

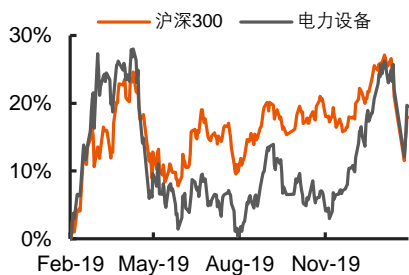
行业动态跟踪报告

海外风机龙头订单大增，国内疫情不改景气趋势

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



证券分析师

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **海外风机龙头订单大增，国内零部件企业受益。**根据维斯塔斯和西门子-歌美飒发布的财报，2019年维斯塔斯新增陆上风机订单17.88GW，同比增长25.8%，续创历史新高；西门子-歌美飒新增风机订单约12.9GW，同比增长19.5%。基于2019年新增订单情况，可以预判海外风机龙头企业2020年出货量有望较快增长；国内风电塔筒、铸件、主轴等零部件环节头部企业海外业务占比较大，将明显受益于海外需求的较快增长。
- **乐观情景之下疫情影响可忽略。**一季度是风电行业建设施工淡季，根据中电联数据，2019年一季度国内风电投资规模86亿元，而2019年1-11月国内风电投资规模达到892亿元，一季度投资占比不足10%；对于风机和塔筒企业而言，一季度的收入占比也较小。考虑每年的1-2月属于风电施工最淡的季节，我们估计截至目前疫情对于风电项目建设的影响较小。假设延续现有疫情发展趋势，新增确诊人数逐步减少，疫情在一季度得到有效控制，考虑一季度风电投资占全年比重很低，且原计划于一季度建设施工的项目可推迟至二季度及以后继续实施，我们认为疫情对全年国内需求的影响可以忽略。
- **投资建议。**目前风电制造环节主要上市企业的平均估值处于11倍左右，考虑行业主要企业历史估值区间以及风电行业未来发展趋势，我们认为风电板块具有估值提升空间。从细分领域来看，风电零部件的业绩增长确定性相对更强，建议关注日月股份、天顺风能、东方电缆等；风机企业有望迎来盈利水平的反转，业绩弹性较大，建议关注明阳智能、运达股份、金风科技。
- **风险提示。**1、疫情影响具有一定的不确定性，如果未来疫情严重程度超预期，板块的盈利情况可能低于预期。2、国内零部件企业出口规模呈现逐渐增大的趋势，如果欧洲等海外国家和地区对国内产品加征关税，可能对出口比例较高的企业造成较大不利影响。3、尽管风电行业政策可预期提升，现有政策仍存在调整可能，或导致未来新增装机规模的不确定性。

一、海外：风机龙头新增订单较快增长

风机环节，海外市场主要由维斯塔斯、西门子-歌美飒、GE 等龙头企业主导，国内风机企业参与程度较低。但在零部件环节，国内诸多企业已经进入海外风机龙头企业的供应链体系，部分零部件企业海外业务收入占比较高，海外风电市场需求对国内风电零部件产业有重要影响。2019 年，海外风机龙头维斯塔斯和西门子-歌美飒的新增订单均实现较快增长，反映了海外市场旺盛的需求，2020 年维斯塔斯、西门子-歌美飒等海外风机龙头的出货量有望较快增长，有望影响到国内风电零部件产业的供需格局。

1、维斯塔斯 2019 年新增陆上订单 17.9GW

近日，维斯塔斯公布 2019 年报，实现营业收入 121.47 亿欧元，同比增长 19.9%，净利润 7 亿欧元，同比增长 2.5%。

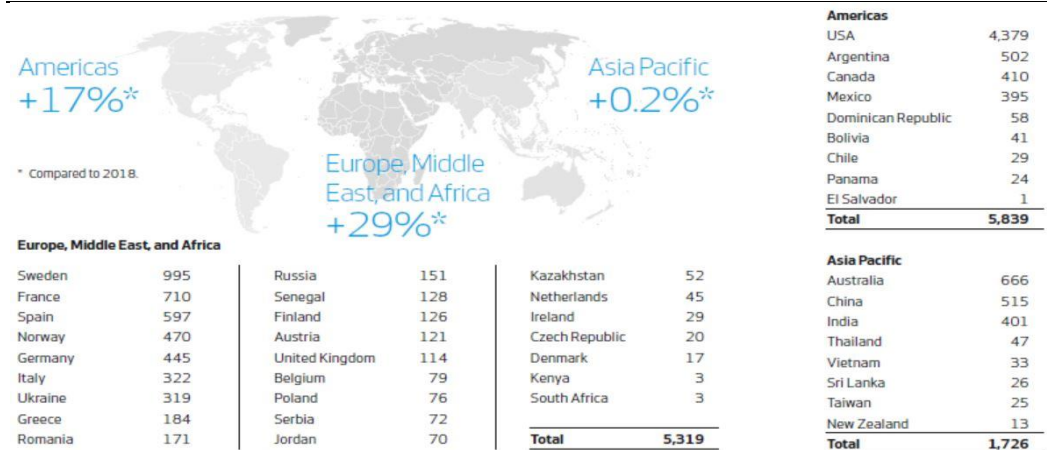
2019 年维斯塔斯陆上风机出货量 12.9GW，同比增长 18.8%，风机相关业务（Power solutions）收入规模 102.76 亿欧元，但盈利能力持续下降，风机相关业务的 EBIT margin 仅 7.2%，为 2014 年以来的新低。运维服务业务收入规模 18.71 亿欧元，同比增长约 12%，收入占比 15.4%；服务业务持续量利齐升，体现出较好的成长性。海上风电业务的实施主体是三菱-维斯塔斯（公司持股 50%，未并表），2019 年销售规模 1004MW，实现收入 14.25 亿欧元，处于盈亏平衡状态。

图表1 维斯塔斯近年整体经营数据

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入（百万欧元）	6084	6910	8423	10237	9953	10134	12147
其中，风机相关（Power solutions）	5130	5946	7285	8928	8431	8465	10276
运维服务（Service）	954	964	1138	1309	1522	1669	1871
综合毛利率（%）	14.7	17	17.9	20.8	19.7	16.1	14.5
EBIT margin（%）	1.7	8.8	10.8	13.9	12.4	9.1	8.3
EBIT margin（风机，%）	/	9.5	11.4	15.9	13.5	8.9	7.2
EBIT margin（运维服务，%）	/	17.5	17.7	17.2	20.1	25.2	25.8
净利润（百万欧元）	-82	392	685	965	894	683	700

资料来源：维斯塔斯，平安证券研究所

图表2 维斯塔斯 2019 年风机出货量分布



资料来源：公司年报，平安证券研究所

新增订单方面，维斯塔斯 2019 年新增陆上风机订单 17.88GW，同比增长 25.8%，续创历史新高。主要订单增量来自美洲地区，2019 年美洲新增陆上风机订单 10.27GW，同比增长约 64%，其中美国和巴西贡献明显。截至 2019 年底，公司在手陆上风机订单 20.97GW，同比增长 34.1%。

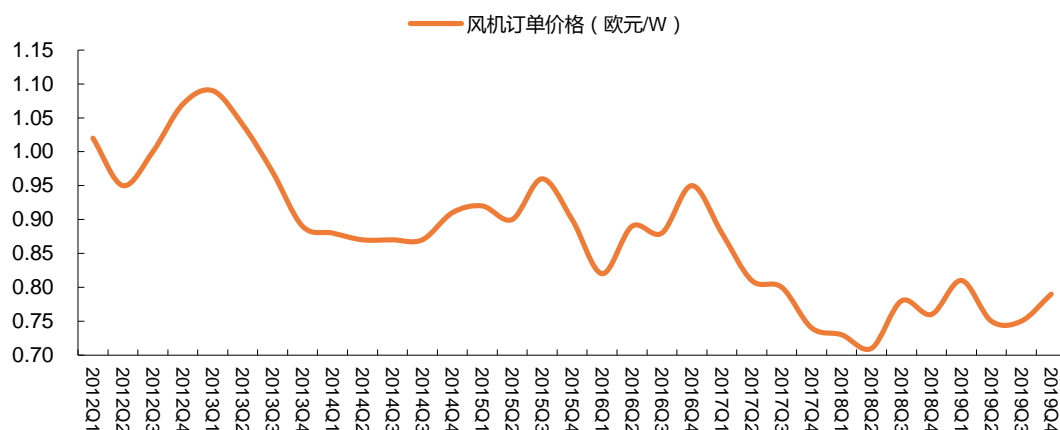
基于大量的新增订单和在手订单，维斯塔斯预计 2020 年收入规模达到 140-150 亿欧元，其中服务业务收入增长约 7%，达到 20 亿欧元，风机相关业务收入则达到 120-130 亿欧元，同比增速有望超过 2019 年。

