

2022 年 09 月 28 日

新强联 (300850.SZ)

与核心客户明阳合作深化, 引领大 MW 轴承国产替代

■事件: 公司发布《关于签订日常经营重大合同的公告》, 近日与明阳签署《风力发电机组零部件 2023 年框架采购合同》, 合同金额不低于 13.2 亿元。

■核心观点: 作为此前战略合作框架协议的延续, 与明阳签署采购框架合同进一步证明二者紧密的绑定关系, 打消市场担忧, 新强联并未受到明阳切换双馈技术路线影响。根据公司公告, 2019-2021 年, 明阳采购金额分别为 2.6、9.3、10.1 亿元, 分别占当年新强联销售收入的 40%、45%、41%, 2023 年预采购金额 13.2 亿, 占 2021 年新强联收入 25 亿的 53%, 实现采购规模进一步增长。新强联目前已具备 7-12MW 海风轴承生产能力, 通过和明阳深度绑定, 就新机型轴承开发持续深化合作, 有望率先受益于未来海风装机放量, 进一步打开成长空间。

■公司新产品持续突破, 首次签订 10MW 级轴承出货合同, 引领大 MW 产品国产替代。根据公司 2022 年中报, 偏变轴承覆盖 1.5-12MW, 技术和工艺水平已达到进口替代水平; 主轴承结构覆盖三排圆锥、双列圆锥、单列圆锥三大类, 且成功下线了国内首套最大 12MW 海上抗台风型风机主轴承。根据公司本次公告, 明阳采购框架覆盖产品包括: 4.X-6.X 系列、6.25 系列、11/12 系统的偏变轴承共 3000 套, 4.X 系列、6.X 系列陆风主轴承共 1850 套, 以及海风机型主轴承 50 套。结合公告信息, 我们认为, 新强联与明阳在新机型轴承产品上的开发合作持续加深, 明阳确定对新系列 11/12 机型偏变轴承以及海风大 MW 主轴承的采购, 新强联大 MW 轴承批量化能力有望率先得到验证, 产品覆盖面持续拓宽, 市场领先地位稳固。

■公司新产能、新产品、新客户布局三管齐下, 成长动力较为充分: 产能方面: 根据公司 2021 年定增募集说明书, 投资 3MW 及以上大 MW 轴承扩产, 预计 2023 年达产, 计划分别增加偏变、主轴承年产能 5400、1500 套, 分别较 2020 年销量提升 57%、161%, 产品结构快速优化。新产品方面: 2022 可转债融资布局 3-6MW 风电齿轮箱轴承、齿轮等精密部件新产品, 预计 2024-2026 年分别投产 30%、70%、100%, 开启新产品周期贡献业绩增量。新客户方面: 公司作为核心供应商参与了三一重能 IPO 战略配售, 根据三一重能公告, 双方将就回转支承和主轴承等产品进一步深化合作, 新强联主轴承客户有望实现新突破。

公司快报

证券研究报告

基础件

投资评级

买入-A

维持评级

12 个月目标价: 117.2 元
股价 (2022-09-28) 84.26 元

交易数据

总市值 (百万元)	28,862.71
流通市值 (百万元)	17,412.11
总股本 (百万股)	329.71
流通股本 (百万股)	198.90
12 个月价格区间	71.80/243.83 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.38	-3.73	1.63
绝对收益	5.89	-16.72	-17.45

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120004
guoqq@essence.com.cn

高杨洋

报告联系人

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

新强联: 收入短期承压, 产品结构优化增强盈利能力/郭倩倩 2022-08-28
新强联: 风电轴承国产替代龙头, 产能扩张打开成长空间/郭倩倩 2022-07-29

■**投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 33.13、43.36、57.14 亿元，增速分别为 33.7%、30.9%、31.8%，净利润分别为 7.04、9.66、13.24 亿元，增速分别 37.0%、37.1%、37.1%，对应 PE 分别为 41、30、22 倍。维持买入-A 的投资评级，12 个月目标价为 117.2 元，相当于 2023-2024 年 40X、30X 的动态市盈率。

■**风险提示：**下游风电行业景气度下行，风电装机不及预期；产能释放不及预期；可转债发行受阻影响新产品布局；行业竞争加剧影响盈利能力；核心客户技术路线切换影响公司出货；

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,064.4	2,476.9	3,312.6	4,335.8	5,714.2
净利润	424.7	514.3	704.4	965.7	1,323.5
每股收益(元)	1.29	1.56	2.14	2.93	4.01
每股净资产(元)	4.59	10.42	12.30	14.93	18.54

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	68.0	56.1	41.0	29.9	21.8
市净率(倍)	19.1	8.4	7.1	5.9	4.7
净利润率	20.6%	20.8%	21.3%	22.3%	23.2%
净资产收益率	28.1%	15.0%	17.4%	19.6%	21.7%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
ROIC	73.5%	393.2%	45.8%	53.3%	69.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,064.4	2,476.9	3,312.6	4,335.8	5,714.2	成长性					
减:营业成本	1,435.9	1,713.5	2,278.0	2,945.5	3,841.3	营业收入增长率	221.0%	20.0%	33.7%	30.9%	31.8%
营业税费	6.9	10.8	15.1	17.7	24.7	营业利润增长率	335.3%	18.0%	38.5%	37.2%	36.5%
销售费用	9.6	7.4	9.3	11.7	14.9	净利润增长率	325.4%	21.1%	37.0%	37.1%	37.1%
管理费用	23.5	31.8	41.4	52.0	65.7	EBITDA 增长率	256.1%	31.3%	17.2%	32.8%	33.6%
研发费用	96.2	106.3	149.1	194.4	252.9	EBIT 增长率	306.4%	28.2%	21.0%	34.9%	35.1%
财务费用	24.0	76.0	34.2	27.2	22.0	NOPLAT 增长率	277.4%	30.3%	26.3%	34.8%	35.7%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-75.7%	983.6%	15.9%	3.5%	33.3%
加:公允价值变动收益	53.1	99.8	26.4	27.2	28.0	净资产增长率	136.4%	131.8%	17.6%	21.1%	23.9%
投资和汇兑收益	-	-7.4	-	-	-						
营业利润	497.0	586.4	812.0	1,114.4	1,520.8	利润率					
加:营业外净收支	-1.1	0.3	-0.0	-0.3	0.0	毛利率	30.4%	30.8%	31.2%	32.1%	32.8%
利润总额	495.9	586.8	812.0	1,114.1	1,520.8	营业利润率	24.1%	23.7%	24.5%	25.7%	26.6%
减:所得税	71.2	71.8	107.2	147.8	196.2	净利润率	20.6%	20.8%	21.3%	22.3%	23.2%
净利润	424.7	514.3	704.4	965.7	1,323.5	EBITDA/营业收入	28.3%	31.0%	27.2%	27.6%	27.9%
						EBIT/营业收入	26.4%	28.2%	25.5%	26.3%	27.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	60	92	83	59	42
						流动营业资本周转天数	50	72	113	113	114
						流动资产周转天数	266	469	465	453	449
						应收账款周转天数	63	96	109	120	125
						存货周转天数	42	64	59	54	58
						总资产周转天数	379	697	701	631	583
						投资资本周转天数	66	127	188	157	141
						投资回报率					
						ROE	28.1%	15.0%	17.4%	19.6%	21.7%
						ROA	12.7%	8.2%	10.6%	11.3%	13.3%
						ROIC	73.5%	393.2%	45.8%	53.3%	69.9%
						费用率					
						销售费用率	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
						管理费用率	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
						研发费用率	4.7%	4.3%	4.5%	4.5%	4.4%
						财务费用率	1.2%	3.1%	1.0%	0.6%	0.4%
						四费/营业收入	7.4%	8.9%	7.1%	6.6%	6.2%
						偿债能力					
						资产负债率	54.6%	43.9%	36.5%	40.8%	36.8%
						负债权益比	120.5%	78.3%	57.5%	68.8%	58.2%
						流动比率	2.07	2.04	2.81	2.46	2.85
						速动比率	1.76	1.77	2.47	2.17	2.45
						利息保障倍数	22.76	9.20	24.75	41.94	70.28
						分红指标					
						DPS(元)	0.13	0.16	0.21	0.30	0.40
						分红比率	10.2%	10.0%	10.0%	10.1%	10.0%
						股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	424.7	515.0	704.4	965.7	1,323.5	EPS(元)	1.29	1.56	2.14	2.93	4.01
加:折旧和摊销	39.6	68.6	53.9	53.9	53.9	BVPS(元)	4.59	10.42	12.30	14.93	18.54
资产减值准备	28.5	43.2	-	-	-	PE(X)	68.0	56.1	41.0	29.9	21.8
公允价值变动损失	-	-99.8	26.4	27.2	28.0	PB(X)	19.1	8.4	7.1	5.9	4.7
财务费用	12.1	74.7	34.2	27.2	22.0	P/FCF	34.1	-54.9	-122.7	22.5	94.7
投资损失	-	7.4	-	-	-	P/S	14.0	11.7	8.7	6.7	5.1
少数股东损益	-	0.7	0.3	0.6	1.1	EV/EBITDA	26.6	42.7	29.6	21.6	15.9
营运资金的变动	352.7	-1,654.6	-476.2	-152.2	-728.1	CAGR(%)	31.5%	37.0%	91.8%	31.5%	37.0%
经营活动产生现金流量	410.3	-342.4	343.1	922.5	700.4	PEG	2.2	1.5	0.4	0.9	0.6
投资活动产生现金流量	-629.3	-1,517.6	-53.4	-55.0	-56.7	ROIC/WACC	7.0	37.4	4.4	5.1	6.7
融资活动产生现金流量	823.4	1,697.8	-533.4	255.9	-534.2	REP	15.1	0.5	3.3	2.6	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034