

日月股份 (603218)

行业需求景气向上，扩产巩固竞争优势

推荐 (首次)

现价: 18.27 元

主要数据

行业	
公司网址	www.riyuehi.com
大股东/持股	傅明康/31.14%
实际控制人	陈建敏
总股本(百万股)	531
流通 A 股(百万股)	129
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	97.08
流通 A 股市值(亿元)	23.62
每股净资产(元)	6.05
资产负债率(%)	34.9

行情走势图



证券分析师

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

研究助理

王霖 一般从业资格编号
S1060118120012
WANGLIN272@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **优质铸件供应商，风电铸件需求向好。**公司自成立以来始终专注于大型重工装备铸件的研发、生产及销售，主要产品为风电铸件和塑料机械铸件。在抢装背景下，国内风电行业景气度高企，估计 2019 年国内风电新增装机超过 25GW，2020 年新增装机超过 30GW。2021 年国内风电行业步入平价时代，北方平价大基地项目已经批量涌现，仅内蒙地区 2019 年就涌现出超过 15GW 的平价或准平价项目；受益于长叶片、高塔筒等方面的技术进步，中东南部地区平价项目亦具有较大潜力。
- **风电铸件供给刚性，公司竞争优势明显。**风电铸件属于重资产、劳动密集型产业，涉及环保因素，新产能建设周期长，产能扩张难度相对较大，短期的供需关系主要受需求影响。基于优秀的经营管理能力，公司在风电铸件产能规模、生产成本、费用管控等方面均具有明显的竞争优势，也具有更强的扩张能力，通过持续扩张公司的竞争优势有望进一步强化。
- **量利齐升可期，步入成长快车道。**铸件毛坯方面，公司新日星年产 18 万吨（一期 10 万吨）海上装备关键部件项目已经通过预验收，后续二期 8 万吨项目也有望启动建设，2020 年毛坯产能有望超过 38 万吨；精加工方面，IPO 募投 10 万吨产能项目逐步投产，可转债募投项目建设有望开启。当前风电行业抢装背景下，风电铸件可能出现供不应求，而当前风电铸件企业盈利状态处于历史较低水平，行业整体的盈利水平有望提升。公司未来有望通过产品结构优化、精加工产能扩大等方式提升盈利水平。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2019-2020 年营业收入分别为 34.01、44.84 亿元，归母净利润 4.94、8.02 亿元，对应的 EPS 0.93、1.51 元，动态 PE 19.7、12.1 倍。风电铸件竞争格局相对较好，公司作为风电铸件龙头具有较大成长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示。**1、如果风电政策发生变化，可能导致国内新增装机规模不及预期。2、公司主要原材料为生铁和废钢，如果未来原材料价格大幅上涨，可能导致综合毛利率水平不及预期。3、新产能建设涉及环保等因素，可能存在建设进度不及预期的风险。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,831	2,351	3,401	4,484	4,974
YoY(%)	14.4	28.3	44.7	31.8	10.9
净利润(百万元)	227	281	494	802	969
YoY(%)	-33.2	23.8	76.0	62.4	20.9
毛利率(%)	24.3	21.4	24.6	28.2	29.6
净利率(%)	12.4	11.9	14.5	17.9	19.5
ROE(%)	8.2	9.4	14.8	19.8	19.7
EPS(摊薄/元)	0.43	0.53	0.93	1.51	1.82
P/E(倍)	42.8	34.6	19.7	12.1	10.0
P/B(倍)	3.5	3.3	2.9	2.4	2.0

正文目录

一、	优质铸件供应商，盈利水平回升	5
1.1	专注铸件制造，控股股东高比例持股	5
1.2	原材料价格企稳，盈利水平回升	6
二、	行业景气向上，风电铸件需求向好	8
2.1	风电：短期成长确定，抢装之后平价续力	8
2.2	塑料机械：短期呈现调整，平稳发展可期	12
三、	风电铸件供给刚性，公司竞争优势明显	13
3.1	风电铸件扩产难度较大，供给相对刚性	13
3.2	成本管控能力突出，公司竞争优势明显	17
四、	量利齐升可期，步入成长快车道	21
4.1	产能持续扩张，出货量有望较快增长	21
4.2	多重因素叠加，盈利水平有望提升	23
五、	盈利预测与投资建议	26
六、	风险提示	27

图表目录

图表 1	公司典型风电铸件产品	5
图表 2	公司典型塑料机械铸件产品	5
图表 3	铸件及上下游关系示意图	5
图表 4	2013 到 2016 上半年公司前五大客户及收入占比	6
图表 5	实际控制人与公司股权关系图 (2018 年底)	6
图表 6	公司近年的收入利润情况	7
图表 7	公司季度毛利率呈现回升态势	7
图表 8	生铁价格走势	7
图表 9	废钢价格走势 (不含税)	7
图表 10	2013-2016H1 生铁、废钢消耗以及产出情况 (万吨)	7
图表 11	公司近年各类产品收入占比	8
图表 12	三家风机企业 2019 年前三季度营收同比大增	8
图表 13	近年国内风机季度招标情况 (GW)	9
图表 14	国内新增风电装机预测 (GW)	9
图表 15	内蒙地区的风电平价大基地项目情况	9
图表 16	2019 年第一批风电平价项目分布情况 (万千瓦)	10
图表 17	截至 2019 年上半年国内在建和已核准海上风电项目分布 (GW)	10
图表 18	近年国内近海海上风电项目单位千瓦投资下降	11
图表 19	近年国内海上风电新增装机快速增长	11
图表 20	英国近三轮海上风电项目招标及电价变化情况	11
图表 21	近年国内规模以上塑机企业收入规模及盈利情况	12
图表 22	2019 年国内塑机企业排名 (按 2018 年的收入和利润)	12
图表 23	海天国际近年的经营业绩	13
图表 24	日月股份塑料机械铸件业务收入和毛利率情况	13
图表 25	铸件产品生产的主要工序包括铸造和精加工环节	14
图表 26	年产 18 万吨 (一期 10 万吨) 海上装备投资明细	14
图表 27	年产 18 万吨 (一期 10 万吨) 海上装备关键部件项目人力配置	14
图表 28	年产 12 万吨大型海上风电关键部件精加工生产线人员配置	15
图表 29	风电铸件生产工艺流程图	15
图表 30	风电铸件精加工工艺流程	15
图表 31	风电制造主要环节代表公司人均收入 (万元/人)	16
图表 32	日月股份员工年龄结构 (截至 2016 年年中)	16
图表 33	日月股份近年的污染物排放情况	16
图表 34	日月股份近年的环保相关支出 (万元)	17
图表 35	年产 12 万吨大型海上风电关键部件精加工项目预期的实施进度计划	17
图表 36	主要风电铸件相关上市企业 2018 年经营情况	18

图表 37	四家公司 2018 年研发费用及其收入占比	18
图表 38	三家公司收入规模对比（亿元）	19
图表 39	日月与吉鑫风电铸件业务收入和毛利率的比较	19
图表 40	日月和吉鑫风电铸件业务近年的单吨收入和成本情况（元/吨）	19
图表 41	可比公司近年的固定资产周转率情况	20
图表 42	可比公司近年的存货周转率情况	20
图表 43	四家公司销售、管理、研发合计的费用率比较	20
图表 44	截至 2018 年底日月股份资产负债率低于主要竞争对手	21
图表 45	永冠能源近期的风电铸件出货快速爬坡	21
图表 46	公司预测的毛坯铸造环节未来几年的最低年化产能（万吨）	22
图表 47	公司未来铸件产品出货量预测（万吨）	22
图表 48	公司近年的精加工产能情况（万吨）	23
图表 49	公司近年不同类型产品的销售情况（万吨）	23
图表 50	主要风电铸件企业近年毛利率情况（%）	23
图表 51	2019 上半年主要风电铸件企业的净利率情况	23
图表 52	截至 2019 年 8 月底公司 4MW 以上风电铸件在手订单情况	24
图表 53	海外业务的收入和营收占比情况	25
图表 54	公司风电铸件的外销情况	25
图表 55	维斯塔斯近年新增订单和在手订单情况	25
图表 56	西门子-歌美飒各财年陆上风机新增订单（GW）	25
图表 57	不同交付类型产品的毛利率情况	26
图表 58	不同交付类型产品销售价格（元/吨，不含税）	26
图表 59	公司两大主业收入和毛利率预测	26
图表 60	风电板块可比公司估值比较	26

一、 优质铸件供应商，盈利水平回升

1.1 专注铸件制造，控股股东高比例持股

公司始建于1984年，经历多次改制，2016年IPO上市，自成立以来始终专注于大型重工装备铸件的研发、生产及销售，主要产品为风电铸件和塑料机械铸件，其他产品涵盖了大型船舶的动力系统、大型柴油机、大型矿山机械、大型加工中心系列等多个领域的铸件产品。

具体来看，风电铸件产品包括轮毂、底座、行星架、扭力臂等，塑料机械铸件产品包括油缸、头板、二板、尾板等，近年风电铸件产品占据更高的营收占比。

图表1 公司典型风电铸件产品



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

图表2 公司典型塑料机械铸件产品

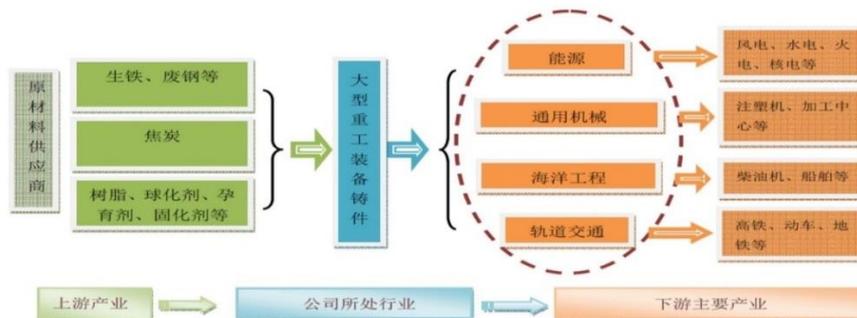


资料来源:公司网站, 平安证券研究所

铸件是用各种铸造方法获得的金属成型物件，即把冶炼好的液态金属，用浇注、压射、吸入或其它浇铸方法注入预先准备好的铸型中，冷却后经落砂、清理和后处理、精加工等，所得到的具有一定形状，尺寸和性能的金属工件。与锻造相比，铸造能够使铸件快速一次成型，生产效率和材料利用率都较高，适合于大型或者结构复杂的部件生产，但一般认为力学性能方面锻造更优。

大型铸件上游原材料主要为生铁和废钢，辅助材料主要为树脂、球化剂、孕育剂、固化剂等；下游为重工装备制造各个细分行业，包括电力、通用机械、造船、机床、矿山、冶金、石化等。下游行业需要的铸件产品种类繁多、规格各异，往往具有特定技术和性能要求，因此大型重工装备制造行业的专业化分工较为明显，业内企业专注的领域不尽相同，服务的下游行业也有所差别。

图表3 铸件及上下游关系示意图



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

截至 2018 年底，公司已拥有年产 30 万吨铸件的产能规模，以及最大重量 110 吨的大型球墨铸铁件铸造能力。依托技术、产品、规模、质量及品牌等方面的优势，公司与下游主要龙头企业建立了长期稳定的合作关系，客户基础较好。

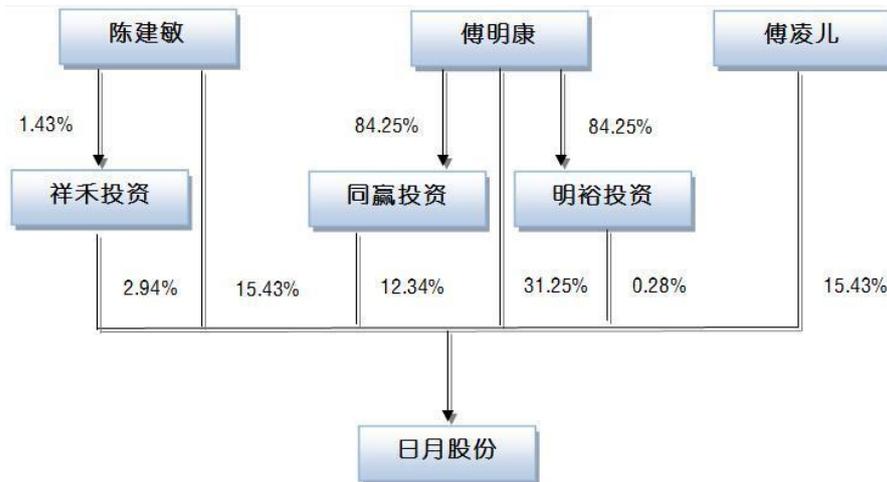
图表4 2013 到 2016 上半年公司前五大客户及收入占比

	2013	2014	2015	2016H1
1	南高齿/26.07%	南高齿/25.88%	南高齿/24.44%	南高齿/28.14%
2	海天/18.34%	海天/16.33%	金风/18.34%	金风/16.63%
3	金风/16.42%	金风/14.45%	中车/13.24%	海天/11.08%
4	日本制钢所/6.48%	上海电气/8%	海天/9.02%	中车/10.09%
5	西安永电/5.88%	中车/6.92%	远景/7.84%	VESTAS/8.34%
前五大合计	73.19%	71.58%	72.88%	74.28%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司实际控制人是傅明康家族（傅明康、陈建敏、傅凌儿），截至 2018 年底直接或间接控制的股权比例超过 70%。2018 年以来，公司实施限制性股票股权激励（含首次授予和预留部分授予），合计授予的限制性股票 1004.7 万股，占当前股本的 1.9%，授予对象为实际控制人以外的核心高管和中层骨干；另外，公司股东同赢投资是员工持股平台，公司与核心及骨干员工利益有效捆绑。

图表5 实际控制人与公司股权关系图（2018 年底）

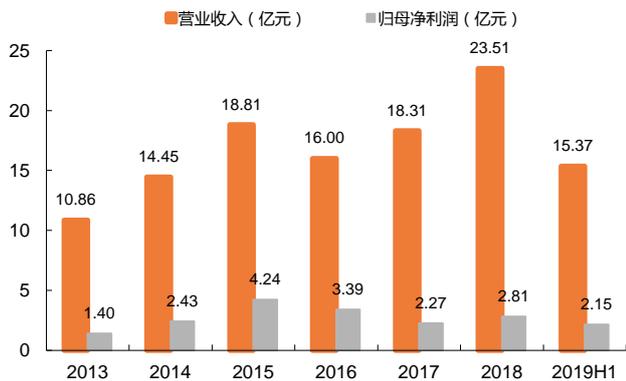


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 原材料价格企稳，盈利水平回升

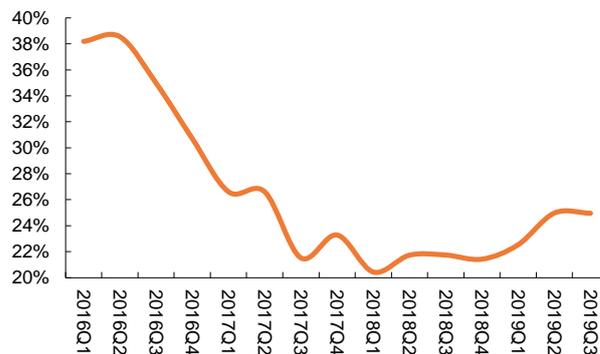
2018 年，公司实现营收 23.51 亿元，归母净利润 2.81 亿元，铸件出货规模的增长推动营收、利润的较快增长。2016 年以来，公司毛利率水平呈现较大波动，一方面 2016-2018 年的风电市场需求相对低迷，另一方面原材料价格大幅上涨，侵蚀了毛利空间。

图表6 公司近年的收入利润情况



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表7 公司季度毛利率呈现回升态势

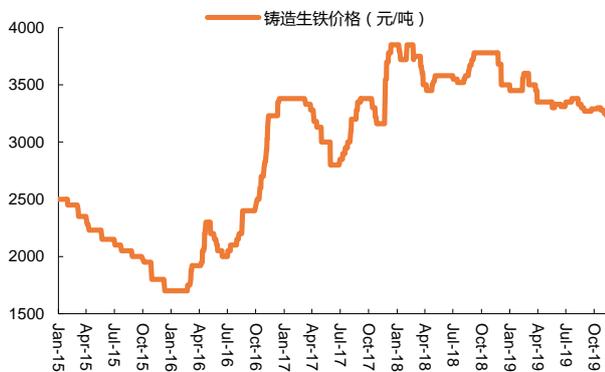


资料来源:WIND, 平安证券研究所

铸件生产的主要原材料是生铁和废钢，整体看公司综合毛利率与原材料价格具有较强的相关性，2016-2018年，生铁、废钢价格较快上涨，导致成本端承压，在行业需求低迷情况下，成本的上升难以向下游客户传导，公司2016年以来毛利率呈现明显下滑。

2019年以来，生铁价格平缓下行，废钢价格也相对平稳，成本端的压力缓解；2019年上半年，塑料机械铸件单吨成本相对2018全年略有下降，风电铸件生产成本涨幅大幅收窄，过去两年的单吨成本快速上涨势头得到抑制。

图表8 生铁价格走势



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表9 废钢价格走势 (不含税)



资料来源:WIND, 平安证券研究所

另外，根据公司披露数据，2013-2016上半年期间，公司铸件产量与废钢/生铁用量的比例逐年提升，表明公司整体生产效率的提升。

图表10 2013-2016H1 生铁、废钢消耗以及产出情况 (万吨)

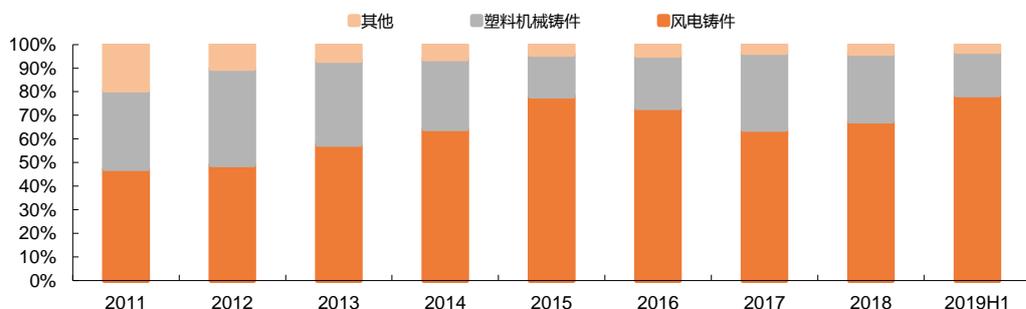
	生铁用量	废钢用量	合计用量	铸件产量	投入产出比
2013年	10.58	3.03	13.61	12.81	94.1%
2014年	13.59	4.32	17.91	17.60	98.2%
2015年	16.09	3.91	20.00	19.66	98.3%
2016H1	7.52	1.99	9.51	9.48	99.7%

资料来源:公司资料, 平安证券研究所

注:投入产出比可能受当期未完工毛坯铸件数量影响

公司铸件产品主要面向风电和塑料机械市场，两项业务协同发展，具有较强的风险抵御能力。2016-2017年，尽管风电业务低迷，塑料机械铸件业务的较快增长使得公司整体收入规模相对平稳。而当前塑料机械铸件业务调整之时，风电业务支撑公司快速发展。短期来看，风电铸件仍是公司主要的增长点。

图表11 公司近年各类产品收入占比



资料来源:WIND, 平安证券研究所

二、行业景气向上，风电铸件需求向好

2.1 风电：短期成长确定，抢装之后平价续力

2019年5月，国家发改委发布《关于完善风电上网电价政策的通知》，政策明确：

陆上风电：2018年底之前核准的陆上风电项目，2020年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019年I~IV类资源区新核准陆上风电指导价分别调整为每千瓦时0.34元、0.39元、0.43元、0.52元；2020年新核准项目指导价分别为每千瓦时0.29元、0.34元、0.38元、0.47元；2021年新核准的陆上风电项目全面平价上网，国家不再补贴。

海上风电：对2018年底前已核准的海上风电项目，如在2021年底前全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价；在2022年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价。2019年新核准近海风电项目指导价调整为每千瓦时0.8元，2020年调整为每千瓦时0.75元，具体项目通过竞争方式确定的上网电价，且不得高于上述指导价。

上述政策意味着，国内陆上风电在2020年底之前有望呈现抢装，海上风电在2021年底之前有望呈现抢装。

2019年前三季度，主要风机企业营收规模呈现高增长，反映了行业当前的景气程度。

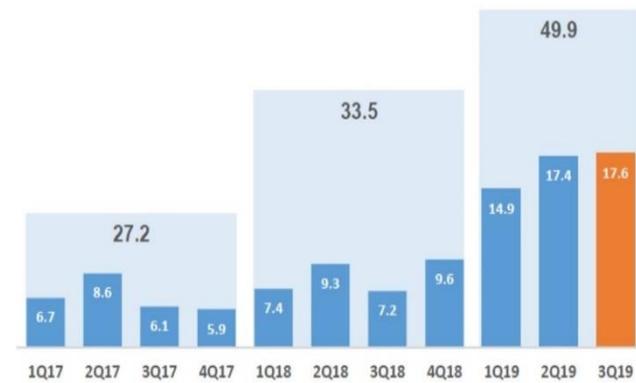
图表12 三家风机企业2019年前三季度营收同比大增

	营收规模 (亿元)	同比增速
金风科技	247.3	38.84%
明阳智能	72.1	58.87%
运达股份	27.1	81.58%

资料来源:WIND, 平安证券研究所

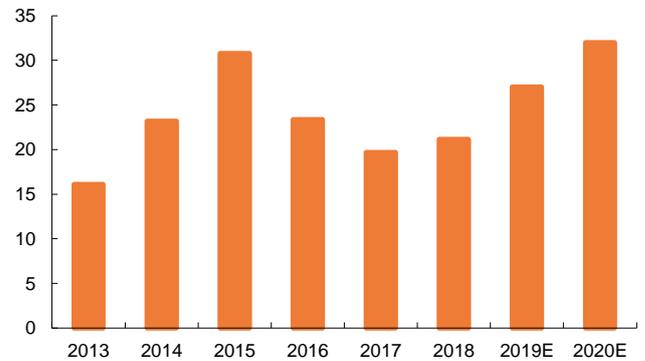
考虑风机企业在手订单情况以及 2020 年底这一陆上风电并网截止期限，估计主要风机企业 2020 年出货量都将有较明显的增长，2020 年国内新增装机有望进一步提升。我们估计 2019 年国内风电新增装机超过 25GW，2020 年新增装机超过 30GW。

图表13 近年国内风机季度招标情况 (GW)



资料来源:金风科技, 平安证券研究所

图表14 国内新增风电装机预测 (GW)



资料来源:CWEA, 平安证券研究所

2021 年及以后，陆上风电有望迎来平价时代。目前来看，风机企业对于 2021 年陆上风电全面平价有充分的预期，能不能推出满足平价需求的风机产品涉及到风机企业的生存问题，因此，主流风机企业 2019-2020 年推出的陆上新品主要面向未来的平价市场，实质倒逼风机技术进步步伐加快。

对于三北高风速地区，国家电投乌兰察布等大基地项目已处于建设阶段，已经形成了平价基地的商业模式和风机选型的示范效应，有望在其他地区推广。2019 年，仅内蒙地区就涌现出超过 15GW 的平价或准平价项目。这类平价基地普遍采用 4MW 及以上单机容量的风电机组，大风机是满足三北高风速区域平价主要技术方案。

图表15 内蒙地区的风电平价大基地项目情况

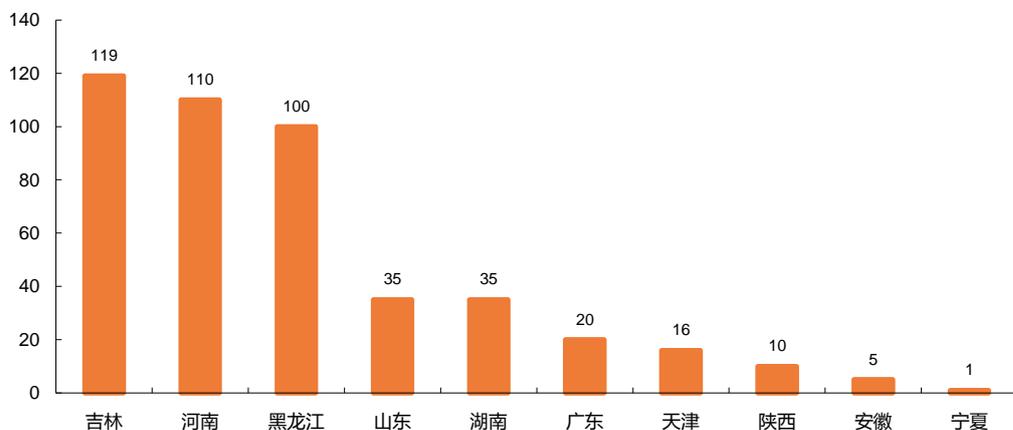
区域	项目	容量 (GW)	投资主体	进度
内蒙	国家电投乌兰察布风电基地一期	6	国家电投	2019.9 月正式开工，风机已招标
内蒙	兴安盟 300 万千瓦平价风电项目	3	中广核	完成风机和塔筒设备招标
内蒙	包头市可再生能源综合应用示范区首期风电项目	1.6	三峡、天润、内蒙电力、北京优利康达、上海懿晟	公示优选的开发商
内蒙	鄂尔多斯市杭锦旗基地	0.6	华润、山东能源、国投电力、国电电力、都城伟业	上海庙至山东直流特高压输电通道配套项目，评优结果公布
内蒙	阿拉善盟-上海庙基地	1.6	华能、国家电投、大唐、山东能源	
内蒙	中广核乌兰察布 200 万千瓦平价基地	2	中广核	
内蒙	大唐呼和浩特 60 万千瓦风电基地	0.6	大唐	与地方政府签署合作协议

资料来源: wind, 平安证券研究所

对于中东南部地区，平价项目的潜力被市场低估。对于大型发电央企，中东南部地区平价项目单体规模小，相对三北平价大基地而言，中东南部平价项目开发的优先级相对落后。根据能源局发布的 2019 年第一批风电、光伏发电平价上网项目情况，风电平价项目规模约 4.5GW，其中中东南部地区占比约一半。对于中东南部低风速市场，实现平价的主要技术方案不同于三北地区，而是主要增加单位千瓦扫风面积以及提升塔筒高度。2019 年国际风能展上，维斯塔斯推出面向中国市场的 V155-3.3MW 机型，配套 142、150、162 米的塔筒；远景能源亦推出 EN-156/3.XMW 系列机型，

配套塔筒高度最高达 160 米，较 EN-141/3.2MW 机型发电能力提升 10%以上；随着长叶片、高塔筒技术的继续升级，中东南部地区的评价版图有望快速扩大。

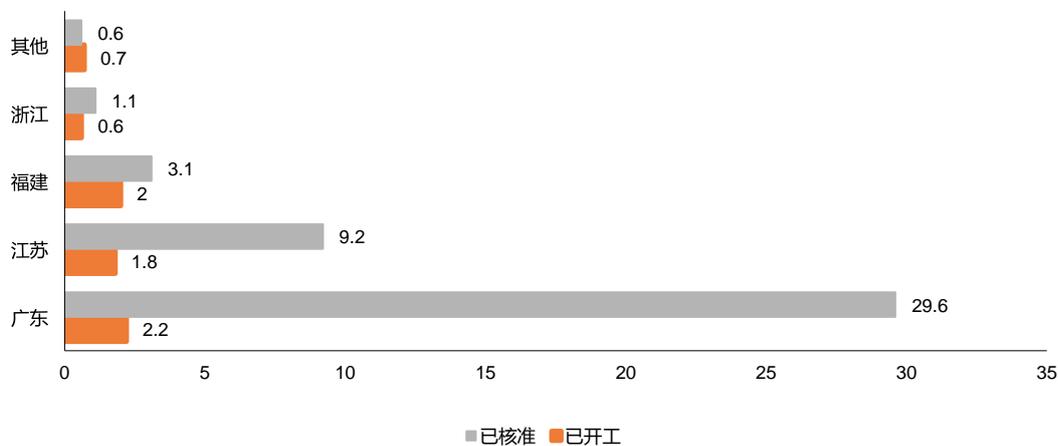
图表16 2019 年第一批风电平价项目分布情况（万千瓦）



资料来源:国家能源局, 平安证券研究所

2021 年将是国内海上风电抢装的最后一年。据统计，截至 2019 年上半年，国内在建和已核准待建的海上风电项目规模超过 50GW, 这些项目只有在 2021 年底前全容量并网才能锁定核准时的标杆电价，2021 年新增装机规模有望非常可观。

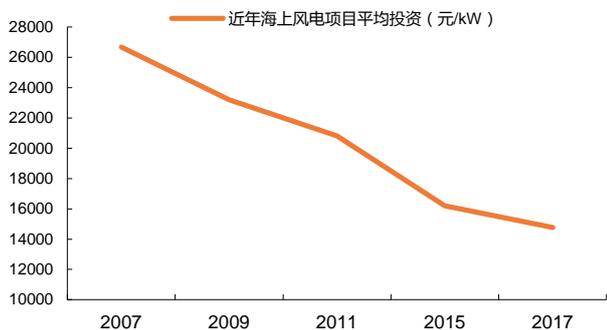
图表17 截至 2019 年上半年国内在建和已核准海上风电项目分布（GW）



资料来源:明阳智能、Wood Mackenzie, 平安证券研究所

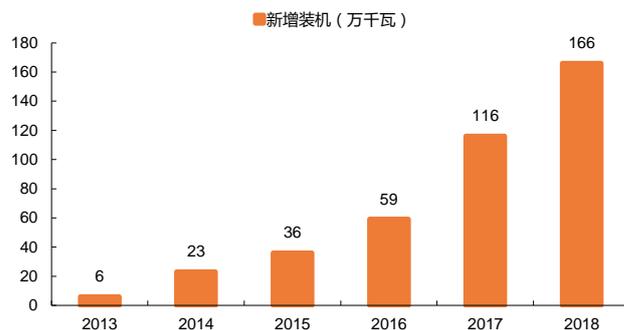
自 2014 年标杆电价确立以来，随着技术的逐渐成熟和投资成本的下降，国内海上风电呈现加速发展态势；2018 年，国内新增海上风电装机 166 万千瓦，同比增长约 43%。中长期来看，海上风电的发展取决于降本能力。

图表18 近年国内近海海上风电项目单位千瓦投资下降



资料来源:水规总院, 平安证券研究所

图表19 近年国内海上风电新增装机快速增长



资料来源:CWEA, 平安证券研究所

近期,英国发布海上风电第三轮 CfD 招标结果,本轮招标的海上风电项目规模约 5.5GW,计划的投产时间在 2025 年之前,中标电价约 40 英镑/MWh,对应人民币约 0.36 元/千瓦时。自 2015 年第一轮招标以来,英国海上风电中标电价下降了 65%,体现出极强的降本能力。欧洲海上风电的快速降本主要还是依赖技术进步,其中大型风机是降本的重要推手,目前,三菱-维斯塔斯、西门子-歌美飒、GE 都推出了 10MW 及以上单机容量的风电机组,且获得了批量订单,为国内海上风电技术进步和降本提供了借鉴。因此,中长期看国内海上风电发展思路较为清晰,结合沿海省份的资源以及消纳能力,未来发展前景广阔。

图表20 英国近三轮海上风电项目招标及电价变化情况

项目名称	开发商	容量 (MW)	中标电价 (英镑/MWh)	投运时间
首轮 CfD (2015.2 发布 中标结果)	East Anglia ONE Scottishpower Renewables (UK) Limited	714	119.89	2017/18
	NearnaGaoithe NearnaGaoithe Offshore Wind Limited	448	114.39	2018/19
第二轮 CfD (2017.9 发布 中标结果)	Triton Knoll Triton Knoll Offshore Wind Farm Limited	860	74.75	2021/22
	Hornsea Project 2 Breesea Limited	1386	57.5	2022/23
	Moray Moray Offshore Windfarm (East) Limited	950	57.5	2022/23
第三轮 CfD (2019.9 发布 中标结果)	DoggerbankCreyke Beck A P1 Dogger bank Offshore WindFarm Project1 Projco Limited	1200	39.65	2023/24
	DoggerbankCreyke Beck B P1 Dogger bank Offshore WindFarm Project2 Projco Limited	1200	41.611	2024/25
	DoggerbankTeeside A P1 Dogger bank Offshore WindFarm Project3 Projco Limited	1200	41.611	2024/25
	Forthwind Forthwind Limited	12	39.65	2023/24
	Seagreen Phase 1 Seagreen Wind Energy Limited	454	41.611	2024/25
	Sofia Offshore Wind Farm Phase 1 Sofia Offshore Wind Farm Limited	1400	39.65	2023/24

