

证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备新能源

新能源

日月股份 (603218)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2019年05月21日

战略布局海风电精加工，全面打开成长空间

证券分析师：方重寅
 联系人：王蔚祺

fangchongyin@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518030002
 wangweiqi2@guosen.com.cn

事项：

日月股份公告第四届董事会第十四会议决议，拟发行不超过规模不超过 12 亿元的可转债，其中 8.4 亿元用于建设 12 万吨大型海上风电关键部件精加工生产线建设项目，剩余 3.6 亿元计划补充流动资金。

国信电新观点：1) 大型海上风电部件精加工产能是全球范围内的稀缺产能，是目前 8MW 以上大型海上风电机组铸件生产的瓶颈环节，对于领先铸件生产商而言，得精加工者得天下。2) 日月股份的产品目前广受全球前十大风电整机厂商青睐，未来产能投运后利用率将得到有效保证。预期 2019 年底公司将具备 40 万吨的铸造产能，现有精加工能力 10 万吨，完全可以消化新增 12 万吨精加工能力。3) 公司顺应行业发展趋势，深化落地公司“两海战略”：我国海上风电目前在建和待建项目超过 10GW，并且面临紧迫的建设并网时点以保住核准电价；未来度电成本快速下降，国内将触发更大规模的装机需求，市场前景广阔。过去我国海上机组装机以 4MW 以上机型为主，而欧洲海上风电已经进入 8MW-10MW 的阶段，未来将进一步提升至 12MW。2019 年上海电气、金风科技、明阳智能为代表的整机厂商开始进入 6MW 以上海上机型的小批量商业化应用。日月股份在我国海上风电大型机组商业化应用元年提前布局精加工产能，牢牢把握市场先机，巩固自身的龙头地位。4) 风险提示：因行业发展速度或者公司客户合作不达预期，导致公司精加工产能无法充分利用，募集资金效益低于预期。5) 投资建议：假设本次可转债通过公司股东大会审议并获得证监会批准，海上大型风电部件的精加工费可达到 7000 元/吨以上，扣除每年设备折旧、人工和材料成本合计 1.5-1.8 亿元，12 万吨精加工产能（其中风电轮毂底座加工预计 10 万吨）将为公司贡献 4.4-4.7 亿元税后利润，将大幅提升公司 2020-2021 年的业绩，建议积极关注。继续维持此前盈利预测，预计 19-21 年归母净利润 4.90/8.04/9.23 亿，对应 EPS 为 1.20/1.97/2.27 元，对应当前股价 PE 为 19.2/11.7/10.2X，维持“买入”评级。

评论：

■ 海上大型风电部件精加工业务带来非常高的边际 ROE

过去我国海上机组装机以 4MW 以上机型为主，而欧洲海上风电市场已经进入 8MW-10MW 的阶段，未来将进一步提升至 12MW，甚至更高。我国海上以往装机容量在 4MW 以下，从 2019 年起上海电气、金风科技、明阳智能为代表的整机厂商开始进入 6MW 以上机型的小批量商业化应用。日月股份在我国大容量海上风电机组商业化应用元年提前布局精加工产能，牢牢把握市场先机，巩固自身的龙头地位。目前海上风电铸件市场售价在 1.5 万元-1.8 万元/吨，较陆上产品溢价超过 5000-8000 元/吨，溢价核心是精加工费用差异，精加工产能拥有非常高的边际业绩贡献能力。

表 1: 可转债募集资金项目效益估计

	2020	2021	2022
估计海上风电铸件出货量 (吨)	40000	80000	100000
加工费节约 (元/吨)	7000	7000	7000
可转债募投精加工达产进度	60000	90000	100000
精加工费节约合计 (百万元)	280	560	700
精加工产线年成本 (百万元)	90	135	150
募投资金项目产生的税后利润 (百万元)	161.5	361.25	467.5

资料来源:国信证券经济研究所估计

■ 海上大型风电部件精加工业务, 是唯有优秀风电铸件企业独享的蓝海市场

风电铸件精加工能力必须匹配铸造能力, 因此该项业务的掌控权完全在铸件生产商手里。目前我国优质风电铸件供给偏紧, 海上风电需求的爆发更加考验为数不多的优质铸件厂商供给能力。

表 2: 国内主要风电铸件供应商

企业名称	2019 铸造产能 (万吨)
日月股份	32
永冠集团	20
吉鑫科技	16
山东龙马	15
歌博铸造	15
华东风能	8
佳力科技	3.5

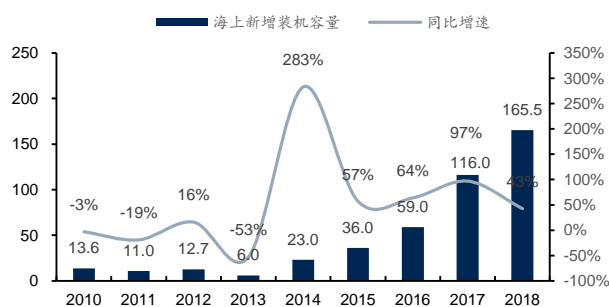
资料来源:各公司官网, 国信证券经济研究所整理

国内市场: 与陆上风电相比, 海上风能资源的能量效益要高 20%-40%, 具有风速高、电量大、运行稳定、适合大规模开发等优势, 根据中国气象科学研究院初步探明, 我国近海可开发和利用的风能储量有 750GW。2014 年 12 月, 国家能源局印发《全国海上风电开发建设方案 (2014-2016)》, 明确列入该建设方案的项目共 44 个, 总核准容量 10.5GW。

我国《风电发展“十三五”规划》提出 2016-2020 年将积极稳妥推进海上风电建设, 重点推动江苏、浙江、福建、广东等省的海上风电建设, 到 2020 年上述四省海上风电开工建设规模均达到百万千瓦以上; 在 2020 年全国力争达到开工建设规模达到 10GW, 累计并网容量从 2015 年的 1.03GW 提高到 5GW 以上。相应的适用于海上 3MW 以上机组的风塔需求正处于快速发展期。

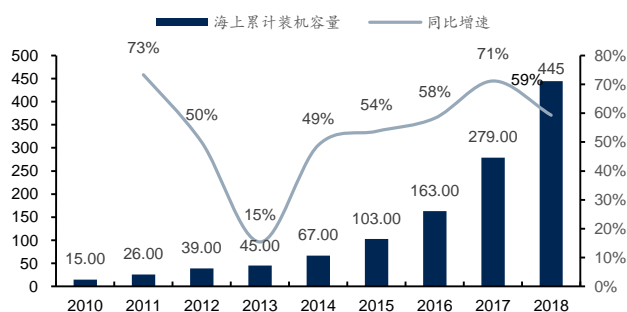
我国海上风电起步较晚, 2007 年首台海上风电机组在渤海湾石油钻井平台吊装, 2017 年才开始实现年装机超过 1GW 的规模化发展。但我国凭借海上资源稳定、大发电功率、便于消纳等特点, 近年来资源开发迅速, 市场前景广阔, 装机规模连续 5 年快速增长。根据行业统计, 2018 年我国海上风电招标容量约 5GW, 同比增长 60%。

图 1: 2010-2018 中国海上风机新增装机及增长率



资料来源: CWEA, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2010-2018 中国海上风机累计装机及增长率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

截止到 2018 年底，中国海上风电累计装机约 3.6GW，仅次于英国和德国，位居全球第三位，建成并网项目集中在江苏、上海地区，同时福建、广东、浙江海上风电开发建设进度明显加快，截至 2018 年底在建海上风电项目达到 6.6GW。

我国海上风电已基本具备大规模开发条件，下一阶段须通过技术创新和规模化开发，尽快摆脱补贴依赖，通过市场化方式实现快速发展。参照欧洲发展海上风电的经验，机组的大型化、规模化对于降低海上风电度电成本有显著作用。目前国内 2.5-4MW 的海上风电机组技术已经成熟，5-6MW 机组已经正式在市场中批量应用，新型大功率风力发电机正在逐步取代由陆上机组过渡而来的中小型风力发电机。此外，施工运维、勘测设计方面国内的施工方也在逐步积累相应经验。

表 3: 国内海上风电行业发展情况

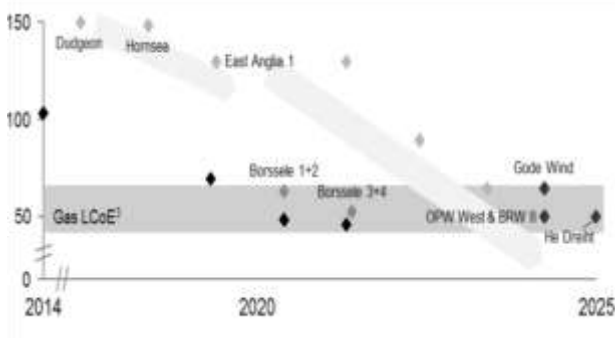
年份	海上项目机组年新增招标量	同比增速	已并网	已招标未吊装
2015	1.2		1.03	0.17
2016	1.9	58%	1.63	1.47
2017	3.4	79%	2.79	3.71
2018	5.0	47%	3.60	7.9
合计	11.5			

资料来源:金风科技、国信证券经济研究所整理

在国际市场，近年来海上风电的平均度电成本明显下降，特别是在海上风电发展的重点区域北欧。2017 年在英格兰东北海岸的 Hornsea One 风电场中标电价为 57.50 英镑/MWh，为 2015 海上风电新增项目电价的一半。2018 年德国也出现了零补贴的海上风电项目，全球风电度电成本的下降除了技术推动以外，与项目开发模式转为竞价上网的机制有很大的关系。在技术方面，单机容量的增加是关键，机组大型化快速降低了非风机部分的建设和运维成本。目前海外 8MW 机型已经投入商业运营并成为主流，最新机型已经从 9.5-12MW 方向发展。GE 公司的 12MW 将于 2019 年进行吊装测试。2011 年，由欧盟资助的一项研究表明，目前现有的材料可以支撑高达 20MW 容量的机组研发生产。未来仍有继续进步的空间。

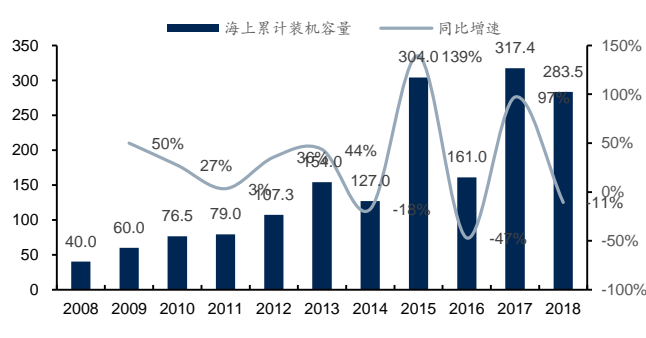
自从 2016 年墨西哥和西班牙首推风电竞价上网以来，海外新增风电项目全面转向竞价模式。这一趋势在短期内影响了部分市场的装机需求，并且在 2017-2018 年给风电机组价格带来显著下行压力，但同时也打开了风电的长期发展空间。竞价上网促进风电长期竞争力的提升，彭博新能源预测 2025 年以前海上风电的电价将降至 4 欧分/千瓦时。英国商业、能源和工业战略部 (BEIS) 计划到 2030 年英国 30% 的电力供应来自海上风电，届时英国海上风电装机将从目前的 8GW 提高到 30GW，英国政府还将给予 5.57 亿英镑的补助促进产业发展。

图 3: 西欧海上风电上网电价走势



资料来源: CWEA, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2008-2018 全球海上风机累计装机及增长率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

■ 投资建议: 积极关注公司业绩空间因精加工能力提升而进一步打开

假设本次可转债通过公司股东大会审议并获得证监会批准，海上风电铸件精加工费可达到 7000 元/吨以上，扣除每年设备折旧、人工和材料成本合计 1.5-1.8 亿元，12 万吨精加工产能（风电轮毂底座加工预计 10 万吨）将为公司贡献 4.4-4.7 亿元税后利润，将大幅提升公司 2020-2021 年的业绩，建议积极关注。继续维持此前盈利预测，预计 19-21 年归母净利润 4.90/8.04/9.23 亿，对应 EPS 为 1.20/1.97/2.27 元，对应当前股价 PE 为 19.2/11.7/10.2X，维持“买入”评级。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (5-20)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)	投资 评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E				
300129	泰胜风能	4.09	0.01	0.25	0.33	278.0	16.4	12.4	1.33	-3.04	2,941	增持
002202	金风科技	10.42	0.78	0.82	1.22	13.3	12.7	8.6	1.71	1.86	42,738	买入
002531	天顺风能	4.98	0.28	0.45	0.51	17.8	11.1	9.8	1.69	2.31	8,860	买入
300569	天能重工	18.60	0.72	1.62	2.08	25.8	11.5	8.9	1.59	2.07	2,790	买入
603218	日月股份	23.03	0.71	1.16	1.94	33.4	19.2	11.7	3.08	1.33	9,379	买入

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	932	765	200	974
应收款项	1606	1723	2745	2797
存货净额	395	944	1149	741
其他流动资产	25	33	46	51
流动资产合计	2958	3464	4140	4563
固定资产	851	897	1516	1381
无形资产及其他	159	155	152	149
投资性房地产	77	77	77	77
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	4045	4594	5885	6171
短期借款及交易性金融负债	0	0	479	100
应付款项	911	1214	1591	1778
其他流动负债	105	107	139	155
流动负债合计	1016	1321	2209	2033
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	60	60	60	60
长期负债合计	60	60	60	60
负债合计	1076	1380	2269	2093
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2969	3214	3616	4078
负债和股东权益总计	4045	4594	5885	6171

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.69	1.20	1.97	2.27
每股红利	0.20	0.60	0.99	1.13
每股净资产	7.29	7.89	8.88	10.01
ROIC	12%	17%	24%	25%
ROE	9%	15%	22%	23%
毛利率	21%	24%	27%	27%
EBIT Margin	16%	17%	21%	21%
EBITDA Margin	20%	19%	23%	24%
收入增长	28%	41%	38%	12%
净利润增长率	24%	74%	64%	15%
资产负债率	27%	30%	39%	34%
息率	0.9%	2.6%	4.3%	4.9%
P/E	33.4	19.2	11.7	10.2
P/B	3.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	21.9	16.9	10.9	9.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2351	3310	4554	5105
营业成本	1848	2522	3311	3711
营业税金及附加	15	24	33	37
销售费用	40	56	77	87
管理费用	65	159	185	182
财务费用	(6)	(21)	2	3
投资收益	18	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(3)	4	4	4
其他收入	(79)	3	3	3
营业利润	324	577	952	1092
营业外净收支	(4)	(1)	(6)	(6)
利润总额	320	576	946	1086
所得税费用	40	86	142	163
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	281	490	804	923

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	281	490	804	923
资产减值准备	(21)	25	19	(4)
折旧摊销	94	88	121	146
公允价值变动损失	3	(4)	(4)	(4)
财务费用	(6)	(21)	2	3
营运资本变动	(51)	(344)	(811)	549
其它	21	(25)	(19)	4
经营活动现金流	327	229	111	1614
资本开支	(148)	(152)	(752)	0
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(148)	(152)	(752)	0
权益性融资	47	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(80)	(245)	(402)	(462)
其它融资现金流	15	0	479	(379)
融资活动现金流	(98)	(245)	77	(840)
现金净变动	81	(167)	(565)	774
货币资金的期初余额	851	932	765	200
货币资金的期末余额	932	765	200	974
企业自由现金流	230	61	(634)	1622
权益自由现金流	245	79	(157)	1241

相关研究报告

《日月股份-603218-2019 年一季报点评-淡季不淡？业绩大增七成验证风电行业高景气度》 ——2019-04-26
 《日月股份-603218-首次覆盖-全球风电铸件龙头，乘风而上快速扩张》 ——2019-03-15

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032