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联

机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。