

日月股份（603218）：风电铸件强者，向“两海”市场谋发展

——深度研究

2020年08月06日

强烈推荐/首次

日月股份

公司报告

摘要：

公司在我国风电铸件产业处于领先地位，主要体现于：

1) 我们测算判断，公司 2019 年在中国风电铸件市场约占据 35.4% 的份额（与实际情形或存小幅偏差），4 家较高知名度且经营数据可查的友商 2019 年同类业务合计收入仅相当于公司风电铸件收入的 1.26 倍。

2) 下游市场的风机容量呈增大之势，公司在兆瓦配套铸件产品的研制方面已取得里程碑式进展。年产 18 万吨（一期 10 万吨）海装关键铸件项目已于 2019 年 9 月建成投产，为大兆瓦海上风机配套铸件的制造解决产能瓶颈；2019 年 8 月底 4MW 以上风电铸件在手订单即已达到 7.285 万吨，相当于彼时风电铸件在手订单量的近 4 成，获得上海电气、中国海装、明阳智能、金风科技、远景能源、GE、东方风电等主流风机厂商客户的认可。

海外市场拓展得力。公司已连续多年为 Vestas 供货，并对西门子-歌美飒、GE 形成批量供货。公司 2019 年实现外销收入 4.46 亿元，为主营收入贡献 12.94%，我们认为未来仍有一定提升空间。

精加工自给率有望提高。我们认为，自主精加工相较外协加工，可以提高铸件成品的毛利率与生产效率；公司借由自主精加工可提高对铸件制造全工序的掌控力，进而提高对客户的服务效率。我们预计，到 2023 年底，公司将形成 44 万吨精加工年产能，基本具备精加工环节完全自给的能力。

盈利预测：我们预计，公司将于 2020-2022 年实现盈利 8.26 亿元、11.57 亿元、12.85 亿元，对应当前股本下 EPS 分别为 1.11 元、1.56 元、1.73 元，对应 2020.8.5 收盘价的 P/E 分别为 18.3 倍、13.1 倍、11.8 倍。如按当前总股本 30% 之上限增发，则摊薄后 EPS 分别为 0.85 元、1.20、1.33 元，对应 2020.8.5 收盘价的 P/E 分别为 23.8 倍、17.0 倍、15.3 倍。给予“强烈推荐”评级。

风险提示：国内外风电建设或不达预期；公司业务发展与成本管控或低预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,350.59	3,485.83	4,928.85	6,098.28	6,386.91
增长率（%）	28.35%	48.30%	41.40%	23.73%	4.73%
归母净利润（百万元）	280.55	504.54	825.85	1,156.85	1,284.89
增长率（%）	23.82%	79.84%	63.68%	40.08%	11.07%
净资产收益率（%）	9.45%	14.24%	19.11%	22.77%	21.54%
每股收益（元）	0.38	0.68	1.11	1.56	1.73
P/E	53.81	29.92	18.28	13.05	11.75
P/B	5.08	4.26	3.56	3.00	2.56

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主营风电铸件等。

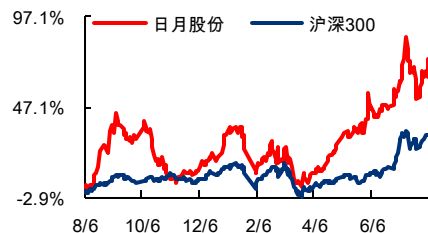
未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-08-27 预计披露中报。

交易数据

52 周股价区间（元）	21.71-11.63
总市值（亿元）	150.98
流通市值（亿元）	149.35
总股本/流通 A 股（万股）	74,374/73,570
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.64

52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

分析师：李远山

010-66554024

liy sh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519040001

研究助理：张阳

010-66554016

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S14801190700043

目 录

1. 受益行业发展，成就风电铸件强者地位	3
1.1 我国风电产业发展迅速	3
1.2 公司在风电铸件市场占据领先地位	4
2. 向“两海”市场谋发展，做大“精加工”控成本	6
2.1 重视“两海”市场与大兆瓦风机配套产品，符合行业发展趋势	6
2.1.1 风机容量呈增大之势，公司积极研制配套产品	6
2.1.2 海外市场拓展得力	9
2.2 持续增加精加工环节投入，利好成本管控	9
2.3 象山港发运产品，提高物流效率	12
3. 收入与成本预测	13
4. 风险提示	14

插图目录

图 1： 中国大陆 2013-2019 年年底风电累计并网统计	3
图 2： 中国大陆发电装机结构（截至 2019 年底）	3
图 3： 公司主要产品示例	4
图 4： 风机轮毂部件涂装漆面精修工序	4
图 5： 公司 2014-2019 年营业收入统计	5
图 6： 公司 2014-2019 年盈利统计	5
图 7： 日月股份股东及下属子公司股权关系图（截至 2020.3.31）	5
图 8： 公司 2019 年收入结构（按业务分项）	6
图 9： 公司 2019 年主要客户对销售收入的贡献	9
图 10： 日月股份 IPO 募投项目对铸件制造工序的影响	10
图 11： 2016-2023 年公司铸件与精加工产能统计及预测	10
图 12： 2016-2019 年不同交付类型风电铸件毛利率水平对比	11
图 13： 2016-2019 年不同交付类型风电铸件的收入占比	11
图 14： 《今日象山》关于公司从象山港发运产品的报道	12

表格目录

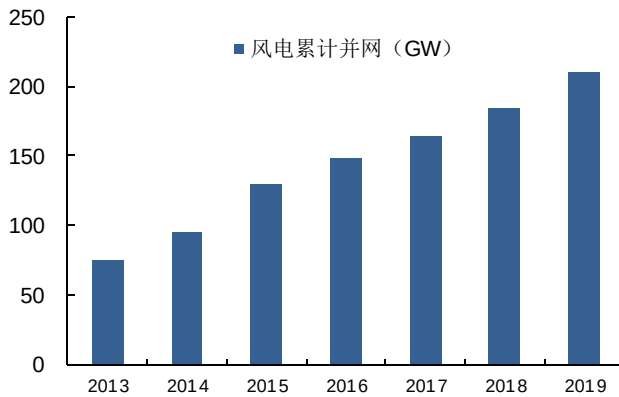
表 1： 金风科技 2017-2019 年风机销量分析	7
表 2： 明阳智能 2017-2019 年风机销量分析	7
表 3： 运达股份 2017-2019 年风机销量分析	7
表 4： 上海电气风电集团 2017-2019 年风机产量分析	8
表 5： 我国 8MW+海上机型设计研发状况（截至 2020.6.22）	8
表 6： 公司分项业务收入与成本预测（至 2022 年）	13

1. 受益行业发展，成就风电铸件强者地位

1.1 我国风电产业发展迅速

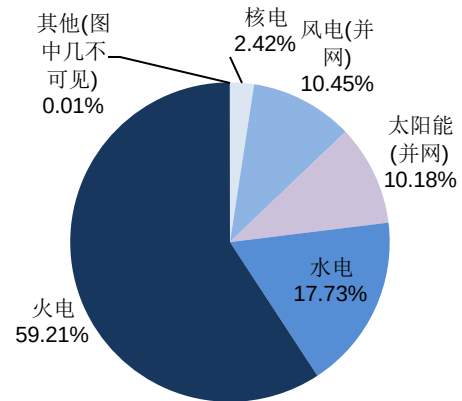
作为一种可再生清洁能源发电形式，在政策扶持、产业化进步等多因素合力作用下，中国大陆风电产业于过去十余年得到快速发展。据国家能源局、中电联相关统计数据，截至 2019 年底，中国大陆风电累计装机 210GW（陆上 204GW+海上 5.93GW），占发电装机总容量的 10.45%，如图 1、图 2 所示；风电为 2019 年总发电量贡献了 5.54%。

图1：中国大陆 2013~2019 年年底风电累计并网统计



资料来源：国家能源局、中电联，东兴证券研究所

图2：中国大陆发电装机结构（截至 2019 年底）



资料来源：中电联，东兴证券研究所

从装机角度看，我国已成为全球“风电大国”。据 GWEC 发布的统计数据，2019 年底中国大陆的陆上、海上风电累计装机分别占全球的 37%、23%，分别位列第一、第三。

展望未来，我们认为，受国内补贴政策、产业进步等因素影响，风电产业将呈现如下发展趋势。

其一，对于陆上风电项目，如 2018 年底之前核准但 2020 年底前仍未完成并网，或 2019~2020 年核准但 2021 年底前仍未完成并网，国家不再补贴；2021 年起新核准的项目，全面实现平价上网，国家不再补贴。对于海上风电项目，中央财政仅补贴 2021 年底前全部机组完成并网的存量合规项目，不再补贴新增项目。

其二，中国大陆风电项目 2019 年招标量“井喷”至 68GW 以上，将利好产业链未来两年业务发展。

其三，“三北”（西北、华北、东北）地区与云南、福建、四川等优势风资源省区，将对陆上风电项目投资资金产生较大“虹吸”效应。海上风电发展潜力大，沿海各省区后续能否推出“地补”接力，对 2022~2027 年海上风电市场走向影响较大。在陆上与海上风电市场，大容量风机将加大应用。

其四，产业链优质企业将加大海外风电市场拓展力度，以谋求在相关专业领域的长期发展。

详细分析见于研究报告《风电：奔向“平价”的清洁能源》（20200513），此处不再赘述。

1.2 公司在风电铸件市场占据领先地位

过去十余年风电大发展推动了本土产业链的成长，涌现一批细分市场优质企业，日月重工股份有限公司（603218.SH，简称“日月股份”或“公司”）即为其一。

公司初设于 2007 年，总部位于宁波，主营大型重工装备铸件研产销，主要用于风电、通用机械、海洋工程等领域，主要产品如图 3 所示。其中，风电铸件的具体产品较多，包括：轮毂（转子头）、底座、行星架、箱体、扭力臂、定动轴、主轴套等。图 4 为风机轮毂部件涂装漆面精修工序示意。

图3：公司主要产品示例



资料来源：招股说明书、公司官网，东兴证券研究所

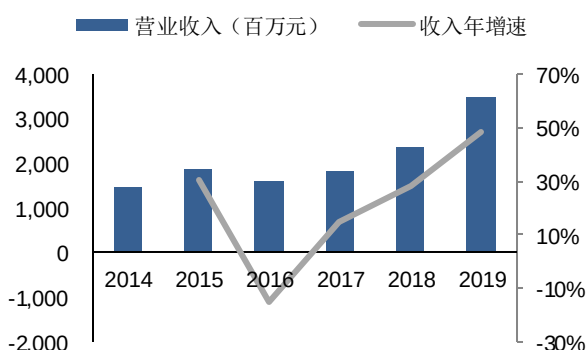
图4：风机轮毂部件涂装漆面精修工序



资料来源：中国象山网，东兴证券研究所引用

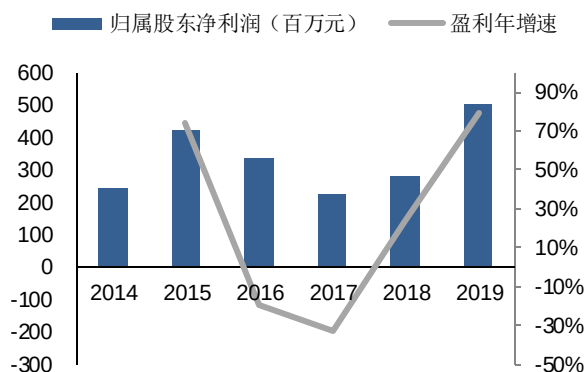
自 2016 年 12 月在 A 股上市以来, 公司主业发展较快。据 2019 年年报披露, 截至 2019 年底, 公司拥有 40 万吨铸件年产能, 以及最大重量 110 吨大型球墨铸铁件铸造能力。2019 年公司实现营业收入 34.86 亿元, 归属股东净利润盈利 5.05 亿元, 过去 6 年的收入与盈利变化分别如图 5、图 6 所示。

图5: 公司 2014~2019 年营业收入统计



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图6: 公司 2014~2019 年盈利统计

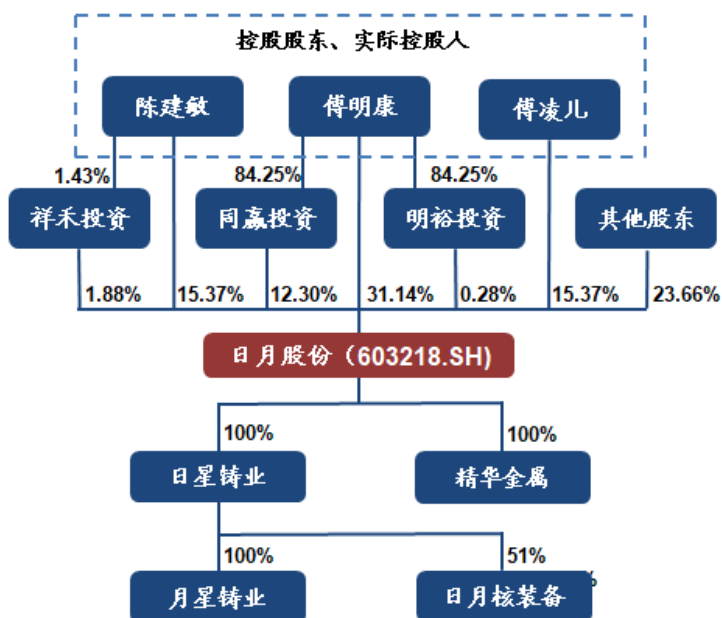


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

截至目前, 公司控股股东、实际控制人为傅明康、陈建敏 (傅明康之妻)、傅凌儿 (傅明康、陈建敏之女)。据 2020 年 6 月 23 日公告, 三位实际控制人直接持有公司 61.89% 股份, 并通过傅明康控制的同赢投资、明裕投资分别控制上市公司 12.58% 股份, 合计控制公司 74.47% 股份。

截至 2020 年 3 月 31 日的公司股权关系及主要下属经营实体如图 7 所示。

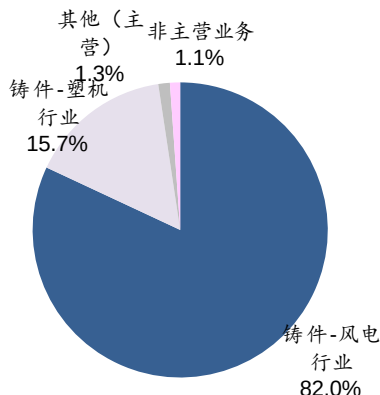
图7: 日月股份股东及下属子公司股权关系图 (截至 2020.3.31)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

风电是公司目前最重要的下游市场，风电铸件在 2019 年收入中的占比达到 82.0%，如图 8 所示。

图8：公司 2019 年收入结构（按业务分项）



资料来源：公司 2019 年年报，东兴证券研究所

公司《招股说明书》（20161216 版 P159）援引中国铸造协会估算，每 MW 风电整机大约需要 20~25 吨铸件。国家能源局发布，2019 年中国大陆新增风电并网装机 25.74GW，我们结合前述数据测算，对应 51.48~64.35 万吨（中值 57.915 万吨）铸件需求。公司公告，2019 年风电铸件销量 25.60 万吨，当年外销收入占（全业务）营业收入的 12.94%。结合行业情况，考虑一部分内销产品最终或用于出口，故假设 2019 年风电铸件销量的 8 成应用于中国市场。由此测算，对应市场份额约 35.4%（与实际情形或存小幅偏差）。

中国风电铸件产业中，除公司外，另有几家具有较高的市场知名度：国创风能（龙马重科子公司）、永冠集团、吉鑫科技、大连华锐重工、佳力科技。

据永冠集团官网信息，该公司 2019 年同类业务（再生能源类）实现营业收入 43.766 亿新台币，折合人民币 10.39 亿元。据相关上市公司与新三板企业财报，2019 年，吉鑫科技同类业务（轮毂、底座等主产品）营业收入 13.57 亿元；大连重工主营风电铸件的子公司大连华锐重工铸业有限公司营业收入 7.49 亿元；佳力科技风电设备铸件营业收入 4.59 亿元。上述四家公司相关业务收入合计 36.04 亿元，仅相当于公司 2019 年风电铸件收入（28.57 亿元）的 1.26 倍。

综上，我们判断，公司位列中国风电铸件行业第一梯队。

2. 向“两海”市场谋发展，做大“精加工”控成本

2.1 重视“两海”市场与大兆瓦风机配套产品，符合行业发展趋势

近年来，公司积极研制大兆瓦风机配套铸件，并将海外市场与海上风电列为两大重要业务领域，相应制定了“两海战略”并付诸实施。结合前文对风电行业发展趋势的研判，我们认为，公司的产品与市场策略具有较强的现实意义与长期视角。

2.1.1 风机容量呈增大之势，公司积极研制配套产品

一般来说，海上风机的容量较陆上风机偏大，两类风机容量近年来都呈现出增大之势。通过分析金风科技、明阳智能、运达股份的风机销售数据，以及上海电气的风机产出数据，我们判断，2019 年陆上风机主力机型容量多在 2.0~3.45MW 之间，海上风机主力机型容量多在 4.0~6.7MW 之间。对比 2017 年、2018 年的销量数据，各家出售的风机容量呈现趋大之势，1.5MW 机型呈现淡出市场之象，如表 1~4 所示。

表1：金风科技 2017~2019 年风机销量分析

机型	销量（台）			销售容量比例		
	2019	2018	2017	2019	2018	2017
-						
6.0S	39	9	-	3.10%	0.92%	-
3.0S	220	114	15	8.58%	5.84%	0.89%
2.5S	945	298	551	28.80%	12.71%	27.10%
2.0S	2,250	2,180	1,516	57.92%	74.39%	59.67%
1.5MW	74	240	418	1.60%	6.14%	12.34%
合计	3,528	2,841	2,500	100%	100%	100%

资料来源：金风科技财报，东兴证券研究所

表2：明阳智能 2017~2019 年风机销量分析

机型	销量（台）			销售容量比例		
	2019	2018	2017	2019	2018	2017
-						
5.5MW 海上型	67	3	0	15.11%	0.92%	0.00%
3.0MW 海上型	24	43	10	2.95%	7.19%	2.07%
3.0MW 陆上型	375	157	4	46.13%	26.24%	0.79%
2.0MW	426	587	694	34.94%	65.40%	95.89%
1.5MW	14	3	12	0.86%	0.25%	1.24%
合计	906	793	720	100%	100%	100%

注：测算销售容量比例时使用的销售容量，根据相关公告测算得来，与实际情况或存小幅误差。

资料来源：明阳智能 2019 年、2018 年年报，东兴证券研究所

表3：运达股份 2017~2019 年风机销量分析

机型	销量（台）			销售容量比例		
	2019	2018	2017	2019	2018	2017
单机容量						
3MW	24	0	0	4.71%	-	-
2.5MW	235	22	1	38.42%	5.47%	0.27%
2MW/2.2MW	415	465	439	56.88%	93.79%	94.56%
1.5MW	0	5	32	0.00%	0.75%	5.17%
合计	674	492	472	100%	100%	100%

资料来源：运达股份财报，东兴证券研究所

表4：上海电气 2017~2019 年风机产量分析

机型	产量（台）			产出容量比例		
	2019	2018	2017	2019	2018	2017
海上-6.X/7.X 系列	40	10	0	13.05%	4.74%	0.00%
海上-4.X 系列	180	202	174	36.57%	75.09%	59.49%
陆上-3.X 系列	34	0	0	5.94%	0.00%	0.00%
陆上-2.X 系列	409	105	236	44.44%	20.17%	40.51%
合计	663	317	410	100%	100%	100%

资料来源：上海电气风电集团招股说明书，东兴证券研究所

2020 年以来，我国应用于陆上和海上风电领域的风机单机容量纪录持续被刷新。据公开报道，截至 7 月底，已并网的最大容量陆上与海上风机分别为 7 月 13 日并网的东方电气 4.5MW 永磁直驱陆上风机，以及 7 月 12 日在福建兴化湾二期海上风电场并网的由东方电气与三峡集团联合开发的 10MW 海上风机；实现吊装的最大容量陆上机组为吊装于乌鲁木齐达坂城的明阳智能 5.2MW 风机(MySE5.2-166)。另据“每日风电”6 月 22 日报道，国内已有 6 家整机商完成 8MW 海上风机研发，如表 5 所示。

表5：我国 8MW+海上机型设计研发状况（截至 2020.6.22）

No.	风机制造商	设计完成	设计研发中
1	金风科技	175-8MW	10MW+
2	明阳智能	MySE8.0/8.3-180S	10MW+
3	上海电气	167-8.0MW	10MW+
4	中国海装	187/210-8MW、 H210-10MW	10MW+
5	东方风电	185-10MW	10MW+
6	太原重工	168/175/182-8MW	-

资料来源：每日风电，东兴证券研究所引用

我们认为，在运行环境允许的情况下，对于指定容量的风电场，如以大功率风机代替小功率风机，所需风机、塔筒的数量将相应减少，塔筒整体投资、风机吊装总费用与维护费用，以及在配电系统方面的投入，有望得到一定缩减，从而有助于提高风电场整体经济效益，对于推动“平价”普及具有较强的现实意义。

我们预计，2022 年以后，陆上风电新建项目的单机容量将普遍达到 3MW 以上；8MW 及以上机型在海上风电新项目中将加大应用，一定程度上将对我国远海风电资源开发起到重要支撑。

近年来，公司积极开展大兆瓦风机配套铸件的研制。年产 18 万吨（一期 10 万吨）海装关键铸件项目已于 2019 年 9 月建成投产，公司借此增强大兆瓦海上风机配套铸件的研制能力；二期年产 8 万吨项目如按计划执行，应已于 2020 年 5 月开工，预计 2023 年 5 月完工。

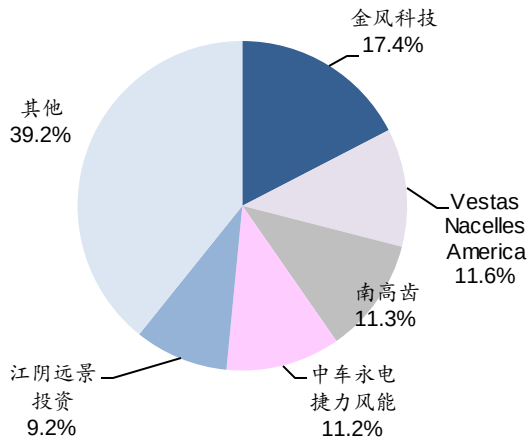
据 2019 年 10 月 16 日公告,截至 2019 年 8 月底,公司签署的 4MW 以上风电铸件产品在手订单约 7.285 万吨,相当于彼时风电铸件在手订单量(18.83 万吨)的 38.7%,2019 年风电铸件销量(25.53 万吨)的 28.5%,具体产品包括轮毂、底座、主机架、主轴、机舱底板、前机架、中机架、机舱弯头等,客户包括上海电气、中国海装、远景能源、金风科技、东方电气、明阳智能、GE 等国内外知名风机厂商。可见,公司大兆瓦风电铸件产品在市场上已获得主流客户认可,并已在公司业务量中占有较大比重。

2.1.2 海外市场拓展得力

近年来,公司在海外市场拓展方面取得不俗成绩。

据《招股说明书》及相关公告披露,Vestas 早在 2016 上半年即已为公司当期主营收入贡献了 8.34%;Vestas Nacelles America 在 2017~2019 年分别为公司相应年度销售额贡献了 10.7%、12.9%、11.6%,并成为公司 2019 年第二大客户,如图 9 所示。Vestas Nacelles America 是 Vestas 目前在美国设立的四家工厂之一,主要经营风电机舱业务(另外三家主要经营叶片、塔筒等业务)。据 2019 年 10 月 16 日公告信息,西门子-歌美飒、GE 等亦已成为公司客户,且形成了批量供货。由此可见,公司的产品已获得国际一线风机厂商的认可。

图9：公司 2019 年主要客户对销售收入的贡献



资料来源：公司 2020.6.23 公告（可转债跟踪评级报告），东兴证券研究所

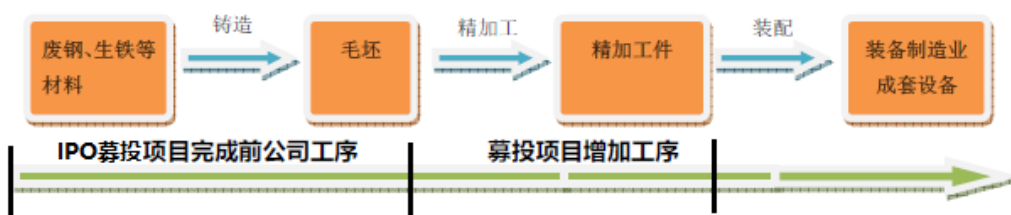
公司 2019 年实现外销收入 4.46 亿元，为主营收入贡献了 12.94%，我们认为未来仍有一定提升空间。

2.2 持续增加精加工环节投入，利好成本管控

公司近年来持续在精加工环节作投入，我们认为此举有助实现更有效的成本管控。

通过对公司《招股说明书》（20161216 版）P400~408 相关内容的分析，我们判断，公司上市前主要生产铸件毛坯件，精加工环节主要通过外协加工方式完成，如图 10 所示。

图10：日月股份 IPO 募投项目对铸件制造工序的影响



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

近年来，公司在精加工领域开展了三项产业化项目，由全资子公司日星铸业实施：

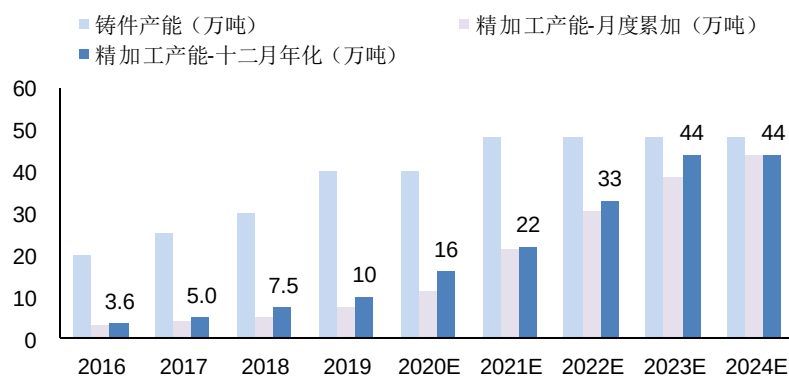
1) IPO 募投项目——年产 10 万吨大型铸件精加工建设项目，主要为 4MW 以下风电铸件产品及塑料机械铸件产品配套，自 IPO 前的 2014 年即已启动，2019 年末基本建设完成。

2) 2019 年可转债募投项目——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，主要为 4MW 以上风电铸件产品配套，可以向下兼容小尺寸铸件的精加工，部分设备最大可满足 12MW 机组配套产品的加工需求，自 2019 年启动，尚未完工。

3) 年产 22 万吨大型铸件精加工生产线建设项目，建设期 36 个月，拟主要通过定向增发募集资金投入建设。

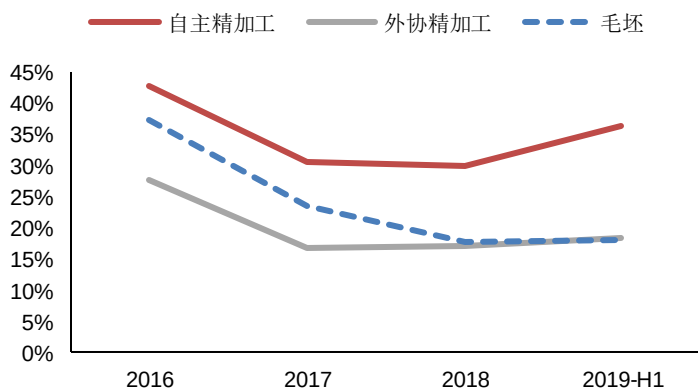
如后两项产业化项目推进顺利，我们预计，到 2023 年底，公司将形成 44 万吨精加工年产能，相较彼时 48 万吨铸件预期年产能，公司基本具备精加工环节完全自给的能力，如图 11 所示。

图11：2016~2023 年公司铸件与精加工产能统计及预测



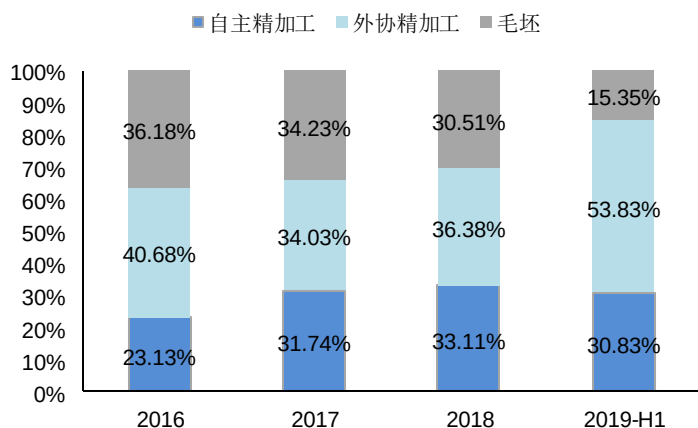
资料来源：公司招股说明书、公司2017-2019年各年度报告、公司公告，东兴证券研究所

从过去几年的毛利率统计数据来看，自主精加工交付铸件的附加值较高，如图 12 所示。2019 上半年，自主精加工交付铸件的毛利率为 36.47%，较外协精加工交付铸件、毛坯铸件的同期毛利率分别高出 17.98、18.27 个百分点。

图12: 2016~2019 年不同交付类型风电铸件毛利率水平对比


资料来源: 公司公告 (2019.10.16), 东兴证券研究所

随着精加工逐步投产, 自主精加工交付铸件的占比于 2017 年达到 31.74%, 较 2016 年高出 8.61 个百分点。但由于公司业务量加大, 对外协精加工依然有较大依赖。2019 上半年, 外协精加工交付铸件的占比高达 53.83%, 如图 13 所示。

图13: 2016~2019 年不同交付类型风电铸件的收入占比


资料来源: 公司公告 (2019.10.16), 东兴证券研究所

据公司公告 (2019.8.31), 2019 上半年公司平均外协加工成本为 2,583 元/吨, 而 4MW 以上海上风电关键零部件精加工外协市场价格约 3,500 元/吨, 而 2019 年度可转债募投项目的自主精加工折算成本为 2,171.25 元/吨。可见, 自主精加工相较外协加工有较为明显的经济性优势。此外, 我们认为, 公司借由自主精加工还可以提高生产效率及对铸件制造全工序的掌控力, 进而提高对客户的服务效率。

展望未来，我们认为，如公司正建与拟建的精加工生产线后续建设顺利、逐步投产，公司的成本管控有望进一步改善。

2.3 象山港发运产品，提高物流效率

随着“两海战略”的实施，并考虑到诸多主流风机厂商将海上风机产线设在沿海地区，对于公司产品发运环节而言，航运物流主导方案的使用频次将增加。对于航运方案而言，如能提高从宁波象山（全资子公司日星铸业所在地）去往宁波港、天津港等大型港口的运输段之效率，有助提高全程物流效率，节约运输费用。

据《今日象山》报道（如图 14 所示），日星铸业 2020 年 3 月实现首次在象山港（杭钢）万吨级码头装船发运两台大兆瓦风机铸件，并于 3 月 18 日结束 6 天航期，抵达目的地。

图14：《今日象山》关于公司从象山港发运产品的报道



资料来源：《今日象山》（中共象山县委机关报，2020.3.20 头版），东兴证券研究所

我们认为，公司基于象山港码头实际情况制定产品装卸与打包方案，并成功发运，是公司在产品物流环节取得的重要突破；就近从象山港发运产品的经验将来有望得以复制，一定程度上有助于提高物流效率。考虑到诸多主流风机厂商将海上风机产线设在沿海地区，此举将利好对海上风机类客户的供货。未来公司附近的大中庄码头如顺利建成投入使用，将进一步提高就地实现航运发货的便捷性。

3. 收入与成本预测

我们对公司 2019-2022 年的收入与毛利率统计与预测，如表 6 所示。我们预计，2020 年、2021 年，公司铸件总销量将分别达到 44.3 万吨、52.4 万吨，同比增长 33.6%、18.3%，风电铸件占比将持续达到 8 成以上，精加工自给率提升，一定程度上将有助铸件产品毛利率改善。

表6：公司分项业务收入与成本预测（至 2022 年）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,485.83	4,928.85	6,098.28	6,386.91
年增速	48.30%	41.40%	23.73%	4.73%
综合毛利率	25.21%	27.61%	30.18%	31.36%
铸件-风电行业				
营业收入（百万元）	2,856.77	4,279.70	5,394.50	5,621.00
年增速	79.85%	49.81%	26.05%	4.20%
毛利率	25.69%	28.20%	29.30%	30.60%
铸件-注塑机行业				
营业收入（百万元）	546.05	555.00	600.00	660.00
年增速	-19.38%	1.64%	8.11%	10.00%
毛利率	23.86%	24.82%	26.00%	26.80%
其他（主营）				
营业收入（百万元）	44.13	42.00	42.00	42.00
年增速	-22.62%	-4.83%	0.00%	0.00%
毛利率	19.39%	20.00%	20.00%	20.00%
非主营业务				
营业收入（百万元）	38.88	52.15	61.78	63.91
年增速	39.58%	34.13%	18.45%	3.46%
毛利率	14.94%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所预测

公司公告，预计 2020 上半年实现归属上市公司股东净利润 3.86 亿元~4.29 亿元，同比增长 80%~100%。我们预计，公司将于 2020~2022 年实现盈利 8.26 亿元、11.57 亿元、12.85 亿元，对应当前股本下 EPS 分别为 1.11 元、1.56 元、1.73 元，对应 2020.8.5 收盘价的 P/E 分别为 18.3 倍、13.1 倍、11.8 倍。据 2020 年 6 月 23 日公告的增发预案，如按当前总股本 30%之上限增发，则摊薄后 EPS 分别为 0.85 元、1.20、1.33 元，对应 2020.8.5 收盘价的 P/E 分别为 23.8 倍、17.0 倍、15.3 倍。

综合考虑，给予“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

COVID-19 疫情全球扩散情况及对社会经济活动的影响或偏离预期；行业政策或出现重大变化；多因素或致国内外风电建设或不达预期；公司相关业务发展与成本费用管控收效或低预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						单位: 百万元		利润表					单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2,958.36	4,937.90	6,871.24	8,025.31	8,442.25	营业收入	2,350.	3,485.83	4,928.85	6,098.28	6,386.91						
货币资金	931.88	2,269.99	2,581.86	3,582.84	3,549.02	营业成本	1,847.	2,607.18	3,568.00	4,257.91	4,384.09						
应收账款	865.39	1,122.41	1,700.83	2,033.99	2,167.12	营业税金及附加	15.44	15.36	21.71	26.86	28.13						
其他应收款	3.01	10.77	15.23	18.85	19.74	营业费用	40.38	54.01	80.52	97.06	103.00						
预付款项	12.92	2.59	6.47	0.34	-0.43	管理费用	64.79	114.74	149.05	192.57	197.41						
存货	395.11	481.70	711.09	817.64	857.80	财务费用	-5.98	-10.82	-14.18	-17.03	-20.66						
其他流动资产	12.37	5.72	38.19	47.92	52.37	研发费用	93.70	135.25	191.23	236.61	247.81						
非流动资产合计	1,086.87	1,649.74	1,409.22	1,313.93	1,218.71	资产减值损失	3.19	11.73	9.20	11.38	11.92						
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
固定资产	767.66	1,118.53	1,029.05	939.57	850.08	投资净收益	17.63	9.06	7.50	10.30	12.36						
无形资产	158.53	157.71	148.25	139.36	131.00	加: 其他收益	15.50	11.10	19.20	23.76	24.88						
其他非流动资产	33.70	117.09	0.00	0.00	0.00	营业利润	324.11	578.67	950.03	1,326.97	1,472.45						
资产总计	4,045.23	6,587.64	8,280.46	9,339.24	9,660.96	营业外收入	3.52	2.67	3.10	2.88	2.99						
流动负债合计	1,016.20	1,921.65	3,864.45	4,145.51	3,601.83	营业外支出	7.21	6.41	9.30	7.73	6.99						
短期借款	0.00	0.00	1,604.63	1,304.31	755.31	利润总额	320.41	574.94	943.83	1,322.12	1,468.45						
应付账款	464.18	772.11	963.12	1,196.53	1,207.70	所得税	39.86	70.40	117.98	165.26	183.56						
预收款项	0.64	14.68	24.51	42.87	58.85	净利润	280.55	504.54	825.85	1,156.85	1,284.89						
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	59.73	1,123.03	59.81	59.81	59.81	归属母公司净利润	280.55	504.54	825.85	1,156.85	1,284.89						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率											
应付债券	0.00	1,039.95	0.00	0.00	0.00		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
负债合计	1,075.93	3,044.68	3,924.26	4,205.32	3,661.64	成长能力											
少数股东权益	0.00	0.98	0.98	0.98	0.98	营业收入增长	28.35%	48.30%	41.40%	23.73%	4.73%						
实收资本(或股本)	407.23	531.35	743.74	743.74	743.74	营业利润增长	24.10%	78.54%	60.40%	40.75%	10.83%						
资本公积	911.56	845.00	845.00	845.00	845.00	归属于母公司净利润增长	23.82%	79.84%	63.68%	40.08%	11.07%						
未分配利润	1,575.41	1,939.61	2,471.89	3,218.43	4,047.09	获利能力											
归属母公司股东权益合计	2,969.30	3,541.98	4,235.14	5,026.42	5,906.47	毛利率(%)	21.39%	25.21%	27.61%	30.18%	31.36%						
负债和所有者权益	4,045.23	6,587.64	8,292.28	9,364.62	9,701.00	净利率(%)	11.94%	14.47%	16.76%	18.97%	20.12%						
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利率(%)	6.94%	7.66%	9.97%	12.39%	13.30%						
						ROE(%)	9.45%	14.24%	19.11%	22.77%	21.54%						
经营活动现金流	205.73	847.42	-394.54	1,667.58	918.20	偿债能力											
净利润	280.55	504.54	806.76	1,138.89	1,263.49	资产负债率(%)	26.60%	46.22%	47.32%	44.91%	37.74%						
折旧摊销	248.03	259.00	0.00	89.48	89.48	流动比率	2.91	2.57	1.78	1.94	2.34						
财务费用	-5.98	-10.82	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.52	2.32	1.59	1.74	2.11						
应收帐款减少	-124.98	-257.02	-578.42	-333.16	-133.13	营运能力											
预收帐款增加	-0.10	14.05	9.82	18.36	15.98	总资产周转率	0.61	0.66	0.66	0.69	0.67						
投资活动现金流	-127.01	-485.88	136.51	-8.08	-6.56	应收账款周转率	2.93	3.51	3.49	3.27	3.04						
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	5.52	5.64	5.68	5.65	5.31						
长期投资减少	0.37	5.37	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)											
投资收益	17.63	9.06	7.50	10.30	12.36	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.68	1.11	1.56	1.73						
筹资活动现金流	-33.10	1,088.00	578.07	-648.86	-933.18	每股净现金流(最新摊薄)	0.06	1.95	0.42	1.35	-0.05						
应付债券增加	0.00	1,039.95	-1,039.9	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.76	5.69	6.76	7.94						
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率											
普通股增加	6.23	124.12	212.40	0.00	0.00	P/E	53.81	29.92	18.28	13.05	11.75						
资本公积增加	43.24	-66.56	0.00	0.00	0.00	P/B	5.08	4.26	3.56	3.00	2.56						
现金净增加额	45.62	1,449.54	320.05	1,010.63	-21.54	EV/EBITDA	12.96	11.56	13.75	9.13	7.96						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

李远山

西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

研究助理简介

张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526