

具备多重业绩弹性的风机铸件龙头

买入 首次

目标价格：暂无

投资要点：

公司是风电大型铸件龙头，全球份额 30% 左右，在风电设备景气上行和整机厂的补库存周期中，具有很强的话语权和业绩弹性。公司强大的铸造装备、工艺实力可以拓展到其他重大装备领域，并贡献业绩增量。公司在手现金可以进一步拓展业务领域。

➤ **风电大型铸件龙头，壁垒高。**公司是风电大型铸件龙头，全球市场份额 30% 左右，主要客户包括 GE、Vestas、金风科技、远景能源、联合动力等。风机铸件行业目前主要参与企业分为两类，一是专门从事风电相关铸件生产的企业，包括吉鑫科技、佳力科技、无锡桥联等，另一类是具有较强铸造能力的综合性设备企业，包括华锐铸钢、宁波日月、江苏一汽等。风机铸件行业市场集中度高，壁垒体现在硬实力和软实力两方面。硬件方面，公司装备领先，包括熔炼炉、保温炉、行吊等，可浇铸 150~160 吨的产品，在大容量产品方面具有显著的优势。软实力则是浇铸的成品率，铸造是一门工艺，对模具设计、冷却时间等都有经验的积累，成品率的高低决定了企业的盈利能力甚至存亡。吉鑫科技目前成品率超过 90%，体现出显著的竞争优势。公司的龙头地位决定了其对上下游的议价能力，景气周期中提高业绩弹性。

➤ **风电装机景气向上，零部件企业受益。**受益于风电并网环境的改善、风电场自身并网性能的提升，我国风电弃风率持续下降，良好的 IRR 回报驱动企业的风电投资热情。同时，国家能源局今年起自上而下主导跨区域送电，鼓励风电的发展，解决大气污染问题，我国风电建设正处在景气向上周期，今年新增装机有望达到 20GW 左右，同比增长达到 24% 左右。海外市场由于美国 PTC 政策的延续，市场将快速复苏，全球风电新增装机增速 2014 年有望达到 30% 左右。风电设备需求的景气将直接带动零部件市场，吉鑫科技显著受益。

主要经营指标	2,012	2,013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,243	1,400	1,935	2,392	2,823
增长率 (%)	-21.50%	12.66%	38.21%	23.63%	18.02%
归母净利润(百万)	11	20	167	314	408
增长率 (%)	-93.26%	79.97%	733.28%	88.46%	29.83%
每股收益	0.01	0.02	0.17	0.32	0.41
市盈率	571.43	317.81	38.04	20.19	15.55

电力设备与新能源研究组

分析师：

王静(S1180510120001)

电话：010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

徐超(S1180514050001)

电话：010-88085388

Email: xuchao3@hysec.com

胡颖(S1180210020002)

电话：010-88083525

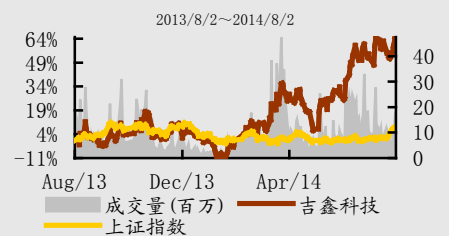
Email: huying@hysec.com

杨培龙(S1180514040001)

电话：010-88085788

Email: yangpeilong@hysec.com

市场表现



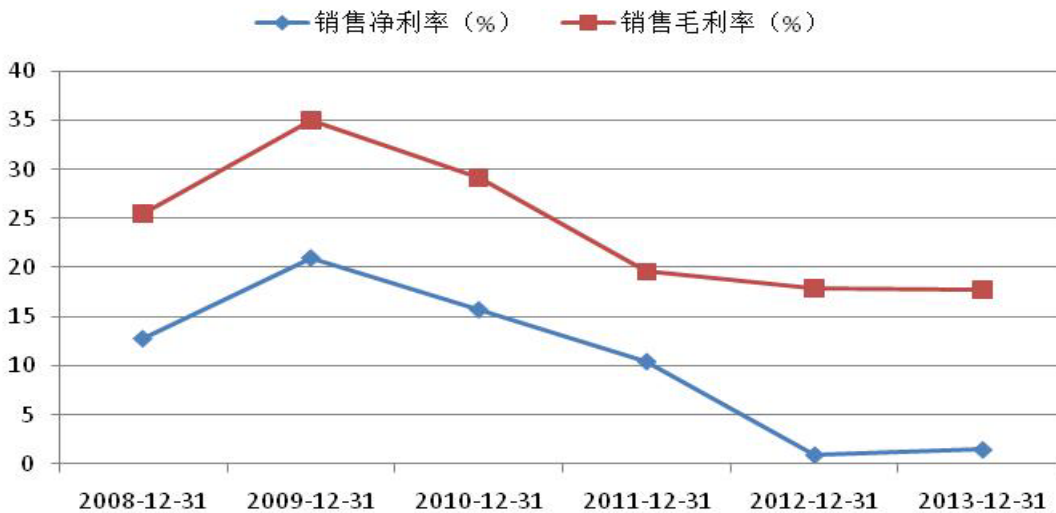
相关研究

整机厂商主动补库存，提升零部件企业需求弹性。国内风电整机厂商经历了2012、2013年的持续去库存和2013年风电景气的见底回升、2014年的市场需求的继续增长，行业进入了主动补库存期（见附图）。零部件企业的市场需求将具有比整机厂更大的弹性，吉鑫科技作为铸件龙将充分受益。

业务范围具有很强的扩展性。公司铸造业务具有很强的装备和工艺能力，未来有望实现业务拓展，例如军工、核电等领域，为我国重大装备制造贡献力量。此外，公司账面现金超过6亿元，资产负债率仅38%左右，闲置资金还具有很强的投资能力，可以寻求更好的投资回报。

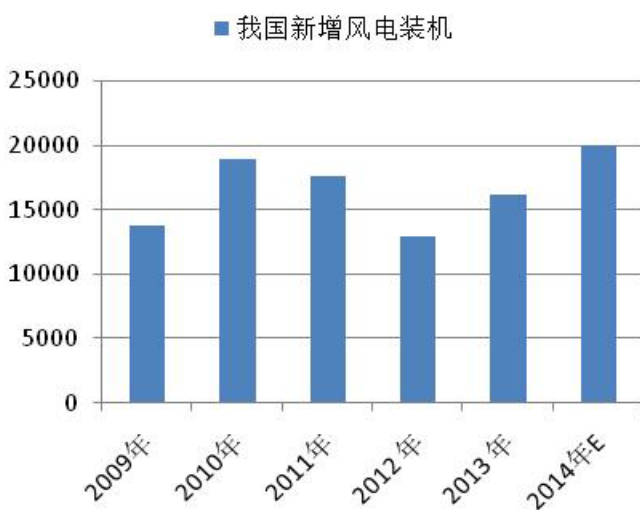
盈利预测与投资建议。由于风电设备行业的景气向上、整机厂商的主动补库存以及公司行业龙头地位带来的高话语权，吉鑫科技具有很强的业绩向上弹性。公司铸造业务强有力的装备和工艺能力，可以拓展至其他重大装备领域。预测公司2014-2016年每股收益分别为0.17、0.32和0.42元，目前股价对应的市盈率分别为38倍、20倍和16倍，首次给予“买入”评级。

