

推荐（维持）
风险评级：中风险
2020年2月14日

日月股份（603218）深度报告

风电抢装潮至，“两海”战略腾飞

投资要点：

■ **2021年之后，陆上和海上风电将不再享有国家补贴，2020-2021年风电抢装确定性高。**从已核准存量项目来看，截止2018年底，我国累计核准的风电项目约300GW；我国风电累计吊装容量是209.53GW，即我国已核准但未吊装的风电项目约90GW，存量项目规模巨大。这部分存量项目中的陆上风电项目将抢在2020年底前并网，海上风电项目将抢在2021年底前并网，行业景气度将维持在高位。从2019年招标量来看，风电市场公开招标量达6838.29万千瓦（不包含民营企业未公开招标数据），同比大幅增长104.12%，创历史新高。其中，陆上风电公开招标量为5216.91万千瓦，同比增长近1倍，占总招标量的76.29%；海上风电市场公开招标量为1621.38万千瓦，同比增长两倍多，占总招标量的23.71%。风机招标量是并网量的先行指标，我们认为2019年风机招标量高增将预示2020年我国风电新增并网量实现快速增长。

■ **投资建议：**公司是我国风机铸件龙头企业，近年来持续推进“两海战略”，大力发展海上大风机铸件业务和扩大海外市场份额。铸件制造产能方面，公司在2018年初已开始扩建“年产18万吨（一期10万吨）海上装备关键部件项目”来满足市场需求，目前一期10万吨产能已投产。2020年初，公司形成年产40万吨的铸造产能规模。精加工产能方面，公司对IPO募投项目“年产10万吨精加工项目”作了产能拉升工作，初步形成了年产7.5万吨精加工能力；同时公司成功发行可转债用于年产12万吨海装精加工扩产项目。总的来说，面对行业抢装带来的旺盛需求，公司产能有序扩张，2020年有望保持快速增长。预计公司2019-2020年的基本每股收益是0.94元和1.36元，当前股价对应市盈率是21倍和14倍。

■ **风险提示：**风电消纳能力下降，弃风率上升的风险；风电新增装机不及预期风险；订单执行受阻风险；贸易摩擦风险；市场竞争加剧风险等。

主要财务指标预测表（2020/2/14）

单位（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,351	3,499	4,865	6,178
YOY (%)	28.35%	48.84%	39.07%	26.98%
归母净利润	281	501	723	903
YOY (%)	23.82%	78.42%	44.39%	24.97%
EPS（元）	0.53	0.94	1.36	1.70
PE	36.86	20.66	14.31	11.45

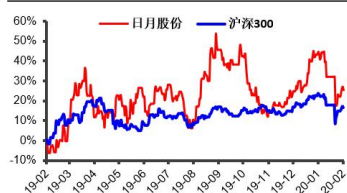
资料来源：Wind，东莞证券研究所

分析师：卢立亭
SAC 执业证书编号：
S0340518040001
电话：0769-22110925
邮箱：luliting@dgzq.com.cn

主要数据 2020年2月14日

收盘价(元)	19.46
总市值(亿元)	103.40
总股本(百万股)	531.35
流通股本(百万股)	132.49
ROE (TTM)	13.25%
12月最高价(元)	23.85
12月最低价(元)	14.37

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

目 录

1 风机铸件龙头，两海战略助腾飞	4
1.1 公司股权集中度较高	4
1.2 公司业绩周期性明显，与风电新增装机量呈正向变动关系	5
1.3 大客户多为行业龙头，有望受益于风机市场集中度提升	7
1.4 2019 年业绩高增，“两海”战略持续推进	8
2 存量项目规模大，补贴取消带来抢装潮	9
2.1 2021 年后国补取消，风电抢装进行时	9
2.2 风电存量项目规模大，2019 年风机招标量创历史新高	10
2.3 全国弃风率持续下降，风电消纳情况好转	11
2.4 海上风电开工规模大，风机大型化趋势明确	11
3 龙头产能有序扩张，业绩快增有望延续	13
3.1 风机铸件市场规模较大，行业竞争格局良好	13
3.2 公司产能持续扩张，订单饱满业绩快增可期	14
4 新冠疫情致原材料价格下降，延迟复工不改全年抢装潮	15
5 投资建议	17
6 风险提示	17

插图目录

图 1：公司股权结构图	4
图 2：2008-2018 年我国风电新增装机容量情况，2010 年和 2015 年是相对高点	5
图 3：2011-2019 前三季度公司营业收入增长情况	6
图 4：2011-2019 前三季度公司归母净利润增长情况	6
图 5：2011-2019 前三季度公司扣非归母净利润增长情况	6
图 6：2011-2019 前三季度公司毛利率、净利率情况	6
图 7：2011-2019 前三季度公司负债率情况	7
图 8：2011-2019 前三季度公司经营活动现金流量净额在经营活动净收益中的占比呈上升趋势	7
图 9：2013-2019 年上半年公司前五大客户销售占比呈下降趋势	8
图 10：2012-2019 年我国风机招标量增长情况	10
图 11：2012-2019 年我国风机招标量和新增并网量增长情况	10
图 12：2013-2019 年前三季度我国弃风率情况	11
图 13：2013-2019 年前三季度我国风电利用小时数	11
图 14：截止 2018 年，我国海上风电累计装机情况（单位：万千瓦）	13
图 15：截止 2018 年，国内风机铸件产能的企业分布	14
图 16：公司首次公开发行股份募资建设精加工产能	14
图 17：2010-2020 年 2 月 13 日，普钢综合价格指数走势（单位：元/吨）	16
图 18：2010-2020 年 2 月 13 日，铸造生铁（Z18-22：鞍山）价格走势（单位：元/吨）	16
图 19：2012-2019 年前三季度，公司毛利率变动情况与原材料价格变动情况相吻合	16
图 20：2020/1/1-2020/2/13 普钢综合价格指数走势（单位：元/吨）	17
图 21：2020/1/1-2020/2/13 螺纹钢（HRB400 20mm）价格指数走势（单位：元/吨）	17

表格目录

表 1：截止 2019 年三季度末，公司十大股东情况.....	4
表 2：2013-2016 年上半年公司前五大客户销售占比情况.....	7
表 3：风电上网电价调整情况.....	9
表 4：2018 年我国海上风电新增装机情况.....	12
表 5：风机铸件国内市场规模预测.....	13
表 6：公司铸件制造和精加工产能情况.....	15
表 7：公司盈利预测简表.....	19

1 风机铸件龙头，两海战略助腾飞

1.1 公司股权集中度较高

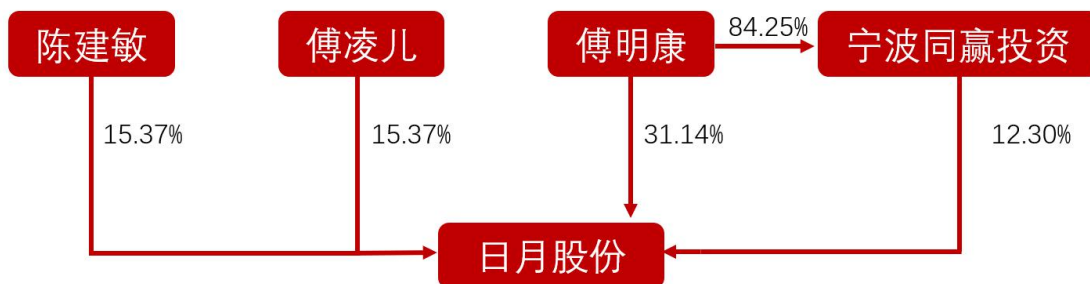
公司成立于 2007 年，后于 2016 年在上海证券交易所上市。公司自成立以来，一直致力于大型重工装备铸件的研发、生产及销售，产品包括风电铸件、塑料机械铸件和柴油机铸件、加工中心铸件等其他铸件，主要用于装配能源、通用机械、海洋工程等领域重工装备。截止 2019 年三季度末，公司的第一大股东是傅明康先生，持有公司 31.14% 的股权。其妻子和女儿均持有 15.37% 股权，三人合计持有公司 61.88% 的股权。此外，由傅明康先生持有 84.25% 股权的宁波高新区同赢股权投资有限公司持有日月股份 12.3% 的股权。公司股权集中度较高。

表 1：截止2019年三季度末，公司十大股东情况

排名	股东名称	方向	变动分析	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	傅明康	不变	35.4879	165,444,825	0	31.1400	-0.1100	限售流通A股, A股流通股
2	傅凌儿	不变	17.5190	81,673,475	0	15.3700	-0.0600	限售流通A股
3	陈建敏	不变	17.5190	81,673,475	0	15.3700	-0.0600	限售流通A股
4	宁波高新区同赢股权投资有限公司	不变	14.0152	65,338,780	0	12.3000	-0.0400	限售流通A股
5	上海鸿华股权投资合伙企业(有限合伙)	减少	4.4127	20,572,248	-2,003,850	3.8700	-0.3900	A股流通股
6	南京高精传动设备制造集团有限公司	减少	3.3742	15,730,765	-658,750	2.9600	-0.1400	A股流通股
7	上海祥禾股权投资合伙企业(有限合伙)	减少	2.7894	13,004,386	-1,422,757	2.4500	-0.2800	A股流通股
8	徐建民	不变	1.1083	5,166,785	0	0.9700	-0.0100	A股流通股
9	中国建设银行股份有限公司-华安核心优选混合型证券投资基金	减少	0.7949	3,709,732	-631,654	0.7000	-0.1200	A股流通股
10	中国工商银行股份有限公司-富国创新科技混合型证券投资基金	新进	0.5409	2,521,580	0.4700	0.4700		A股流通股
	合 计		97.5615	454,832,051		85.6000		

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 1：公司股权结构图



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

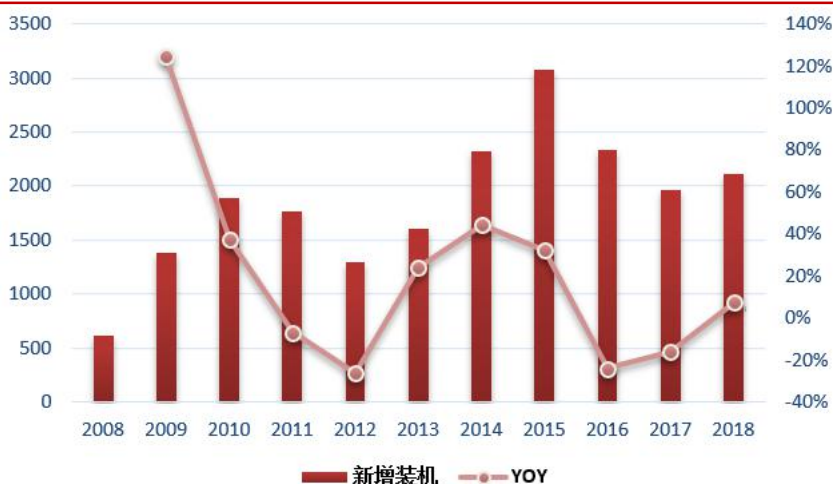
截止 2019 年三季度末，公司共有 3 家全资子公司，包括宁波日星铸业有限公司、宁波精华金属机械有限公司、宁波月星金属机械有限公司。其中，日星铸业主要业务是大型重工装备铸件的研发、生产和销售。精华金属和月星金属的主要业务均是铸件加工。具体来看，在毛坯铸造阶段，股份公司与日星铸业主要负责造型、熔炼、浇注等工序，精华金属和月星金属则主要负责清理等工序。

1.2 公司业绩周期性明显，与风电新增装机量呈正向变动关系

公司业绩增长周期性明显。2011-2018 年，公司营业收入从 10.66 亿元增长至 23.51 亿元，年均复合增速为 11.96%；归母净利从 1.1 亿元增长至 2.85 亿元，年均复合增速是 14.34%；扣非归母净利从 1.13 亿元增长至 2.56 亿元，年均复合增速是 12.39%。虽然公司上市以来业绩总体呈上升趋势，但是增长周期性明显，2015 年是明显的业绩周期性高点，这与风电新增装机量的周期性相吻合。

2010 年，我国风电新增装机 18.93GW，同比增长 37.17%，装机量为阶段性高点。2011-2012 年，在行业需求走弱、竞争加剧致产品价格下滑、原材料成本上升的情况下，公司业绩下滑，净利率下降。2013 年，行业需求回暖，国内风电新增装机同比增长 24.15%，公司业绩明显反弹，扣非归母净利同比增长 63.17%；毛利率、净利率分别提升 2.56 和 3.04 个百分点至 26.87%和 12.85%。2014-2015 年，由于 2015 年补贴电价将下调，行业出现抢装潮，风电装机需求爆发，这两年的新增装机增速分别是 44.19%和 32.54%。相应的，公司 2014-2015 年业绩高速增长，扣非归母净利分别同比增长 80.11%和 79.38%；毛利率和净利率继续大幅好转，2015 年分别达到 37.55%和 22.52%。2015 年的抢装之后，风电装机需求有所透支，2016-2017 年行业整体需求下滑，公司业绩增速也相应出现下降，营收分别同比下降 14.9%和上涨 14.44%，扣非归母净利分别同比下降 21.07%和下降 37.57%；毛利率和净利率则连续两年下滑，2017 年分别是 24.27%和 12.37%。2018 年，风电新增装机量实现恢复性增长，增速为 14.29%。相应的，公司当年业绩表现良好，营业收入和扣非归母净利分别同比增长 28.35%和 24.7%，但毛利率和净利率却继续下滑。

图2：2008-2018年我国风电新增装机容量情况，2010年和2015年是相对高点



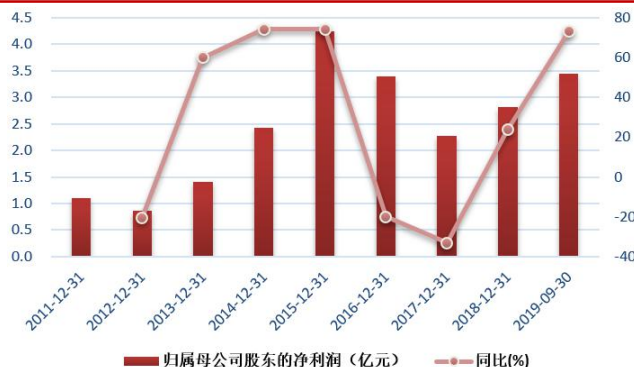
数据来源：CWEA，东莞证券研究所

图3：2011-2019前三季度公司营业收入增长情况



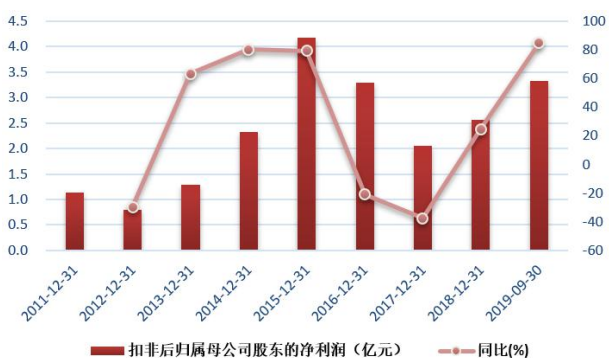
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图4：2011-2019前三季度公司归母净利润增长情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图5：2011-2019前三季度公司扣非归母净利润增长情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图6：2011-2019前三季度公司毛利率、净利率情况



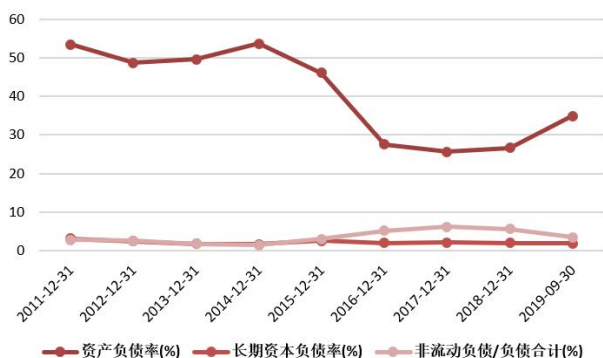
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

业务构成方面，2011-2019H1，公司风电铸件收入占比呈上升趋势，从 47.47% 上升到 78.72%；注塑机铸件收入占比呈下降趋势，从 33.3% 下降至 18.43%。从国内外业务来看，2011-2018 年，公司海外收入占比逐渐提升，从 11% 上升至 15%，2019 年预计上升到 20%。由于海外业务毛利率基本维持在 40% 以上，明显高于国内业务，公司 2019 年整体毛利率有望得以提升。公司已进入海外风机巨头如维斯塔斯等的供应链，表明公司风机铸件产品质量过硬。然而，公司的铸件产品在美国加征 25% 关税税率的清单中，后续出口收入增长势头或受影响。

负债率方面，公司上市以来资产负债率明显下降，2018 年降至 26.6%，2019 年前三季度上升至 34.89%。公司负债结构中，流动性负债占比高，2011 年以来均高于 90%。2019 年前三季度，公司流动负债占比达到 96.55%，且都属于应付、预收类项目。公司非流动负债占比低，2019 年前三季度只有 0.59 亿元的递延收益，在负债总额中占比 3.45%。总的来看，公司负债率较低，负债结构较好。经营性现金流方面，公司经营活动现金流量净额在经营活动净收益中的占比呈上升趋势，2019 年前三季度是 89.46%，经营性现

金流较好。

图7：2011-2019前三季度公司负债率情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图8：2011-2019前三季度公司经营活动现金流量净额在经营活动净收益中的占比呈上升趋势



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

1.3 大客户多为行业龙头，有望受益于风机市场集中度提升

客户集中度较高，深耕国内外领先风机商。2013-2017 年，公司前五大客户销售额占比基本超过 70%，2018 年下降至 66.62%，2019 年上半年明显下降至 60.96%，但前五单客户销售额占比依然较高。根据公司招股说明书，2013-2016 年上半年，公司第一大客户均为南高齿（全球领先的风电传动设备商，齿轮箱产品供应给国内外知名的风机整机商），销售额占比均超过 20%；金风科技是较为稳定的前三大客户之一，销售额占比基本在 15%以上。2019 年上半年，公司持续推进“两海战略”，海外市场与 Vestas、GE、三菱重工、日本铸钢所等客户的合作不断深入，订单量不断提升。由于大型重工装备铸件产品与下游成套设备制造具有很强的配套关系，成套设备制造商更换铸件供应商的转换成本较高且周期较长，因而双方易于形成紧密的战略合作伙伴关系。公司作为国内产销规模较大的大型重工装备铸件专业生产企业，凭借技术、规模、质量、品牌等优势，通过长期的合作，已经与下游众多客户建立了稳定、密切的合作关系，初步形成了深耕国内市场，细耕国际市场的销售战略和优秀的客户群体。同时，由于风机龙头企业在大型风机制造上具有领先优势，随着风机大型化趋势的深化，风机市场将继续向龙头企业集中，公司作为多家风机领先企业的供应商，有望明显受益。

表 2：2013-2016 年上半年公司前五大客户销售占比情况

2013年		2014年		2015年		2016年上半年	
南高齿	26.07%	南高齿	25.88%	南高齿	24.44%	南高齿	28.14%
海天集团	18.34%	海天集团	16.33%	金风科技	18.34%	金风科技	16.63%
金风科技	16.42%	金风科技	14.45%	内蒙古南车	13.24%	海天集团	11.08%
日本制钢所	6.48%	上海电气	8.00%	海天集团	9.02%	江苏中车电机有限公司	10.09%
西安用电	5.88%	内蒙古南车	6.92%	江阴远景	7.84%	维斯塔斯	8.34%
合计	73.19%	合计	71.58%	合计	72.88%	合计	74.28%

数据来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 9：2013-2019 年上半年公司前五大客户销售占比呈下降趋势



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.4 2019 年业绩高增，“两海”战略持续推进

2019 年量利齐升，业绩高速增长。公司公布了 2019 年业绩预告，预计 2019 年实现归母净利润 4.85-5.19 亿元，同比增长 73.00%-85.00%；实现扣非归母净利润 4.74-5.00 亿元，同比增长 85.00%-95.00%。公司 2019 年业绩高增主要是由于全球风电行业需求旺盛，公司及子公司均产销两旺，公司高附加值的国际客户风电产品订单和国内客户风电产品订单较快增长，主营业务增长迅速，公司 2019 年产品出货量为 33 万吨左右，比 2018 年 24.76 万吨增长 33.28%。毛利率方面，公司积极推进“两海战略”，国际客户和大兆瓦产品销售量增加及部分产品价格上涨导致产品单价同比 2018 年有一定幅度提高；公司 2019 年主要原材料价格比较稳定，公司内部推行技术创新，管理创新，细化成本考核单元，严控产品成本，故产品毛利率同比 2018 年有一定的提升。费用率方面，公司推行精细化管理，严控各项费用开支，2019 年除研发费和股权激励股份支付费用有所增长外，其他期间费用均得到良好的控制。

公司产能有序扩张，积极满足风机大型化需求。公司在 2018 年初已开始扩建“年产 18 万吨（一期 10 万吨）海上装备关键部件项目”来满足市场需求，目前一期 10 万吨产能已投产。2020 年初公司已形成年产 40 万吨的铸造产能规模。此外，公司对 IPO 募投项目“年产 10 万吨精加工项目”作了产能拉升工作，初步形成了年产 7.5 万吨精加工能力；同时公司成功发行可转债用于年产 12 万吨海装精加工扩产项目。总的来说，公司将继续重点推进铸造扩产项目以应对海上风机快速发展的需求，全力解决海上风电大型铸件生产瓶颈，抢占快速增长的海上风电市场制高点，同时将努力形成“内部精加工为主、外协加工为辅”的格局，将较好的打通国际客户对“一站式”交付的严苛要求。

2 存量项目规模大，补贴取消带来抢装潮

2.1 2021 年后国补取消，风电抢装进行时

补贴电价下调且改为指导价，竞价机制倒逼成本下降。我国于 2009 年起实行风电标杆电价制度，各类资源区的风电标杆电价呈下降趋势。2018 年，一类、二类、三类和四类资源区的风电标杆电价分别是 0.4 元/KWH、0.45 元/KWH、0.49 元/KWH 和 0.57 元/KWH，相比 2009 年分别下降 21.57%、16.67%、15.52% 和 6.56%。2019 年和 2020 年，我国陆上风电上网电价继续下降，且以上网电价为指导价，新核准的集中式陆上风电项目上网电价全部通过竞争方式确定，不得高于项目所在资源区的指导价。上网电价的下调，对于推动风电产业链技术进步，促进风电成本下降具有重要意义。根据国网能源研究院发布的《中国电源发展分析报告》，2018 年我国陆上风电度电成本已降至 0.38 元左右。

表 3：风电上网电价调整情况

资源区	风电上网电价（元/千瓦时）					
	2009-2014	2015	2016-2017	2018	2019（指导价）	2020（指导价）
I类资源区	0.51	0.49	0.47	0.4	0.34	0.29
II类资源区	0.54	0.52	0.50	0.45	0.39	0.34
III类资源区	0.58	0.56	0.54	0.49	0.43	0.38
IV类资源区	0.61	0.61	0.6	0.57	0.52	0.47
近海风电				0.85	0.8	0.75
潮间带风电				0.75	所在资源区陆上风电指导价	

数据来源：国家发改委，东莞证券研究所

2019 年 5 月，国家发改委发布的《关于完善风电上网电价政策的通知》（以下简称“《通知》”）中明确，2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。

海上风电方面，跟陆上风电一样，《通知》将海上风电标杆上网电价改为指导价，新核准海上风电项目全部通过竞争方式确定上网电价。2019 年符合规划、纳入财政补贴年度规模管理的新核准近海风电指导价调整为每千瓦时 0.8 元，2020 年调整为每千瓦时 0.75 元。新核准近海风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于上述指导价。对 2018 年底前已核准的海上风电项目，如在 2021 年底前全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价。此外，1 月 20 日，国家财政部、发改委、能源局发布《关于促进非水可

再生能源发电健康发展的若干意见》，明确新增海上风电和光热项目不再纳入中央财政补贴范围，按规定完成核准（备案）并于 2021 年 12 月 31 日前全部机组完成并网的存量海上风力发电和太阳能光热发电项目，按相应价格政策纳入中央财政补贴范。2021 年将成海上风电中央补贴最后的年份。总的来看，2021 年之后，陆上和海上风电将不再享有国家补贴，2020-2021 年风电抢装确定性高。

2.2 风电存量项目规模大，2019 年风机招标量创历史新高

存量项目规模大，将成抢装主力。截止 2018 年底，我国累计核准的风电项目约 300GW；我国风电累计吊装容量是 209.53GW，即我国已核准但未吊装的风电项目约 90GW，存量项目规模巨大。根据 2019 年 5 月发布的《关于完善风电上网电价政策的通知》，2018 年前核准的风电项目，陆上的只有在 2020 年底之前、海上的只有在 2021 年底之前完成并网才能获得补贴。因此，如前所述规模约 90GW 的存量项目将迫切寻求 2020、2021 年并网，是这一轮抢装潮的主力项目。

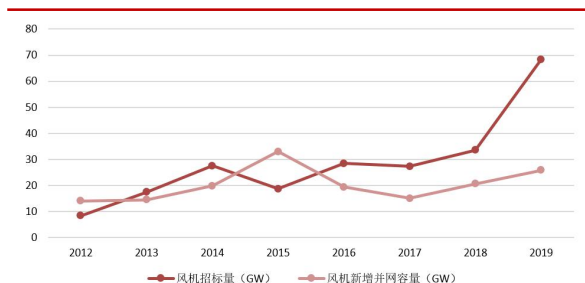
回顾过去几年的风机招标量和新增并网量的关系，可以得出风机招标量是新增风机并网量的先行指标，且先行约一年的结论。2014 年，我国风机招标量达到阶段性的高点，而风机新增并网量在 2015 年，即滞后于招标一年的时间达到相对高点。2016 年我国风机招标量较 2015 年回升，但新增并网量并未在 2017 年回升，我们认为主要是 2017 年三北地区风电消纳情况较差，影响了当年风机并网量的增加。2018 年，“红六省”中有三省解禁，我国整体弃风率同比明显下降，推动当年新增风机并网量提升。据不完全统计，2019 年，中国风电市场公开招标量达 6838.29 万千瓦（不包含民营企业未公开招标数据），同比大幅增长 104.12%，创历史新高。其中，陆上风电公开招标量为 5216.91 万千瓦，同比增长近 1 倍，占总招标量的 76.29%；海上风电市场公开招标量为 1621.38 万千瓦，同比增长两倍多，占总招标量的 23.71%。我们认为 2019 年风机招标量高增预示着 2020 年我国风电新增并网量实现快速增长。

图 10：2012-2019 年我国风机招标量增长情况



数据来源：CWEA，东莞证券研究所

图 11：2012-2019 年我国风机招标量和新增并网量增长情况



数据来源：CWEA，国家能源局，东莞证券研究所

2.3 全国弃风率持续下降，风电消纳情况好转

2017 年，我国北部六个省区（甘肃、新疆、宁夏、黑龙江、吉林、内蒙古）的风电投资检测预警为红色，简称“红六省”。“红六省”的风能丰富，但由于当地负荷有限，风电外送通道不顺畅，导致这些区域弃风率高企，风电投资预警为红色。2018 年，内蒙古、黑龙江的红色预警转为橙色，宁夏转为绿色，甘肃、新疆、吉林继续为红色预警，“红六省”变为“红三省”。2019 年，吉林解除了红色预警，由红色转为绿色，“红三省”变为“红二省”。

总的来看，风电红色预警区域的减少表明三北地区风电的消纳状况好转，弃风率下降。从全国数据来看，经过 2015-2016 年弃风率连续提高之后，2017 年以来我国弃风率明显下降。2018 年弃风率下降至 7%，2019 年前三季度的弃风率是 4.2%，同比下降 3.5 个百分点。相应的，2017 年以来，我国风电利用小时数呈上升趋势，2018 年风电利用小时数同比增加 7.55%。弃风率的下降意味着我国电网对风电消纳能力的提升，有助于更多风电并网。我们认为，三北地区风能丰富，随着红色预警区域的减少，该地区风电投资有望回升，为我国风电装机贡献增量。

图 12：2013-2019 年前三季度我国弃风率情况



数据来源：国家能源局，东莞证券研究所

图 13：2013-2019 年前三季度我国风电利用小时数



数据来源：国家能源局，东莞证券研究所

2.4 海上风电开工规模大，风机大型化趋势明确

1 月 20 日，国家财政部、发改委、能源局发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》，明确新增海上风电和光热项目不再纳入中央财政补贴范围，按规定完成核准（备案）并于 2021 年 12 月 31 日前全部机组完成并网的存量海上风力发电和太阳能光热发电项目，按相应价格政策纳入中央财政补贴范。2021 年将成海上风电中央补贴最后的年份。据北极星风力发电网最新统计，截至到 2019 年 12 月 31 日，我国已开工在建的海上风电规模已达 10.43GW，是截止 2019 年底我国海上风电累计装机量的 2 倍左右，一定程度上印证了抢装的高热度。

从国内海上风机市场来看，2018 年，我国海上风电有新增装机的仅 7 家整机厂商，它们分别是上海电气、远景能源、金风科技、明阳智能、GE、联合动力和湘电风能。前三家厂商的新增装机量分别是 726MW、402.4MW、400.5MW，在全年海上风电新增装机总量中分别占比 44.00%、24.39%和 24.27%，前三家合计占比达到 92.67%，行业集中

度极高。截止 2018 年，我国海上风电累计装机量 444.19 万千瓦，4.0MW 及以上海上风机占比为 67.88%，其中 4.0MW 海上风机占比最多，为 52.86%。这与欧洲存在明显差距，欧洲海上风电 6MW 以上风机占比已经达到 80%。虽然差距较大，但我国海上风电发展潜力大的省份，如江苏、福建、广东，已大力鼓励和引导大型风机的使用。根据江苏、广东和福建各自的海上风电竞争配置办法，江苏省要求海上风电机组单机容量不得低于 4MW；广东省给 5MW 以上的大型风机设置高分；福建省的海上风机加分门槛是 8MW 以上。

表 4：2018 年我国海上风电新增装机情况

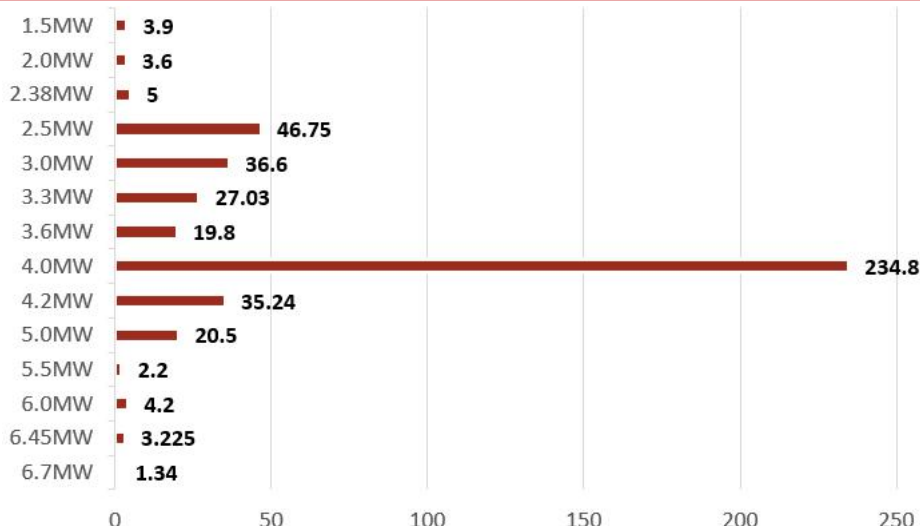
制造企业	单机容量 (MW)	装机台数	装机容量 (MW)
上海电气	4	180	720
	6	1	6
远景能源	4	25	100
	4.2	72	302.4
金风科技	2.5	35	87.5
	3.3	81	267.3
	6.45	5	32.25
	6.7	2	13.4
明阳智能	3	23	69
	5.5	4	22
GE	6	3	18
联合动力	3	4	12
湘电风能	5	1	5
合计	3.78 (平均单机容量)	436	1649.85

数据来源：CWEA, Offshore Wind Focus, 东莞证券研究所

我国海上风机奋起直追，技术日趋成熟。根据世界风电权威媒体 Wind Power Monthly 的发布，2019 年海上风电行业十佳机型包括通用电气的 Haliade-X 12MW 机型，西门子歌美飒的 SG-11.0-193DD 机型，东方电气的 D10000-185 机型，金风科技的 GW175-8.0MW 机型，三菱重工-维斯塔斯的 V174-9.5MW 机型，明阳智能的 SE7.25-158 机型，Envision 的 EN-161/5.2 机型，明阳智能的 SE8.0-10-180 机型，西门子歌美飒的 SG8.0-167DD，和三菱重工-维斯塔斯的 V164-9.5MW 机型。这十个机型中有五个是直驱永磁机型，十个机型的转子直径均大于 150 米。我国有三家企业的四个机型上榜，显示我国在海上风机大型化上的技术日益成熟，逐步具备了与海外风机巨头竞争的能力。

总的来看，2021 年之后我国风电行业国家补贴将取消，且目前行业存量项目规模巨大，2020-2021 年的风电抢装确定性高。此外，2019 年我国风电公开招标量同比增长超过一倍，根据招标量是并网量先行指标的规律，我们预计 2020 年国内风电并网装机量有望实现快速增长。同时，截止 2019 年底我国海上风电已开工规模达到 10.43GW，是我国海上风电累计装机量的 2 倍左右，一定程度上印证了风电抢装的高热度。我们认为 2020 年将是风电抢装确定性很高的一年，产业链需求旺盛，行业景气度高，预计 2019-2021 年的风电新增装机量为 26GW，35GW 和 30GW。

图 14：截止 2018 年，我国海上风电累计装机情况（单位：万千瓦）



数据来源：CWEA，东莞证券研究所

3 龙头产能有序扩张，业绩快增有望延续

3.1 风机铸件市场规模较大，行业竞争格局良好

风机中使用铸造工艺生产的零部件包括轮毂、底座、扭力臂、行星架等，属于风电铸件产品。根据中国铸造协会对风电设备行业平均水平进行测算，每兆瓦风电整机大约需要 20-25 吨铸件，其中轮毂、底座、轴、梁、轴承座等合计约需 15-18 吨，齿轮箱部件约需 5-7 吨。根据我们对 2019、2020 年风电新增装机量的预测，同时假设每 MW 风机需要铸件 22.5 吨（取 20 和 25 的中值），则我国风机铸件市场需求量在 2019、2020 年将达到 58.5 万吨和 78.75 万吨。同时，我们结合风机铸件领先企业——日月股份和吉鑫科技的铸件单价，日月股份的 2018 年风机铸件单价是 10526 元/吨，吉鑫科技的铸件单价是 11025 元/吨，按照它们的铸件单价均值 10776 元/吨计算，则 2019-2021 年我国风机铸件的市场规模约是 63.04 亿元、84.86 亿元和 72.74 亿元。

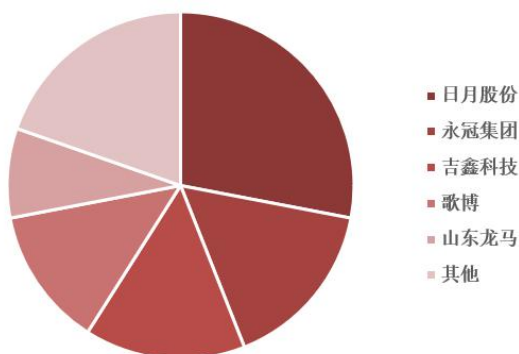
表 5：风机铸件国内市场规模预测

	2018	2019E	2020E	2021E
中国风电新增装机量 (GW)	21.14	26	35	30
同比增速		22.99%	34.62%	-14.29%
假设每兆瓦需要铸件22.5吨				
铸件需求量 (吨)	475650	585000	787500	675000
2018年日月股份和吉鑫科技的铸件单价的均值是10776元/吨				
市场规模 (亿元)	51.26	63.04	84.86	72.74

数据来源：中国铸造协会，公司公告，东莞证券研究所

截止 2018 年底，我国风机铸件产能中，前三家厂商产能国内合计占比超过 50%，行业竞争格局较好。2018 年，我国风电新增装机量是 21.14GW，全球风电新增装机量是 51.3GW，按照每 MW 大概 22.5 吨的铸件需求来计算，则 2018 年我国风机铸件需求量是 47.48 万吨，全球风机铸件需求量 115.43 万吨。公司 2018 年风机铸件销量在国内需求量和全球需求量中的占比分别是 31.73%和 13.07%，预计 2019 年在国内和全球占比分别达到 40%和 20%。

图 15：截止 2018 年，国内风机铸件产能的企业分布

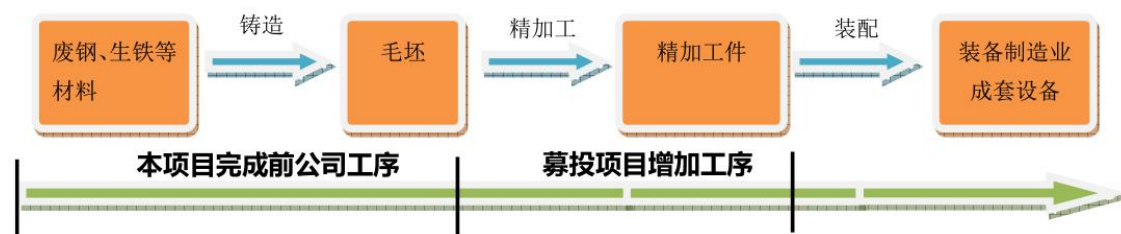


数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.2 公司产能持续扩张，订单饱满业绩快增可期

公司在发展初期，因资金实力、风险承受能力等限制，优先投资于铸件毛坯生产，选择将精加工工序通过外协方式完成，造成毛坯制造和精加工两个工序分割的状况。2016 年，公司首次公开发行股票募集资金净额 8.97 亿元，其中 6.07 亿元用于“年产 10 万吨大型铸件精加工项目”的建设，实现公司精加工工序的内移，完善公司内部生产工序。同时，公司业务从铸件毛坯向精加工延伸，满足了客户日趋强烈的一站式精加工铸件采购需求，并有利于公司获取精加工利润，提升公司整体盈利水平。

图16：公司首次公开发行股票募资建设精加工产能



数据来源：公司招股说明书

2017 年底，公司形成的年产 25 万吨铸造产能利用率已趋饱满。2018 年，通过内部技术改造和 IE 生产实施，公司初步形成了 30 万吨的铸造产能规模；此外，公司首次募投的 10 万吨精加工项目已初步形成了年产 7.5 万吨大型铸件精加工的能力。随着海上风机装机量的迅速提升以及需求的快速释放，大型化的海上风电铸件生产能力已经制约了海上风机的装机速度，公司 2018 年初开始投资建设年产 18 万吨（一期 10 万吨）海上装备关键部件项目。截止 2019 年底，公司表示一期 10 万吨的海上装备关键部件已建成投产，公司 2020 年的铸件产能将上升至 40 万吨，相比 2019 年全年约 33 万吨的产能增长 21.21%。在风电抢装浪潮下，行业需求旺盛，公司表示 2020 年 40 万吨产能有望实现满产，业绩快速增长可期。

2020 年 1 月，公司发行了 12 亿元可转债，募集资金用于“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”和补充流动资金。其中，“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”总投资 8.92 亿元。加上 2016 年首次募投的 10 万吨精加工项目，公司目前拟投资建设的精加工项目产能达 22 万吨。

表 6：公司铸件制造和精加工产能情况

	项目投资情况	年底铸件产能（万吨）	年底精加工产能（万吨）
2016 年	IPO 募投项目：“年产 10 万吨大型铸件精加工项目”	20	0
2017 年		25	0
2018 年	IPO 募投的“年产 10 万吨大型铸件精加工项目”中有 7.5 万吨建成投产；2018 年初开始投资建设年产 18 万吨（一期 10 万吨）海上装备关键部件项目。	30	7.5
2019 年	2018 年初开始投资建设年产 18 万吨（一期 10 万吨）海上装备关键部件项目建成投产	40	7.5
2020 年	公司发行了 12 亿元可转债，募集资金部分用于“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”	/	/
根据目前已有的投资项目来看，若这些项目完工投产，公司的铸件制造和精加工产能情况		48	22

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4 新冠疫情致原材料价格下降，延迟复工不改全年抢装潮

公司铸件产品的主要原材料是生铁和废钢，在公司营业成本中占比 30%-40%，生铁和废钢的价格波动对公司毛利率具有重要影响。2013-2015 年，生铁、废钢等原材料价格持续下行，三年来普钢综合价格指数和铸造生铁（Z18-22：鞍山）价格分别累计下降了 47.12% 和 45.67%。由于原材料价格和产品价格的变动在时间上和幅度上存在不一致性，因此原材料价格的下降一定程度上推动了公司毛利率的上升。2013-2015 年，公司毛利率逐年上升，三年的毛利率分别是 26.87%、31.72% 和 37.55%。2016-2018 年，生铁、废钢价格呈上升态势，三年来普钢综合价格指数和铸造生铁（Z18-22：鞍山）价格分别累计上涨 90.87% 和 111.66%，对公司毛利率产生明显负面影响。2016-2018 年，公司毛

利率分别是 35.44%、24.27%和 21.39%，表现为逐年下降。

图 17：2010-2020 年 2 月 13 日，普钢综合价格指数走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图18：2010-2020年2月13日，铸造生铁（Z18-22：鞍山）价格走势（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图19：2012-2019年前三季度，公司毛利率变动情况与原材料价格变动情况相吻合



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

2019 年以来，生铁、废钢价格呈现出震荡中略有下降的态势，公司毛利率同比回升 2.91 个百分点至 24.29%。2019 年底开始的新冠疫情致春节复工延迟，经济活动对于上游生铁、废钢的需求走弱，导致生铁、废钢价格下行，春节之后（2 月 3 日-2 月 13 日），普钢综合价格指数和螺纹钢（HRB400 20mm）价格指数分别下降 4.11%和 2.4%。由于公司 2020 年订单价格多已锁定，原材料价格的下跌有利于公司毛利率提升。此外，我们认为疫情下延迟一周复工对公司出货量存在一定消极影响，但行业全年抢装依然具有高确定性，相信随着疫情的结束，一季度受影响的出货量将在二、三、四季度得到弥补，公司全年业绩仍将实现快速增长。

图20：2020/1/1-2020/2/13普钢综合价格指数走势
（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图21：2020/1/1-2020/2/13螺纹钢（HRB400 20mm）
价格指数走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

5 投资建议

2021 年之后，陆上和海上风电将不再享有国家补贴，2020-2021 年风电抢装确定性高。从已核准存量项目来看，截止 2018 年底，我国累计核准的风电项目约 300GW；我国风电累计吊装容量是 209.53GW，即我国已核准但未吊装的风电项目约 90GW，存量项目规模巨大。这部分存量项目中的陆上风电项目将抢在 2020 年底前并网，海上风电项目将抢在 2021 年底前并网，行业景气度将维持在高位。从 2019 年招标量来看，风电市场公开招标量达 6838.29 万千瓦（不包含民营企业未公开招标数据），同比大幅增长 104.12%，创历史新高。风机招标量是并网量的先行指标，我们认为 2019 年风机招标量高增预示着 2020 年我国风电新增并网量将实现快速增长。

公司是国内风机铸件龙头企业，近年来持续推进“两海战略”，大力发展海上大风机铸件业务和扩大海外市场份额。铸件制造产能方面，公司在 2018 年初已开始扩建“年产 18 万吨（一期 10 万吨）海上装备关键部件项目”来满足市场需求，目前一期 10 万吨产能已投产。2020 年初，公司形成年产 40 万吨的铸造产能规模。精加工产能方面，公司对 IPO 募投项目“年产 10 万吨精加工项目”作了产能拉升工作，初步形成了年产 7.5 万吨精加工能力；同时公司成功发行可转债用于年产 12 万吨海装精加工扩产项目。总的来说，面对行业抢装带来的旺盛需求，公司产能有序扩张，2020 年也有望保持快速增长。预计公司 2019-2020 年的基本每股收益是 0.94 元和 1.36 元，当前股价对应市盈率是 21 倍和 14 倍。

6 风险提示

- （1） 风电消纳能力下降，弃风率上升的风险；

- (2) 风电新增装机量不及预期风险
- (3) 订单执行受阻风险；
- (4) 贸易摩擦风险；
- (5) 市场竞争加剧风险。

表 7：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2351	3499	4865	6178
营业总成本	2059	2938	4054	5162
营业成本	1848	2638	3639	4634
税金及附加	15	14	19	25
销售费用	40	52	68	93
管理费用	400	430	550	670
研发费用	94	136	189	235
财务费用	-6	-9	0	0
其他经营收益	33	17	18	18
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	18	9	10	10
其他收益	15	8	8	8
营业利润	324	577	828	1034
加 营业外收入	4	2	2	2
减 营业外支出	7	4	4	4
利润总额	320	575	826	1032
减 所得税	40	75	103	129
净利润	281	501	723	903
减 少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	281	501	723	903
基本每股收益(元)	0.53	0.94	1.36	1.70
PE	37	21	14	11

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn