

投资评级 优于大市 维持

毛利率环比向上，量价齐升开启

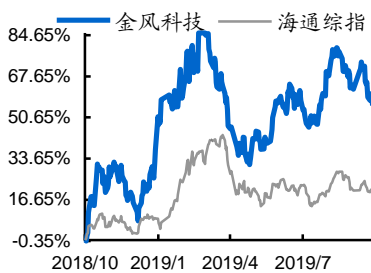
股票数据

10月25日收盘价(元)	12.42
52周股价波动(元)	8.42-16.20
总股本/流通A股(百万股)	4225/3387
总市值/流通市值(百万元)	52475/51674

相关研究

《风机业务 2020 年有望量利齐升》
2019.08.29

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-4.5	0.2	-0.5
相对涨幅 (%)	-5.1	-1.7	-1.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

证书:S0850516060003

分析师:徐柏乔

Tel:(021)23219171

Email:xbq6583@htsec.com

证书:S0850513090008

分析师:曾彪

Tel:(021)23154148

Email:zb10242@htsec.com

证书:S0850517080006

分析师:陈佳彬

Tel:(021)23154513

Email:cjb11782@htsec.com

证书:S0850519090004

投资要点:

- **公司发布 2019 三季报。**2019 前三季度，公司实现营收 247.35 亿元，同比增长 38.84%，归母净利润 15.91 亿元，同比下降 34.24%，综合毛利率 20.27%，同比下降 9.28pct。

三季度毛利率环比提升。2019Q3 单季度，公司营收 90.02 亿元，同比增长 32.65%，归母净利 4.06 亿元，同比下降 54.3%，综合毛利率 19.12%，同比下降 7.77pct，环比上升 1.17pct。

- **前三季度期间费用率同比下降近 2pct。**2019 年前三季度，公司期间费用率合计 16.54%，同比下降 1.99pct；分项看，销售费用率 6.83%，同比提升 0.80pct；管理&研发费用率 6.91%，同比下降 1.38pct；财务费用率 2.79%，同比下降 1.41pct。

单三季度，公司期间费用率 13.68%，同比降 6.62%，环比降 1.40%，分项看，销售费用率、管理&研发费用率、财务费用率分别为 5.52%、5.97%、2.19%，同比分别变化-2.88pct、-2.45pct、-1.29pct；环比分别变化-2.23pct、+0.41pct、+0.42pct。

- **资产负债表项目：**截止 2019 年三季度末，公司应收票据及应收账款 196.17 亿元，较 2 季度末环比基本持平；应付票据及应付账款 259.45 亿元，环比增加 10.41%；存货 100.72 亿元，环比增加 19.82%。

- **总结：风机业务进入量价齐升阶段。**2019 年风机招标放量：2019 年上半年风机招标容量达到 32.3GW，基本与 2018 全年规模持平，其中 19Q2 装机达到 17.4GW，环比 19 年 Q1 提升 16.8%，同比 18 年 Q2 提升 87.1%，创下新高。**风机销售价格见底：**行业招标数据看，2.0MW 风机价格历经 2018 年 8 月的底部 3196 元/kw 后，截至到 19 年 H1 已经攀升至 3536 元/kw，公司三季度毛利率环比提升，我们预计公司在手低价订单已基本交付完毕，风机销售价格见底，毛利率将进入上行趋势。公司风机业务将进入量价齐升阶段。

- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2019-2021 年归属母公司净利润为 30.03、45.08、54.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.71 元、1.07 元、1.28 元。参考可比公司估值，给予公司 2019 年 PE 20-25X，对应合理价值区间 14.20-17.75 元，维持“优于大市”评级。

- **风险提示。**风电装机低于预期；竞争加剧，毛利率下滑。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25129	28731	36437	46765	49174
(+/-)YoY(%)	-4.8%	14.3%	26.8%	28.3%	5.2%
净利润(百万元)	3055	3217	3003	4508	5405
(+/-)YoY(%)	1.7%	5.3%	-6.6%	50.1%	19.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.72	0.76	0.71	1.07	1.28
毛利率(%)	30.2%	26.0%	21.1%	24.4%	25.7%
净资产收益率(%)	13.5%	12.9%	9.3%	12.5%	13.3%

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司营业收入 (百万元)

营业收入					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q3
2017	3584	6256	7167	8123	17007
2018	3860	7170	6786	10915	17816
同比变化	7.70%	14.62%	-5.32%	34.38%	4.76%
2019	5396	10338	9002		24735
同比变化	39.80%	44.18%	32.65%		38.84%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 公司综合毛利率

综合毛利率					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q3
2017	32.97%	31.78%	27.39%	30.36%	30.18%
2018	36.03%	28.57%	26.89%	20.11%	29.55%
同比变化	3.06pct	-3.20 pct	-0.50 pct	-10.25 pct	-0.63 pct
2019	26.62%	17.95%	19.12%		20.27%
同比变化	-9.41 pct	-10.62 pct	-7.77 pct		-9.28 pct

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 3 公司费用情况 (百万元)

费用情况								
	销售费用	销售费用率	管理&研发费用	管理&研发费用率	财务费用	财务费用率	期间费用	期间费用率
2017	1905.78	7.58%	2473.10	9.84%	785.83	3.13%	5164.71	20.55%
2018	1665.73	5.80%	2674.00	9.31%	956.85	3.33%	5296.57	18.44%
同比变化	-12.60%	-1.79 pct	8.12%	-0.53 pct	21.76%	0.20 pct	2.55%	-2.12 pct
2018Q1-Q3	1075.19	6.04%	1477.14	8.29%	748.79	4.20%	3301.12	18.53%
2019Q1-Q3	1690.30	6.83%	1710.05	6.91%	690.18	2.79%	4090.54	16.54%
同比变化	57.21%	0.80 pct	15.77%	-1.38 pct	-7.83%	-1.41 pct	23.91%	-1.99 pct

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 4 公司资产负债表项目 (百万元)

	应收票据及应收账款	应付票据及应付账款	预付款项	预收款项	存货
2018Q3	20105.30	18315.69	2,107.14	7.06	5412.68
2019Q2	19628.97	23498.24	2,417.10	4.41	8405.73
2019Q3	19617.30	25944.50	3,093.75	16.57	10071.74
同比变化	-2.43%	41.65%	46.82%	134.85%	86.08%
环比环比	-0.06%	10.41%	27.99%	275.77%	19.82%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 5 同业估值水平

		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)		PE (X)	
		10月25日	10月25日	2018	2019	2018	2019E
		603063	禾望电气	9.00	38.78	0.13	0.54
601615	明阳智能	12.19	168.19	0.39	0.46	31.26	26.37
603218	日月股份	19.06	101.27	0.70	0.93	27.23	20.48
行业平均						42.57	21.17

资料来源: wind 一致预测, 海通证券研究所

风险提示。 风电装机低于预期; 竞争加剧, 毛利率下滑。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	28731	36437	46765	49174
每股收益	0.76	0.71	1.07	1.28	营业成本	21271	28766	35375	36535
每股净资产	5.91	7.64	8.51	9.59	毛利率%	26.0%	21.1%	24.4%	25.7%
每股经营现金流	0.74	0.31	1.00	1.46	营业税金及附加	160	213	269	284
每股股利	0.00	0.20	0.20	0.20	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	1666	2077	2619	2754
P/E	16.31	17.47	11.64	9.71	营业费用率%	5.8%	5.7%	5.6%	5.6%
P/B	2.10	1.63	1.46	1.30	管理费用	1612	2004	2525	2655
P/S	1.54	1.44	1.12	1.07	管理费用率%	5.6%	5.5%	5.4%	5.4%
EV/EBITDA	14.10	18.92	11.28	9.45	EBIT	2960	2084	4386	5274
股息率%	0.0%	1.6%	1.6%	1.6%	财务费用	957	903	892	897
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.3%	2.5%	1.9%	1.8%
毛利率	26.0%	21.1%	24.4%	25.7%	资产减值损失	11	84	224	110
净利润率	11.2%	8.2%	9.6%	11.0%	投资收益	1346	2000	1500	1500
净资产收益率	12.9%	9.3%	12.5%	13.3%	营业利润	3718	3447	5191	6227
资产回报率	4.0%	3.3%	4.3%	4.9%	营业外收支	-36	20	20	20
投资回报率	6.1%	3.8%	7.4%	8.3%	利润总额	3682	3467	5211	6247
盈利增长 (%)					EBITDA	4336	3554	6024	7068
营业收入增长率	14.3%	26.8%	28.3%	5.2%	所得税	400	374	563	675
EBIT 增长率	-3.2%	-29.6%	110.5%	20.2%	有效所得税率%	10.9%	10.8%	10.8%	10.8%
净利润增长率	5.3%	-6.6%	50.1%	19.9%	少数股东损益	66	90	139	167
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	3217	3003	4508	5405
资产负债率	67.5%	63.2%	63.8%	61.4%					
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	货币资金	5066	5435	5544	6364
现金比率	0.2	0.2	0.1	0.1	应收账款及应收票据	16895	22961	29468	30986
经营效率指标					存货	4997	6305	7753	8008
应收账款周转天数	215.6	230.0	230.0	230.0	其它流动资产	5960	5976	6820	6994
存货周转天数	77.9	80.0	80.0	80.0	流动资产合计	32917	40676	49585	52352
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	长期股权投资	3660	3660	3660	3660
固定资产周转率	1.5	1.8	2.3	2.4	固定资产	19792	20015	20429	20547
					在建工程	5717	7217	8617	10217
					无形资产	3307	4615	5862	7050
					非流动资产合计	48447	51477	54539	57445
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	81364	92153	104124	109797
净利润	3217	3003	4508	5405	短期借款	2038	756	1599	1251
少数股东损益	66	90	139	167	应付票据及应付账款	20000	23643	29076	30028
非现金支出	1388	1553	1861	1904	预收账款	9	0	0	0
非经营收益	-156	-1064	-573	-563	其它流动负债	9554	11131	13024	13365
营运资金变动	-1389	-2262	-1699	-762	流动负债合计	31601	35531	43699	44645
经营活动现金流	3125	1320	4238	6150	长期借款	18001	18001	18001	18001
资产	-6022	-4480	-4680	-4680	其它长期负债	5288	4728	4728	4728
投资	594	0	0	0	非流动负债合计	23288	22729	22729	22729
其他	-686	2000	1500	1500	负债总计	54889	58259	66427	67373
投资活动现金流	-6114	-2480	-3180	-3180	实收资本	3556	4225	4225	4225
债权募资	2155	-1841	843	-348	普通股股东权益	24961	32291	35954	40514
股权募资	1009	4629	0	0	少数股东权益	1514	1604	1743	1910
其他	-1963	-1258	-1792	-1802	负债和所有者权益合计	81364	92153	104124	109797
融资活动现金流	1201	1529	-949	-2150					
现金净流量	-1787	369	109	820					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张一弛 电力设备及新能源行业
 徐柏乔 电力设备及新能源行业
 曾彪 电力设备及新能源行业
 陈佳彬 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 卧龙电驱,许继电气,恩捷股份,当升科技,宁德时代,信捷电气,天顺风能,南都电源,阳光电源,良信电器,林洋能源,国轩高科,岷江水电,金风科技,东方电缆,亿纬锂能,红相股份,汇川技术,英威腾,东方电气,璞泰来,科士达,嘉元科技,容百科技,国电南瑞,明阳智能,天奈科技,哈工智能,麦格米特,通威股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。