资料来源:BEIS, 平安证券研究所

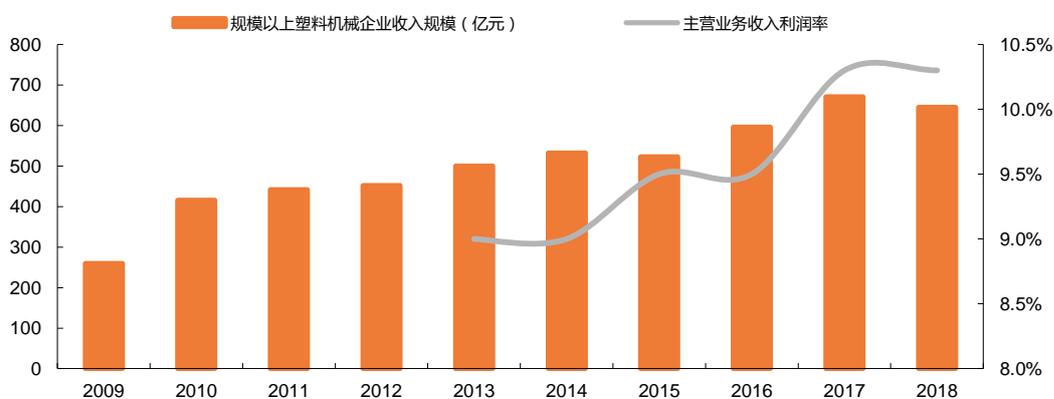
2.2 塑料机械：短期呈现调整，平稳发展可期

公司塑料机械铸件主要面向注塑机市场。注塑机是一种可以将热塑性塑料或热固性塑料，通过塑料成型模具，制成各种形状的塑料制品的机械设备，属于塑料成型设备行业即塑料机械行业的一个重要产品领域，生产的产品广泛应用于汽车、家电、3C 消费电子、医疗等领域。

在我国，注塑机一直处于塑料机械设备行业领域的主导地位，产值占比约为 40%，注塑机也是产量最大、产值最高、出口最多的塑料机械产品。而目前美国、日本、德国、意大利、加拿大等国家注塑机产量占塑料机械设备总量的比例达到 60%–85%。

2018 年，受中美贸易战以及国内经济增速放缓等因素影响，塑料机械行业呈现一定调整，国内规模以上塑机企业整体营收规模略有下滑，但盈利水平平稳。

图表21 近年国内规模以上塑机企业收入规模及盈利情况



资料来源:中国塑料机械工业协会, 平安证券研究所

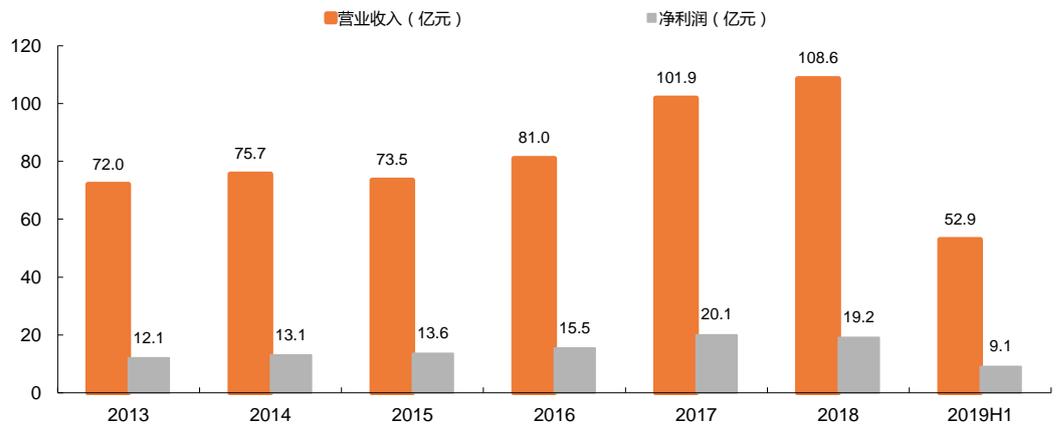
对公司而言，海天集团是公司注塑机铸件的主要客户，根据披露数据，2014–2015 年，公司对海天的销售收入约占公司注塑机铸件销售收入的一半。海天集团是国内最大的注塑机企业，收入和利润规模远高于国内竞争对手，其上市平台海天国际 2019 上半年销售收入 52.9 亿元，同比下滑 14.03%，净利润 9.1 亿元，同比减少 22.23%。

图表22 2019 年国内塑机企业排名 (按 2018 年的收入和利润)

排序 (按收入)	企业名称	排序 (按利润)	企业名称
1	海天塑机集团有限公司	1	海天塑机集团有限公司
2	震雄集团有限公司	2	伊之密
3	伊之密	3	泰瑞机器
4	博创智能装备股份有限公司	4	震雄集团有限公司
5	力劲科技	5	富强鑫精密工业股份有限公司
6	泰瑞机器	6	博创智能装备股份有限公司
7	富强鑫精密工业股份有限公司	7	宁波双马机械工业有限公司
8	东华机械有限公司	8	宁波海达塑料机械有限公司
9	宁波海达塑料机械有限公司	9	力劲科技
10	宁波双马机械工业有限公司	10	宁波海雄塑料机械有限公司

资料来源:中国塑料机械工业协会, 平安证券研究所

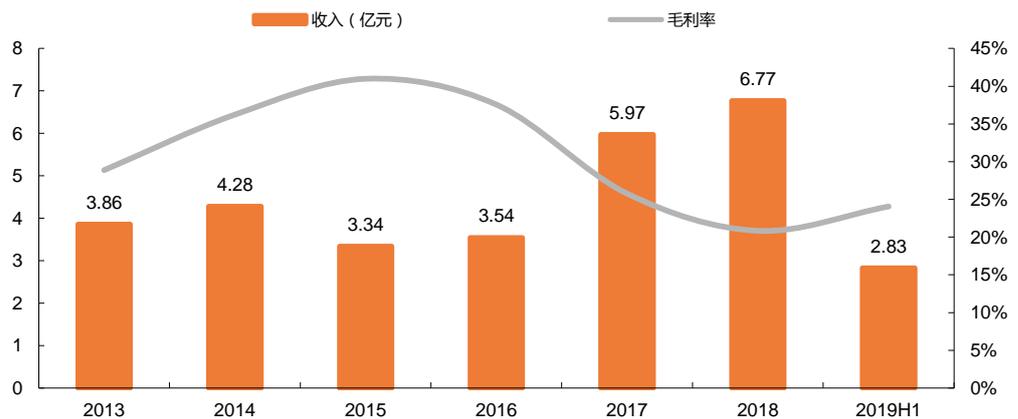
图表23 海天国际近年的经营业绩



资料来源:WIND, 平安证券研究所

公司塑料机械铸件业务与下游行业景气度高度相关, 2018 年实现收入 6.77 元, 同比增长 13.43%。在风电铸件供不应求的情况下, 估计公司产能分配将侧重于风电, 塑料机械铸件有望保持平稳。

图表24 日月股份塑料机械铸件业务收入和毛利率情况



资料来源:wind, 平安证券研究所

三、 风电铸件供给刚性, 公司竞争优势明显

3.1 风电铸件扩产难度较大, 供给相对刚性

(1) 风电铸件具有重资产属性

风电铸件生产主要包括毛坯生产和精加工两大环节, 两大环节都具有重资产属性, 公司产品交付也分为毛坯交付以及机加工交付两种情形。

图表25 铸件产品生产的主要工序包括铸造和精加工环节



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

根据公司披露的年产 18 万吨（一期 10 万吨）海上装备关键部件项目的投资情况，10 万吨产能对应的投资达 6.7 亿元，预期的投资回收期（所得税后）约 7.3 年。

图表26 年产 18 万吨（一期 10 万吨）海上装备投资明细

序号	项目	投资（万元）
1	建设投资	54098
1.1	建筑工程费	27428
1.2	设备购置费	21804
1.3	工程建设其他费用	2290
1.4	预备费	2576
2	建设期利息	1612
3	铺底流动资金	11770
4	合计	67480

资料来源:公司网站, 平安证券研究所

而在精加工环节, 根据公司披露数据, “年产 12 万吨大型海上风电关键部件精加工生产线建设项目”总投资为 89,204 万元, 其中: 设备及其辅助安装工程投资 84,101 万元, 工程建设其他费用 2,505 万元, 预备费 2,598 万元。

(2) 风电铸件生产属于劳动密集型

对于年产 18 万吨（一期 10 万吨）海上装备关键部件项目, 所需要的人员约 600 人; 而对于年产 12 万吨大型海上风电关键部件精加工生产线建设项目, 规划的生产相关人员达 484 人。整体看, 风电铸件生产工艺较为复杂, 对熟练技术工的需求较大。

图表27 年产 18 万吨（一期 10 万吨）海上装备关键部件项目人力配置

序号	工部	工作性质	人员数量
1	熔炼工部	炉子操作工、配料、起重机工、修炉工、	31
2	造型工部	造型工、开箱、落砂工、起重机工、辅助工	180
3	砂处理工部	砂处理工、辅助工	29
4	清理工部	粗清、精清、打磨、油漆、浇冒口切割、废砂处理、辅助工、库存、发货	154
5	机电修理维护		35
6	废铁处理、废渣、氧站、仓库等管理		6
7	工艺、质量、设备、土建工程		31
8	品管、质检		28
9	生产、财务、营销、安保、采购、文员		57

序号	工部	工作性质	人员数量
10	后勤人员		21
11	各级管理		28
	合计		600

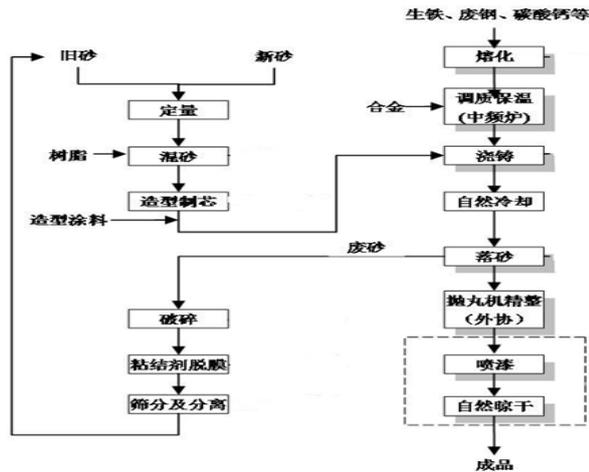
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表28 年产12万吨大型海上风电关键部件精加工生产线人员配置

	部门	人数
机加工部	机加工车间	234
	设备服务部	8
	技术部	9
	质监部门	48
涂装工部	涂装车间	152
	设备服务部	8
	质监部门	25
	总计	483

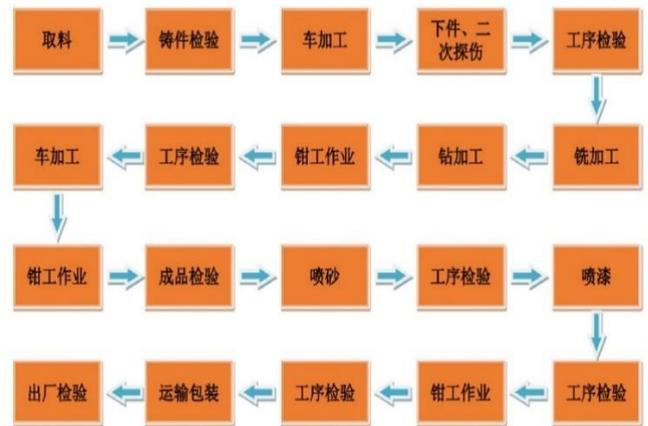
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表29 风电铸件生产工艺流程图



资料来源：公司网站，平安证券研究所

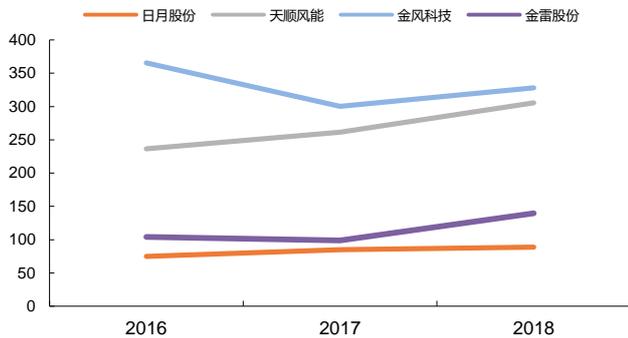
图表30 风电铸件精加工工艺流程



资料来源：公司网站，平安证券研究所

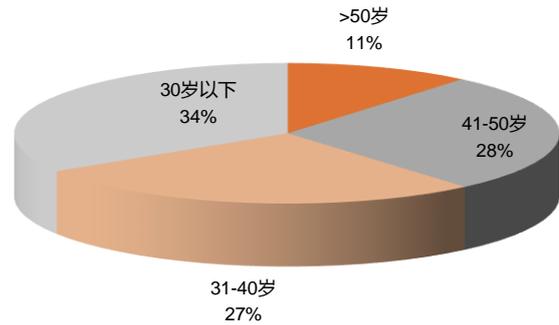
相对于风电制造其他环节，铸件生产的劳动密集程度更高，人均产值相对偏低，熟练技术工对于产能扩充的约束力度更大。

图表31 风电制造主要环节代表公司人均收入(万元/人)



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表32 日月股份员工年龄结构(截至2016年年中)



资料来源:WIND, 平安证券研究所

(3) 产能建设经严格环保审查

风电铸件生产涉及到废水、废气等污染物的排放,产能的建设、技改都面临严格的环保审查,从而使得项目的可行性以及实施周期都具有不确定性。

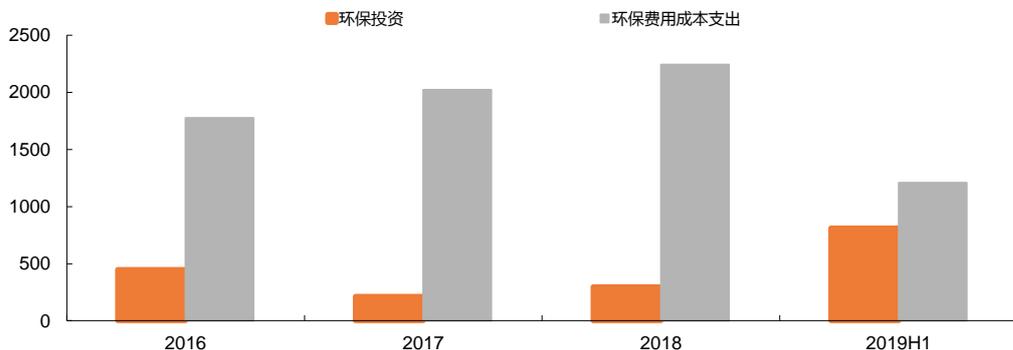
此外,环保问题也将涉及到额外的支出。以日月股份为例,公司环保相关支出涉及环保投资以及环保费用成本支出,其中,环保投资主要包括环保设施的采购、安装调试和建设改造等支出,环保费用成本支出指除环保投资外的其他支出,主要包括环保设施运行相关电力费用、环保专职人员薪酬费用、主要环保设施折旧、固废危废及污水处理费、环保设施运行维护费、环保监测检测费、排污费等。

图表33 日月股份近年的污染物排放情况

类别	主要污染物名称	2018	2017	2016
废水	COD _{Cr}	2.22t	2.02t	2.22t
	悬浮物	0.80t	0.81t	1.14t
	氨氮	0.26t	0.24t	0.19t
废气	粉尘颗粒物	166.97t	202.44t	173.51t
	SO ₂	25.92t	26.42t	22.22t
	NO _x	20.46t	20.30t	21.80t
	非甲烷总烃	22.09t	20.28t	20.44t
	二甲苯	6.21t	7.38t	5.53t
噪声	白天噪声/日月股份及精华金属	55dB	57dB	58dB
	白天噪声/日星铸业及月星金属	60dB	53dB	56dB
	夜间噪声/日月股份及精华金属	49dB	48dB	
	夜间噪声/日星铸业及月星金属	46dB	37dB	47dB
危废	废油漆渣、废油漆桶、废切削液废过滤纸、废树脂砂、废试剂、废试剂瓶、废矿物油、废办公用品等	103.05t	84.86t	57.13t

资料来源:公司网站, 平安证券研究所

图表34 日月股份近年的环保相关支出（万元）



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

(4) 产线建设周期较长

18万吨（一期10万吨）海上装备关键部件项目截至2018年3月已完成所有前期工作，并开始土建施工，预计将于2020年投产，施工建设周期达2年，而考虑前期工作，则周期更长。根据公司披露情况，该项目于2016年4月完成在象山县发改委的备案，2016年12月获得象山县环境保护局的环境影响报告书相关批复，2017年3月获得项目用地使用权。因此，该项目从项目备案到投产的时间跨度达4年之久。

精加工方面，年产12万吨大型海上风电关键部件精加工生产线建设项目于2019年4月启动前期准备工作，2019年5月底开始进入设备招投标和设备采购程序，预计2020年2月进行设备安装及调试，2020年7月进入加工线试运行阶段，2021年12月竣工达产，计划总建设工期32个月，建设周期亦较长。

综上，风电铸件产能扩张实施难度较大，扩产周期较长，如果需求端快速变化，供给端难以迅速匹配，因此在风电抢装背景下，风电铸件容易供不应求。

图表35 年产12万吨大型海上风电关键部件精加工项目预期的实施进度计划

序号	任务名称	2019年			2020年				2021年				
		II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
1	前期工作及方案设计	■											
2	设备招投标、设备采购		■	■	■								
3	设备安装及调试				■	■	■	■	■				
4	加工线试运行						■	■	■	■	■		
5	项目竣工验收、正式投产												■

资料来源:公司网站, 平安证券研究所

3.2 成本管控能力突出，公司竞争优势明显

根据中国铸造协会对风电设备行业平均水平进行测算，每MW风电机组大约需要20~25吨铸件，其中轮毂、底座、主轴、主梁、轴承座等合计约15~18吨，齿轮箱部件约5~7吨。2018年全球新增风电装机51.3GW，其中国内新增装机21.1GW，粗略估算2018年全球的风电铸件需求103-128万吨，国内风电铸件需求42-53万吨。

目前，国内风电铸件制造企业较多，主要的上市公司包括日月股份、吉鑫科技、永冠能源、华锐铸业（大连重工子公司）、江苏一汽铸造有限公司（天奇股份子公司）、豪迈科技、佳力科技等，与日月股份类似，上述部分企业除了生产风电相关铸件，也生产塑料机械等领域的铸件产品。

整体来看，2018 年风电铸件相关上市公司盈利状态不佳，日月股份的规模最大、盈利状况最好。

图表36 主要风电铸件相关上市企业 2018 年经营情况

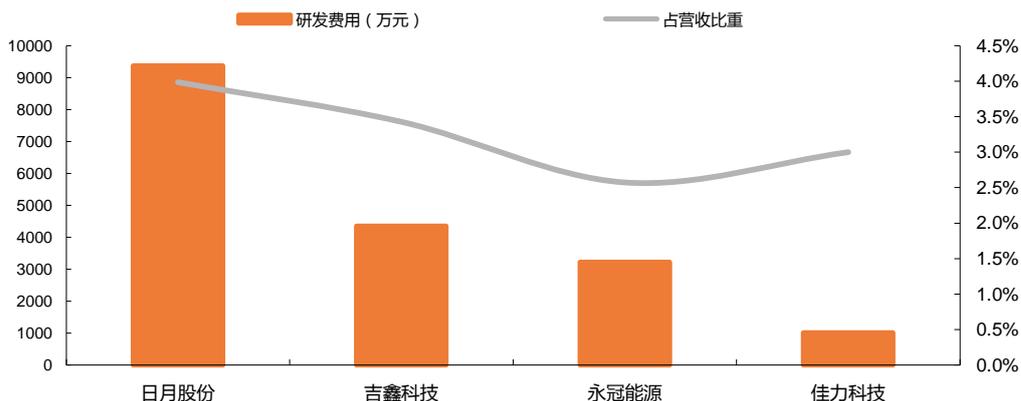
	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	毛利率	净利率
日月股份	23.5	2.8	21.39%	11.94%
永冠能源	12.5	-0.68	13.41%	-4.42%
吉鑫科技	12.7	-0.6	3.33%	-5.22%
江苏一汽铸造	7	0.28	20.51%	4%
豪迈科技（铸造业务）	5.3		21.89%	
华锐铸业	5.2	0.07		1.4%
佳力科技	3.3	-0.26	9.39%	-8%

资料来源：WIND，平安证券研究所

截至 2018 年底，日月股份铸造产能达 30 万吨，形成了相对主要竞争对手的规模优势，具体表现在：

- ✓ 公司有条件利用规模化采购的优势，在与材料供应商的谈判中占据有利地位，从而在保证材料供货质量和及时性的同时，较为有效地控制采购成本；
- ✓ 较大的产销规模一方面保证了研发经费的稳定投入，有利于巩固和发展公司在产品技术研发领域的比较优势，另一方面也保证了公司在安全、环保节能等方面的投入；
- ✓ 较大的产销规模保证了公司具有较强的设备投入力度，有利于工艺的进一步优化与完善，提高材料的利用率和产出效率，降低生产成本，增加产品附加值；
- ✓ 较大的产销规模提升了公司经营的稳定性和员工职业发展预期，有利于留住人才、吸引人才。

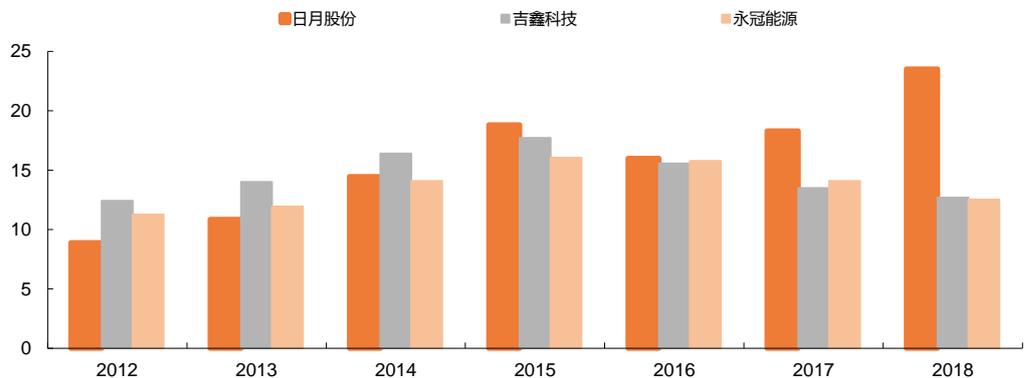
图表37 四家公司 2018 年研发费用及其收入占比



资料来源：WIND，平安证券研究所

与风电铸件主要竞争对手永冠能源和吉鑫科技在更长的时间跨度内比较，公司显示出较好的成长能力。在总的收入规模方面，尽管三家公司业务相似，从 2012 年到 2018 年，日月股份的收入规模从落后变成大幅领先，体现了公司优秀的经营管理能力。

