

证券研究报告

风电设备



日月股份

603218

审慎增持 (维持)

业绩符合预期，风电铸件量利双增

2020年04月24日

市场数据

市场数据日期	2020-04-23
收盘价(元)	19.85
总股本(百万股)	531.28
流通股本(百万股)	524.54
总市值(百万元)	10545.98
流通市值(百万元)	10412.06
净资产(百万元)	3541.98
总资产(百万元)	6587.64
每股净资产	6.67

相关报告

《20200104【兴证电新 朱玥团队 日月股份深度报告】握定价权利刃，龙头强者更强》
2020-01-04

《【兴证电新 朱玥团队 日月股份 19 年中报点评】Q2 盈利拐点已现，风电铸件龙头业绩超预期》
2019-08-19

《日月股份(603218):大型铸件龙头,深耕风电市场》
2016-12-18

分析师:

陶宇鸥

taoyuou@xyzq.com.cn

S0190519090001

朱玥

zhuyueyj@xyzq.com.cn

S0190517060001

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3486	4361	5418	5925
同比增长	48.3%	25.1%	24.2%	9.3%
净利润(百万元)	505	777	1039	1295
同比增长	79.8%	54.1%	33.6%	24.6%
毛利率	25.2%	29.2%	31.9%	34.1%
净利率	14.5%	17.8%	19.2%	21.9%
净资产收益率(%)	14.2%	19.1%	20.3%	20.2%
每股收益(元)	0.95	1.46	1.96	2.44
每股经营现金流(元)	1.59	4.16	2.82	3.20

投资要点

- **公司发布 2019 年年报:** 2019 年公司实现营业收入 34.9 亿元, 同比增长 48.3%, 实现归属母公司净利润 5 亿元, 同比增长 79.8%, 实现扣非归母净利润 4.9 亿元, 同比增长 91.5%。2019 年 Q4 单季度实现营业收入 10.44 亿元, 同比增长 50.7%, 实现归属母公司净利润 1.60 亿元, 同比增长 96.5%, 实现扣非归母净利润 1.57 亿元, 同比增长 107.7%, 业绩符合预期。同时, 公司拟分派股权, 每 10 股转增 4 股。
- **铸件业务龙头, 产能持续扩张。** 2019 年 9 月, 公司 10 万吨大兆瓦 (>4MW) 铸件项目投产, 公司总铸件产能达 40 万吨, 其中风电铸件产能 31 万吨, 通用铸件产能 9 万吨。精加工产能已提升至 10 万吨, 2020E 可增至 22 万吨, 产能规模全球第一。此外, 公司公告计划扩张日星二期 8 万吨产能, 投资规模 4.5 亿, 公司市占率有望进一步提升。
- **低折旧高良率, 成本优势显著。** 2019 年日月股份单吨折旧额约为 305 元/吨, 远低于吉鑫科技 784 元/吨折旧额, 叠加公司高产品良率, 公司 2019 年毛利率高达 25.2%, 远超同行业公司。
- **推进“两海”战略, 实现量利双增。** 2019 年公司积极推进海上项目及海外市场, 海上项目预计将出现高增长, 2018~2021E 装机需求 CAGR 约 24.0%, 公司新建设的 10 万吨海装关键铸件项目产能将有效促进公司销量增长, 同时公司不断拓展海外高端市场, 拉动公司产品平均单价及毛利率。
- **短期行业抢装, 长期平价促需求。** 2020 年行业步入抢装周期, 优质产品供不应求。长期看, 风电经济性不断增强, 海外部分地区已实现发电侧平价, 随着全球新兴市场逐渐实现风电平价上网, 全球风电装机量将得到有效保障, 也为风电铸件提供强有力的需求支撑。
- **投资建议:** 我们调整了盈利预测, 预计 2020-2022 公司 EPS 为 1.46 元、1.96 元、2.44 元, 对应 (4 月 23 日) PE 为 13.6 倍、10.2 倍、8.1 倍, 予以审慎增持评级。

风险提示: 风电装机不及预期; 原材料大幅涨价; 公司产能投放不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

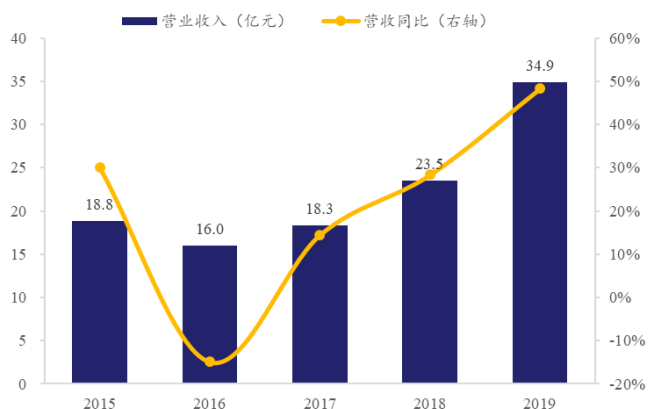
事件

公司发布 2019 年年报：2019 年公司实现营业收入 34.86 亿元，同比增长 48.3%，实现归属母公司净利润 5.0 亿元，同比增长 79.8%，实现扣非归母净利润 4.9 亿元，同比增长 91.5%。2019 年 Q4 单季度实现营业收入 10.44 亿元，同比增长 50.7%，实现归属母公司净利润 1.60 亿元，同比增长 96.5%，实现扣非归母净利润 1.57 亿元，同比增长 107.7%，业绩符合预期。同时，公司拟分派股权，每 10 股转增 4 股。

一、风电铸件利润增长，业绩符合预期

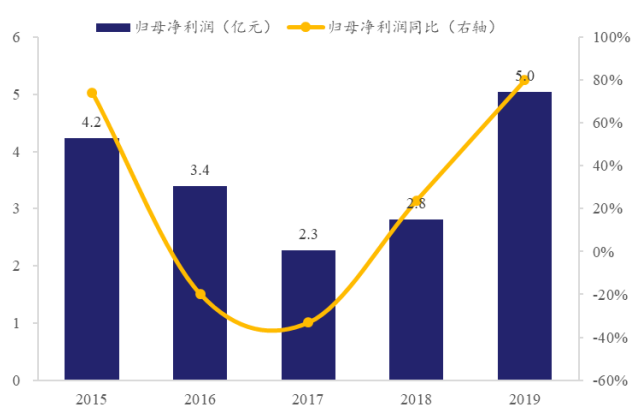
铸件业务量利双增，业绩稳步提升。报告期内公司实现营业收入 34.86 亿元，同比增长 48.3%，其中风电铸件板块实现营业收入 28.6 亿，同比增长 79.9%，注塑机铸件板块实现营业收入 5.5 亿，同比下降 19.4%。实现归母净利润 1.60 亿元，同比增长 96.5%。实现扣非归母净利润 1.57 亿元，同比增长 107.7%，主要受益于风机铸件销量及毛利率提升。

图 1、2019 年公司营业收入 34.9 亿，同比+48.3%



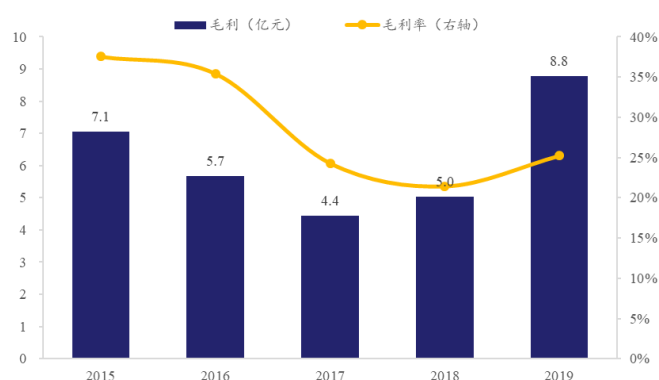
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2019 年公司归母净利 5.0 亿元，同比+79.8%



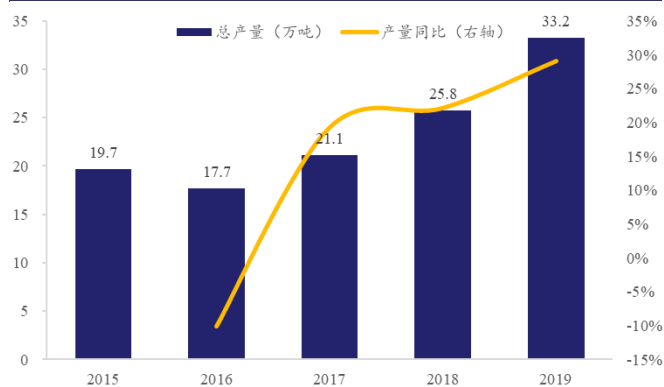
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2019 年公司毛利 8.8 亿，毛利率 25.2%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2019 年公司产量 33.2 万吨，同比+29.1%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利能力持续攀升，毛利率环比提升 2.4 个百分点。2019 年全年公司综合毛利 25.2%，同比提升 3.81 个百分点。其中 2019 年 Q4 公司毛利率 27.3%，同比增长 5.92pct，环比增长 2.39pct，净利率 15.3%，同比增长 3.57pct，环比增长 0.97pct，毛利率净利率提升系优质产品供不应求，叠加公司 10 万吨海装关键铸件项目投产，大兆瓦铸件比例提升带动售价走高毛利增长。

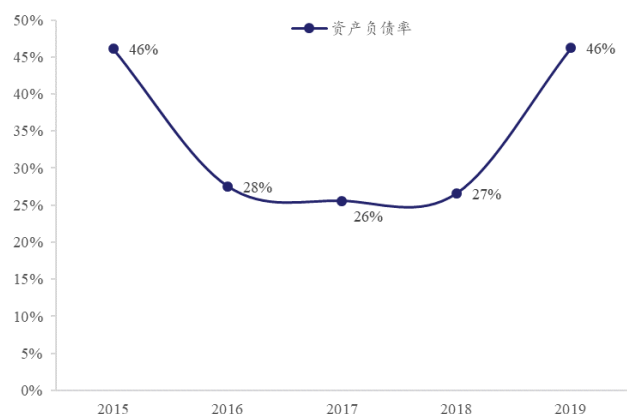
表 1、公司 2019 年重要指标一览

单位：亿元	2019	同比	2019Q4	同比	环比
营业收入	34.86	48.3%	10.44	50.75%	15.4%
毛利率	25.2%	3.81 pct.	27.3%	5.92pct.	2.39pct.
归母净利润	5.05	79.8%	1.60	96.49%	23.2%
净利率	14.5%	2.54pct.	15.3%	3.57pct.	0.97pct.

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

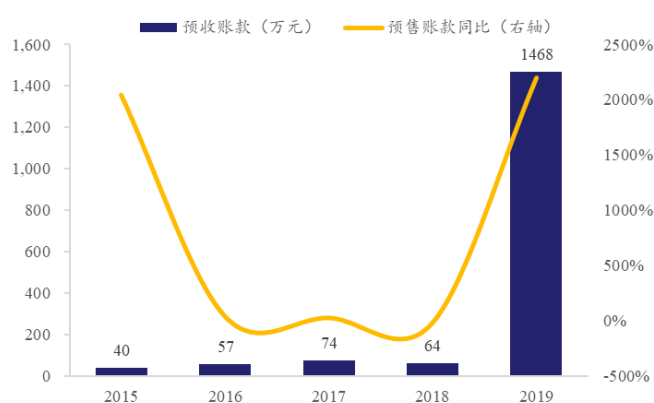
资产负债率增长，预收账款大幅提升。2019 年公司资产负债率由上年末的 26.6% 增加至 46.2%，提升约 20 个百分点，主要系应付票据及应付账款增长影响。同时，公司 2019 年预收账款 0.15 亿元，同比增长 22 倍，因公司产品销量较旺供不应求。

图 5、2019 年公司资产负债率 46.2%，大幅提升 20 个百分点



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2019 年公司预收账款 0.15 亿元，同比大幅增长 22 倍

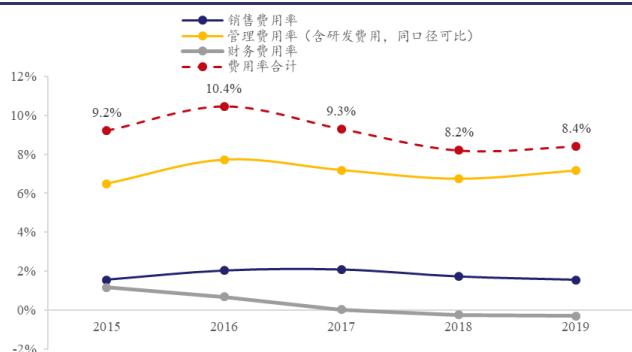


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年公司期间费用率为 8.4%，同比增加 0.2 个百分点。其中，销售费用率为 1.5%，同比下降 0.17 个百分点，销售费用率降低，主要系营业收入增长带来的销售费用摊薄。管理费用（含研发费用，可比口径）率为 7.2%，同比增加 0.43 个百分点，管理费用增加，主要系股份支付及研发费用大幅提升所致。财务费用率为 -0.3%，同比下降 0.06 个百分点。财务费用下降，主要系利息收入大幅增长。

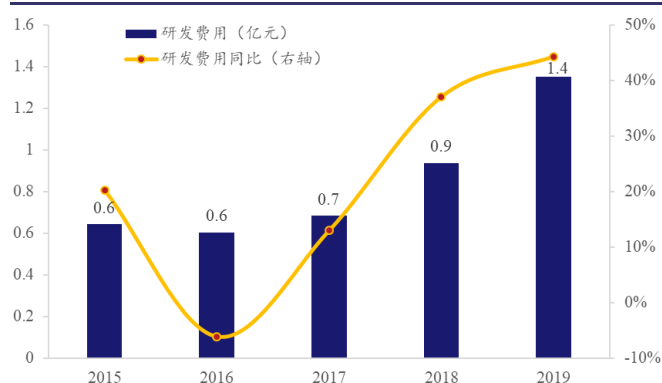
加码研发，力争技术领先。报告期内，公司积极践行从“成本领先”转变为“技术领先”战略，投入研发费用 1.4 亿元，同比增长 44.3%。重点投入研发大兆瓦机型及球墨铸铁领域，同时开始涉足核反应废料转运储存罐产品的研发，力争打破由欧美国家垄断的局面。

图 7、2019 年公司期间费用率为 8.4%，同比增加 0.2 个百分点



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2019 年公司研发费用同比增加 44.3%

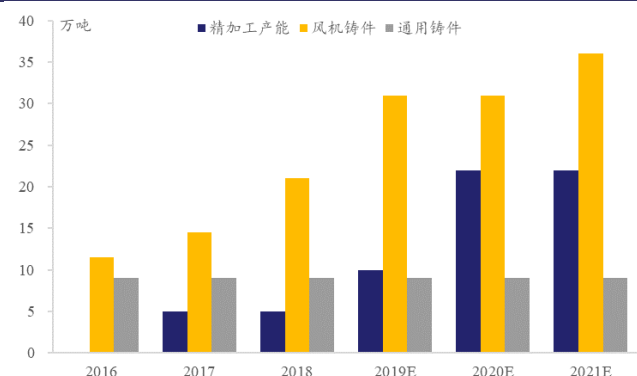


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

二、成本优势显著，产品结构改善

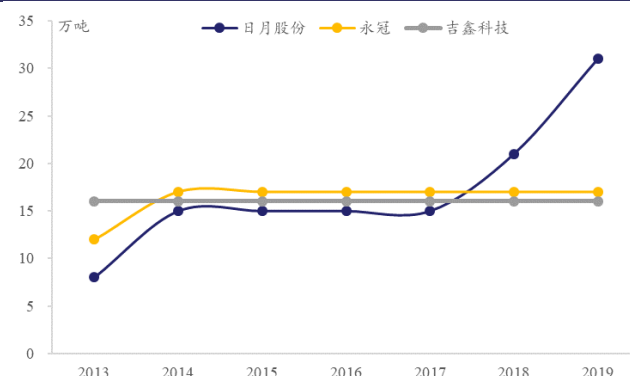
公司为铸件龙头，产能持续扩张。2019 年 9 月，10 万吨大兆瓦 (>4MW) 铸件项目投产后，公司共有约 40 万吨铸件生产能力，其中风电铸件产能 31 万吨，通用铸件产能 9 万吨。此外，精加工产能已提升至 10 万吨，2020E 可增至 22 万吨。

图 9、公司产能梳理及预测



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

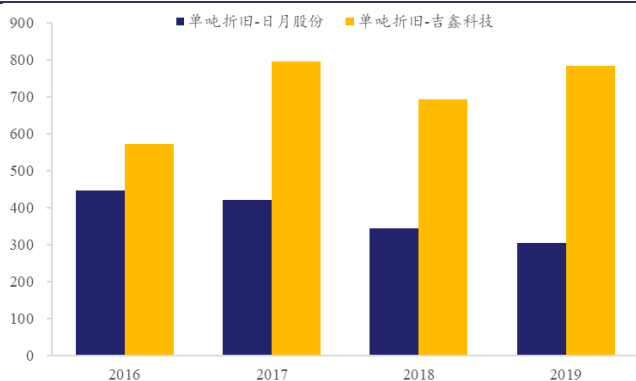
图 10、风电铸件行业 CR3 仅公司进行扩产



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

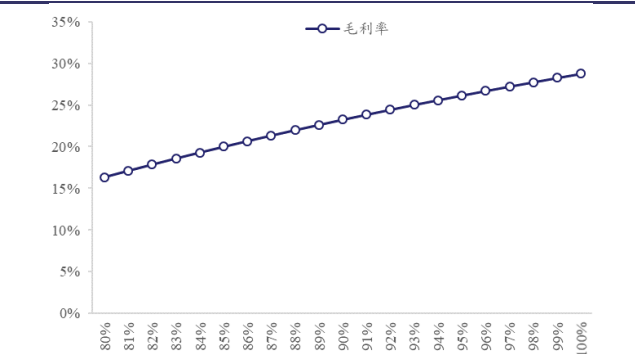
低折旧高良率，成本管控良好。2019 年日月股份单吨折旧额约为 305 元/吨，远低于吉鑫科技 784 元/吨折旧额。主因系日月股份通过优化工艺提升投入产出比，叠加优化设备投资，因此单吨固定资产投资额相对较低。此外，公司高精细化加工的技术能力确保了高产品良率，为高毛利率提供了保障支撑。

图 11、日月股份与吉鑫科技单位折旧测算对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

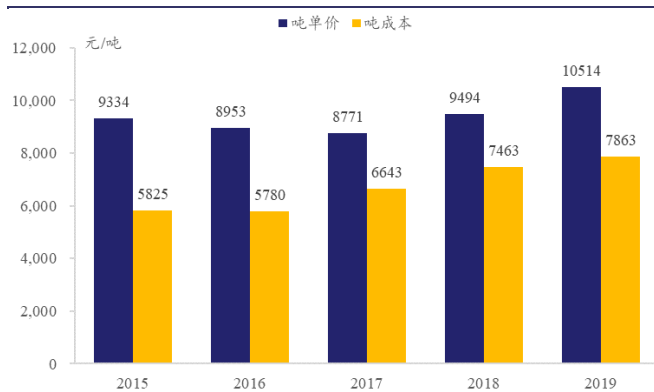
图 12、铸件生产良品率对项目最终毛利率影响测算



资料来源：环评文件、百川网、煤炭资源网、中国化工网、Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

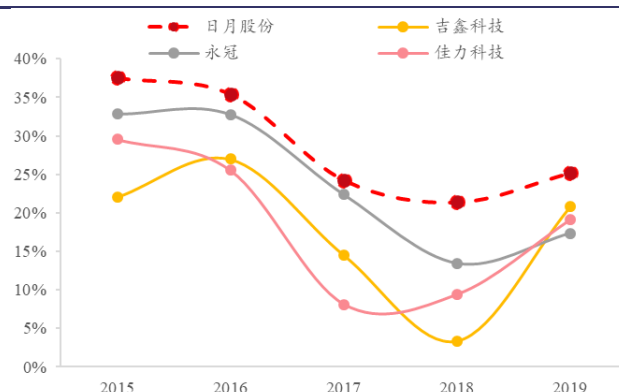
成本优势显著，毛利率高于同业。经我们测算，公司 2019 年产品平均售价 10514 元/吨，平均成本 7863 元/吨，毛利率高达 25.2%，远超同行业公司。良好的成本管控能力保证公司业绩的稳定增长，平滑产业周期。

图 13、公司产品平均吨售价、吨成本测算



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、日月股份毛利率显著高于同业

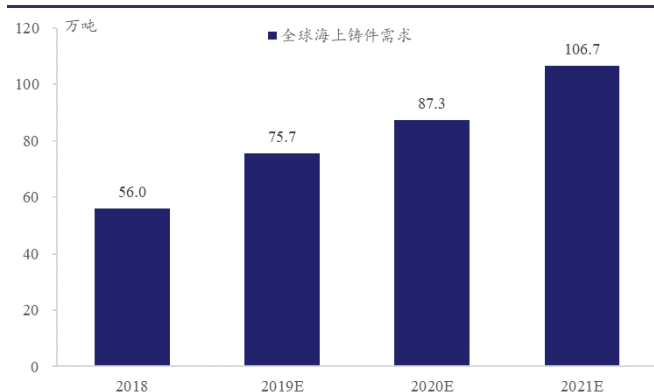


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

*佳力科技毛利率为 19H1 数据

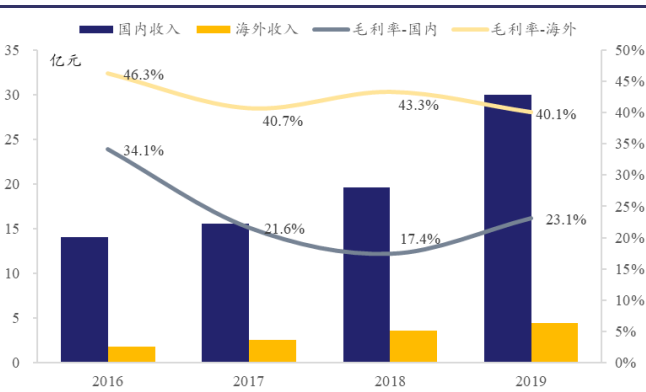
推进“两海”战略，实现量利双增。海上项目将出现高增长，根据测算，2018~2021E 大型化风机铸件装机需求 CAGR 约 24.0%，当前海上风电机组容量主要为 4MW 机型为主，相比陆上风电产品的 2.0~2.5MW 容量明显增加。而 4MW 以上大型化需求需建造专用的产线。公司推进年产 18 万吨海装关键铸件项目，一期 10 万吨项目已于 2019 年底投产，专注于海上大兆瓦铸件，随着产能释放，将有效提升公司出货量及市占率。同时，公司不断拓展海外市场，海外收入占比达 12.9%，而海外高端市场铸件售价更高，毛利率可达 40.1%，伴随大兆瓦铸件产能逐渐释放，未来将不断抢占海外高端市场需求，提升海外业务占比，拉动公司产品平均单价及毛利率。

图 15、2018~2021E 全球海上铸件需求测算



资料来源：FTI，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、海外业务收入逐年增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

三、短期行业抢装，长期平价促需求

平价在即，核准未建项目抢装。据发改委发布的《完善上网电价政策的通知》，将陆上、海上风电标杆上网电价改为指导价。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。已核准项目不受影响，补贴全面退坡前，行业将迎来一波抢装。据我们测算，2019~2021E 装机量约有望达到 97~105GW。同时，2017-2019 年限电持续改善，三北逐步解禁，打开成长空间，运营商建设动力十

足。

图 17、预计 2019~2021E 可装风电项目累计 97~105GW

项目类型	2019~2021年规模预测
距2020年目标规模	58~63GW
加：分散式	9.2GW
加：特高压	19.8GW
加：平价项目	5GW
加：海上风电	5~8GW
合计	97~105GW

资料来源：兴业证券经济与金融研究院测算

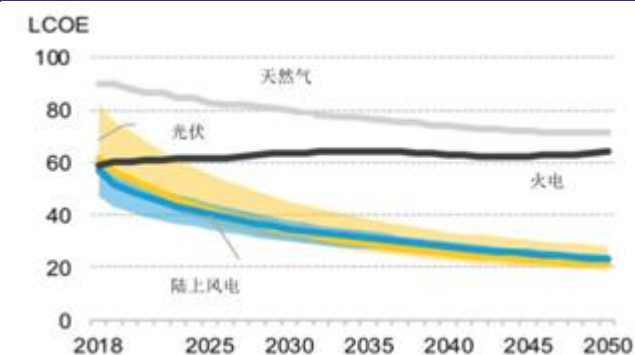
图 18、红色区域解禁

地区	2016 预警结果	2017 预警结果	2018 预警结果	2019 预警结果
新疆	红色	红色	红色	红色
甘肃	红色	红色	红色	红色
内蒙古	橙色	红色	橙色	橙色
吉林	红色	红色	红色	橙色
黑龙江	红色	红色	橙色	绿色
宁夏	红色	红色	绿色	绿色
河北北网	橙色	绿色	绿色	绿色
其他	绿色	绿色	绿色	绿色

资料来源：国家能源局、兴业证券经济与金融研究院整理

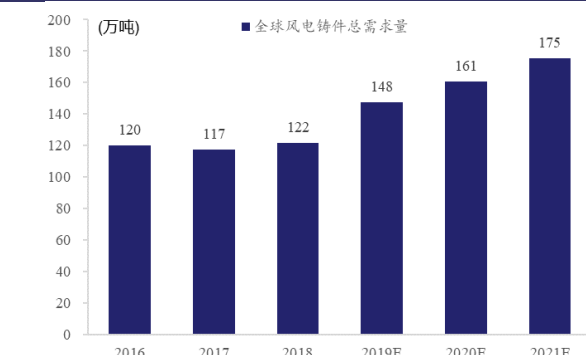
风电经济性不断增强，需求有保障。海外部分地区如欧洲已达成发电侧平价，随着全球新兴市场逐渐接近或达到风电平价上网，长期看未来全球风电装机将有较强的保障。我们预计 2019~2021 年到全球风机铸件总需求将达到 148、161、175 万吨，需求 CAGR 达 13.0%，行业平价将全面保障全球装机规模及铸件需求。

图 19、能源度电成本展望，风电具备竞争力



资料来源：BNEF、兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、预计 2019~2021E 全球风机铸件需求增速 CAGR 达 13.0%



资料来源：兴业证券经济与金融研究院测算

五、盈利预测

我们调整了盈利预测，预计 2020-2022 公司 EPS 为 1.46 元、1.96 元、2.44 元，对应（4 月 23 日）PE 为 13.6 倍、10.2 倍、8.1 倍，予以审慎增持评级。

六、风险提示

风电装机不及预期；原材料大幅涨价；公司产能投放不及预期。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4938	4829	6300	6949
货币资金	2270	2835	3522	3851
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1122	1431	1778	1945
其他应收款	11	11	11	11
存货	482	540	627	664
非流动资产	1650	5131	5698	6226
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	6	6	6	6
固定资产	1120	4574	5118	5622
在建工程	186	186	186	186
油气资产	0	0	0	0
无形资产	158	162	169	170
资产总计	6588	9960	11999	13175
流动负债	1922	5883	6831	6723
短期借款	0	3292	3413	2944
应付票据	932	1381	2050	2371
应付账款	772	905	1028	1033
其他	218	305	341	375
非流动负债	1123	12	57	48
长期借款	0	0	0	0
其他	1123	12	57	48
负债合计	3045	5895	6889	6771
股本	531	531	531	531
资本公积	845	543	549	549
未分配利润	1940	2821	3822	5071
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	3543	4065	5110	6405
负债及权益合计	6588	9960	11999	13175

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	505	777	1039	1295
折旧和摊销	101	154	264	304
资产减值准备	12	21	24	12
无形资产摊销	8	8	8	8
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	6	30	123	96
投资损失	-9	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	199	-1316	-10	-22
经营活动产生现金流量	847	2210	1498	1703
投资活动产生现金流量	-486	-3612	-814	-808
融资活动产生现金流量	1088	1966	4	-565
现金净变动	1449	565	687	329
现金的期初余额	813	2270	2835	3522
现金的期末余额	2262	2835	3522	3851

利润表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3486	4361	5418	5925
营业成本	2607	3088	3690	3904
营业税金及附加	15	19	24	26
销售费用	54	65	76	88
管理费用	115	268	319	331
财务费用	-11	30	123	96
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	9	0	0	0
营业利润	579	893	1190	1482
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	575	889	1186	1478
所得税	70	111	147	184
净利润	505	777	1039	1295
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	505	777	1039	1295
BPS(元)	0.85	1.46	1.96	2.44

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	48.3%	25.1%	24.2%	9.3%
营业利润增长率	78.5%	54.2%	33.3%	24.6%
净利润增长率	79.8%	54.1%	33.6%	24.6%
盈利能力				
毛利率	25.2%	29.2%	31.9%	34.1%
净利率	14.5%	17.8%	19.2%	21.9%
ROE	14.2%	19.1%	20.3%	20.2%

偿债能力

资产负债率	46.2%	59.2%	57.4%	51.4%
流动比率	2.57	0.82	0.92	1.03
速动比率	2.32	0.73	0.83	0.93

营运能力

资产周转率	65.6%	52.7%	49.4%	47.1%
应收帐款周转率	327.5%	320.3%	316.6%	298.5%

每股资料(元)

每股收益	0.95	1.46	1.96	2.44
每股经营现金	1.59	4.16	2.82	3.20
每股净资产	6.67	7.65	9.62	12.05

估值比率(倍)

PE	20.9	13.6	10.2	8.1
PB	3.0	2.6	2.1	1.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn