



# 风电抢装业绩反转 Q1业绩同比大增95%以上

——双一科技（300690）2018 年报点评

2019 年 03 月 15 日

强烈推荐/首次

双一科技

财报点评

|     |                       |                       |  |
|-----|-----------------------|-----------------------|--|
| 张明烨 | 分析师                   | 执业证书编号：S1480517120002 |  |
|     | zhang_my@dxzq.net.cn  | 0755-82832017         |  |
| 刘宇卓 | 分析师                   | 执业证书编号：S1480516110002 |  |
|     | liuyuzhuo@dxzq.net.cn | 010-66554030          |  |
| 罗四维 | 研究助理                  |                       |  |
|     | luosw@dxzq.net.cn     | 010-66554047          |  |
| 洪翀  | 研究助理                  |                       |  |
|     | hongchong@dxzq.net.cn | 010-66554012          |  |
| 徐昆仑 | 研究助理                  |                       |  |
|     | xukl@dxzq.net.cn      | 010-66554050          |  |

## 事件：

“风电抢装”的逻辑贯穿 19 年风电产业走势，公司作为风电复合材料龙头业绩反转确定性强。2019 年 3 月 12 日，公司发布 2018 年度报告。报告期内，受到主要客户合并损失订单及原材料价格上涨等因素影响，公司实现营业总收入 53617.8 万元，较上年同期下降 9.84%；归属于上市公司股东的净利润 8789 万元，较上年同期下降 20.5%。随着公司募投产能的逐渐释放和风电迎来装机热潮，公司业绩反转确定性强。19 年一季度预计盈利 3300-3800 万元，同比大幅增长 96.05%-125.75%。

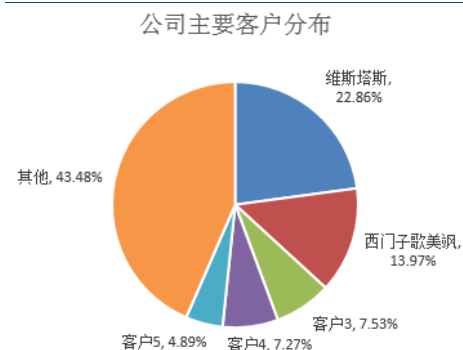
## 公司分季度财务指标

| 指标         | 2017Q2 | 2017Q3  | 2017Q4  | 2018Q1  | 2018Q2  | 2018Q3  | 2018Q4  |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 189.16 | 165.07  | 141.3   | 90.63   | 143.9   | 137.72  | 163.93  |
| 增长率（%）     | -      | 25.22%  | -1.13%  | -8.61%  | -23.93% | -16.57% | 16.01%  |
| 毛利率（%）     | 41.24% | 46.12%  | 41.06%  | 39.10%  | 36.70%  | 39.45%  | 33.96%  |
| 期间费用率（%）   | 19.87% | 15.97%  | 25.98%  | 19.96%  | 15.34%  | 15.54%  | 13.33%  |
| 营业利润率（%）   | 17.32% | 28.38%  | 13.14%  | 21.89%  | 21.38%  | 25.62%  | 9.02%   |
| 净利润（百万元）   | 27.70  | 40.90   | 18.27   | 16.83   | 27.14   | 32.82   | 9.71    |
| 增长率（%）     | -      | -00.41% | -02.90% | -28.44% | -02.02% | -19.76% | -46.82% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.54   | 0.59    | 0.26    | 0.24    | 0.25    | 0.30    | 0.09    |
| 资产负债率（%）   | 33.55% | 15.26%  | 11.81%  | 9.28%   | 12.04%  | 13.16%  | 14.74%  |
| 净资产收益率（%）  | 7.10%  | 4.47%   | 1.96%   | 1.77%   | 2.99%   | 3.49%   | 1.06%   |
| 总资产收益率（%）  | 4.71%  | 3.79%   | 1.73%   | 1.61%   | 2.63%   | 3.03%   | 0.91%   |

## 观点：

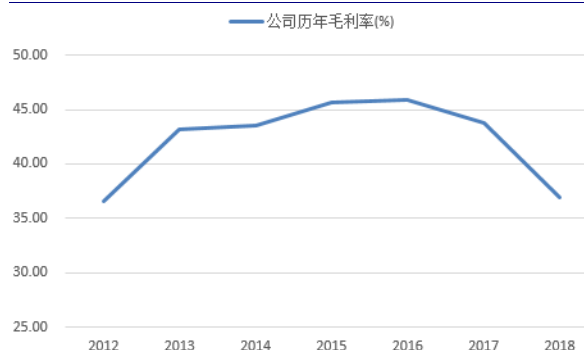
- 订单损失加上坏账计提导致18年利润同比下滑。公司是国内领先的风电配套设备生产企业，下游主要客户包括国际知名风电企业西门子歌美飒、维斯塔斯、金风科技、浙江运达等。
- 西门子和歌美飒分别为全球第二、第四大风电企业，2016年公司对西门子营业收入占公司总营收的16.48%。18年西门子歌美飒一、二季度进行业务合并，导致公司损失了一部分订单。
- 此外18年公司主要原材料玻璃纤维、树脂、胶衣和钢材等价格居高，公司整体毛利率出现较大下滑。全年毛利率为36.97%，同比下滑6.75个百分点，低于过去五年平均毛利率7.42个百分点，未来毛利率提升确定性较强。
- 公司18年计提坏账437.35万元，一定程度上影响了公司的年度净利润。

图 1:公司前五大客户稳定且集中



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

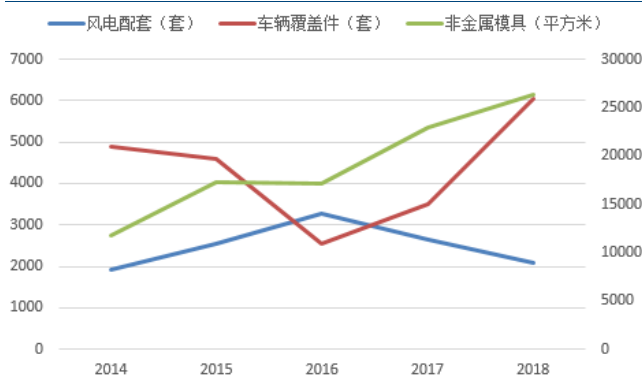
图 2:公司历年毛利率高且比较稳定



资料来源：wind、公司公告、东兴证券研究所

- 公司一直专注于复合材料的研发、生产、销售、服务，主要业务包括风电配套产品（机舱罩等）、非金属模具、工程车罩类等，主营占比分别为58.5%、30.3%和8.61%，2016年产能分别为3300套、18000平方米和5000套，且在不断提升。2018年公司产品销量分别为2203套、26326平方米和6044套。近几年海上风力发电设备新增越来越多，多为大功率风机，相应机舱罩也更大，因而销量有所降低；但对应价格也更高。工程车罩类产品销量逐年增加，不仅包括普通工程、农用车罩类产品，还涵盖了公共交通工具罩体以及轨道交通车辆部件，产品附加值更高。公司17年上市后募集资金将配套用于建设风电电机舱罩1000套和叶片模具25套、年产十万件车辆用复合材料制品项目，预计2020年7月之前完成投产。

图 3:公司主要业务规模不断扩大



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

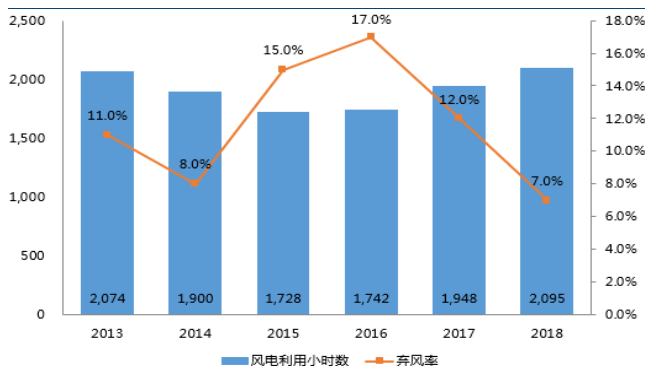
图 4:公司募集资金新建产能

| 单位：万元 |                  |          |
|-------|------------------|----------|
| 序号    | 项目名称             | 募集资金投资金额 |
| 1     | 机舱罩及大型非金属模具产业化项目 | 23,188   |
| 2     | 复合材料应用研发中心项目     | 5,018    |
| 3     | 年产十万件车辆用复合材料制品项目 | 12,058   |
| 4     | 补充流动资金           | 8,000    |
| 合计    |                  | 48,264   |

资料来源：wind、公司公告、东兴证券研究所

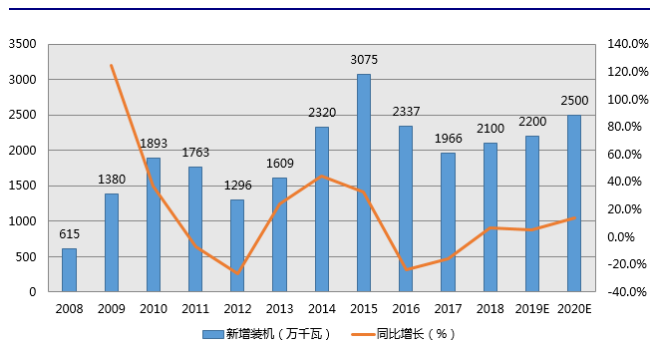
- **消纳问题改善，19-20年风机抢装成公司利好。**2018年，新增并网风电装机2059万千瓦，累计并网1.84亿千瓦，占全部发电装机9.7%。风电占全部发电量的5.2%，比2017年提高0.4 pct。风电平均利用小时数2095小时，同比增加147小时；平均弃风率7%，同比下降5 pct，弃风限电状况明显缓解。2017年因弃风率较高而被列入“红色预警”的六省中，内蒙古、黑龙江、宁夏已实现解禁，仅吉林、甘肃、新疆仍处于红色预警中。2016年12月28日国家发改委发布了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，降低2018年1月1日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价，2018年之前核准的项目执行降价前的电价。因此2017年核准的项目将在2019年底之前开工，迎来抢装潮，带来风电19-20年建设项目的增加。

图 5:风电利用小时数及弃风率变化



资料来源：中电联、东兴证券研究所

图 6: 我国风电年新增装机量预测



资料来源：国家能源局、东兴证券研究所

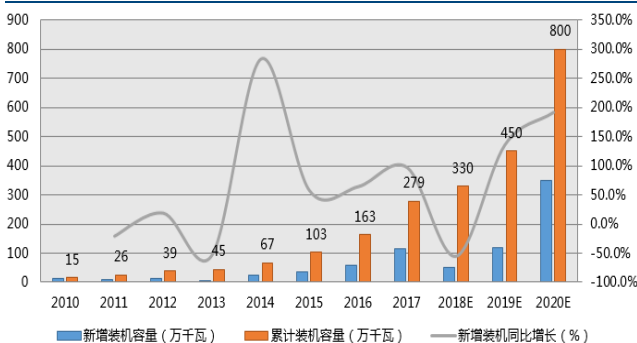
表 1: 海上风电 “十三五”规划

| 主体    | 规划内容                                                                                             |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 国家能源局 | 到 2020 年底，风电累计并网装机容量确保达到 2.1 亿千瓦以上，其中海上风电开工建设规模达到 <b>1000 万千瓦</b> ，力争累计并网容量达到 <b>500 万千瓦以上</b> 。 |
| 广东省   | 到 2020 年风电装机规模达到 800 万千瓦，其中海上风电力争实现 <b>开工建设 200 万千瓦、建成投产 100 万千瓦以上</b> 。                         |
| 浙江省   | 2020 年，建成海上风电场装机容量 <b>302 万千瓦</b> ；2030 年，建成海上风电场装机容量 <b>647 万千瓦</b> 。                           |
| 山东省   | 到 2020 年，建成风电装机 1400 万千瓦。规划鲁北、莱州湾、渤中、长岛、半岛北、本岛南等六个百万千瓦级海上风电场，总装机规模 <b>1275 万千瓦</b> 。             |
| 江苏省   | 新增 300 万千瓦（已建成 46 万千瓦），到“十三五”末争取累计并网约 <b>350 万千瓦</b> 。                                           |
| 海南省   | 海上风电规划总装机容量 <b>395 万千瓦</b> ；至 2020 年，争取投产东方近海风电装机共 <b>35 万千瓦</b> 。                               |
| 福建省   | 2020 年，建成海上风电装机 <b>200 万千瓦以上</b> ；2030 年 <b>500 万千瓦以上</b> 。2015-2030 年海上风电装机平均每年投产 30 万千瓦。       |
| 广西省   | “十三五”时期风电新增装机规模为 300 万千瓦，新建和续建风电装机规模为 450 万千瓦，总投资 400 亿， <b>探索北部湾地区海上风电开发</b> 。                  |
| 上海市   | “十三五”期间，全市新增风电装机 80~100 万千瓦，总装机达到 140 万千瓦。                                                       |

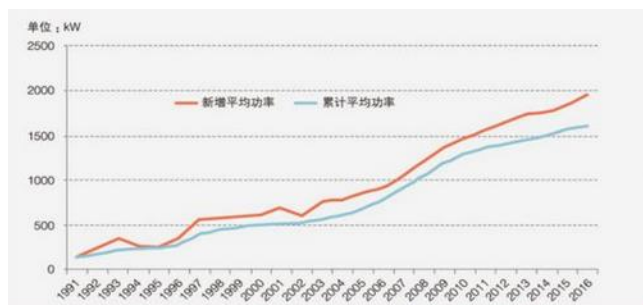
资料来源：公开资料、东兴证券研究所

- **海上风电成下一个竞技场，大型化趋势不改。**我国拥有1.8万千米的海岸线，蕴含着非常丰富的风资源，而且海上风速较陆地更高，平均海上风机利用小时数可达3000小时，陆地风资源较好的地区利用小时数仅2000小时左右，海上风电拥有极强的资源优势。海上风电目前可以享受0.85元/kWh的高补贴电价，在目前平均0.62元/kWh的度电成本下，享有非常高的投资收益率。在陆上风电电价下降、风电场资源紧张

的情况下，海上风电已成为行业新的增长点和发展方向。国家能源局发布规划，计划2020年底海上风电装机达到5GW，在建10GW。各沿海省份也发布了各自的海上风电发展规划，总体计划规模远超5GW。我们认为2020年海上风电总装机有望突破8GW，保持高增长态势。风电场资源有限，未来新投运的风机将更加注重对资源利用效率的提升，因此大型化是必然趋势，对于公司生产风机配套零部件来说是重大利好。

**图 7:海上风电装机量将持续增长**


资料来源：CWEA、东兴证券研究所

**图 8:风机平均功率逐年增长**


资料来源：CWEA、东兴证券研究所

- **大客户订单在手，19-20年业绩增长确定性较强。**公司风电配套零部件出货量在全球占比13%左右，出口国外维斯塔斯、西门子歌美飒等大客户的占公司营收的60%以上。通常供货周期在半年左右，公司18年底开始接到全球第一大风电企业维斯塔斯新增订单，份额占比由70%提高到90%，在西门子歌美飒的份额占比也达到60%，目前订单量充足。另外公司募投项目中十万件车用复合材料项目将在现有车辆覆盖件的基础上，完善结构件、功能件等产业链条，成为公司新的业绩增量。18年公司业绩基数较低，19-20年公司业绩将迎来大幅增长。
- **公司19年一季度业绩预告，盈利3300万元-3800万元，同比增长96.05%-125.75%。**

### 结论：

19-20年我国风电产业将迎来装机高峰，国外风电产业稳健发展。公司作为全球第二、国内最大的风电配套生产企业，将在风电稳健发展和大型化趋势中充分受益。目前公司订单量充足，19-20年募投项目新增产能逐渐释放将给公司带来业绩增量。我们预计公司2019年-2021年的营业收入分别为7.32亿元、9.77亿元和12.30亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.39亿元、1.91亿元和2.42亿元，每股收益分别为1.25元、1.72元和2.18元，对应PE分别为19倍、14倍和11倍。我们看好公司未来发展，首次覆盖，予以“强烈推荐”评级。

### 风险提示：

新项目投产不及预期；下游产品需求不及预期。

**公司盈利预测表**

| 资产负债表          |       |       |       |       |       | 利润表            |        |        |        |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       |       | 单位:百万元         |        |        |        |        |        |
|                | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |                | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>流动资产合计</b>  | 859   | 849   | 775   | 785   | 971   | <b>营业收入</b>    | 595    | 536    | 732    | 977    | 1230   |
| 货币资金           | 74    | 75    | 140   | 122   | 154   | <b>营业成本</b>    | 335    | 338    | 425    | 561    | 699    |
| 应收账款           | 230   | 220   | 292   | 395   | 494   | 营业税金及附加        | 8      | 8      | 11     | 14     | 18     |
| 其他应收款          | 4     | 4     | 6     | 8     | 10    | 营业费用           | 58     | 40     | 62     | 78     | 101    |
| 预付款项           | 3     | 5     | 5     | 8     | 10    | 管理费用           | 61     | 47     | 64     | 86     | 108    |
| 存货             | 86    | 116   | 128   | 180   | 217   | 财务费用           | 7      | -3     | 0      | 2      | 6      |
| 其他流动资产         | 430   | 398   | 164   | 16    | 17    | 资产减值损失         | 6.23   | 4.49   | 6.56   | 10.20  | 15.57  |
| <b>非流动资产合计</b> | 199   | 222   | 510   | 610   | 558   | 公允价值变动收益       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 投资净收益          | 4.69   | 14.40  | 6.35   | 4.35   | 7.78   |
| 固定资产           | 157   | 172   | 229   | 426   | 470   | <b>营业利润</b>    | 126    | 101    | 169    | 230    | 290    |
| 无形资产           | 24    | 29    | 26    | 23    | 21    | 营业外收入          | 2.92   | 1.75   | 0.73   | 0.98   | 1.23   |
| 其他非流动资产        | 6     | 4     | 4     | 4     | 4     | 营业外支出          | 0.02   | 0.10   | 0.13   | 0.17   | 0.21   |
| <b>资产总计</b>    | 1058  | 1070  | 1285  | 1395  | 1529  | <b>利润总额</b>    | 128    | 102    | 169    | 231    | 291    |
| <b>流动负债合计</b>  | 125   | 158   | 283   | 342   | 399   | 所得税            | 18     | 16     | 26     | 36     | 45     |
| 短期借款           | 0     | 8     | 0     | 128   | 155   | <b>净利润</b>     | 110    | 87     | 143    | 195    | 246    |
| 应付账款           | 76    | 91    | 104   | 143   | 175   | 少数股东损益         | 0      | -1     | 4      | 4      | 4      |
| 预收款项           | 2     | 13    | 16    | 20    | 28    | 归属母公司净利润       | 111    | 88     | 139    | 191    | 242    |
| 一年内到期的非流       | 0     | 0     | 100   | 0     | 0     | EBITDA         | 147    | 114    | 202    | 297    | 366    |
| <b>非流动负债合计</b> | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>EPS (元)</b> | 1.91   | 0.91   | 1.25   | 1.72   | 2.18   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>主要财务比率</b>  |        |        |        |        |        |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |                | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>负债合计</b>    | 125   | 158   | 283   | 342   | 399   | <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 0     | -2    | 3     | 7     | 12    | 营业收入增长         | 24.00% | -9.84% | 36.43% | 33.62% | 25.84% |
| 实收资本(或股本)      | 69    | 111   | 111   | 111   | 111   | 营业利润增长         | 1%     | -20%   | 68%    | 36%    | 26%    |
| 资本公积           | 600   | 559   | 559   | 559   | 559   | 归属于母公司净利润      | 57.94% | 37.51% | 57.94% | 37.51% | 26.55% |
| 未分配利润          | 224   | 234   | 269   | 297   | 344   | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权       | 933   | 914   | 999   | 1046  | 1118  | 毛利率(%)         | 45.84% | 43.72% | 36.97% | 41.85% | 42.58% |
| <b>负债和所有者权</b> | 1058  | 1070  | 1285  | 1395  | 1529  | 净利率(%)         | 18.56% | 16.13% | 19.58% | 19.98% | 20.00% |
| <b>现金流量表</b>   |       |       |       |       |       | 总资产净利润(%)      | 10.45% | 8.21%  | 10.80% | 13.68% |        |
| 单位:百万元         |       |       |       |       |       | ROE(%)         | 11.85% | 9.62%  | 13.90% | 18.25% | 21.61% |
|                | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 50    | 89    | 352   | 271   | 206   | 资产负债率(%)       | 12%    | 15%    | 22%    | 24%    | 26%    |
| 净利润            | 110   | 87    | 143   | 195   | 246   | 流动比率           | 6.87   | 5.38   | 2.74   | 2.30   | 2.43   |
| 折旧摊销           | 14.18 | 16.56 | 33.77 | 64.20 | 70.60 | 速动比率           | 6.19   | 4.64   | 2.29   | 1.77   | 1.89   |
| 财务费用           | 7     | -3    | 0     | 2     | 6     | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 应付账款的变化        | 0     | 0     | -72   | -104  | -99   | 总资产周转率         | 0.74   | 0.50   | 0.62   | 0.73   | 0.84   |
| 预收账款的变化        | 0     | 0     | 3     | 5     | 7     | 应收账款周转率        | 3      | 2      | 3      | 3      | 3      |
| <b>投资活动现金流</b> | -444  | 15    | -326  | -170  | -26   | 应付账款周转率        | 8.92   | 6.43   | 7.50   | 7.91   | 7.74   |
| 公允价值变动收益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |        |
| 长期股权投资减少       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股收益(最新摊薄)     | 1.91   | 0.91   | 1.25   | 1.72   | 2.18   |
| 投资收益           | 5     | 14    | 6     | 4     | 8     | 每股净现金流(最新)     | -0.27  | 0.03   | 0.58   | -0.16  | 0.28   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 376   | -101  | 38    | -119  | -148  | 每股净资产(最新摊)     | 13.45  | 8.24   | 9.00   | 9.43   | 10.07  |
| 应付债券增加         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 长期借款增加         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | P/E            | 12.61  | 26.46  | 19.25  | 14.00  | 11.06  |
| 普通股增加          | 17    | 42    | 0     | 0     | 0     | P/B            | 1.79   | 2.92   | 2.67   | 2.55   | 2.39   |
| 资本公积增加         | 465   | -42   | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA      | 10.89  | 22.85  | 13.00  | 9.02   | 7.30   |
| <b>现金净增加额</b>  | -19   | 3     | 65    | -18   | 32    |                |        |        |        |        |        |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张明烨

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所。

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

### 洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

### 徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。