

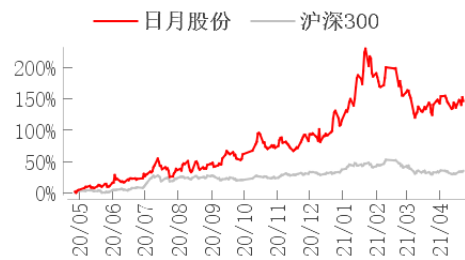
成本为王，结构优化，坚定成长



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月23日)	34.55元
目标价格	37.14元
52周最高价/最低价	49.65/13.82元
总股本/流通A股(万股)	96,760/82,657
A股市值(百万元)	33,431
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2021年04月25日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.41	9.83	-18.49	146.28
相对表现	4.03	5.6	-14.91	124.26
沪深300	0.38	4.23	-3.58	22.02



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

联系人 郑浩
021-63325888*6078
zhenghao@orientsec.com.cn

公司发布 2020 年报和 2021 年一季报。2020 年公司实现营业收入 51.11 亿(同比增加 46.61%)，实现归母净利润 9.79 亿元(+94.11%)；2021 年 Q1 实现归母净利润 2.72 亿元(+108.88%)，业绩超预期。

核心观点

- **风电铸件受益抢装，产品结构优化、成本管控优秀。**2020 年风电铸件实现收入 44.55 亿(+55.93%)，毛利率为 28.99%(+3.3pct)，出货 37.88 万吨(+48.35%)，主要是受益行业补贴退坡前的抢装，2020 年风电铸件价格 11761 元/吨，同比增长 5%，预计 2020 年大兆瓦出货或超 5 万吨，产品结构优化提升产品单价。2021Q1 公司毛利率 28.83%，同比提升 2.5pct，环比提升 2.9pct，在原材料上涨背景下，公司把成本管控做到极致，通过供应商管控、全员成本考核、铁屑回收等多种策略有效控制成本。
- **大兆瓦和精加工扩产，确立全球风电铸件龙头。**平价后发展主要围绕度电成本，机组大型化是必然趋势，截至 2020 年整机龙头金风科技在手外部订单 3S/4S 风机占比 39%，6S/8S 大风机占比 15%。随着公司 8 万吨大兆瓦产能投产，预计 21 年形成 20 万吨大兆瓦产能，同时在建 12 万吨精加工产能，预计 21 年形成 22 万吨精加工产能，下一步适时启动 15 万吨铸造产能扩产。在全球风电稳步发展背景下，公司借力资本和成本优势，根据市场需求释放大兆瓦和精加工产能，有效提升市占率和盈利能力。另外，公司不断加快海外市场布局，扩产精加工产能有利于卡位海外高端市场(维斯塔斯、GE、西门子)，加深规模和成本护城河。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.40/1.71/2.15 元(原预测 2021-2022 年为 1.52/1.83，主要调整出货量和毛利率)，可比公司 2021 年 PE 为 19 倍。由于公司所处环节格局好，市场容量大，我们认为公司的合理估值水平为 2021 年的 26.6 倍市盈率，较可比公司溢价 40%，对应目标价为 37.14 元，维持“增持”评级。

风险提示：风电装机不及预期；上游原料涨价超预期。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,486	5,111	6,175	7,166	8,580
同比增长(%)	48.3%	46.6%	20.8%	16.1%	19.7%
营业利润(百万元)	579	1,140	1,540	1,886	2,372
同比增长(%)	78.5%	97.0%	35.1%	22.5%	25.8%
归属母公司净利润(百万元)	505	979	1,351	1,655	2,082
同比增长(%)	79.8%	94.1%	38.0%	22.5%	25.8%
每股收益(元)	0.52	1.01	1.40	1.71	2.15
毛利率(%)	25.2%	28.4%	30.6%	31.9%	33.4%
净利率(%)	14.5%	19.2%	21.9%	23.1%	24.3%
净资产收益率(%)	15.5%	16.5%	15.6%	16.9%	17.8%
市盈率	66.3	34.1	24.7	20.2	16.1
市净率	9.4	4.0	3.7	3.1	2.6

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 3：可比公司估值统计

日期	EPS			PE		
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
2021/04/23						
金雷股份	0.78	2.00	2.33	36.94	14.52	12.44
中材科技	0.82	1.22	1.66	27.09	18.22	13.44
金风科技	0.52	0.70	0.85	25.39	18.93	15.54
双一科技	1.37	2.91	3.03	30.09	14.22	13.63
新强联	0.94	4.01	6.01	150.35	35.34	23.56
通裕重工	0.06	0.10	0.11	51.41	31.66	27.22
平均估值					24.00	19.00

数据来源：wind，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	2,270	4,711	4,940	5,733	6,864	营业收入	3,486	5,111	6,175	7,166	8,580
应收票据、账款及款项融资	2,167	2,604	3,705	4,300	5,148	营业成本	2,607	3,657	4,287	4,879	5,714
预付账款	3	10	4	5	6	营业税金及附加	15	27	28	32	34
存货	482	525	815	927	1,086	营业费用	54	22	25	29	34
其他	16	444	2,158	2,196	2,250	管理费用及研发费用	250	319	346	373	446
流动资产合计	4,938	8,294	11,622	13,161	15,354	财务费用	(11)	(28)	(30)	(12)	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	12	6	0	0	0
固定资产	1,119	1,668	472	1,014	1,762	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	158	126	488	594	848	投资净收益	9	8	10	10	10
无形资产	158	198	192	186	181	其他	11	24	11	11	11
其他	215	121	118	115	112	营业利润	579	1,140	1,540	1,886	2,372
非流动资产合计	1,650	2,113	1,269	1,909	2,903	营业外收入	3	10	3	3	3
资产总计	6,588	10,407	12,891	15,070	18,256	营业外支出	6	17	4	4	4
短期借款	0	0	588	297	185	利润总额	575	1,133	1,539	1,885	2,371
应付票据及应付账款	1,704	1,774	2,830	3,220	3,771	所得税	70	153	188	230	289
其他	218	270	483	487	492	净利润	505	979	1,351	1,655	2,082
流动负债合计	1,922	2,043	3,900	4,004	4,448	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	420	1,080	归属于母公司净利润	505	979	1,351	1,655	2,082
应付债券	1,040	0	0	0	0	每股收益(元)	0.52	1.01	1.40	1.71	2.15
其他	83	64	0	0	0						
非流动负债合计	1,123	64	0	420	1,080	主要财务比率					
负债合计	3,045	2,108	3,900	4,424	5,528		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1	1	1	1	1	成长能力					
实收资本(或股本)	531	968	968	968	968	营业收入	48.3%	46.6%	20.8%	16.1%	19.7%
资本公积	799	4,431	4,062	4,062	4,062	营业利润	78.5%	97.0%	35.1%	22.5%	25.8%
留存收益	2,080	2,900	3,961	5,616	7,698	归属于母公司净利润	79.8%	94.1%	38.0%	22.5%	25.8%
其他	132	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,543	8,299	8,991	10,646	12,728	毛利率	25.2%	28.4%	30.6%	31.9%	33.4%
负债和股东权益总计	6,588	10,407	12,891	15,070	18,256	净利率	14.5%	19.2%	21.9%	23.1%	24.3%
						ROE	15.5%	16.5%	15.6%	16.9%	17.8%
						ROIC	13.2%	14.9%	14.8%	15.7%	16.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	505	979	1,351	1,655	2,082	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	91	(651)	25	61	109	流动比率	2.57	4.06	2.98	3.29	3.45
财务费用	(11)	(28)	(30)	(12)	1	速动比率	2.32	3.80	2.77	3.06	3.21
投资损失	(9)	(8)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	265	(537)	(412)	(351)	(506)	应收账款周转率	3.5	4.6	4.0	3.4	3.4
其它	6	747	186	0	0	存货周转率	5.9	7.2	6.4	5.6	5.7
经营活动现金流	847	502	1,110	1,343	1,676	总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
资本支出	(555)	1,795	(850)	(701)	(1,103)	每股指标(元)					
长期投资	5	0	(0)	0	0	每股收益	0.52	1.01	1.40	1.71	2.15
其他	64	(2,523)	10	10	10	每股经营现金流	1.59	0.52	1.15	1.39	1.73
投资活动现金流	(486)	(727)	(840)	(691)	(1,093)	每股净资产	3.66	8.58	9.29	11.00	13.15
债权融资	1,040	(1,040)	0	420	660	估值比率					
股权融资	58	4,068	(369)	0	0	市盈率	66.3	34.1	24.7	20.2	16.1
其他	(10)	(397)	328	(279)	(113)	市净率	9.4	4.0	3.7	3.1	2.6
筹资活动现金流	1,088	2,631	(41)	141	547	EV/EBITDA	45.5	65.1	19.5	15.5	12.1
汇率变动影响	(1)	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	52.8	27.0	19.9	16.0	12.6
现金净增加额	1,449	2,407	229	793	1,131						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有隆基股份(601012)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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