

2019年07月22日

证券研究报告·公司研究报告

日月股份(603218) 电气设备

增持(首次)

当前价: 18.99元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

风电铸件龙头，开启扩产新篇章

投资要点

- 推荐逻辑:** 19~20 年风电行业复苏趋势明确，公司作为风电铸件龙头，将充分受益于行业复苏；公司开启扩产新篇章，铸件产能 19 年年底将达到 40 万吨，市占率将进一步稳步提升，同时发行可转债扩产精加工产能，提高精加工配套能力，将有效提升毛利率；公司成本优势突出，毛利率较行业平均水平高出 10 个百分点，净利率高出 15 个百分点。
- 风电行业复苏趋势明确，风电铸件需求无忧:** 风电作为新能源，与传统能源相比，环境成本低、分布广泛且储能巨大。截至 2018 年年底，国内风电累计装机 1.8 亿千瓦，占电源总装机比例为 9.7%，占比仍处于较低的水平，未来提升空间较大。三北受限后，风电装机结构性调整导致国内 16/17 年风电增长乏力，2018 年 3 月后三北地区解除红色预警，增长潜力巨大，同时弃风率持续改善，2019 年 Q1 风率同比大幅下降 4.5 个百分点至 4%，进一步提升风电运营 IRR，风电行业 2019~2020 年抢装较为确定，当前 2.0MW 风机招标价格较 18 年 9 月份低点反弹 6.7%，零部件产品价格也开始涨价，行业复苏趋势明显。
- 公司产能扩张行业领先，市占率逐步提升:** 2011 年以来，日月股份铸造产能一直在积极扩张，但竞争对手产能已停滞多年。目前国内产能超过 10 万吨的公司有四家，即日月重工(40 万吨)、吉鑫科技(16 万吨)、永冠集团(18 万吨)、山东龙马(10 万吨)，海外仅歌博(14.5 万吨)产能超过 10 万吨。公司产能规模及产能利用率均远超行业第二及第三名，龙头地位稳固。
- 盈利能力遥遥领先:** 公司毛利率持续领先于竞争对手，并且在 15 年之后风电行业趋势下行的情况下，公司与竞争对手的差距还在持续拉大。进入 2018 年，受原材料价格上涨等多方面影响，行业毛利率大幅下降，吉鑫科技毛利率仅为 3.3%，佳力科技毛利率仅为 9.4%，永冠能源仅为 13.4%，而日月同期为 21.4%。同时，随着公司规模扩张，三费率持续下降，导致其与竞争对手的净利率差异进一步拉大，18 年除日月有 11.9% 的净利率以外，同行全面亏损。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 19-21 年 EPS 分别为 0.89、1.37、1.70 元，未来三年归母净利润将保持 47% 复合增长率。公司成本优势显著叠加产能扩张，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动的风险，风电行业修复或不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2350.59	3363.00	4247.00	4807.00
增长率	28.35%	43.07%	26.29%	13.19%
归属母公司净利润(百万元)	280.55	469.06	725.12	898.01
增长率	23.82%	67.19%	54.59%	23.84%
每股收益 EPS(元)	0.53	0.89	1.37	1.70
净资产收益率 ROE	9.45%	13.87%	18.07%	18.84%
PE	36	21	14	11
PB	3.39	2.97	2.50	2.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 谭菁

执业证号: S1250517090002

电话: 010-57631196

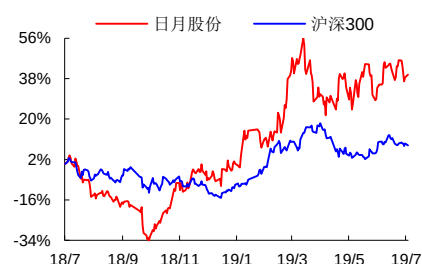
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 陈瑶

电话: 0755-23914886

邮箱: cyao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.31
流通 A 股(亿股)	1.29
52 周内股价区间(元)	11.81-27.92
总市值(亿元)	100.90
总资产(亿元)	42.81
每股净资产(元)	7.51

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 营收稳定增长，员工持股比例高	1
2 风电行业复苏趋势明确，风电铸件需求无忧	4
3 公司不断加强竞争优势，风电铸件龙头地位稳固	6
3.1 公司产能扩张行业领先，市占率逐步提升	6
3.2 公司成本优势明显，毛利率仍有较大提升空间	7
4 盈利预测	11
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 2018 年公司营收结构	1
图 2: 公司营收保持稳定增长	1
图 3: 公司毛利率波动较大	2
图 4: 公司净利润波动较大	2
图 5: 公司财务费用率大幅下降	2
图 6: 公司资产负债率较低	2
图 7: 公司持股比例集中	3
图 8: 公司行业所处地位	3
图 9: 全球历年新增风电装机 (GW)	4
图 10: 国内风电装机 (GW) 及风电电源结构占比	4
图 11: 风电利用小时数 (h) 及弃风率持续改善	5
图 12: 金风科技风机招标价格企稳回升	5
图 13: 风电铸件产品示例图	6
图 14: 日月股份销量增长显著快于行业同行 (万吨)	6
图 15: 日月股份营收 (百万元)	6
图 16: 公司产能逆势扩张 (万吨)	7
图 17: 公司风电铸件市占率稳步提升	7
图 18: 行业 2019 年产能规模排行 (万吨)	7
图 19: 2018 年公司风电类产品成本构成	9
图 20: 生铁及废钢价格与公司毛利率相关度较高	9
图 21: 行业研发投入对比	9
图 22: 海外销售毛利率显著高于国内	10
图 23: 海外占比逐步提升	10
图 24: 公司精加工产能提升空间较大	10

表 目 录

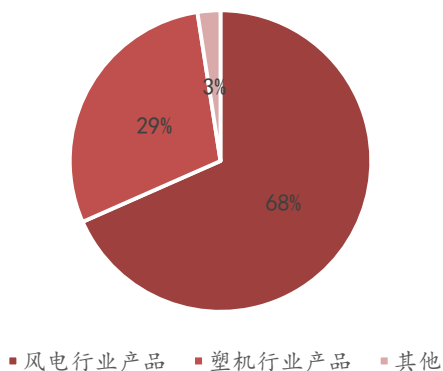
表 1: 13~18 年国内风电分区域装机情况 (万 KW)	4
表 2: 行业毛利率净利率对比	8
表 3: 行业可比公司固定资产&产能	8
表 4: 公司拟发行可转债扩产精加工产能	10
表 5: 分业务盈利预测	11
表 6: 可比公司估值	12
附表: 财务预测与估值	13

