



风机销量高速增长，大风机占比显著提高

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

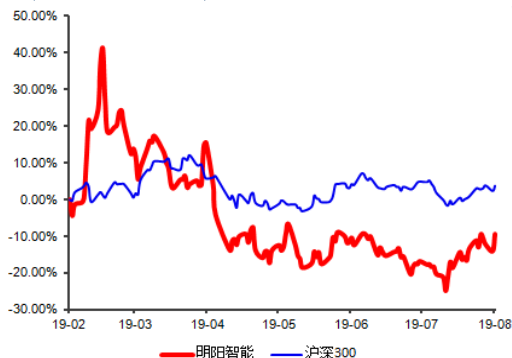
基本数据 (截至 2019 年 08 月 27 日)

报告日股价 (元)	11.15
12mth A 股价格区间 (元)	5.70-18.63
总股本 (百万股)	1379.72
无限售 A 股/总股本	20%
流通市值 (百万元)	3076.29
每股净资产 (元)	4.31

收入结构 (2018Y)

风力发电机组	88.50%
风电场发电	9.09%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: SKY19-MW01

首次报告日期:

■ 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40.15亿元，同比增长57.90%；实现归母净利润3.34亿元，同比增长129.30%；实现扣非后净利润2.81亿元，同比增长128.83%；公司上半年加权平均净资产收益率为5.9%，同比增长2.35个百分点。

■ 事项点评

风电场投资贡献主要利润，毛利率同比下滑、费用率明显改善

2019 年二季度公司实现营业收入 22.69 亿元，同比增长 12%，环比增长 30%；实现归母净利润 2.95 亿元，同比增长 18%，环比大幅增长 656%。Q2 业绩环比大幅增长主要来自于二季度出售大柴旦电厂的投资收益约 2.05 亿元。公司 Q2 毛利率 22.61%，同比下滑 4.98 个百分点，环比下滑 1.22 个百分点。2019 年上半年，公司整体毛利率 23.03%，同比下滑 4.97 个百分点。2019 年上半年公司整体费用率 21.44%，较去年同期下滑 4.78 个百分点，改善明显；其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.32%、4.78%、3.46%、3.89%。销售费用占比最高，主要系风机销量增加，导致产品质量保证准备费用增加。公司上半年研发投入 1.39 亿元，同比增长 33.42%，研发费用率保持在行业领先水平。

风机销量高速增长，“大风机”占比显著提高

公司自主研发并拥有双馈式1.5MW、2.0MW、3.0MW系列陆上型风机，及中速永磁混合驱动技术路线MySE系列3.0MW、5.5MW、7.0MW系列海上型风机。2019年上半年，公司实现风机销量830.50MW，同比增长35.26%，风机销售业务实现收入33.42亿元，同比增长52.88%，业务毛利率18.46%，同比下滑3.07个百分点，主要受前期低价订单释放所致。从具体产品销量来看，公司“大风机”战略得意验证。2019年上半年，公司3.0MW以下风机出货317MW (YoY-35%)，销量占比38.15% (YoY-42pcts)；公司3MW及以上风机产品销量514MW (YoY+418%)，销量占比由20%提升至62%，其中5.5MW海上风机实现销量160MW，占比近20%，大风机趋势明显。

在手订单充裕，新增订单结构不断优化

截至2019年6月底，公司风机在手订单总量12.24GW，同比增长91.09%，其中已签订合同的订单容量为7.14GW。公司在手订单中，陆上风机占比67%，海上风机占比33%，在手订单中单机功率3.0MW及以上的机组订单容量占比达86%。2019年上半年，公司机组订单新增

中标容量5.96GW，其中，海上风电机组订单为2.16GW，容量占比为36%；陆上大风机（2.5MW及2.5MW以上）订单3.50GW，占整体订单59%；海上新增机组订单均为单机功率5.5MW及以上机型；大风机订单（单机功率3.0MW及以上）容量占比已逾95%，实现了大风机订单的市场引领。

■ 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102.23亿元、138.44亿元和178.66亿元，增速分别为48.11%、35.42%和29.05%；归属于母公司股东净利润分别为6.70亿元、9.80亿元和13.19亿元，增速分别为57.26%、46.37%和34.54%；全面摊薄每股EPS分别为0.49元、0.71元和0.96元，对应PE为22.97倍、15.69倍和11.66倍。三北解禁、下游抢装，风电行业复苏；公司风机销量高速增长，在手订单充裕、“大风机”趋势明显，毛利率拐点已现。首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

■ 风险提示

风电需求复苏不达预期，行业政策变化，风机招标价格回暖不达预期。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6902.15	10222.77	13844.15	17866.32
增长率(%)	30.27%	48.11%	35.42%	29.05%
归属母公司股东净利润	425.97	669.86	980.46	1319.09
增长率(%)	21.75%	57.26%	46.37%	34.54%
每股收益(元)	0.72	0.49	0.71	0.96
市盈率(X)	15.49	22.97	15.69	11.66

数据来源：Wind 上海证券研究所（2019年08月27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	3326	285	7945
应收和预付款项	6394	8294	11345	12139
存货	1445	3323	3034	5074
其他流动资产	435	435	435	435
长期股权投资	404	420	452	484
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	6223	6569	6815	6961
无形资产和开发支出	1397	914	787	660
其他非流动资产	87	2598	2555	2555
资产总计	24042	25878	25707	36252
短期借款	1285	0	0	0
应付和预收款项	7962	16528	15861	25241
长期借款	3590	484	65	0
其他负债	3429	3429	3429	3429
负债合计	13024	20442	19356	28670
股本	1104	1104	1104	1104
资本公积	2615	2615	2615	2615
留存收益	734	1403	2384	3703
归属母公司股东权益	4452	5122	6102	7421
少数股东权益	436	391	325	237
股东权益合计	4888	5513	6428	7658
负债和股东权益合计	24042	25878	25707	36252

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	6027	-1787	8592
投资活动产生现金流量	-1172	-693	-843	-918
融资活动产生现金流量	1075	-4505	-412	-14
现金流量净额	-133	829	-3042	7660

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6902	10223	13844	17866
营业成本	5171	7797	10396	13260
营业税金及附加	77	114	154	199
营业费用	715	915	1229	1590
管理费用	365	838	1128	1465
财务费用	257	87	-34	-78
资产减值损失	-80	-80	-80	-80
投资收益	63	316	182	107
其他收益	88	0	0	0
营业利润	380	868	1232	1617
营业外收支净额	6	21	21	21
利润总额	387	692	1057	1442
所得税	36	67	142	211
净利润	423	625	915	1230
少数股东损益	-3	-45	-66	-89
归属母公司股东净利润	426	670	980	1319

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	25.08%	23.73%	24.91%	25.78%
EBIT/销售收入	7.77%	7.88%	7.58%	7.78%
销售净利率	4.11%	6.11%	6.61%	6.89%
ROE	6.45%	13.08%	16.07%	17.77%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.11	0.91	0.92	1.00
速动比率	0.92	0.68	0.71	0.78
总资产周转率	0.33	0.40	0.54	0.49
应收账款周转率	1.17	1.32	1.32	1.60
存货周转率	3.58	2.35	3.43	2.61

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。