

日期: 2019年08月29日

行业: 电气设备和新能源



分析师: 洪麟翔
Tel: 021-53686178
E-mail: honglinxiang@shzq.com
SAC 证书编号: S0870518070001
研究助理: 孙克遥
Tel: 021-53686135
E-mail: sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870118050004

低价订单加速消化, 风机盈利拐点将至

■ 公司动态事项

公司发布2019年半年报。2019年上半年, 公司实现营业收入157.33亿元, 同比增长42.65%; 实现归母净利润11.84亿元, 同比下滑22.58%; 业务整体毛利率20.92%, 同比下滑10.26个百分点。

■ 事项点评

毛利率下滑、费用率提升拖累公司业绩

2019年二季度公司实现营业收入103.38亿元, 同比增长44%, 环比增长92%; 实现归母净利润9.56亿元, 同比下滑26%, 环比增长317%。公司Q2毛利率17.95%, 同比下滑约11个百分点, 环比下滑约9个百分点。Q2业绩环比大幅增长主要来自于处置风电场的投资收益约8.2亿元。

公司上半年整体毛利率20.92%, 同比下滑10.26个百分点。其中风电发电机组业务毛利率11.31%, 同比大幅下滑10个百分点; 风电场开发业务毛利率70.83%, 同比下滑1个百分点; 风电服务业务毛利率8.82%, 同比下滑11个百分点; 风机零部件业务毛利率12.15%, 同比下滑4.19个百分点。

2019年上半年公司整体费用率18.16%, 较去年同期上涨0.72个百分点, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为7.59%、4.74%、2.70%、3.13%。销售费用率同比上升3个百分点, 变化明显, 主要系公司期风机销量增加, 导致产品质量保证准备费用增加。

风机销量高速增长, 在手订单充裕、结构优化

2019年上半年, 公司风力发电机组及零部件销售收入116.39亿元, 同比增长45.26%; 实现对外销售容量3190.75MW, 同比上升50.37%。具体来看, 公司1.5MW机组/2S/2.5S/3S/6S平台产品销量分别为49.5/2193.6/660/242.5/45.15MW, 其中2.5S平台产品占比达20.68%, 同比提升9.37个百分点, 2S平台依旧为主流产品, 占比达68.75%。

截至2019年6月30日, 公司外部待执行订单总量为14.79GW, 分别为: 1.5MW机组189.6MW, 2S产品5831.6MW, 2.5S产品6742.5MW, 3S产品1640.72MW, 6S产品380.5MW, 8MW机组8MW; 公司外部中标未签订单6.40GW, 包括1.5MW机组181.5MW, 2S产品1583.3MW, 2.5S产品2082.5MW, 3S产品1958.75MW, 6S产品598.2MW; 在手外部订单共计21.20GW。在手订单结构不断优化, 其中2.5S平台产品取代2S平台产品成为主流, 占比提升至41.63%, 3S平台产品占比提升至16.98%。

基本数据 (截至2019年08月23日)

报告日股价 (元)	12.39
12mth A 股价格区间 (元)	8.42-16.20
总股本 (百万股)	4225.07
无限售 A 股/总股本	80.16%
流通市值 (百万元)	41964.27
每股净资产 (元)	6.51

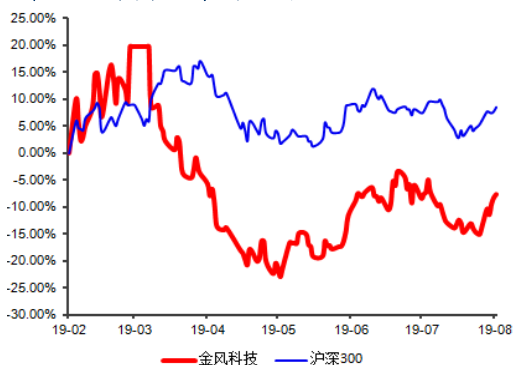
主要股东 (2019H1)

香港中央结算有限公司	18.27%
新疆风能有限责任公司	13.76%

收入结构 (2019H1)

风力发电机组	66.70%
风电场开发	14.26%
风电服务	9.15%

最近6个月股票与沪深300比较



报告编号: SKY19-GW01

首次报告日期:

低价风机订单持续消化，招标价回升将改善公司盈利能力

2019年上半年，公司风机业务毛利率11.31%，同比大幅下滑10个百分点。报告期内，公司风机产品平均单位收入约3289元/千瓦，较去年同期下滑10.04%，主要由于前期签订的低价订单陆续消化所致。报告期内，风机产品单位成本约2917元/千瓦，较去年同期小幅上涨1.39%，单位毛利约372元/千瓦，较去年同期下滑52.26%。具体来看，公司1.5MW产品毛利率15.48%（YoY-5.38 pcts）；2S平台产品毛利率10.09%（YoY-12.86 pcts）；2.5S平台产品毛利率15.06%（YoY-5.11 pcts）；3S平台产品毛利率13.78%（YoY+0.05 pcts）；6S平台产品毛利率-1.5%（YoY+4.52 pcts）。

自2018年四季度以来，公司各机组投标均价企稳回升，价格维持在3400元/千瓦以上。公司披露2019年6月2MW机型和2.5MW机型投标均价已分别回升至3536元/千瓦和3583元/千瓦，较去年三季度价格低点均显著回升。一般来说，订单交付约有1年左右的滞后期，且随着下游抢装行情，公司前期低价订单将加速消化，盈利底部渐行渐近，我们预计今年四季度有望迎来量利齐升。

发电业务稳步增长，两海战略持续推进

2019年上半年，公司实现发电量43.37亿度，风电项目实现权益发电收入人民币22.43亿元，比上年同期增长11.11%，毛利率高达70.83%；实现风电场销售投资收益7.24亿元，包括以溢价6.37亿元出售德州润津100%股权。截至6月30日，公司国内外累计并网的自营风电场权益装机容量为4,422MW，机组平均发电利用小时数超过1200小时，高出全国平均水平69小时。

公司海上风电业务稳步推进。截至2019年6月30日，公司海上风电业务在手订单总量1071.7MW。同时，公司在多个海外市场及国际客户拓展方面实现突破。2019年上半年，公司国际业务实现销售收入168,535.44万元，较上年同期增长140.19%。截至报告期末，公司海外投资建设的风电项目权益容量283.1MW，处于建设期项目容量总计1,343MW，权益容量为1,224.28MW，在手订单共计968.17MW。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020和2021年营业收入分别为391.42亿元、502.94亿元和600.84亿元，增速分别为36.24%、28.49%和19.47%；归属于母公司股东净利润分别为32.00亿元、45.82亿元和58.40亿元，增速分别为-0.51%、43.20%和27.44%；全面摊薄每股EPS分别为0.76元、1.08元和1.38元，对应PE为16.36倍、11.42倍和8.96倍。三北解禁、下游抢装，风电行业复苏；公司前期低价订单加速消化，盈利筑底，随着风机招标价格持续回暖，公司盈利能力拐点将至。我们看好公司未

来成长性。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ 风险提示

风电需求复苏不达预期，上游钢材等原材料价格波动超预期，风机招标价格回暖不达预期，海外贸易不确定性等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	28730.61	39142.29	50293.99	60084.07
增长率(%)	14.33%	36.24%	28.49%	19.47%
归属母公司股东净利润	3216.60	3200.16	4582.49	5840.04
增长率(%)	21.75%	-0.51%	43.20%	27.44%
每股收益(元)	0.72	0.76	1.08	1.38
市盈率(X)	17.21	16.36	11.42	8.96

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2019年08月23日收盘价)

■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1209	783	1006	5263
应收和预付款项	19864	27200	31780	37959
存货	4997	7187	8152	9846
其他流动资产	2531	2531	2531	2531
长期股权投资	3660	4106	4551	4997
投资性房地产	120	104	88	71
固定资产和在建工程	25509	24379	22829	21063
无形资产和开发支出	1397	4275	4247	4172
其他非流动资产	87	11827	11788	11788
资产总计	24042	82391	86972	97690
短期借款	2038	3967	9219	0
应付和预收款项	21164	40487	36744	53696
长期借款	18560	560	721	0
其他负债	6617	6617	6617	6617
负债合计	13024	51630	53302	60313
股本	3556	3556	3556	3556
资本公积	8168	8168	8168	8168
留存收益	13237	15173	17945	21478
归属母公司股东权益	24961	26897	29669	33202
少数股东权益	1514	1609	1746	1921
股东权益合计	26475	28506	31415	35122
负债和股东权益合计	24042	82391	86972	97690

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	1579	14995	-2741	16934
投资活动产生现金流量	-6114	-504	-264	-204
融资活动产生现金流量	1201	-18013	3228	-12473
现金流量净额	-133	-3522	223	4257

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	28731	39142	50294	60084
营业成本	21271	31472	39624	46493
营业税金及附加	160	218	280	334
营业费用	1666	2662	3420	4206
管理费用	1612	2740	3521	4206
财务费用	957	767	491	362
资产减值损失	11	0	0	0
投资收益	1346	1945	1945	1945
其他收益	665	0	0	0
营业利润	3718	3230	4905	6428
营业外收支净额	-36	70	70	70
利润总额	3682	3469	5144	6667
所得税	400	173	424	653
净利润	3283	3296	4719	6014
少数股东损益	66	96	137	174
归属母公司股东净利润	3217	3200	4582	5840

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	25.96%	19.60%	21.21%	22.62%
EBIT/销售收入	14.94%	10.59%	10.97%	11.47%
销售净利率	10.67%	8.42%	9.38%	10.01%
ROE	12.02%	11.90%	15.45%	17.59%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.21	0.79	0.89	0.98
速动比率	0.92	0.59	0.67	0.76
总资产周转率	0.37	0.48	0.58	0.62
应收账款周转率	1.70	1.54	1.83	1.71
存货周转率	4.26	4.38	4.86	4.72

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

洪麟翔 孙克遥

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。