图表38 三家公司收入规模对比（亿元）



资料来源:WIND, 平安证券研究所

单看风电铸件业务，日月股份相对主要竞争对手吉鑫科技不管在收入规模还是毛利率方面均拉开了差距，公司风电铸件毛利率长期明显高于吉鑫。

图表39 日月与吉鑫风电铸件业务收入和毛利率的比较

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
收入(亿元)	4.36	6.27	9.31	14.70	11.73	11.74	15.88
毛利率(%)	21.87	25.99	29.55	36.47	34.59	23.43	21.64
销量(万吨)		6.37	9.64	14.72	12.27	11.93	15.09
收入(亿元)	12.03	13.36	15.92	17.35	15.29	13.07	12.23
毛利率(%)	16.40	16.41	19.07	22.17	27.21	13.24	1.92
销量(万吨)		12.18	14.88	15.86	13.65	11.75	11.09

资料来源:WIND, 平安证券研究所

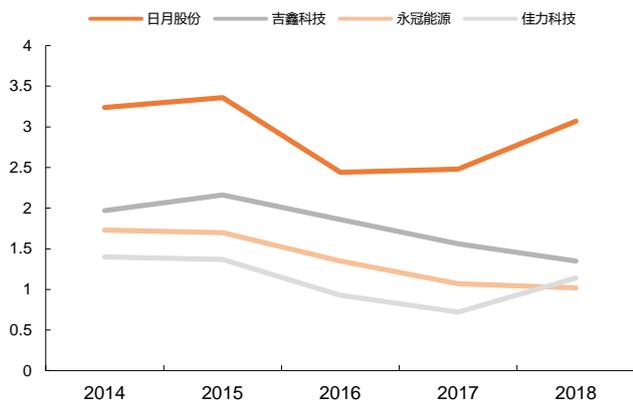
风电铸件成本管控方面，公司相对主要竞争对手长期处于竞争优势，随着规模优势的逐步体现，单吨成本方面的优势进一步凸显。除了直接材料单吨成本更低以外，公司营运能力更强，固定资产周转率明显更高，单吨制造费用相对更低，体现出公司优秀的经营管理能力。

图表40 日月和吉鑫风电铸件业务近年的单吨收入和成本情况（元/吨）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售单价	9843	9658	9986	9560	9841	10524
合计成本	7285	6804	6342	6254	7534	8249
其中：直接材料	4640	4082	3307	3169	4945	5594
人工	627	642	646	769	710	789
制造费用	975	931	909	780	735	728
外协加工	1043	1148	1480	1536	1144	1138
销售单价	10969	10699	10939	11201	11123	11028
合计成本	9870	7755	7286	6264	9652	10812
其中：原辅材料及能源动力	6940	4997	4443	3348	5665	6832
人工	426	305	280	299	768	789
制造费用	1306	1142	1151	1292	1847	1812
外协加工	1196	1312	1412	1324	1373	1379

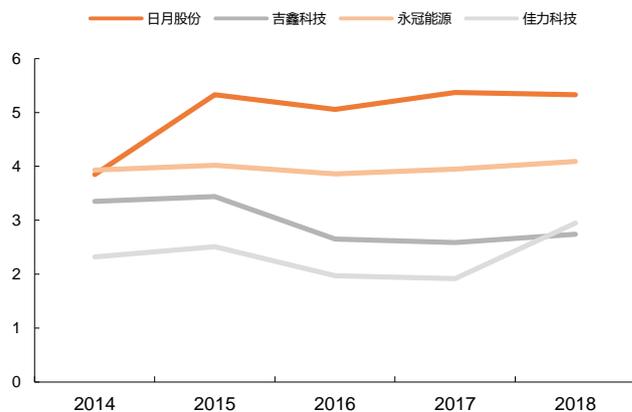
资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表41 可比公司近年的固定资产周转率情况



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表42 可比公司近年的存货周转率情况



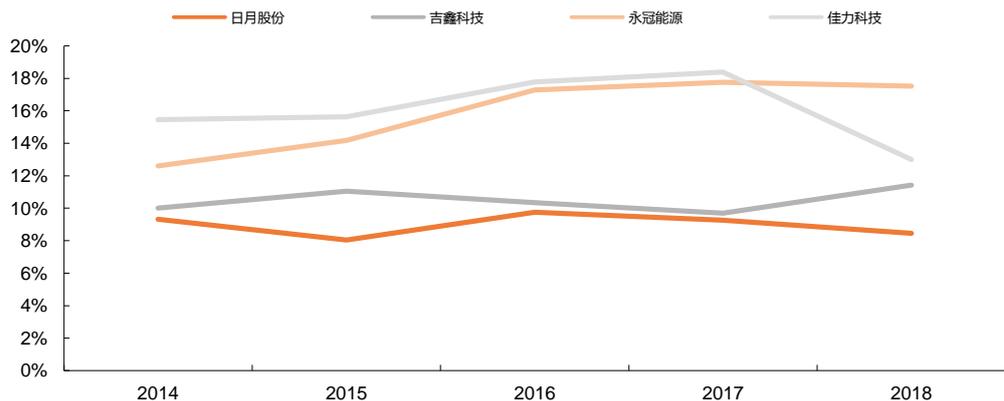
资料来源:WIND, 平安证券研究所

费用管控方面,公司竞争优势依然明显,在研发费用率相对更高的情况下,公司销售、管理、研发合计的费用率低于主要竞争对手。其中,公司销售费用率仅2%左右,明显较竞争对手低,除了规模效应带来的费用摊薄外,公司主要客户南高齿、海天等离公司距离较近,另外部分外协精加工产品的运输费用由外协单位承担,相当于计入了成本。

财务费用方面,截至2018年底公司无有息负债,资产负债率低于主要竞争对手,财务费用率明显更低,同时公司资产负债表也具有更大的扩张空间。

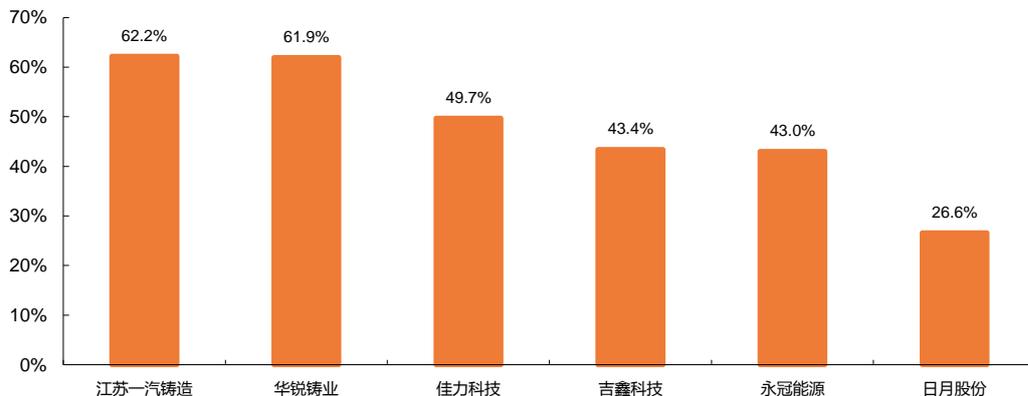
基于更大的规模、更好的盈利水平、更优秀的经营管理能力,公司具有更强的技改或扩产的能力。公司2016年IPO上市募集资金近10亿元,近期可转债申请获得证监会审核通过,拟募集资金不超过12亿元,主要用于新建优质精加工产能,规模优势和盈利水平优势有望进一步强化。

图表43 四家公司销售、管理、研发合计的费用率比较



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表44 截至 2018 年底日月股份资产负债率低于主要竞争对手



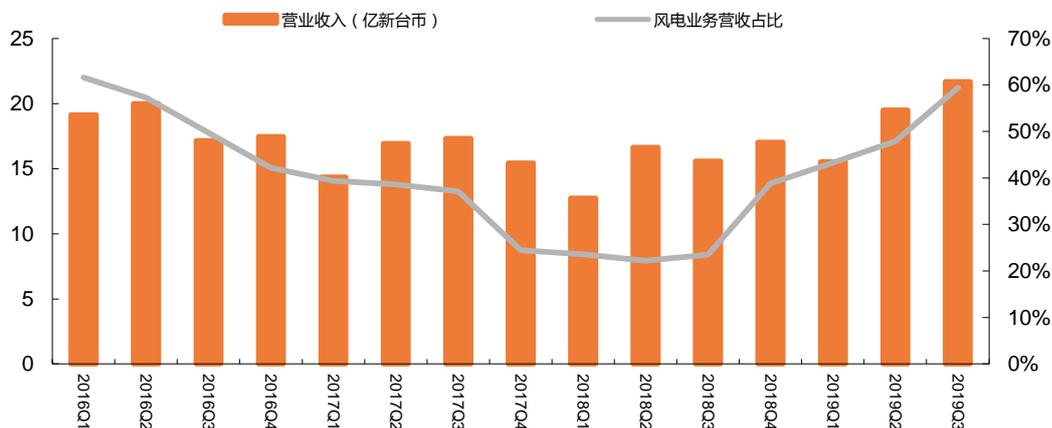
资料来源:WIND, 平安证券研究所

四、量利齐升可期，步入成长快车道

4.1 产能持续扩张，出货量有望较快增长

截至 2018 年底，公司铸件产能达 30 万吨，尽管近年产能规模逐步增长，产能利用率依然处于高位，上半年公司满负荷生产，铸件产量达 15.4 万吨，主要竞争对手永冠的风电铸件出货量也在大幅增长，显示出行业旺盛的需求。

图表45 永冠能源近期的风电铸件出货快速爬坡

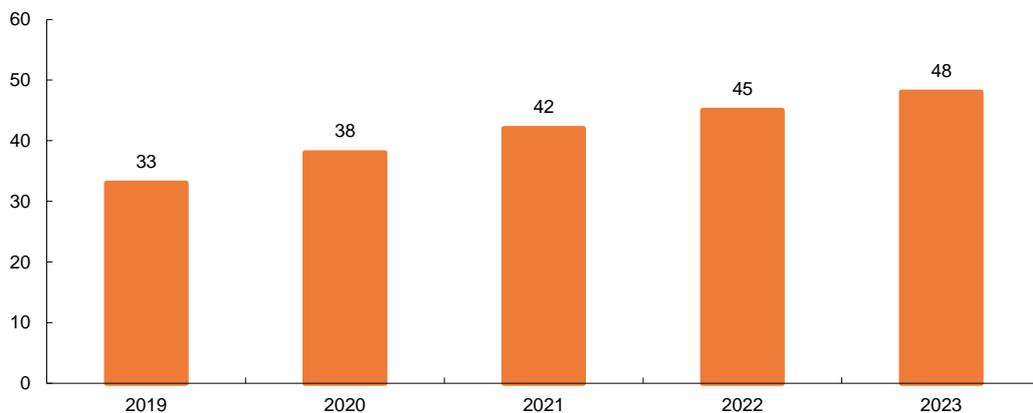


资料来源:永冠能源, 平安证券研究所

2019 年 9 月，公司公告新日星年产 18 万吨（一期 10 万吨）海上装备关键部件项目通过预验收，预计后续完成最终验收后将步入产能爬坡阶段，有望为 2020 年提供较大的产能增量；考虑公司目前较好的盈利和现金流状况，估计新日星年产 18 万吨（二期 8 万吨）海上装备关键部件项目后续也有望启动建设。

根据公司预测，2020 年毛坯铸造环节年化产能将不低于 38 万吨，未来几年产能规模有望持续增加。

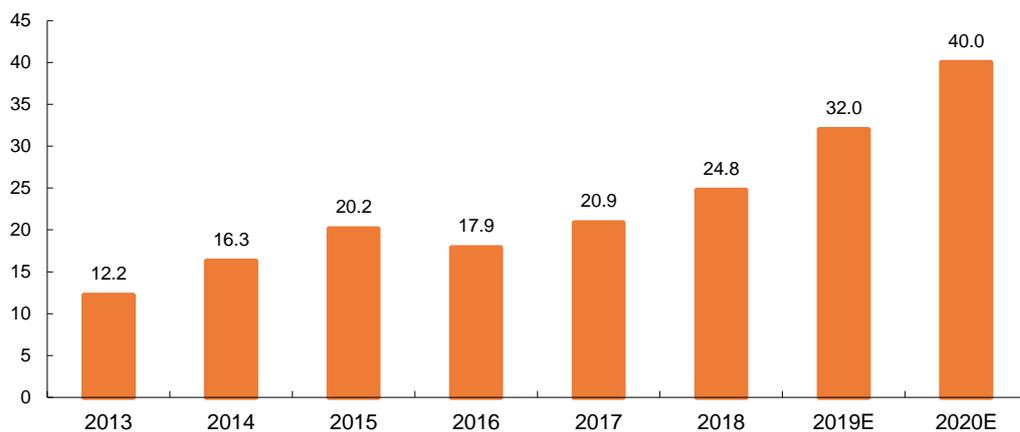
图表46 公司预测的毛坯铸造环节未来几年的最低年化产能（万吨）



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

在风电行业景气向上的背景下, 产能规模的提升有望带动出货量的快速增长, 预计 2019 年出货规模超过 30 万吨, 2020 年有望达到 40 万吨。

图表47 公司未来铸件产品出货量预测（万吨）



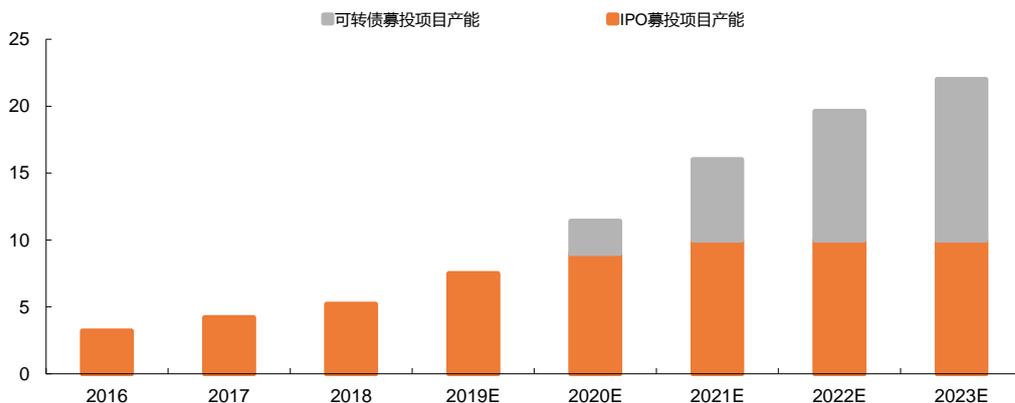
资料来源:公司网站, 平安证券研究所

精加工方面, 公司精加工产能主要包含 IPO 募投项目以及本次可转债募投项目产能, 根据公司披露情况, IPO 募投项目近年处于逐渐的产能释放阶段, 预计于 2020 年一季度竣工, 并形成年产 10 万吨大型铸件精加工生产能力。

本次可转债募投项目计划于 2020 年 2 月进行设备安装及调试, 2020 年 7 月进入精加工线试运行阶段, 2021 年 12 月竣工; 据预测, 2020 年度、2021 年度、2022 年度、2023 年度, 该项目实际产能分别达到 20%、50%、80%、100%的设计产能。

因此, 未来公司精加工产能有望持续较快的增长。目前, 公司精加工依然较大比例依赖外协, 随着产能的增加, 公司自主精加工产品比例也有望较快增长。

图表48 公司近年的精加工产能情况（万吨）



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

图表49 公司近年不同类型产品的销售情况（万吨）

	2016	2017	2018	2019H1
毛坯交付	10.34	13.09	14.51	5.81
自主精加工交付	2.69	3.72	4.87	3.1
外协精加工交付	4.83	4.06	5.38	5.98
合计	17.87	20.87	24.76	14.89

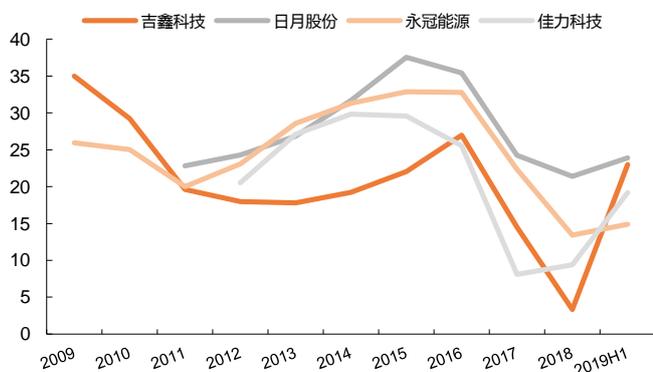
资料来源:公司网站, 平安证券研究所

4.2 多重因素叠加，盈利水平有望提升

1、供需趋紧，风电铸件行业整体盈利水平有望提升

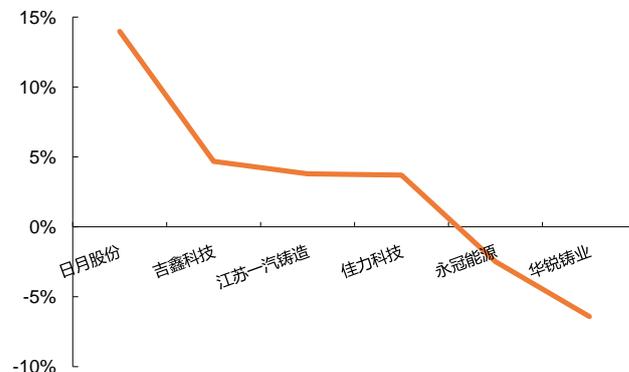
受原料价格上涨以及风电需求不振等因素影响，过去几年铸件企业盈利水平呈现下滑，日月、吉鑫、永冠等 2018 年的毛利率水平均是近十年最低水平。2018 年三季度以来，随着风电市场的复苏，风电铸件整体呈现供需偏紧的状态，2019 上半年铸件企业盈利水平整体同比有所改善，但部分企业依然处于亏损状态，行业整体的盈利状况不佳，低于历史盈利中枢水平。

图表50 主要风电铸件企业近年毛利率情况（%）



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表51 2019 上半年主要风电铸件企业的净利率情况



资料来源:WIND, 平安证券研究所

预计 2020 年的国内新增风电装机同比增速有望达到 20%以上，海外需求也有望同步增长，考虑风电铸件供给相对刚性（近年行业盈利能力偏弱，整体扩产动力不足），供需偏紧的状况有望加剧，推动风电铸件行业盈利水平的提升。

2、公司产品结构升级，附加值有望提升

■ 大兆瓦产品比例有望提升

风机大型化已经成为行业趋势：一方面，海上风电加快发展，2018 年以来新招标的海上风机项目主流机型为 5MW 及以上单机容量风电机组；另一方面，陆上风电机组平均功率等级也在提升，尤其是北方高风速区域的风电项目，2019 年招标的乌兰察布和兴安盟平价大基地项目所采用的机组以 4MW 及以上单机容量风电机组为主。

风机大型化意味着更大、更重的风电铸件产品的需求增加。以金风 GW121/2000 和 GW131/2300 机组为例，前者叶轮（不含叶片）的重量 23.7 吨，尺寸为直径 4.1m、高度 3.5m，而后者重量 37.8 吨，直径 4.7m、高度 3.83m，差异明显。

风电铸件体积和重量变大对生产设备的载荷能力、加工速度等方面提出更高的要求，导致制造难度增加，估计大兆瓦产品的销售价格和盈利水平都将相对更高。

2019 年下半年以来，公司大兆瓦风电铸件订单高速增长，截至 2019 年 8 月底，公司 4MW 以上风电铸件产品手订单约 7.28 万吨，约占 2018 年风电铸件销量的 48%。

图表52 截至 2019 年 8 月底公司 4MW 以上风电铸件在手订单情况

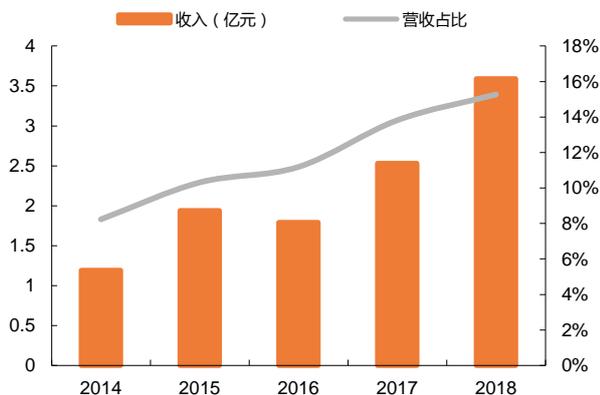
序号	客户名称	产品名称	订单重量/吨
1	上海电气	轮毂、底座等	15196
2	中国海装	轮毂、主机架等	35797
3	远景能源	轮毂、主轴、机舱底板等	7060
4	金风科技	轮毂、底座等	1627
5	东方风电	轮毂、前机架等	200
6	明阳智能	轮毂、机舱弯头等	12575
7	GE	前机架、中机架等	395
合计			72849