1 营收稳定增长，员工持股比例高

日月重工股份有限公司（以下简称“公司”），2007 年 12 月由傅明康、陈建敏、傅凌儿三名自然人在宁波共同发起设立，主营业务为大型重工装备铸件的研发、生产和销售。产品包括风电铸件、塑料机械铸件和柴油机铸件、加工中心铸件等其他铸件，主要收入来源为风电行业铸件。截至 2018 年底，公司已拥有年产 30 万吨铸件的产能规模，最大重量 110 吨的大型球墨铸铁件铸造能力，形成了以股份公司与精华金属所在的宁波市鄞州区、日星铸业与月星金属所在的宁波市象山县两大铸造生产基地及贤庠精加工生产基地。

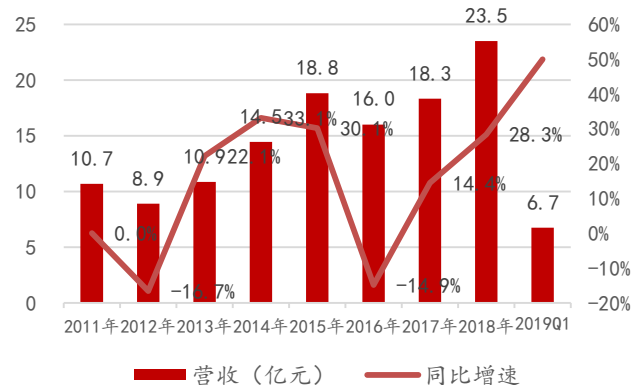
自 2012 年至今，除 16 年由于下游风电行业经过 2015 年抢装潮后有一定回落导致收入同比下滑以外，其营收均呈现稳定增长。公司 2018 年营业收入 23.5 亿元，同比增加 28.4%，较 2010 年增长 119.6%，年化复合增长率为 11.8%，2018 年增长较快主要是风电行业产品销售额同比增加 35.3% 所致。

图 1：2018 年公司营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司营收保持稳定增长

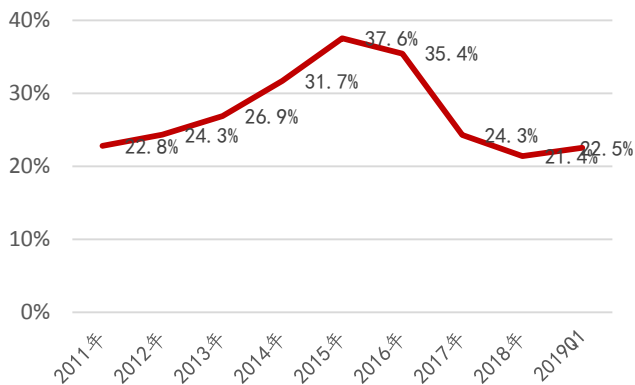


数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率与风电行业景气度关联紧密，19~20 年有望大幅修复：2011 年至 2015 年风电行业装机逐年增长，铸件产品供不应求，推动公司产品毛利率由 2011 年的 22.8% 提升至 15 年的 37.6%，而 16 年开始，由于受到国内装机下滑，需求减少以及生铁废钢等原材料价格上涨的双重影响，公司产品毛利率持续下滑，18 年较 15 年已下滑 16.2 个百分点至 21.4%。我们预计随着国内风电行业重启“抢装”，且同行业竞争对手基本处于亏损状态，公司毛利率有望大幅修复，19 年 Q1 已经开始改善，19Q1 公司实现综合毛利率 22.5%，同比提升 2.1 个百分点，环比提升 1.1 个百分点。

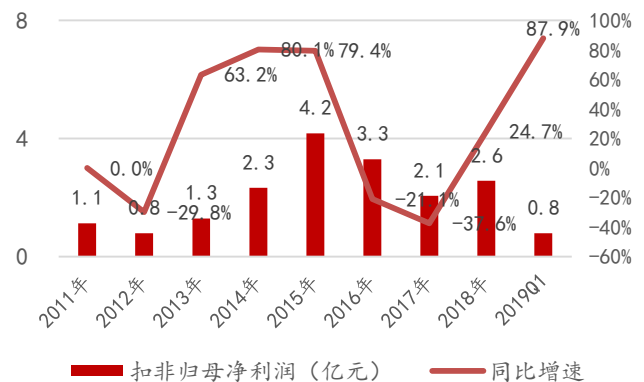
2016~2017 年，受风电行业新增装机下滑的影响，公司净利润连续两年下滑，2018 年下半年国内风电行业开始强劲复苏，公司客户订单大幅度增加，同时国际市场开拓顺利推进，公司实现归母净利润 2.8 亿元，同比增加 23.8%，2019Q1 增速持续加大，实现净利润 0.8 亿元，同比增长 87.9%。

图 3：公司毛利率波动较大



数据来源：公司公告，西南证券整理

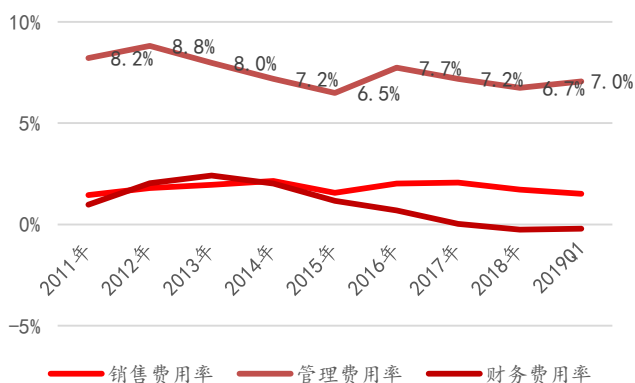
图 4：公司净利润波动较大



数据来源：公司公告，西南证券整理

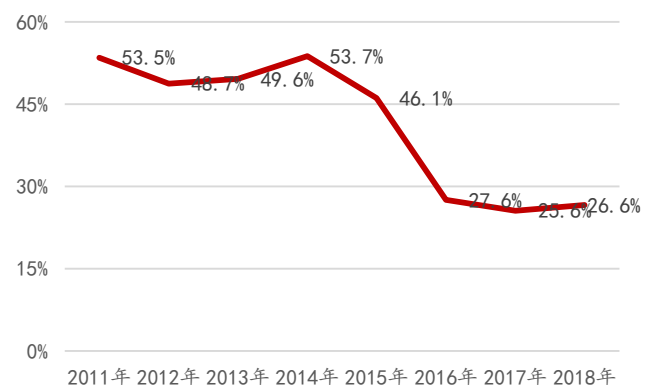
资产负债率健康，管理费用率逐年下降：公司自 2016 年上市后，资产负债率大幅降低，截至 2018 年年底，公司资产负债率仅为 26.6%，处于非常健康的水平，并且自 17 年开始即没有有息负债，财务费用自 18 年开始即为负数。公司的管理费用率随规模扩张逐步下降，18 年为 6.7%，同比下降 0.5 个百分点。