图1：吉鑫科技毛利率、净利润率



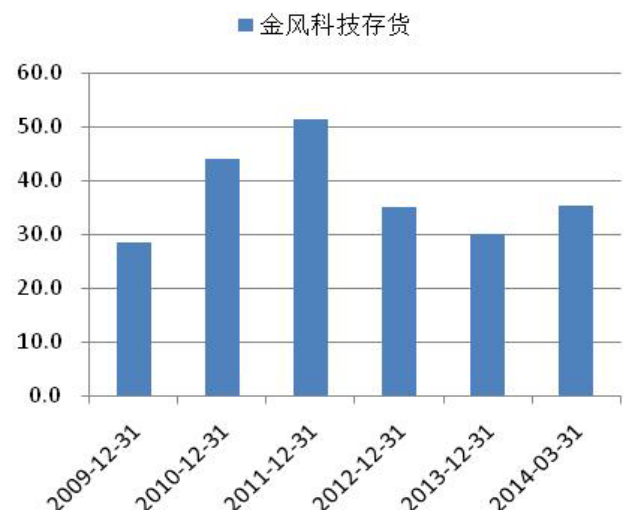
资料来源：公司公告，宏源证券

图2：我国风电装机复苏



资料来源：宏源证券研究所整理

图3：主机厂商进入补库存周期



资料来源：宏源证券研究所整理

表 1: 主要风电零部件企业盈利预测及估值

	2014EPS	2015EPS	2014PE	2015PE
大金重工	0.17	0.28	41.53	25.95
天顺风能	0.59	0.90	19.62	12.87
吉鑫科技	0.17	0.32	35.13	22.60

资料来源: WIND, 宏源证券研究所整理

表 1: 吉鑫科技财务报表预测

资产负债表(百万)					利润表(百万)				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,808	3,434	3,673	4,667	营业收入	1,400	1,935	2,392	2,823
现金	835	581	718	847	营业成本	1,151	1,513	1,709	1,940
应收账款	1,073	1,765	1,655	2,435	营业税金及附加	6	2	2	3
存货	403	605	621	729	营业费用	48	58	68	78
非流动资产	1,022	1,043	1,037	1,027	管理费用	79	90	106	120
固定资产	802	791	765	731	财务费用	56	58	120	184
无形资产	72	98	119	139	资产减值损失	36	19	19	20
资产总计	3,830	4,477	4,710	5,694	投资净收益	-2	0	0	0
流动负债	1,467	1,965	1,904	2,502	利润总额	22	196	370	480
短期借款	776	734	1,079	1,085	所得税	2	29	55	72
应付账款	318	454	419	556	净利润	20	167	314	408
其他					少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	104	86	65	43	归属股东净利润	20	167	314	408
长期借款	100	82	61	39	EPS(摊薄)	0.02	0.17	0.32	0.41
其他非流动负债	4	4	4	4					
负债合计	1,571	2,051	1,969	2,545	主要财务比率				
少数股东权益	7	7	7	7	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
归属股东权益	2,252	2,419	2,733	3,142	成长能力				
负债和股东权益	3,830	4,477	4,710	5,694	营业收入增长率	12.66%	38.21%	23.63%	18.02%
					净利润增长率	79.27%	735.42%	88.46%	29.83%
现金流量表					获利能力				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	毛利率	17.78%	21.80%	28.58%	31.28%
经营活动现金流	97	1	20	420	净利率	1.43%	8.62%	13.14%	14.46%
净利润	20	167	314	408	ROE	0.89%	6.88%	11.47%	12.96%
折旧摊销	97	87	94	101	偿债能力				
财务费用	56	58	120	184	资产负债率	41.01%	45.80%	41.80%	44.69%
投资损失	2	0	0	0	流动比率	1.91	1.75	1.93	1.87
营运资金变动	-75	-311	-508	-273	速动比率	1.64	1.44	1.60	1.57
其它	-4	1	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-72	-108	-88	-91	总资产周转率	0.37	0.47	0.52	0.54
筹资活动现金流	-38	-182	-141	-205	应收账款周转率	1.69	2.00	2.00	2.00
现金净增加额	-14	-288	-208	124	应付账款周转率	4.19	4.00	3.99	4.06

资料来源: 宏源证券研究所

作者简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180510120001。

徐超: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 证券执业资格证书编号 S1180514050001。

主要研究覆盖公司: 平高电气、许继电气、阳光电源、隆基股份、金风科技、航天机电、国电南瑞、置信电气、森源电气、大洋电机、大连电瓷、智光电气、中国西电、荣信股份、金智科技、风帆股份、合康变频、北京科锐、百利电气、众合机电、银星能源等。

机构销售团队

类别	姓名	手机号	手机号	邮箱	
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
广深片区	赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com	
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
	机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271
张瑶			010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
上海保险/私募		程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。