资料来源：公司网站，平安证券研究所

■ 海外业务收入占比有望提高

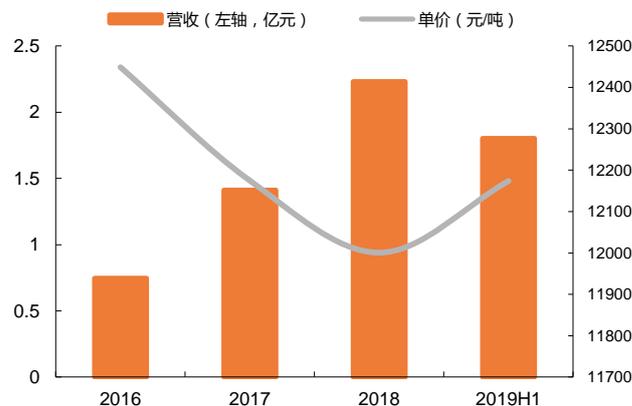
近年，公司海外业务增长速度较快，营收占比不断提升，其中，风电铸件业务提供了主要的增量。2018 年海外业务毛利率达 43.3%，远高于公司整体的毛利率水平。

图表53 海外业务的收入和营收占比情况



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表54 公司风电铸件的外销情况

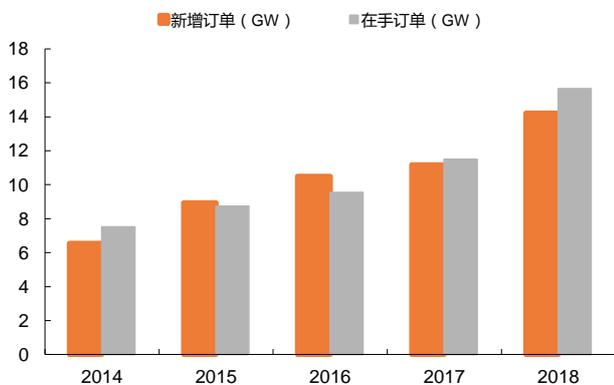


资料来源:公司网站, 平安证券研究所

公司风电铸件海外客户主要包括维斯塔斯, GE、西门子-歌美飒等海外风机巨头, 近年, 海外风机企业加大了在中国市场的风机零部件采购力度, 公司亦有望在这一趋势下扩大出口规模。与此同时, 海外风机巨头的新增订单仍在持续增长, 西门子-歌美飒 2019 财年的陆上风电订单达 9.4GW, 同比增长; 维斯塔斯 2019 年前三季度的新增订单 13.4GW, 同比增长 54.5%。

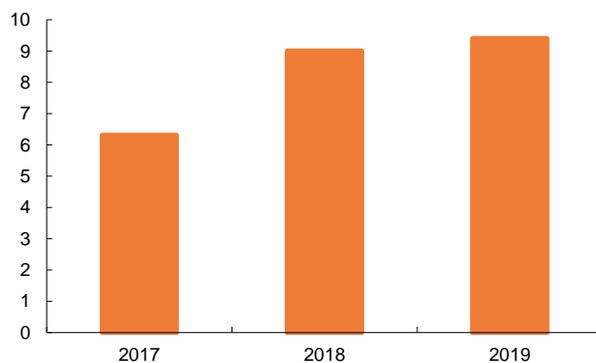
海外风机巨头新增订单的较快增长将推动风电铸件的采购需求, 公司作为国内风电铸件龙头企业, 出口规模有望快速增长, 推动外销营收占比的进一步提升以及综合毛利率的提升。

图表55 维斯塔斯近年新增订单和在手订单情况



资料来源:维斯塔斯, 平安证券研究所

图表56 西门子-歌美飒各财年陆上风机新增订单 (GW)



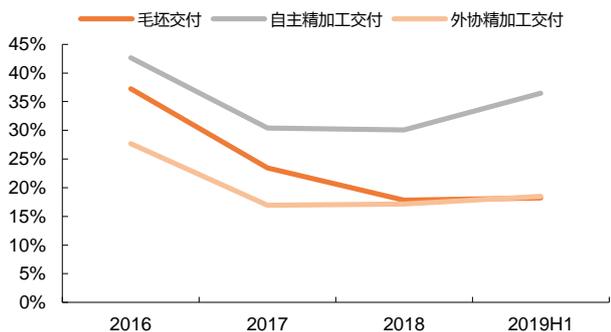
资料来源:西门子-歌美飒, 平安证券研究所

3、自主精加工产品比例有望逐步提升

如上所述, 随着 IPO 募投的精加工产能建设项目逐步投产, 公司自主精加工产品的交付规模不断增大, 推动自主精加工产品销售收入占比的持续提升; 2018 年, 自主精加工产品销售收入占比达到 33.1%。

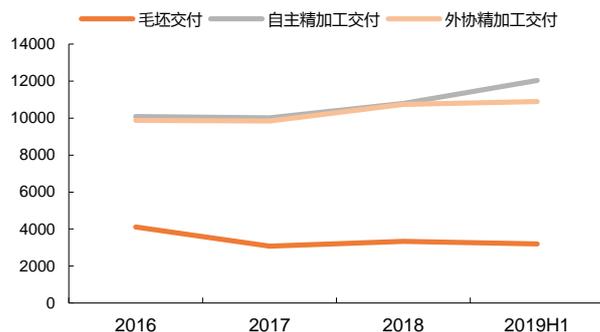
随着 IPO 募投项目的完全达产以及可转债募投项目产能的陆续释放, 估计公司精加工产能的增长速度将高于毛坯产能的增长速度, 而自主精加工产品的销售价格相对更高, 推动自主精加工产品销售收入占比的进一步提升, 考虑自主精加工产品的毛利率明显更高, 公司综合毛利率有望提升。

图表57 不同交付类型产品的毛利率情况



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

图表58 不同交付类型产品销售价格 (元/吨, 不含税)



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

公司在风电铸件领域具有突出的竞争力, 随着产能的扩充以及精加工能力的补充, 公司竞争优势有望进一步巩固、强化。风电铸件在风电制造产业链各环节中属扩产难度相对较大的环节, 在当前风电行业抢装背景下, 风电铸件可能出现供不应求, 而当前风电铸件企业盈利状态处于历史较低水平, 行业整体的盈利水平有望提升。公司未来通过产品结构优化、出口占比提升以及精加工能力的加强都有望提升自身的盈利水平。

图表59 公司两大主业收入和毛利率预测

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
风电铸件	收入 (亿元)	11.74	15.88	27.06	37.88	41.26
	毛利率	23.43%	21.64%	24.75%	28.79%	30.47%
塑料机械铸件	收入 (亿元)	5.97	6.77	6.10	6.10	7.63
	毛利率	25.77%	20.84%	24.46%	25.46%	25.98%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

预计公司 2019-2020 年营业收入分别为 34.01、44.84 亿元, 归母净利润 4.94、8.02 亿元, 对应的 EPS 0.93、1.51 元, 动态 PE 19.7、12.1 倍。公司估值水平略高于风电行业可比公司估值, 考虑风电铸件竞争格局相对较好, 公司作为风电铸件龙头具有较大成长空间, 且风电板块整体偏低估, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

图表60 风电板块可比公司估值比较

	当前股价 (2019.11.22)	EPS			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
金风科技	12.1	0.76	0.62	0.96	15.9	19.5	12.6
明阳智能	11.38	0.31	0.55	1.09	36.7	20.7	10.4
天顺风能	5.99	0.26	0.43	0.56	23.0	13.9	10.7
金雷股份	13.11	0.49	0.85	1.3	26.8	15.4	10.1
平均					25.6	17.4	11.0
日月股份	18.27	0.53	0.93	1.51	34.6	19.7	12.1

资料来源: WIND, 平安证券研究所

六、风险提示

- 1、风电行业政策变化风险。当前，国内陆上风电和海上风电迎来抢装，2020 年国内新增风电装机有望高速增长，如果政策发生变化，可能导致新增装机规模不及预期。
- 2、原材料价格波动风险。公司主要原材料为生铁和废钢，其价格走势对毛利率影响较大，如果未来原材料价格大幅上涨，可能导致综合毛利率水平不及预期。
- 3、新产能建设进度不及预期风险。公司多个铸件毛坯及精加工项目处于建设阶段，由于涉及环保等因素，可能存在建设进度不及预期的风险。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2958	3402	3572	4036
现金	932	1015	1055	1415
应收票据及应收账款	1603	1798	1938	2041
其他应收款	3	7	6	8
预付账款	13	32	24	35
存货	395	537	536	525
其他流动资产	12	12	12	12
非流动资产	1087	1471	2096	2541
长期投资	0	0	0	0
固定资产	768	956	1459	1858
无形资产	159	162	168	176
其他非流动资产	161	353	469	507
资产总计	4045	4874	5668	6577
流动负债	1016	1464	1535	1572
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	911	1319	1365	1436
其他流动负债	105	146	171	136
非流动负债	60	67	74	85
长期借款	0	2	4	5
其他非流动负债	60	65	70	80
负债合计	1076	1531	1610	1657
少数股东权益	0	0	0	0
股本	407	531	531	531
资本公积	912	789	789	789
留存收益	1698	2072	2632	3278
归属母公司股东权益	2969	3343	4058	4920
负债和股东权益	4045	4874	5668	6577

现金流量表单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	206	649	860	1076
净利润	281	494	802	969
折旧摊销	97	98	144	207
财务费用	-6	-16	-18	-22
投资损失	-18	-14	-10	-10
营运资金变动	-159	87	-59	-68
其他经营现金流	11	0	0	0
投资活动现金流	-127	-469	-759	-641
资本支出	209	385	625	444
长期投资	60	0	0	0
其他投资现金流	142	-84	-134	-197
筹资活动现金流	-33	-97	-60	-75
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	2	3	1
普通股增加	6	124	0	0
资本公积增加	43	-122	0	0
其他筹资现金流	-83	-101	-63	-75
现金净增加额	45	83	40	360

利润表单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2351	3401	4484	4974
营业成本	1848	2564	3220	3500
营业税金及附加	15	14	18	20
营业费用	40	51	67	75
管理费用	65	116	126	134
研发费用	94	129	170	174
财务费用	-6	-16	-18	-22
资产减值损失	3	5	6	7
其他收益	15	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	18	14	10	10
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	324	568	919	1111
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	320	564	916	1107
所得税	40	70	114	138
净利润	281	494	802	969
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	281	494	802	969
EBITDA	389	632	1029	1277
EPS (元)	0.53	0.93	1.51	1.82

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	28.3	44.7	31.8	10.9
营业利润(%)	24.1	75.1	62.0	20.8
归属于母公司净利润(%)	23.8	76.0	62.4	20.9
获利能力				
毛利率(%)	21.4	24.6	28.2	29.6
净利率(%)	11.9	14.5	17.9	19.5
ROE(%)	9.4	14.8	19.8	19.7
ROIC(%)	8.5	13.7	18.7	18.7
偿债能力				
资产负债率(%)	26.6	31.4	28.4	25.2
净负债比率(%)	-29.4	-28.4	-24.2	-27.0
流动比率	2.9	2.3	2.3	2.6
速动比率	2.5	1.9	2.0	2.2
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.8
应收账款周转率	1.5	2.0	2.4	2.5
应付账款周转率	2.1	2.3	2.4	2.5
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.93	1.51	1.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.22	1.62	2.02
每股净资产(最新摊薄)	5.59	6.29	7.63	9.26
估值比率				
P/E	34.6	19.7	12.1	10.0
P/B	3.3	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	22.7	13.9	8.5	6.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033