图 5：公司财务费用率大幅下降



数据来源：公司公告，西南证券整理

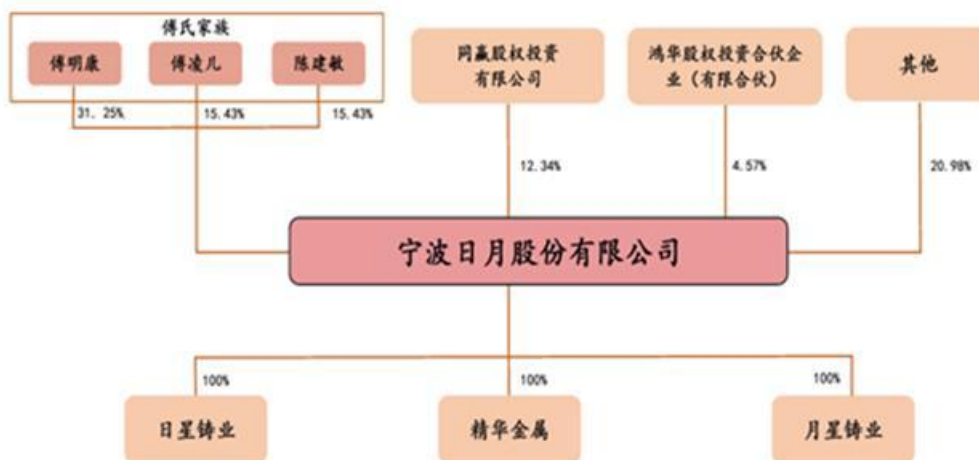
图 6：公司资产负债率较低



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的股权结构集中，员工持股比例高。董事长傅明康家族持股比例达到 62.1%，股权结构比较集中。员工共同持股的同赢基金持股份比例约为 12.3%，陈建敏、徐建民等公司高层还通过祥禾投资持股 2.99%，同时公司 2018 年实施股权激励方案，授予 160 名激励对象共计 1.94% 股份，充分刺激员工动力和管理效率。

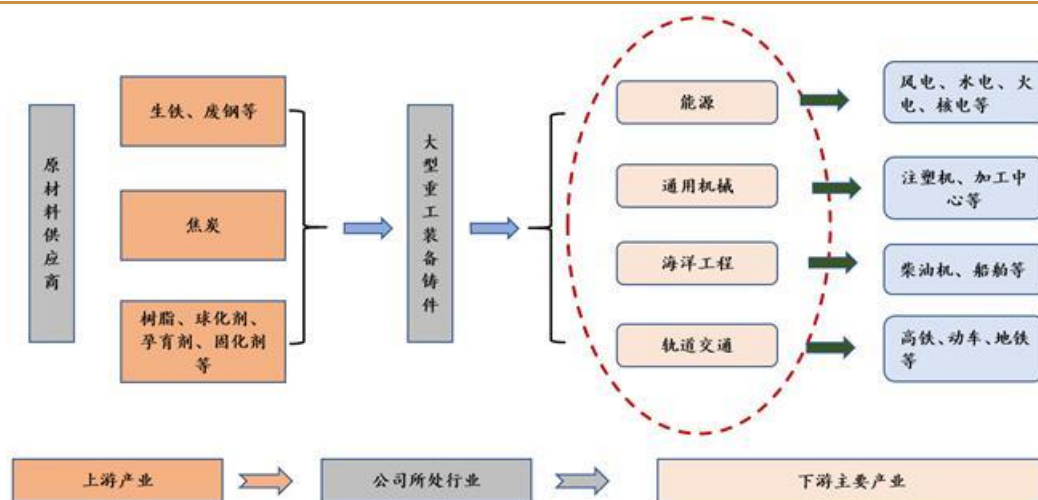
图 7：公司持股比例集中



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品包括风电铸件、塑料机械铸件和柴油机械铸件、加工中心铸件等其他铸件，主要用于装配能源、通用机械、海洋工程等领域重工装备。由于铸件往往需要根据下游需求进行定制化生产，因此大型重工装备铸件行业的专业化分工较为明显，业内企业往往专注于某个细分领域。公司主要专注于风电行业，历年来其风电收入占比均稳定在 70% 左右的水平。

图 8：公司行业所处地位



数据来源：公司公告，西南证券整理

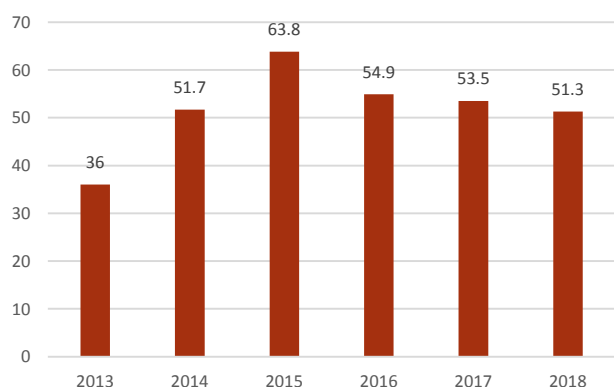
2 风电行业复苏趋势明确，风电铸件需求无忧

2018 年中国风电新增装机占全球 41.3%: 风电作为新能源，与传统能源相比，环境成本低、分布广泛且储能巨大。2018 年全球风电市场新增装机容量达到 51.3GW，全球累计装机容量达到 591GW。2018 年中国居陆上新增风机容量首位，装机量为 21.2GW，占全球装机总量的 41.3%，第二第三名分别为美国 7.6GW 和德国 2.4GW，分别占 14.8%和 4.7%。全球海上装机排名前三位的分别为中国 1.8GW、英国 1.3GW 及德国 0.97GW。

结构性调整导致国内 16/17 年风电增长乏力: 自 15 年开始三北地区部分省份被列为红色预警区域，对三北地区新增装机规模影响较大。而三北受限后，自 2016 年开始国内风电新增装机开始向中东部转移，但中东部地区的前期项目开发周期相对繁琐，建设周期也较长，因此这两年出现了“三北地区受限严重而南方地区增长乏力”的局面。

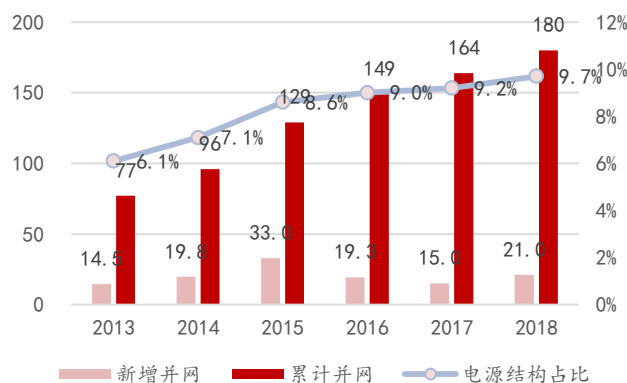
风电占能源结构占比较低，提升空间较大: 截至 2018 年年底，国内风电累计装机 1.8 亿千瓦，占电源总装机比例为 9.7%，占比仍处于较低的水平，未来提升空间较大。

图 9：全球历年新增风电装机（GW）



数据来源：GWEC，西南证券整理

图 10：国内风电装机（GW）及风电电源结构占比



数据来源：GWEC，西南证券整理

三北地区解除红色预警，增长潜力巨大: 2018 年 3 月，能源局发布《2018 年度风电投资监测预警结果的通知》，3 省解除红色预警，内蒙古、黑龙江预警结果由红色变为橙色，宁夏预警结果为绿色，受此影响，18 年三北地区占比回升明显。三北地区装机逐渐恢复，有助于加快风电装机。

表 1：13~18 年国内风电分区域装机情况（万 KW）

国内风电装机分区域	2013	2014	2015	2016	2017	2018
华北地区	459.0	571.5	829.0	522.0	436.0	779.0
东北地区	208.0	137.1	115.0	175.0	25.0	90.1
西北地区	393.0	775.5	1590.0	332.0	242.0	329.4
华东地区	131.0	125.5	231.0	257.0	187.0	302.3
华中地区	105.0	119.6	280.0	238.0	378.0	544.5
南方地区	153.0	251.4	252.0	410.0	239.0	54.7
合计	1449.0	1980.6	3297.0	1934.0	1507.0	2100.0
华北地区	31.68%	28.85%	25.14%	26.99%	28.93%	37.10%

国内风电装机分区域	2013	2014	2015	2016	2017	2018
东北地区	14.35%	6.92%	3.49%	9.05%	1.66%	4.29%
西北地区	27.12%	39.15%	48.23%	17.17%	16.06%	15.69%
华东地区	9.04%	6.34%	7.01%	13.29%	12.41%	14.40%
华中地区	7.25%	6.04%	8.49%	12.31%	25.08%	25.93%
南方地区	10.56%	12.69%	7.64%	21.20%	15.86%	2.60%

数据来源：能源局，西南证券整理

弃风率持续改善：2018 年全国风电利用小时数 2095 小时，同比增加 147 小时，弃风率 7%，同比下降 5 个百分点，2019 年 Q1 风电利用小时数为 556 小时，弃风率同比大幅下降 4.5 个百分点至 4%。弃风率持续改善，将进一步提升风电运营 IRR，风电行业 2019~2020 年抢装较为确定。

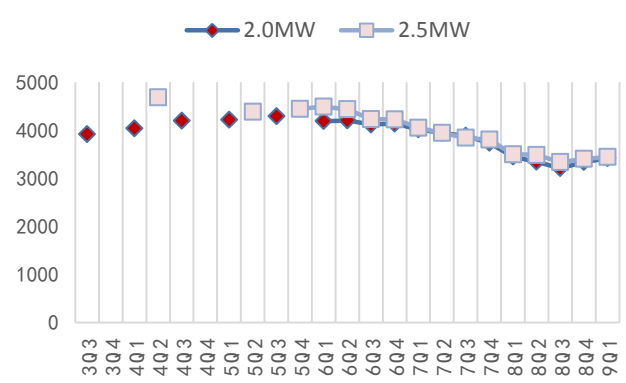
风机招标价回暖：2018Q4 在行业整体复苏背景下，国内风机招标价格企稳回升，2.0MW 风机招标价格较 18 年 9 月份低点反弹 6.7%，零部件产品价格也开始涨价，行业复苏趋势明显。

图 11：风电利用小时数 (h) 及弃风率持续改善



数据来源：wind，西南证券整理

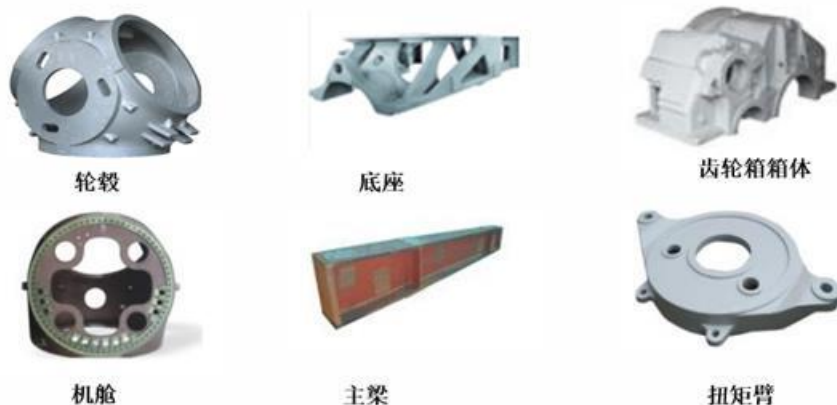
图 12：金风科技风机招标价格企稳回升



数据来源：GWEC，西南证券整理

风电铸件市场空间 120~150 亿元：大型重工装备铸件是集材料研发、熔炼、浇注、热处理、机加工和检测为一体的产品，是重工装备制造的关键基础部件之一。风电铸件是风电机组设备的重要零部件，其市场需求与风电整体行业的发展密切相关。风电铸件主要包括轮毂、底座、主梁、轴承座、齿轮箱外壳等，根据中国铸造协会估算，每 MW 风电整机大约需要 20~25 吨铸件，其中轮毂、底座、主梁、轴承座等合计约 15~18 吨，齿轮箱部分约 5~7 吨。假设全球每年新增装机容量为 60GW，对应风电铸件需求约为 120~150 万吨，假设平均单价在 1 万元/吨，对应全球市场空间约为 120~150 亿元。

图 13: 风电铸件产品示例图



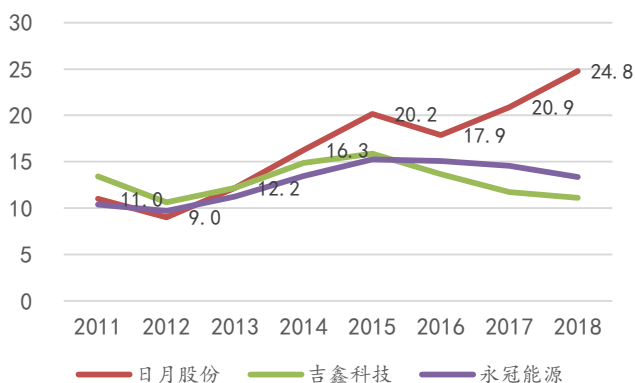
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 公司不断加强竞争优势, 风电铸件龙头地位稳固

3.1 公司产能扩张行业领先, 市占率逐步提升

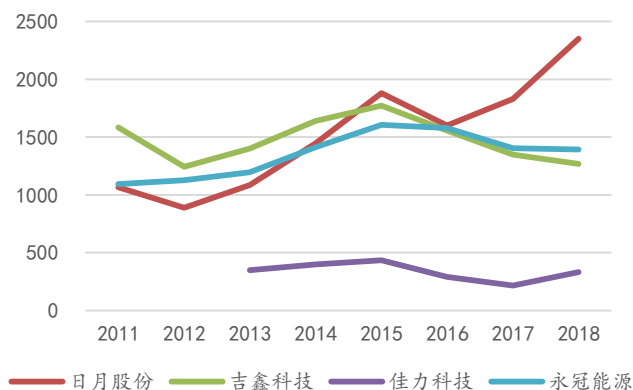
公司成长性显著高于行业同行: 2011 年以来, 日月股份的铸造产能一直在积极扩张, 但行业竞争对手的产能已停滞多年。从销量和收入两个维度都可以验证这一点, 销量方面, 公司自 13 年开始成为行业第一, 18 年销量已跃升至 24.8 万吨。营收方面, 2011 年日月股份的营业收入约 10.7 亿元, 与永冠集团几乎持平, 较当时的行业龙头吉鑫科技 (14.5 亿元) 低 30% 左右, 到 2015 年日月股份的收入已经达到行业内第一, 近年来其领先优势还在日益扩大。

图 14: 日月股份销量增长显著快于行业同行 (万吨)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

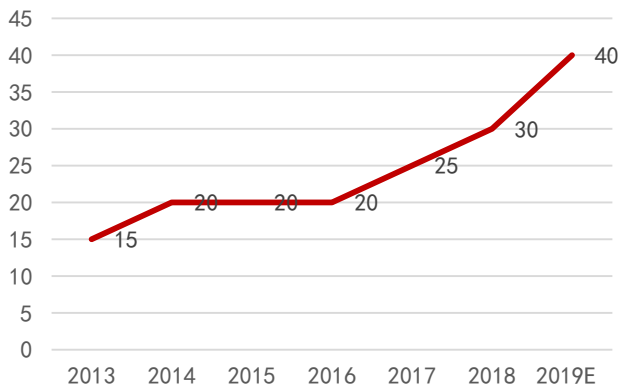
图 15: 日月股份营收 (百万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

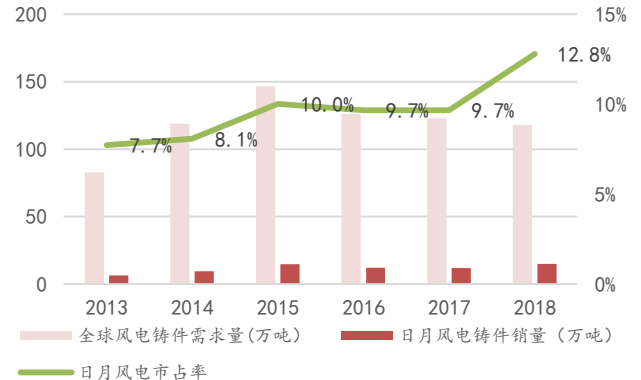
产能不断扩充, 风电铸件全球市占率逐步提升: 中国风电行业经过近二十年的快速发展, 已经成为风电装机和设备供应的最大供应聚集地。整个行业因为 2016 年至 2018 年上半年行业连续调整以及主要原材料的高价格出现经营困难的情况, 公司的产量也随之下降, 部分中小企业的产能开始出清。公司抓住机会, 逆势扩张铸件产能, 随着后续产能的逐步释放, 公司的风电铸件市占率将进一步提升。

图 16: 公司产能逆势扩张 (万吨)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

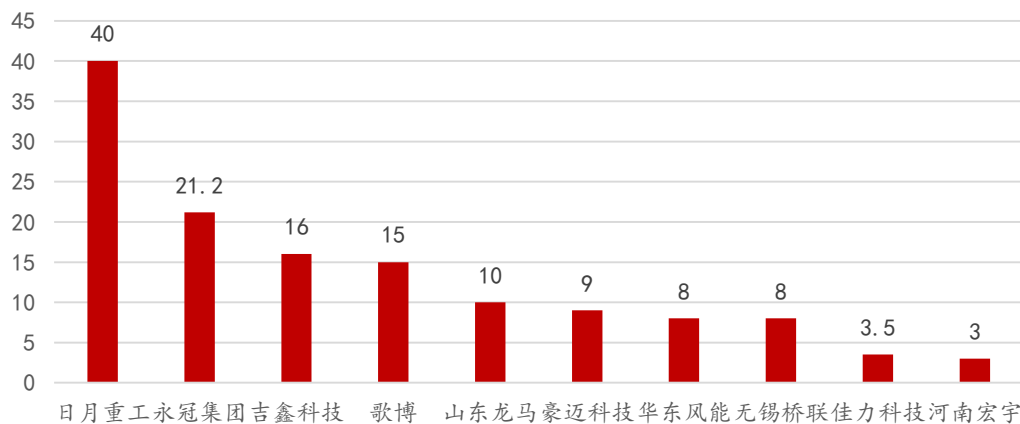
图 17: 公司风电铸件市占率稳步提升



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司龙头地位稳固: 目前风电铸件企业主要分为两大类: 一类是具有柴油机、注塑机铸造基础而进入风电市场的企业, 如宁波日月、华锐铸钢等; 第二类是自主开发风电设备铸件技术进入风电市场的企业, 如吉鑫科技、佳力科技等。目前国内产能超过 10 万吨铸件产能的公司有四家, 即日月重工 (40 万吨)、吉鑫科技 (16 万吨)、永冠集团 (18 万吨)、山东龙马 (10 万吨), 海外仅歌博 (14.5 万吨) 产能超过 10 万吨。公司产能规模及产能利用率均远超行业第二及第三名, 龙头地位稳固。

图 18: 行业 2019 年产能规模排行 (万吨)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 公司成本优势明显, 毛利率仍有较大提升空间

盈利能力遥遥领先: 从历史数据来看, 公司毛利率持续领先于竞争对手, 并且在 15 年之后风电行业趋势下行的情况下, 公司与竞争对手的毛利率差距还在持续拉大, 说明公司的成本管控能力卓越。进入 2018 年, 受原材料价格上涨等多方面影响, 行业平均毛利率水平大幅下降, 吉鑫科技毛利率仅为 3.3%, 佳力科技毛利率仅为 9.4%, 永冠能源仅为 13.4%, 而日月同期毛利率为 21.4%。同时, 随着公司规模扩张, 三费率持续下降, 导致其与竞争对手的净利率差异进一步拉大, 18 年除日月有 11.9% 的净利率以外, 同行全面亏损。

表 2：行业毛利率净利率对比

公司	财务指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
日月股份	销售毛利率 (%)	26.9	31.7	37.6	35.4	24.3	21.4
	销售净利率 (%)	12.9	16.8	22.5	21.2	12.4	11.9
吉鑫科技	销售毛利率 (%)	17.8	19.2	22.1	27.0	14.5	3.3
	销售净利率 (%)	1.4	5.7	7.3	7.5	0.2	(5.2)
佳力科技	销售毛利率 (%)			29.6	25.5	8.1	9.4
	销售净利率 (%)			9.8	4.1	(5.2)	(8.0)
永冠能源	销售毛利率 (%)	28.6	31.3	32.9	32.8	22.4	13.4
	销售净利率 (%)	9.2	13.9	16.6	13.5	4.0	(4.4)

数据来源：公司公告，西南证券整理

然而与行业竞争对手相比，公司的产品销售价格并没有优势，其毛利率优势主要来自于优秀的成本管控能力。再进一步拆分公司和竞争对手的成本结构，会发现，其成本优势主要来自于：

- **公司资产利用效率极高：**截至 18 年年底，公司固定资产总计为 7.7 亿元，对应 30 万吨铸造产能，而吉鑫科技 10.4 亿元固定资产，仅对应 16 万吨产能，再叠加公司产能利用率高于行业平均水平，公司的单位折旧远低于行业平均水平。

表 3：行业可比公司固定资产&产能

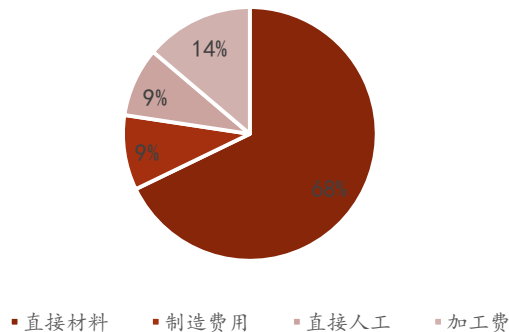
	18 年年底固定资产 (亿元)	产能 (万吨)	设备折旧年限 (年)
日月股份	7.7	30	5~10
永冠新能源	11.9	18	3~10
吉鑫科技	10.4	16	5~10
佳力科技	2.8	3.5	5~10

数据来源：公司公告，西南证券整理

- **原材料采购优势：**公司产品的原材料为生铁和废钢，辅助材料为树脂、球化剂、孕育剂和固化剂等。由于公司具有规模优势，因此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。

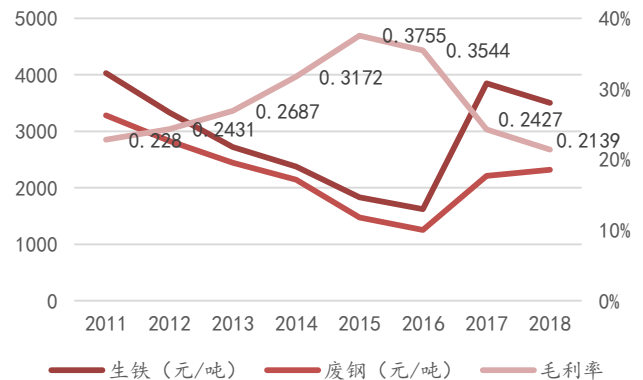
原材料占比较高，毛利率与原材料价格相关度较高：公司铸件产品的成本结构中，直接材料占比达 68%，主要原材料为生铁和废钢，原材料价格的波动对于公司毛利率的影响极大。13~15 年原材料价格下跌叠加下游风电需求强劲，公司毛利率稳定上升；16~18 年原材料价格上涨叠加下游风电需求偏弱，公司毛利率下降明显。

图 19: 2018 年公司风电类产品成本构成



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

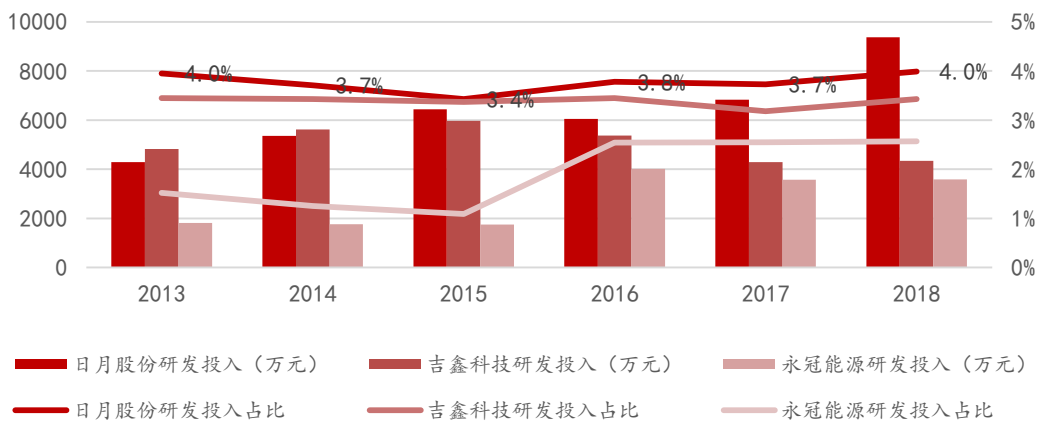
图 20: 生铁及废钢价格与公司毛利率相关度较高



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司持续高研发投入, 巩固竞争优势: 对比行业同行, 公司研发投入绝对额及营收占比均显著高于同行。2018 年公司研发投入 9369.6 万元, 占营收比例为 4%。公司围绕以球墨铸铁件为主的产品核心技术和关键技术进行技术创新和改造, 以满足风电产品大型化的市场需求, 截至 2018 年 12 月, 公司已累计获得专利 100 项。由于近几年国内外海上风电属于快速发展期, 公司将积极开发附加值高的海上风电产品推进技术改造和技术储备。持续的高研发投入, 将不断巩固公司的竞争优势。

图 21: 行业研发投入对比

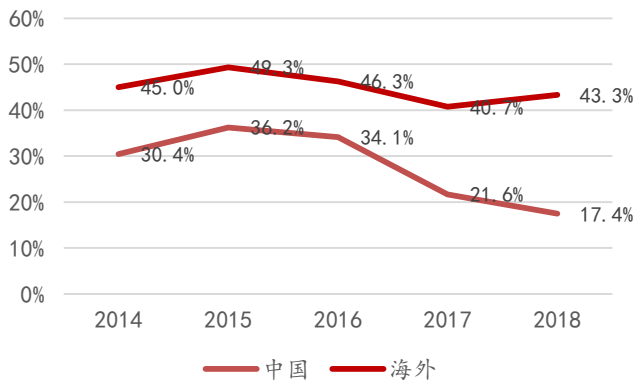


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

除国内风电行业复苏行情开启带来的毛利率修复预期以外, 公司未来还有两大内生性途径提高产品毛利率:

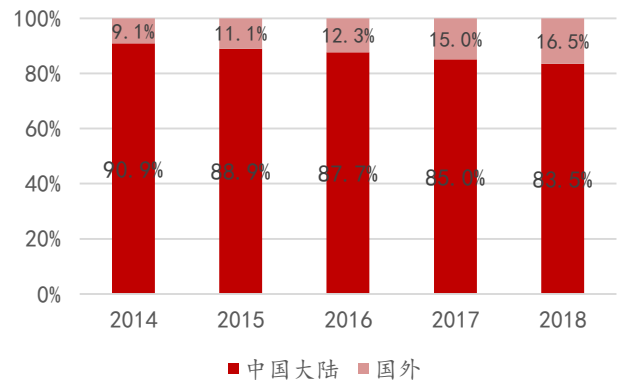
- **毛利率高的海外销售占比逐步提升:** 自 16 年国内风电市场装机下滑, 国内风电产业链价格战加剧之后, 海外和国内的销售毛利率的差异不断加大, 14 年海外市场比国内约高 15 个百分点, 而 18 年这一差距已拉大至 25.9 个百分点, 2018 年在原材料价格处于高位震荡的情况下, 国内销售产品毛利率同比下降 4.2 个百分点, 但出口产品毛利率却逆势上涨 2.6 个百分点, 说明海外市场重质不重价。2018 年公司出口产品销售收入同比增加 42.1%, 国际客户开发的效果开始显现, 国际风电巨头 GE、Vestas 等客户业务量大幅增加, 海外市场占比的提升将显著提高公司产品毛利率。

图 22: 海外销售毛利率显著高于国内



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

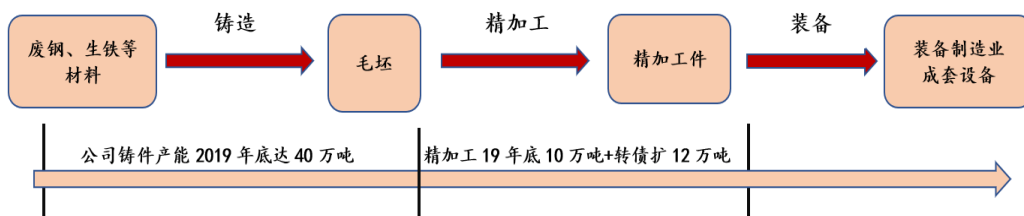
图 23: 海外占比逐步提升



数据来源: GWEC, 西南证券整理

- **精加工比例提升空间较大, 毛利率有望大幅提升:** 由于精加工环节资本开支大于毛坯铸造环节, 因此铸造企业往往优先投资于毛坯铸造这一核心环节, 通过外协解决精加工工序, 但外协由于存在着工序分割, 会导致铸件最终产品在交期、速度以及成本控制等方面存在损耗。目前, 公司的精加工比例还非常低, 公司近年来的精加工产品主要通过外协的方式完成精加工环节, 预计到 2019 年底, 公司将达成 10 万吨精加工能力, 与 40 万吨的铸造产能尚有较大差距。同时, 随着下游重工装备行业进一步向重型、精密方向发展, 铸件的尺寸规格逐渐增大、精度要求进一步提高, 对精加工环节的设备、工艺以及生产管理水平的提出了更高的要求, 因此公司的精加工产能亟待提升。

图 24: 公司精加工产能提升空间较大



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司拟公开发行总额不超过人民币 12 亿元(含 12 亿元)可转换公司债券, 用于扩产“12 万吨大型海上风电关键部件精加工生产线建设项目”, 随着公司精加工比例的逐步提升, 单吨盈利能力将能进一步提升。

表 4: 公司拟发行可转债扩产精加工产能

序号	项目名称	项目实施主体	项目总投资(万元)	本次募集资金使用金额
1	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	宁波日星铸业有限公司	89204.0	84100.0
2	补充流动资金	本公司	35900.0	35900.0
合计			125104.0	120000.0

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测

关键假设:

假设 1: 公司铸件产能持续提升, 预计 19~21 年年底产能可分别达到 40 万吨、46 万吨、50 万吨, 产能利用率及产销率均可到 90% 以上。

假设 2: 公司精加工产能持续提升, 预计 19~21 年年底产能可分别达到 10 万吨、15 万吨、22 万吨, 从而提升公司毛利率水平。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务盈利预测

百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计						
营业收入	1600.3	1831.4	2350.6	3363.0	4247.0	4807.0
yoy	-14.9%	14.4%	28.3%	43.1%	26.3%	13.2%
营业成本	1033.2	1386.9	1847.7	2573.9	3090.4	3410.7
毛利率	35.4%	24.3%	21.4%	23.5%	27.2%	29.0%
风电类铸件						
收入 (百万元)	1173.1	1173.9	1588.4	2700.0	3584.0	4144.0
yoy(%)	-20.2%	0.1%	35.3%	70.0%	32.7%	15.6%
销量 (吨)	122688.6	119305.3	150903.5	250000.0	320000.0	370000.0
销售均价 (元/吨)	9561.9	9839.3	10526.1	10800.0	11200.0	11200.0
成本 (百万元)	767.4	898.8	1224.7	2052.0	2580.5	2900.8
毛利 (百万元)	405.8	275.1	363.7	648.0	1003.5	1243.2
毛利率(%)	34.6%	23.4%	21.6%	24.0%	28.0%	30.0%
塑机类铸件						
收入 (百万元)	354.3	597.1	677.3	600.0	600.0	600.0
yoy(%)	6.2%	68.5%	13.4%	-11.4%	0.0%	0.0%
销量 (吨)	51142.3	85610.1	91332.2	80000.0	80000.0	80000.0
销售均价 (元/吨)	6927.9	6974.6	7414.7	7500.0	7500.0	7500.0
成本 (百万元)	221.2	443.2	536.1	474.0	462.0	462.0
毛利 (百万元)	133.1	153.9	141.2	126.0	138.0	138.0
毛利率(%)	37.6%	25.8%	20.8%	21.0%	23.0%	23.0%
其他铸件						
收入 (百万元)	54.5	39.5	57.0	63.0	63.0	63.0
yoy(%)	-12.9%	-27.5%	44.4%	10.5%	0.0%	0.0%
销量 (吨)	4928.8	3835.7	5401.7	6000.0	6000.0	6000.0
销售均价 (元/吨)	11059.4	10297.9	10557.8	10500.0	10500.0	10500.0
成本 (百万元)	31.5	28.7	43.8	47.9	47.9	47.9
毛利 (百万元)	23.0	10.8	13.2	15.1	15.1	15.1
毛利率(%)	42.1%	27.3%	23.2%	24.0%	24.0%	24.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计 19~21 年 EPS 分别为 0.89、1.37、1.70 元，未来三年归母净利润将保持 47%复合增长率。公司成本优势显著叠加产能扩张，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：可比公司估值

公司	2018A	2019E	2020E	2021E
金风科技				
EPS (摊薄)	0.90	0.84	1.08	1.32
PE	13.6	14.6	11.3	9.3
金雷股份				
EPS (摊薄)	0.49	0.75	1.29	1.55
PE	28.3	18.5	10.8	8.9
天顺风能				
EPS (摊薄)	0.26	0.40	0.52	0.63
PE	22.3	14.5	11.1	9.2
明阳智能				
EPS (摊薄)	0.39	0.35	0.65	0.88
PE	25.1	28.0	15.1	11.1

数据来源：wind 一致预期，西南证券整理

5 风险提示

原材料价格或大幅波动的风险，风电行业修复或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2350.59	3363.00	4247.00	4807.00	净利润	280.55	469.06	725.12	898.01
营业成本	1847.74	2573.88	3090.36	3410.68	折旧与摊销	96.61	149.50	168.81	187.07
营业税金及附加	15.44	20.18	25.48	28.84	财务费用	-5.98	-3.31	-3.60	-4.66
销售费用	40.38	50.45	63.71	72.11	资产减值损失	3.19	1.00	1.00	1.00
管理费用	64.79	201.78	263.31	298.03	经营营运资本变动	2.84	-336.02	-455.02	-275.96
财务费用	-5.98	-3.31	-3.60	-4.66	其他	-171.49	1.29	-9.12	2.68
资产减值损失	3.19	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	205.73	281.51	427.19	808.14
投资收益	17.63	0.00	0.00	0.00	资本支出	-84.86	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-42.15	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-127.01	-200.00	-200.00	-200.00
营业利润	324.11	519.03	806.74	1001.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.69	8.00	8.00	8.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	320.41	527.03	814.74	1009.00	股权融资	49.47	0.00	0.00	0.00
所得税	39.86	57.97	89.62	110.99	支付股利	-80.20	-56.11	-93.81	-145.02
净利润	280.55	469.06	725.12	898.01	其他	-2.37	3.31	3.60	4.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-33.10	-52.80	-90.21	-140.36
归属母公司股东净利润	280.55	469.06	725.12	898.01	现金流量净额	44.73	28.71	136.98	467.78
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	931.88	960.59	1097.57	1565.35	成长能力				
应收和预付款项	1619.00	2364.53	2979.21	3362.57	销售收入增长率	28.35%	43.07%	26.29%	13.19%
存货	395.11	551.18	671.93	738.11	营业利润增长率	24.10%	60.14%	55.43%	24.08%
其他流动资产	12.37	17.69	22.34	25.29	净利润增长率	23.82%	67.19%	54.59%	23.84%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	16.13%	60.39%	46.11%	21.76%
投资性房地产	6.71	6.71	6.71	6.71	获利能力				
固定资产和在建工程	848.08	916.75	966.12	997.22	毛利率	21.39%	23.46%	27.23%	29.05%
无形资产和开发支出	158.53	140.84	123.16	105.47	三费率	4.22%	7.40%	7.62%	7.60%
其他非流动资产	73.55	73.06	72.57	72.08	净利率	11.94%	13.95%	17.07%	18.68%
资产总计	4045.23	5031.36	5939.62	6872.80	ROE	9.45%	13.87%	18.07%	18.84%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.94%	9.32%	12.21%	13.07%
应付和预收款项	962.86	1515.09	1777.13	1948.09	ROIC	13.10%	18.81%	24.03%	25.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.64%	19.78%	22.89%	24.62%
其他负债	113.06	134.02	148.93	158.18	营运能力				
负债合计	1075.93	1649.12	1926.06	2106.26	总资产周转率	0.61	0.74	0.77	0.75
股本	407.23	529.40	529.40	529.40	固定资产周转率	3.07	4.13	4.78	5.16
资本公积	911.56	789.39	789.39	789.39	应收账款周转率	2.93	3.12	2.92	2.79
留存收益	1697.61	2110.55	2741.86	3494.85	存货周转率	5.19	5.34	5.00	4.81
归属母公司股东权益	2969.30	3382.25	4013.56	4766.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.92%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2969.30	3382.25	4013.56	4766.54	资产负债率	26.60%	32.78%	32.43%	30.65%
负债和股东权益合计	4045.23	5031.36	5939.62	6872.80	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.91	2.45	2.56	2.78
					速动比率	2.52	2.10	2.20	2.42
					股利支付率	28.59%	11.96%	12.94%	16.15%
					每股指标				
					每股收益	0.53	0.89	1.37	1.70
					每股净资产	5.61	6.39	7.58	9.00
					每股经营现金	0.39	0.53	0.81	1.53
					每股股利	0.15	0.11	0.18	0.27
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	414.74	665.21	971.95	1183.41					
PE	35.83	21.43	13.86	11.20					
PB	3.39	2.97	2.50	2.11					
PS	4.28	2.99	2.37	2.09					
EV/EBITDA	16.19	13.54	9.12	7.10					
股息率	0.80%	0.56%	0.93%	1.44%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	13013130110	13013130110	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	15213310661	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn