

## 毛利率环比改善，业绩符合预期

公司发布 2020 年年报，2020 年实现营收 562.65 亿元，同比增长 47.12%；归母净利润 29.64 亿元，同比增长 34.10%。其中 2020Q4 实现营收 192.34 亿元，同比增长 42.37%，归母净利润 8.94 亿元，同比增长 44.48%。

## 核心观点

- **Q4 毛利率环比上升，业绩符合预期。**2020 年公司毛利率 17.73%，同比下降 1.28 个百分点，2020Q4 毛利率 18.63%，环比上升 1.52 个百分点，其中 2020 风机设备毛利率 14.58%，同比上升 2.28 个百分点，主要得益于风机执行订单价格回升和订单结构优化（大型化）。公司 2020 风机设备出货 12.93GW，同比增长 58.3%，带来营收高增长。
- **在手订单略有下滑，大型化比例提升。**截至 2020 公司在手外部订单共计 14.4GW，从外部订单结构来看，2S 风机占比 45%，3S/4S 风机占比 39%，6S/8S 大风机占比 15%。我们认为随着订单结构有望进一步优化，风机大型化加速，盈利能力有望持续提升，预计 2021 年公司风机出货量或超 10GW。
- **碳中和背景下，平价时代需求稳定。**2020 国内公开招标量达 31.1GW，从投标价格来看，2020 年 12 月 3S 风机投标均价为 3098 元/千瓦，有所回落。展望平价时代：1) 随着低碳政策刺激新能源发展，整机竞争格局有望深化，全生命周期度电成本为主要变量，龙头加速降本实现成本控制能力的分化，以满足新能源+储能全面平价。2) 服务运维助力行业发展长逻辑，从海外成熟市场来看，运维服务长合约模式大势所趋，风机技术主要积累在主机厂商，预计国内运维服务模式趋向完善，价值链重心由设备端逐步转向服务端。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.97/1.06/1.22 元（原预测 2021 年为 0.89，主要调整费用管控），根据可比公司估值，考虑公司作为产业龙头、市场份额优势，我们给予 10% 估值溢价，按照 2021 年的 17.6 倍市盈率，对应目标价 17.00 元，维持买入评级。

## 风险提示

风机毛利率、价格低于预期；国内新增装机不达预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	38,245	56,265	49,383	54,123	63,947
同比增长(%)	33.1%	47.1%	-12.2%	9.6%	18.2%
营业利润(百万元)	2,571	3,275	4,726	5,163	5,980
同比增长(%)	-30.8%	27.4%	44.3%	9.3%	15.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,210	2,964	4,082	4,463	5,175
同比增长(%)	-31.3%	34.1%	37.7%	9.3%	15.9%
每股收益(元)	0.52	0.70	0.97	1.06	1.22
毛利率(%)	19.0%	17.7%	19.6%	20.2%	20.4%
净利率(%)	5.8%	5.3%	8.3%	8.2%	8.1%
净资产收益率(%)	7.9%	9.1%	11.9%	12.3%	13.0%
市盈率	28.2	21.1	15.3	14.0	12.1
市净率	2.0	1.8	1.8	1.6	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月29日)	14.77 元
目标价格	17.00 元
52 周最高价/最低价	17.91/9.23 元
总股本/流通 A 股(万股)	422,507/416,706
A 股市值(百万元)	62,404
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2021 年 03 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.8	-2.5	6.64	53.86
相对表现	5.69	-0.29	-0.02	33.19
沪深 300	-1.89	-2.21	6.66	20.67



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

郑华航

021-63325888\*6110

zhenghuahang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520100001

## 相关报告

毛利率环比改善，大兆瓦比例提升

2020-10-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1: 可比公司估值统计**

日期	EPS			PE		
	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
金雷股份	2.00	2.33	2.82	15.82	13.56	11.20
天顺风能	0.60	0.73	0.83	16.48	13.62	11.95
日月股份	1.02	1.34	1.67	33.93	25.74	20.71
泰胜风能	0.46	0.59	0.72	16.61	12.95	10.61
明阳智能	0.71	1.20	1.29	25.95	15.42	14.33
运达股份	0.46	1.37	1.93	34.63	11.63	8.25
平均估值					16.00	14.00

数据来源: 朝阳永续, 东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,248	8,274	9,877	10,825	12,789	营业收入	38,245	56,265	49,383	54,123	63,947
应收票据及应收账款	17,993	22,977	26,173	28,685	37,089	营业成本	30,973	46,289	39,719	43,209	50,876
预付账款	1,914	1,520	2,469	2,706	3,197	营业税金及附加	109	225	198	216	256
存货	8,124	5,718	7,944	8,642	10,175	营业费用	2,602	3,651	2,919	2,706	3,197
其他	13,166	5,550	3,951	4,291	4,834	管理费用及研发费用	2,567	3,260	2,568	2,760	3,261
<b>流动资产合计</b>	<b>48,444</b>	<b>44,038</b>	<b>50,414</b>	<b>55,149</b>	<b>68,085</b>	财务费用	1,197	929	1,018	1,272	1,575
长期股权投资	4,491	6,403	6,500	6,500	6,500	资产减值损失	143	575	26	17	21
固定资产	19,397	20,522	34,584	43,626	50,895	公允价值变动收益	175	9	20	20	20
在建工程	9,613	12,859	6,559	4,681	4,120	投资净收益	1,340	1,685	1,750	1,200	1,200
无形资产	3,385	4,078	3,893	3,707	3,522	其他	404	246	20	(0)	(0)
其他	17,726	21,239	13,385	14,365	13,346	<b>营业利润</b>	<b>2,571</b>	<b>3,275</b>	<b>4,726</b>	<b>5,163</b>	<b>5,980</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>54,613</b>	<b>65,100</b>	<b>64,921</b>	<b>72,879</b>	<b>78,383</b>	营业外收入	55	17	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>103,057</b>	<b>109,138</b>	<b>115,334</b>	<b>128,028</b>	<b>146,469</b>	营业外支出	66	19	50	50	50
短期借款	1,974	2,641	9,656	12,693	17,989	<b>利润总额</b>	<b>2,561</b>	<b>3,274</b>	<b>4,686</b>	<b>5,123</b>	<b>5,940</b>
应付票据及应付账款	25,428	28,610	31,378	33,703	38,157	所得税	331	308	562	615	713
其他	22,167	16,594	11,545	11,094	11,396	<b>净利润</b>	<b>2,230</b>	<b>2,965</b>	<b>4,123</b>	<b>4,508</b>	<b>5,227</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>49,569</b>	<b>47,845</b>	<b>52,580</b>	<b>57,490</b>	<b>67,542</b>	少数股东损益	20	2	41	45	52
长期借款	15,046	18,038	22,538	27,038	31,538	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,210</b>	<b>2,964</b>	<b>4,082</b>	<b>4,463</b>	<b>5,175</b>
应付债券	288	0	810	810	810	每股收益(元)	0.52	0.70	0.97	1.06	1.22
其他	5,929	8,282	3,887	3,887	3,887						
<b>非流动负债合计</b>	<b>21,264</b>	<b>26,320</b>	<b>27,235</b>	<b>31,735</b>	<b>36,235</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>70,833</b>	<b>74,165</b>	<b>79,815</b>	<b>89,225</b>	<b>103,777</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1,549	805	846	891	944	成长能力					
股本	4,225	4,225	4,225	4,225	4,225	营业收入	33.1%	47.1%	-12.2%	9.6%	18.2%
资本公积	12,084	12,115	12,115	12,115	12,115	营业利润	-30.8%	27.4%	44.3%	9.3%	15.8%
留存收益	12,722	14,927	18,333	21,572	25,408	归属于母公司净利润	-31.3%	34.1%	37.7%	9.3%	15.9%
其他	1,644	2,901	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>32,224</b>	<b>34,973</b>	<b>35,519</b>	<b>38,803</b>	<b>42,691</b>	毛利率	19.0%	17.7%	19.6%	20.2%	20.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>103,057</b>	<b>109,138</b>	<b>115,334</b>	<b>128,028</b>	<b>146,469</b>	净利率	5.8%	5.3%	8.3%	8.2%	8.1%
						ROE	7.9%	9.1%	11.9%	12.3%	13.0%
						ROIC	6.4%	6.8%	7.9%	7.7%	7.7%
						偿债能力					
						资产负债率	68.7%	68.0%	69.2%	69.7%	70.9%
						净负债率	42.8%	44.0%	65.1%	76.6%	88.0%
						流动比率	0.98	0.92	0.96	0.96	1.01
						速动比率	0.81	0.80	0.81	0.81	0.86
						营运能力					
						应收账款周转率	2.3	3.0	2.3	2.3	2.3
						存货周转率	4.7	6.7	5.8	5.2	5.4
						总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
						每股指标(元)					
						每股收益	0.52	0.70	0.97	1.06	1.22
						每股经营现金流	1.40	1.27	1.13	0.92	0.73
						每股净资产	7.26	8.09	8.21	8.97	9.88
						估值比率					
						市盈率	28.2	21.1	15.3	14.0	12.1
						市净率	2.0	1.8	1.8	1.6	1.5
						EV/EBITDA	16.4	14.4	10.5	8.9	7.5
						EV/EBIT	20.2	18.1	13.3	11.8	10.1

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)