图表3 维斯塔斯近年的风机销售和新增订单规模

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
出货量 (MW)	4862	6252	7486	9654	8779	10847	12884
新增订单 (MW)	5964	6544	8943	10494	11176	14214	17877
在手订单 (MW)	7417	7513	8732	9530	11492	15646	20974

资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表4 维斯塔斯近年新增订单均价情况



资料来源：公司年报，平安证券研究所

2、西门子-歌美飒 2019 年新增订单 12.9GW

近日，西门子-歌美飒公布 2019 年四季度财报，根据我们统计，西门子-歌美飒 2019 年实现销售收入约 99.7 亿欧元，同比增长约 6%。收入规模的增长主要来自风机业务，2019 年风机相关业务销售规模约 9.3GW，同比增长 9.3%，其中陆上约 7.2GW、海上 2.1GW；风电服务业务收入约 15 亿欧元，同比基本持平。

图表5 西门子-歌美飒近年的财务数据

	2017	2018	2019
海上风电 (MW)	1502	1958	2131
陆上风电 (MW)	7057	6546	7162
合计销量 (MW)	8559	8504	9293
海上风电收入 (亿欧元)	31.83	31.3	32.25
陆上风电收入 (亿欧元)	59.48	47.81	52.38
运维服务业务收入 (亿欧元)	14.89	14.95	15.03
合计收入 (亿欧元)	106.21	94.06	99.66
EBIT margin (风机)	4.6%	4.7%	1.3%

EBIT margin (运维) 14.8% 21.6% 22.9%

资料来源: 公司财报, 平安证券研究所

新增订单方面, 2019 年西门子-歌美飒新增风机订单约 12.9GW, 同比增长 19.5%, 其中海上风机订单增幅更为明显。与维斯塔斯不同, 西门子-歌美飒新增订单的主要增量来自亚太地区, 2019 年亚太地区贡献的订单规模达 4.8GW, 同比增加约 2.8GW; 美洲地区新增订单亦有较大幅度增长, 主要来自陆上风电市场; 而欧洲、中东、非洲地区陆上新增订单明显下滑。

图表6 西门子-歌美飒近年的新增订单获取情况

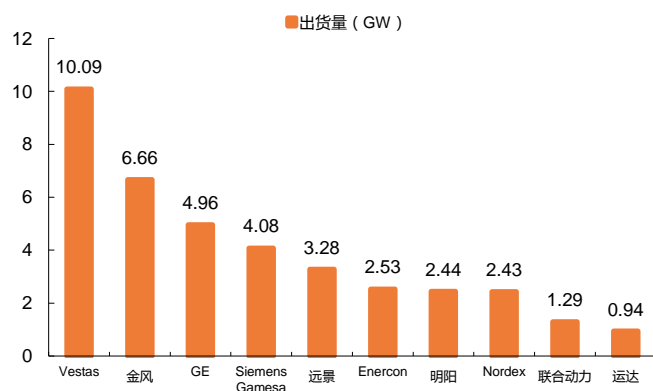
	2016	2017	2018	2019
海上风电 (MW)	2024	2014	1708	3361
陆上风电 (MW)	7115	6667	9125	9582
合计 (MW)	9139	8681	10833	12943

资料来源: 公司财报, 平安证券研究所

3、维斯塔斯、西门子-歌美飒订单大增对国内风电产业的影响

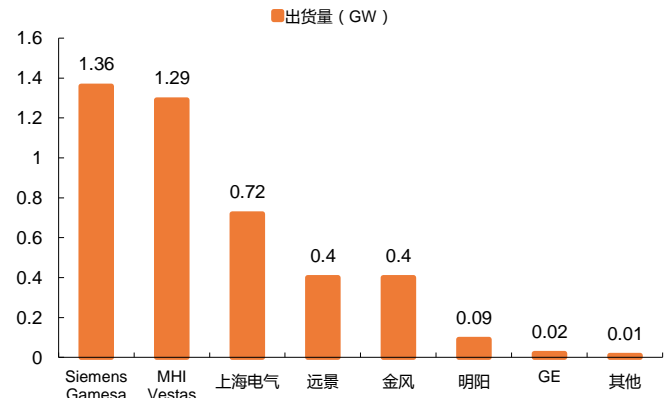
维斯塔斯和西门子-歌美飒是全球排名前五的风机企业, 维斯塔斯长期占据全球陆上风机出货量的榜首, 而西门子-歌美飒长期占据海上风机出货量的榜首。

图表7 2018 年全球陆上风机企业前十强



资料来源: BNEF, 平安证券研究所 (注: 与公司财报统计口径不一致)

图表8 2018 年全球海上风电机组出货量情况



资料来源: BNEF, 平安证券研究所 (注: 与公司财报统计口径不一致)

全球风电零部件产业向中国转移是一大趋势, 维斯塔斯、西门子-歌美飒、GE 三大海外巨头的风机供应链均已延伸至中国, 包括风电塔筒、铸件、主轴、叶片等。考虑美国风电市场的高景气, GE 作为主要的美国本土风机企业, 预计其 2019 年风机新增订单同比增速可观。我们判断三大海外巨头 2020 年合计的出货量增速有望达到 20%。

在几大零部件制造环节中, 部分国内企业 2018 年海外业务收入占比较大, 预计 2019 年有望进一步提升; 对于下表所列各环节头部企业, 其出口业务的核心客户是海外风机龙头企业。

因此, 基于 2019 年新增订单情况, 可以预判海外风机龙头企业 2020 年出货量有望较快增长, 从而在需求端对国内塔筒、铸件、主轴等零部件环节头部企业形成积极的带动作用。

图表9 各环节头部企业 2018 年海外销售占比

环节	公司名称	海外业务收入占比
铸件	吉鑫科技	45.38%

	日月股份	15.29%
主轴	金雷股份	46.13%
	天顺风能	38.39%
塔筒	泰胜风能	43.58%
	大金重工	24.34%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、国内：乐观情景之下疫情影响可忽略

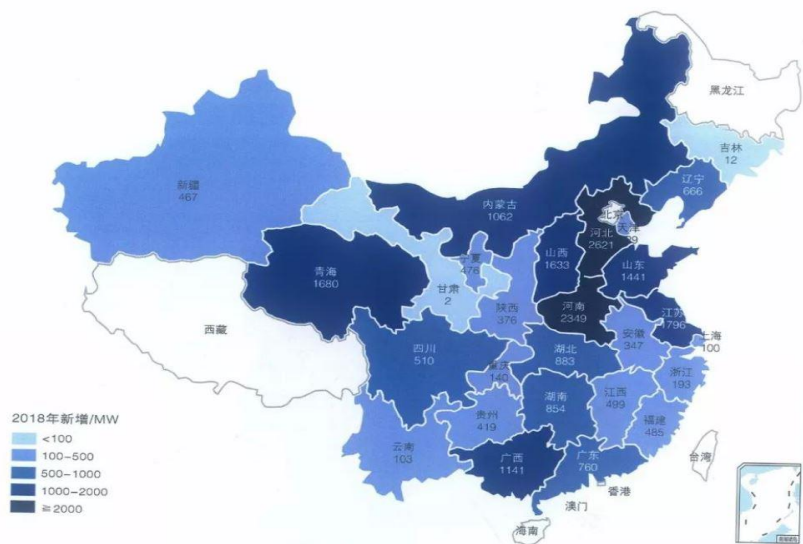
2020 年是国内陆上风电抢装年,我们前期预计国内 2020 年的陆上风电抢装力度有望超过 2015 年,全年新增装机规模有望达到 35GW,创历史新高。近期,2019 年新型冠状病毒疫情蔓延,对国内风电抢装节奏形成一定干扰,但预期影响有限。

1、疫情中心区域属于国内风电装机重点区域

根据公开数据,目前湖北是疫情最严重区域,除此之外确诊人数排名前十的省份包括广东、浙江、河南、湖南、安徽、江西、江苏、重庆、山东和四川,基本都处于国内中东南部地区。

近年,受三北地区弃风限电以及技术进步等因素影响,国内风电新增装机逐渐向中东南部地区转移,上述疫情最严重的 11 个省份 2018 年新增风电装机约 9.8GW,占到全国新增装机的 46.2%。因此,如果疫情发展严重影响到当地风电项目的建设施工,可能对全国 2020 年的新增装机造成较明显的影响。

图表10 2018 年国内新增风电装机的分布情况



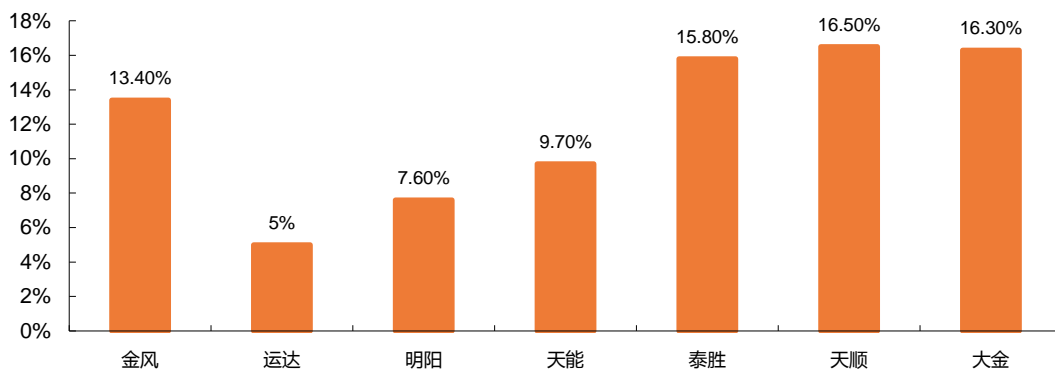
资料来源:CWEA, 平安证券研究所

2、疫情短期影响有限,对供给影响略大于需求

从需求端看:一季度是风电行业建设施工淡季,根据中电联数据,2019 年一季度国内风电投资规模 86 亿元,而 2019 年 1-11 月国内风电投资规模达到 892 亿元,一季度投资占比不足 10%;对于风

机和塔筒企业而言，一季度的收入占比也较小。考虑每年的 1-2 月属于风电施工最淡的季节，我们估计截至目前疫情对于风电项目建设的影响较小。

图表11 国内主要风机和塔筒企业 2018 年一季度收入占比全年的比重



资料来源:WIND, 平安证券研究所

注:塔筒企业出口比重较大,因此其一季度收入占比相对风机企业更高;金风一季度收入占比相对明阳、运达更高是因为有较大规模的风电场运营业务

从供给端看:一方面生产企业复工时间延后一周,根据调研情况,复工之后的短期内,企业难以实现 100%的满员生产;另一方面,受部分地区交通运输管制等因素影响,原材料及产品的运输可能受到影响。目前来看,复产延后一周所造成的产能损失是较为明确的,复产之后的影响还需据疫情发展情况进一步观察。从国内零部件企业区域分布来看,我国风电零部件的生产企业主要聚集在江浙沪和山东等地区,湖北地区核心的风电零部件企业较少。

原材料价格方面:受疫情影响,地产、基建等钢铁下游行业开工延迟,导致需求推后;同时,当前钢材社会库存为 4 年来同期高位,叠加长流程钢企不间断生产导致钢厂库存不断攀升,行业供需格局短期恶化,钢材价格将承受较大下行压力。钢材是塔筒、铸件等风电零部件制造最主要的原材料,短期可预期的钢材价格下跌将一定程度降低风电零部件采购成本。

3、乐观情景下, 2020 年需求不受影响

近日,疫情发展呈现向好趋势,湖北以外地区的新增确诊人数连日环比下降。

乐观情景下,假设延续现有疫情发展趋势,新增确诊人数逐步减少,疫情在一季度得到有效控制,考虑一季度风电投资占全年比重很低,且原计划于一季度建设施工的项目可推迟至二季度及以后继续实施,我们认为疫情对全年国内需求的影响可以忽略。在供给端,目前政策层面积极支持企业有序恢复生产,风电零部件企业应对较为充分,我们估计乐观情景下疫情对全年产能的影响在 5%以内;在海外需求旺盛和国内抢装背景下,零部件的供需进一步趋紧,议价能力进一步提升,且可预期的钢材价格短期走弱也将起到降本增利的效果,我们认为疫情对零部件企业业绩的影响也基本可以忽略。

悲观情景下,假设疫情后续发展明显影响到了 2020 年国内风电项目建设施工的有效时间,2020 年国内风电抢装的成色可能低于预期。我们倾向于认为,在这一假设之下,部分原计划于 2020 年完成抢装的项目将结转至 2021 年。根据我们前期专题报告《新一轮风电抢装之后,萧条还是繁荣 (2019.12.12)》的分析,2021 年国内新增装机有望达到 30GW 以上,结转项目的增加将使 2021 年的需求提升至更高的规模。

三、投资建议

基于对疫情影响的乐观判断，我们估计疫情对于 2020 年国内风电装机的影响非常有限，同时，海外风机龙头新增订单的较快增长将增加国内风电零部件产业的市场需求，我们认为风电制造环节 2020 年的业绩不会因疫情而受重大影响。即便疫情影响程度超出预期，风电行业中长期逻辑亦不受破坏。

参考 2019 年业绩预告以及 2020 年万德一致预测的业绩情况，目前风电制造环节主要上市企业的平均估值处于 11 倍左右，考虑行业主要企业历史估值区间以及风电行业未来发展趋势，我们认为风电板块具有估值提升空间。

从细分领域来看，风电零部件的业绩增长确定性相对更强，建议关注日月股份、天顺风能、东方电缆等；风机企业有望迎来盈利水平的反转，业绩弹性较大，建议关注明阳智能、运达股份、金风科技。

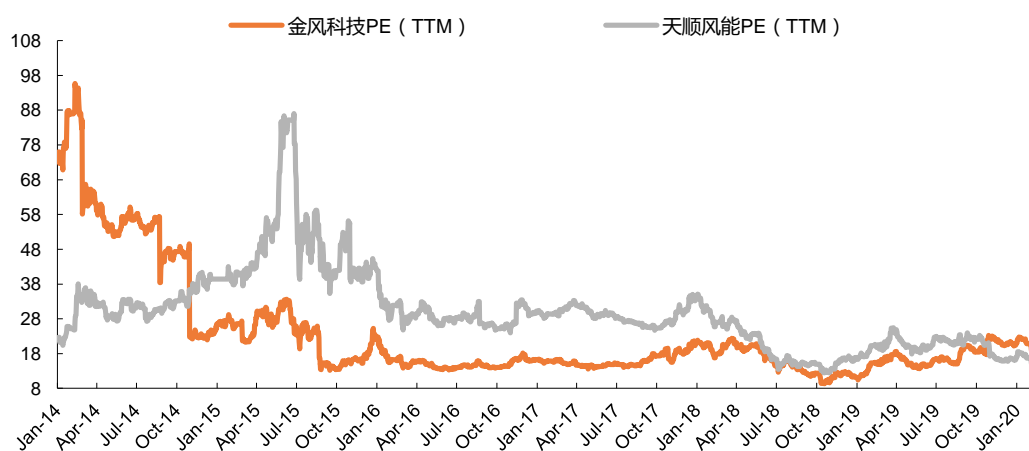
图表12 风电板块估值情况（截至 2020.2.9）

公司名称	股票代码	当前市值 (亿元)	2019 年业绩预告 (亿元)			2020 年净利 润 (亿元)	PE (2019)	PE (2020)
			下限	上限	中值			
金风科技	002202	461	/	/	/	43.4	15.8	10.6
明阳智能	601615	152	6.1	7.3	6.7	10.5	22.7	14.5
运达股份	300772	43	1.0	1.3	1.1	4.1	37.9	10.6
日月股份	603218	101	4.9	5.2	5.0	7.3	20.1	13.7
天顺风能	002531	101	7.0	8.0	7.5	9.8	13.5	10.4
泰胜风能	300129	30	1.6	1.6	1.6	2.6	19.4	11.6
大金重工	002487	26	1.3	1.6	1.4	/	18.1	/
东方电缆	603606	71	4.6	4.6	4.6	5.6	15.6	12.6
天能重工	300569	30	2.6	2.9	2.7	3.7	11.0	8.0
金雷股份	300443	31	1.9	2.2	2.0	3.1	15.1	10.0

资料来源：WIND，平安证券研究所

2020 年净利润取自 WIND 一致预测；PE (2019) 和 PE (2020) 分别为当前市值对应 2019 年业绩预告中值及 2020 年 WIND 一致业绩预测的估值，其中金风 PE (2019) 的业绩基数取自 WIND 一致预测

图表13 金风和天顺的 PE (TTM) 历史数据



资料来源：WIND，平安证券研究所

四、风险提示

- 1、疫情影响具有一定的不确定性，如果未来疫情严重程度超预期，板块的盈利情况可能低于预期。
- 2、国内零部件企业出口规模呈现逐渐增大的趋势，如果欧洲等海外国家和地区对国内产品加征关税，可能对出口比例较高的企业造成较大不利影响。
- 3、尽管政策可预期提升，现有政策仍存在调整可能，或导致未来新增装机规模的不确定性。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编: 100033