

双一科技 (300690) \化工

——受益风电装机热潮，未来两年业绩增长确定

投资建议：**推荐**
 首次覆盖
 当前价格：24.2元
 目标价格：元

投资要点：

国内领先的风电复合材料供应商

公司主营复合材料制造，产品包括风力发电机舱罩、大型非金属模具、工程车机罩、乘用车覆盖件等。目前公司主要收入来源为风电配套类产品，主要下游客户为风电主机厂，包括维斯塔斯、西门子歌美飒、金风科技等风电龙头企业，公司是风电产业链上游优质的材料生产供应商。

受益风电补贴新政下的装机热潮，未来两年业绩增长确定

作为重要的新能源产业，风电行业靠补贴生存发展至今。经过多年的发展，风电的单机容量、成本、效率都有明显改善，产业日趋成熟，因此“去补贴”成为促进产业进一步成熟的主要推手，而历史历次补贴政策调整中短期内都极大影响了国内风电装机容量的变动，2009年首次实施风电上网标杆电价政策、2015年风电上网标杆电价首次下调，两次调整后风电新增装机容量均创历史新高。我们判断今年5月补贴再次下调仍会引领新一轮风电装机热潮，公司作为全球主流的风机上游配套供应商，目前风机罩全球市占率仅10%，将充分受益本轮风电装机量的提升，未来两年业绩增长确定。

主要风电客户在手订单饱满，未来增速有支撑

公司主要下游客户为风电主机厂，主要客户包括维斯塔斯、西门子歌美飒、金风科技等风电龙头企业。根据维斯塔斯、西门子歌美飒财报中显示的在手订单情况以及风电销售情况来看，风电业务均保持快速增长。2018年公司受西门子歌美飒合并影响订单量有所下滑，2019年随着下游客户订单量持续增长，公司业绩增长可期。

盈利预测及评级

预计公司2019年~2021年公司净利润分别为1.31亿元、1.74亿元、2.11亿元，年均复合增速33.9%，对应EPS分别为1.18元、1.56元、1.90元，考虑到公司未来两年受益风电装机容量提升，业绩增长确定，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示。新增产能投放不及预期；风电政策变化风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	111/52
流通A股市值 (百万元)	1,264
每股净资产 (元)	8.42
资产负债率 (%)	18.54
一年内最高/最低 (元)	28.70/14.88

一年内股价相对走势



吴程浩 分析师
 执业证书编号：S0590518070002
 电话：0510-85611779
 邮箱：wuch@gjsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	594.70	536.18	768.22	925.38	1,116.36
增长率 (%)	24.00%	-9.84%	43.28%	20.46%	20.64%
EBITDA (百万元)	142.32	116.02	174.27	224.21	266.92
净利润 (百万元)	110.28	87.94	130.60	173.55	210.99
增长率 (%)	2.40%	-20.26%	48.51%	32.89%	21.57%
EPS (元/股)	0.99	0.79	1.18	1.56	1.90
市盈率 (P/E)	24.35	30.53	20.56	15.47	12.72
市净率 (P/B)	2.88	2.94	2.74	2.52	2.29
EV/EBITDA	11.79	23.20	15.63	11.98	9.89

数据来源：公司公告，国联证券研究所

正文目录

1.	公司简介	4
1.1.	公司是国内风电机舱罩和大型非金属模具制造龙头	4
1.2.	2019H 业绩大幅增长，未来两年仍将受益风电回暖	5
1.3.	募投项目解决公司产能瓶颈，迎接风电“抢装潮”	7
2.	受益风电补贴新政下的装机热潮，未来两年业绩增长确定	7
2.1.	全球风电稳步增长，我国已跃居第一	7
2.2.	风电行业集中度提升，带动上游配套供应商整合	8
2.3.	风电消纳问题持续改善，弃风率逐年下降	10
2.4.	2019~2021 年我国风电将进入新一轮抢装潮	10
2.5.	主供风电国内外大客户，受益风电装机量提升	12
2.6.	技术进步推动度电成本趋势性下降，带动全产业链持续升级改进	13
3.	横向拓展复合材料品种，提高新兴市场应对能力	14
3.1.	汽车轻量化带动车用复合材料持续增长	14
3.2.	投资建设双一船艇，聚焦钓鱼艇市场	15
4.	盈利预测及评级	16
5.	风险提示	17

图表目录

图表 1:	公司主营产品种类及图例	4
图表 2:	公司股权结构	5
图表 3:	公司营业收入及增速	5
图表 4:	公司归母净利润及增速	5
图表 5:	公司近年毛利率及净利率	6
图表 6:	公司近年三费情况	6
图表 7:	公司主营业务结构 (万元)	6
图表 8:	公司毛利结构 (万元)	6
图表 9:	公司募投项目仍将加码风电业务	7
图表 10:	全球风电累计装机容量及增速 (GW)	7
图表 11:	全球风电装机容量市场份额 (截止 2018 年)	7
图表 12:	风电在国内规模以上 (6MW) 发电设备容量占比逐年提升	8
图表 13:	风电在国内总发电量占比情况	8
图表 14:	全球前四大陆上风电整机厂市占率	8
图表 15:	中国风电机组制造企业新增装机市场份额变化趋势	9
图表 16:	截至 2018 年底中国市场风电整机企业累计市场份额	9
图表 17:	风电平均利用小时数逐步回升	10
图表 18:	风电弃风率自 2016 年高点以来持续下降	10
图表 19:	我国历年风电装机总容量情况	11
图表 20:	我国历年风电新增装机容量情况	11
图表 21:	我国陆上风电历年补贴政策变化	11
图表 22:	我国海上风电历年补贴政策变化	11
图表 23:	风电产业链概况	12
图表 24:	2025 年中国陆上风电度电成本路线图 (平坦地形)	13
图表 25:	2025 年中国陆上风电度电成本路线图 (复杂地形)	13
图表 26:	主要国家、地区燃油排放标准规则	14
图表 27:	汽车重量与减排关系对比	14

图表 28: 2008 年-2014 年我国游艇行业市场规模 (亿元)	16
图表 29: 公司主营业务拆分	16
图表 5: 财务预测摘要	18

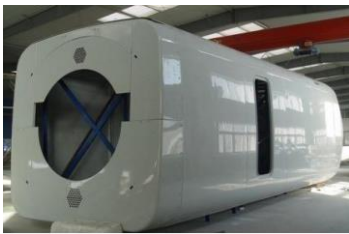





1. 公司简介

1.1. 公司是国内风电机舱罩和大型非金属模具制造龙头

公司是一家集复合材料产品研发、设计、生产、销售和服务于一体的现代化高新技术企业。主要产品涵盖大型非金属模具加工领域、风电领域、工程和农用机械领域、游艇及船舶领域、轨道交通及公共交通领域等。

公司主要产品为风电机舱罩类产品（产品规格涵盖 750KW-7MW 级别）、大型非金属模具、工程及农用机械设备覆盖件、车辆碳纤维复合材料制品等，客户覆盖风电新能源领域、工程与农用机械领域、游艇与船舶领域、轨道交通与公共交通领域、电动新能源汽车领域以及航空航天领域。经过多年的专业化经营，公司已与 Vestas（丹麦维斯塔斯）、SiemensGamesa（西门子歌美飒）、金风科技、南车株州时代、三一重工、Caterpillar（美国卡特彼勒）、中国中车等全球知名企业建立长期稳定的业务合作关系，成为国内有实力的复合材料制造商。

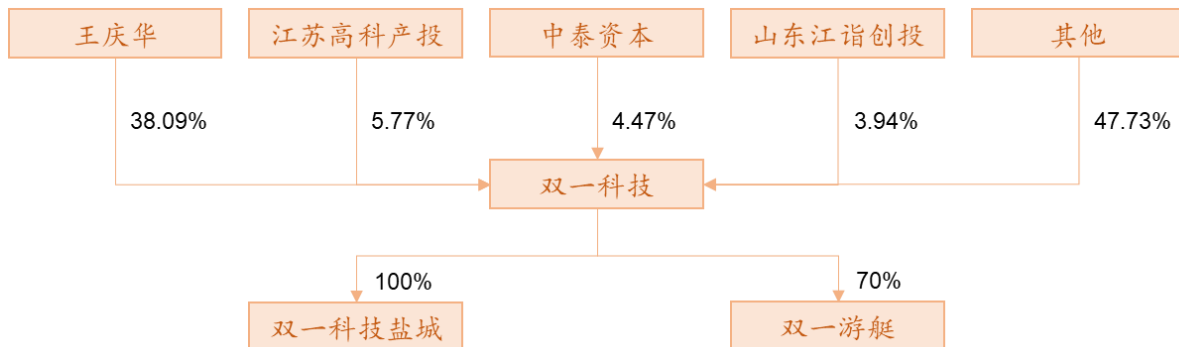
图表 1：公司主营产品种类及图例

产品名称	产品图例	产品名称	产品图例
风电机舱罩		风电轮毂罩	
叶片根		大型非金属磨具	
工程机械罩		钓鱼艇	

来源：公司公告，国联证券研究所

公司实际控制人为王庆华，持股比例 38.09%，其次是江苏省高科技产业投资股份有限公司（5.77%）和中泰资本（4.47%）。公司目前拥有两个子公司，双一科技盐城有限公司（100%控股）和双一游艇有限公司（持股 70%）。

图表 2：公司股权结构



来源：公司公告，国联证券研究所

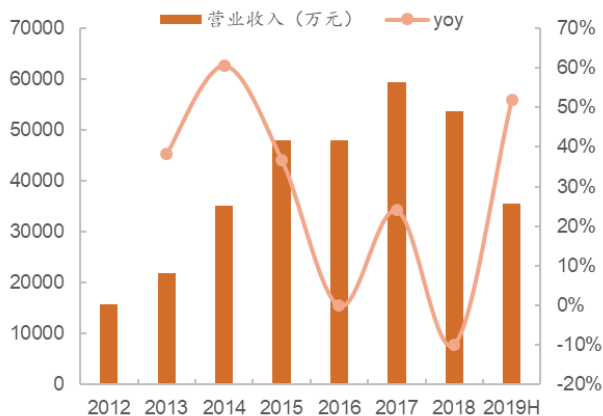
当前公司有四个生产基地：德州、武城、陵县和大丰。德州为公司的总部基地，募投的研发中心项目设立在德州总部；大丰为大型机舱罩及非金属模具的生产基地，并承接大部分募投的机舱罩和非金属模具项目，一方面满足海上风电用大型非金属模具和机舱罩产品的生产，另一方面利用大丰港的交通运输优势布局海外市场的产能需要，目前已取得 64 亩土地证，现已开工建设厂房，预计在 2019 年底完成厂房建设；陵县是机舱罩的生产基地；武城有 320 亩地，目前 5 号、6 号车间已开工建设，两间车间建筑面积 2 万余平方米，预计 2019 年底建设完成并投入使用。此外，公司设立天津分公司，经营范围是风电零部件的组装和存储，深度服务维斯塔斯风电。

1.2.2019H 业绩大幅增长，未来两年仍将受益风电回暖

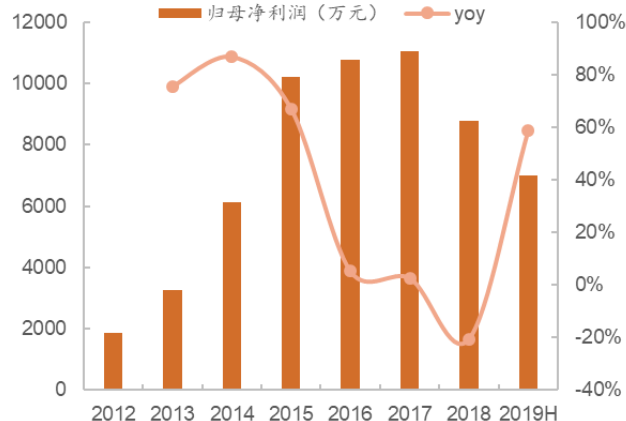
受公司主要客户西门子-歌美飒合并以及原材料价格高位的影响，2018 公司业绩出现下滑。2018 年公司实现营业收入 5.36 亿元，同比减少 9.84%；归母净利润 8786.72 万元，同比减少 20.52%。随着全球风电市场的稳步发展及国内市场风电“抢装”，2019 年上半年，公司营业及利润出现大幅增长，实现营收 35629.16 万元，较上年同期增长 51.92%，归母净利润 7000.12 万元，较上年同期增长 58.89%。考虑到国内风电补贴政策影响，我们预计 2019~2020 年将迎来风电抢装潮，公司作为风电行业上游龙头供应商，将充分受益此轮抢装潮下风电装机容量的提升。而西门子歌美飒合并后其市场份额仍有保障，2018 年减少的订单将延期在 2019 年反应在业绩中。另外，国内的抢装行情使得公司来自风电整机厂的订单增长迅速，我们预计公司 2019~2020 年业绩持续增长确定性高。

图表 3：公司营业收入及增速

图表 4：公司归母净利润及增速

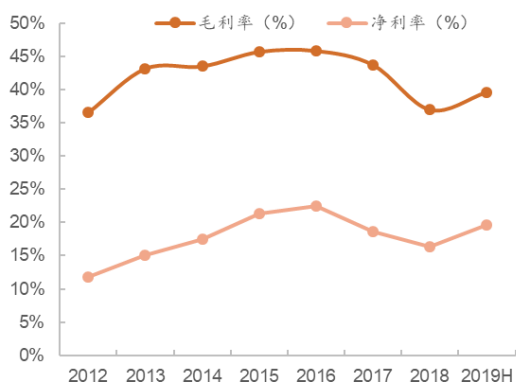


来源: Wind, 国联证券研究所



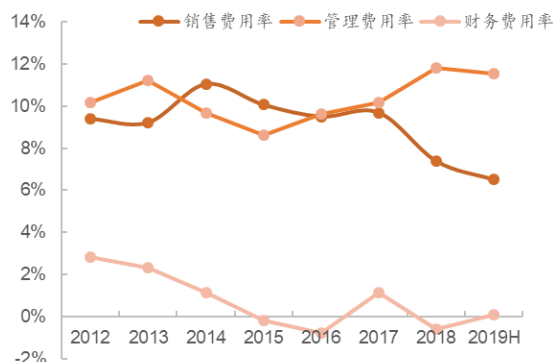
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: 公司近年毛利率及净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

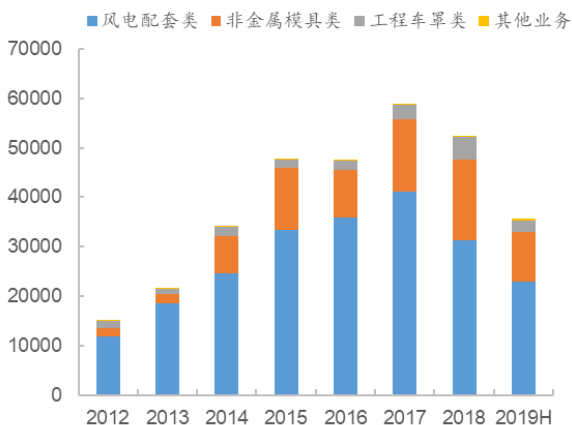
图表 6: 公司近年三费情况



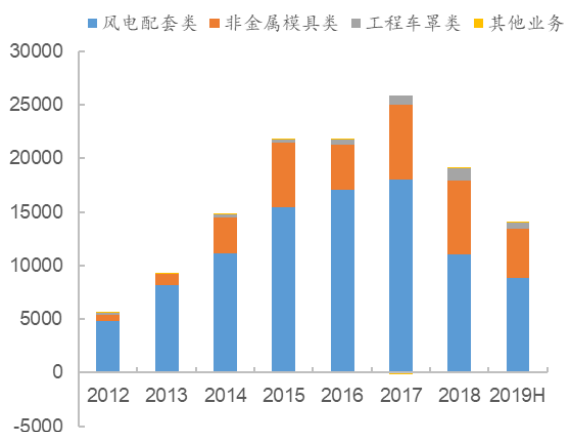
来源: Wind, 国联证券研究所

公司主营业务目前主要是风电配套和非金属模具两大板块。从收入结构上来看,风电配套类产品是公司最主要的收入和利润来源,其中风电配套占 2018 年营业收入的 58.50%,非金属模具占 30.30%。

图表 7: 公司主营业务结构 (万元)



图表 8: 公司毛利结构 (万元)



来源: Wind, 国联证券研究所

来源: Wind, 国联证券研究所

1.3. 募投项目解决公司产能瓶颈，迎接风电“抢装潮”

根据招股说明书披露，公司 2016 年产能包括 3300 套风电配套，18000 平方米模具和 3000 套车辆覆盖件。募投项目包括 25 套叶片模具、10 套游艇模具和 1000 套风电机舱罩，预计 2020 年中有望开始逐步投产，将有效解决公司目前产能不足的情况。

公司风电机舱罩目前年生产能力约为 3300 套左右，主要客户还是国外客户，如 VESTAS、西门子、歌美飒等。由于受到产能限制，国内客户只能满足部分优质客户的需求，如华创、运达、许继等，国内机舱罩供应量每年不足千套。公司作为国内机舱罩行业内的知名龙头企业，通过此次募投扩产，将有效扩大国内客户覆盖范围，提高市场占有率。

风力发电叶片目前国内只有 2~3 家专业模具厂家，最高产能加在一起只有 100 套左右，根据以上现状分析，市场还至少缺乏 20 套以上的产能。加上用于游艇等市场和其他行业的大型非金属模具，市场上对大型非金属模具的需求缺口在 50 套以上。公司作为少数几家的专业模具生产厂家，将会借此机会扩大产能，满足市场需求，提高经济效益。

图表 9：公司募投项目仍将加码风电业务

项目名称	募集资金投资金额（万元）	项目达到预定可使用状态日期
机舱罩及大型非金属模具产业化项目	23,188	2020 年 7 月 31 日
复合材料应用研发中心项目	5,018	2020 年 7 月 31 日
年产十万件车辆用复合材料制品项目	12,058	2020 年 7 月 31 日
补充流动资金	8,000	
合计	48,264	

来源: 公司公告, 国联证券研究所

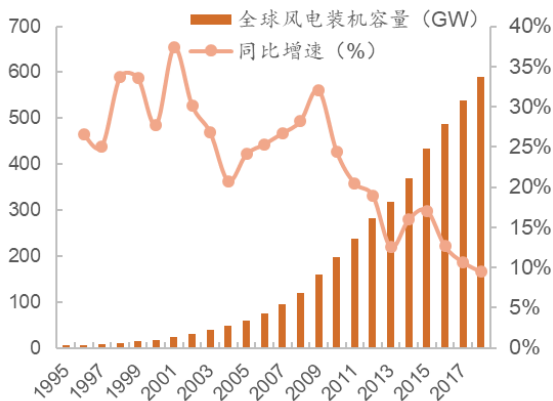
2. 受益风电补贴新政下的装机热潮，未来两年业绩增长确定

2.1. 全球风电稳步增长，我国已跃居第一

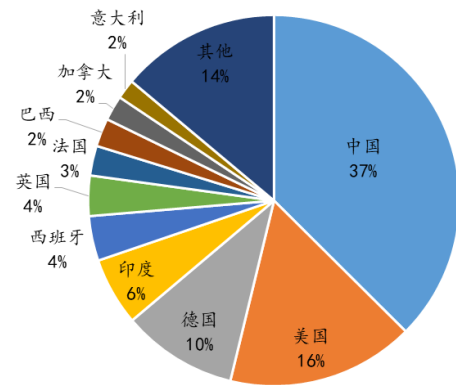
风能因其清洁可再生的优势，经过近年来的迅速发展，目前全球范围内其装机容量在新能源中仅次于水电，且 2001 年以来全球风电装机量稳步增长。截至 2018 年，全球风电累计装机 590 GW，中国占 36%，欧洲占 30%，美国占 17%，三者合计占比达 83%，是全球主要的风电市场。新增装机方面，2018 年全球新增装机 51.3 GW，中国占 45%，欧洲占 19%，美国占 16%，三大市场合计占比达到 80%。

图表 10：全球风电累计装机容量及增速（GW）

图表 11：全球风电装机容量市场份额（截止 2018



来源: Wind, 国联证券研究所

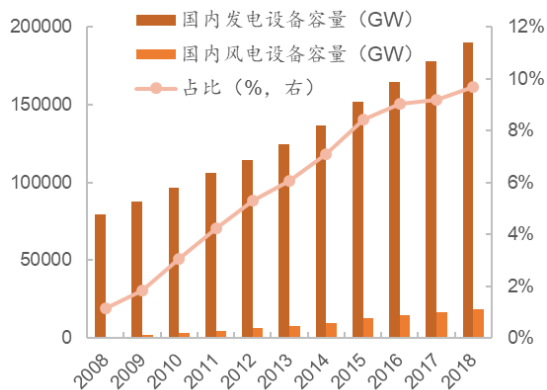


来源: Wind, 国联证券研究所

欧洲曾是全球最大的风电市场,然而中国的累计风电装机容量在2016年已经超过欧洲,跃居第一,并且由于目前中国的年新增装机量已大幅超过欧洲,欧洲与中国的累计装机容量的差距将继续拉大。

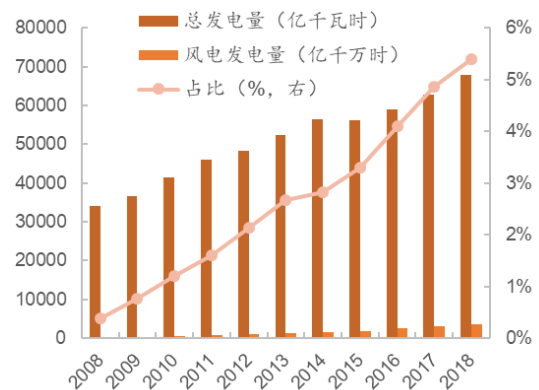
风电已成为我国重要的电力来源。从并网容量来看,截止到2018年,规模以上风电(6MW以上)并网容量已达到184GW,占我国全部发电设备总容量的9.69%。从发电量来看,2018年风电发电量达到3660亿度,占全部发电量的5.39%。风电作为重要的非化石能源发电方式,未来仍有很大的增长空间。

图表 12: 风电在国内规模以上 (6MW) 发电设备容量占比逐年提升



来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表 13: 风电在国内总发电量占比情况

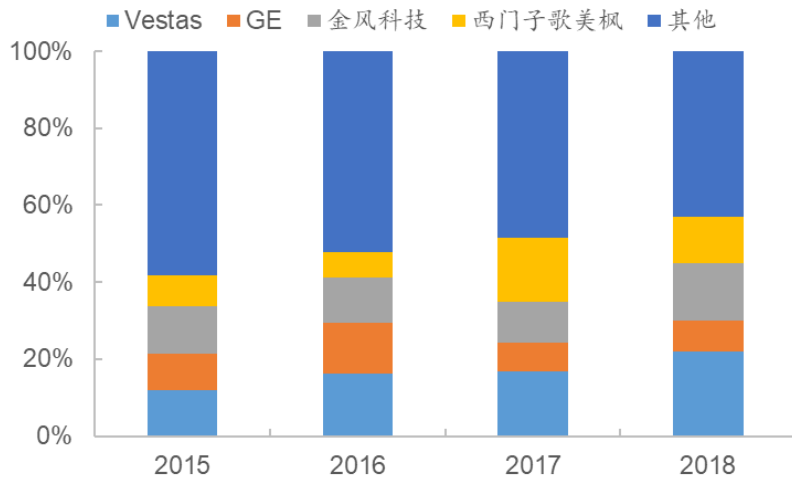


来源: 国家统计局, 国联证券研究所

2.2. 风电行业集中度提升, 带动上游配套供应商整合

从全球范围内来看,风电行业头部主机厂商有丹麦维斯塔斯、西门子歌美枫、金风科技等。经过近几年的竞争,龙头市占率持续提升,根据彭博新能源财经统计,陆上风电整机厂CR4已从2015年的41.6%提升至2018年的56.8%。

图表 14: 全球前四大陆上风电整机厂市占率

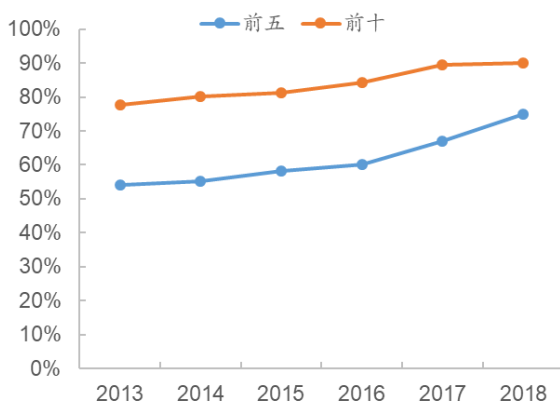


来源: GWEC, 国联证券研究所

从国内来看,我国风电整机制造企业的市场份额集中趋势亦十分明显。根据CWEA的统计,排名前五的风电整机企业新增装机市场份额由2013年的54.1%增长到2018年的75%,增长了20.9%;排名前十的风电整机企业新增装机市场份额由2013年的77.8%增长到2018年的90%,增长了12.2%。

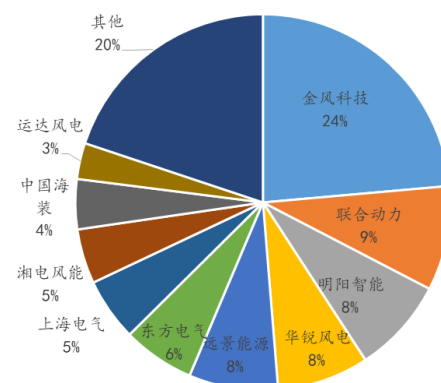
从累计装机数据来看,截至2018年底,全国累计装机容量达到2.1亿千瓦,有7家整机制造企业的累计装机容量超过1000万千瓦,7家市场份额合计达到68%;其中,金风科技累计容量超过4900万千瓦,占国内市场的23.6%;另外,联合动力累计装机占比9%,位居第二。

图表 15: 中国风电机组制造企业新增装机市场份额变化趋势



来源: CEWA, 国联证券研究所

图表 16: 截至 2018 年底中国市场风电整机企业累计市场份额



来源: CEWA, 国联证券研究所

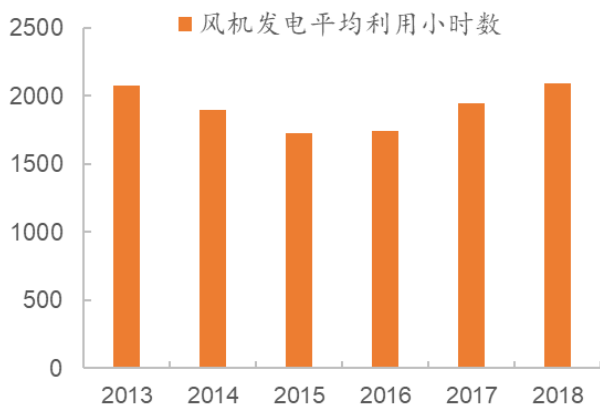
风电行业集中度的提升也将带动上游配套供应商集中度的提升,包括电机、电控、叶片、结构件等等。公司的主要竞争对手包括北京优利康达、山东株丕特、巴赫等,我们估计公司全球市占率约为10%,而在维斯塔斯、西门子等大客户中的市占率更高。2018年,双一科技的主要竞争对手朱丕特德州公司关停,使得公司有望进一步提升在大客户中的市场占有率。

2.3. 风电消纳问题持续改善，弃风率逐年下降

经过多年发展，中国已成为全球风电装机增速最快的国家，然而在风电建设突飞猛进的背后，输送消纳问题所带来大规模的弃风限电现象，成为中国新能源发展的最大瓶颈，因此大容量电网的建设对于解决风电消纳问题显得极为必要。截至目前，国网已累计建成“八交十直”特高压工程，在建“四交二直”特高压工程，在运、在建 24 项特高压工程线路长达 3.5 万公里。2018 年 9 月国家能源局印发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》，共规划了 12 条特高压工程，包括 5 条直流特高压项目，7 条交流特高压项目，主要集中于西电东送，将进一步提高风电消纳能力。

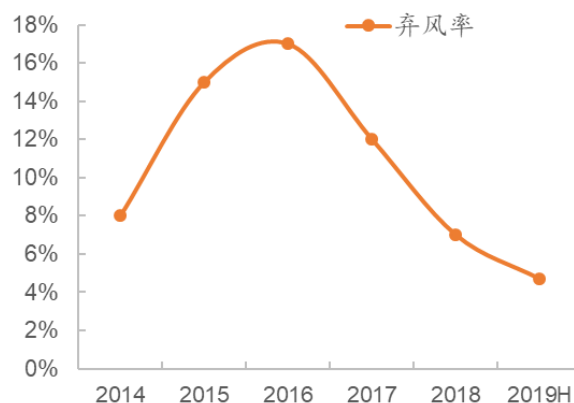
受益于这些特高压线路的推动以及风机制造和运维技术的进步，近年风电发电利用小时数上升，弃风率也连续三年下降：1) 2018 年全国风电平均利用小时数 2095 小时，较 2017 年增加 147 小时，为 2011 年以来最高值；2) 我国弃风率自 2016 年的高点以来已连续三年下降。2018 年全国弃风率 7%，同比下降 5 个 pct，2019 年上半年全国弃风率为 4.7%，环比继续下降。

图表 17：风电平均利用小时数逐步回升



来源：国家能源局，国联证券研究所

图表 18：风电弃风率自 2016 年高点以来持续下降

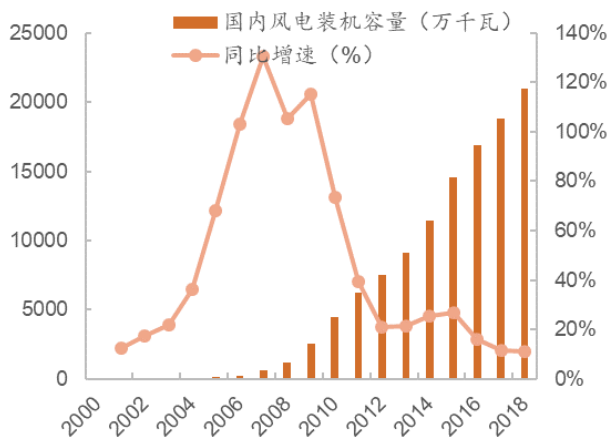


来源：国家能源局，国联证券研究所

2.4. 2019~2021 年风我国电将进入新一轮抢装潮

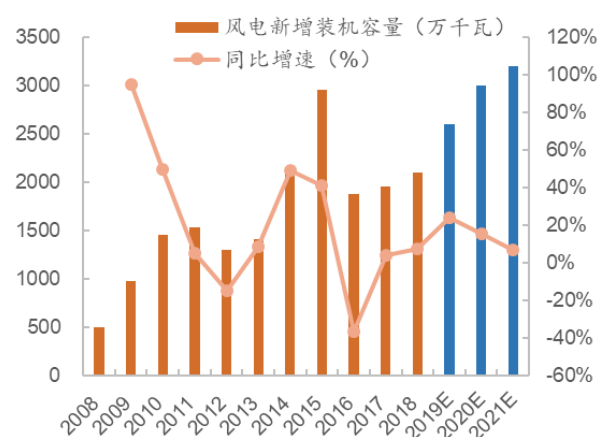
国内风电产业日渐成熟，“去补贴”成为行业装机容量变动推手之一。作为重要的新能源产业，风电行业靠补贴生存并发展至今。2009 年我国首次实施风电上网标杆电价政策，2009~2010 年风电新增装机容量大幅增长，2010 年首次达到历史新高 18.9GW；2015 年风电上网标杆电价首次下调，再次引起抢装潮，2014~2015 年风电新增装机容量大幅增长，2015 年装机容量再创新高达到 30.8GW。但随着装机容量的不断增加和产业的成熟，政府正在着手加速可再生能源产业的成熟，促使风电驶向独立的轨道，“去补贴”便成为最重要的手段。

图表 19: 我国历年风电装机总容量情况



来源: 国家能源局, 国联证券研究所

图表 20: 我国历年风电新增装机容量情况



来源: 国家能源局, 国联证券研究所

2019年5月21日, 国家发改委下发了关于《完善风电上网电价政策的通知》, 明确了2019~2021年陆上及海上风电电价政策, 其中:

(1) 陆上风电2019~2021年补贴逐步退坡, 且2021年后国家将不再补贴并实施平价上网。2018年底前核准的存量项目、2019-2020年新核准项目分别在2020年、2021年没有并网的, 国家将不再补贴, 并且2021年以后新核准的陆上风电项目全面实现平价上网, 国家不再补贴。

图表 21: 我国陆上风电历年补贴政策变化

资源区		未调整	首次调整	本次调整后存量项目		本次调整后新核准项目	
		2009~2015	2016~2017	2018		2019	2020
陆上项目调整节点			2016年前核准 2017年底前开工 2020年底前并网	2018年前核准 2019年前开工 2020年底前并网	2018年核准 2020年底前 并网	2019年核准 2021年底前 并网	2020年核准 2021年底前 并网
陆上 风电	I类资源区	0.51	0.49	0.47	0.4	0.34	0.29
	II类资源区	0.54	0.52	0.5	0.45	0.39	0.34
	III类资源区	0.58	0.56	0.54	0.49	0.43	0.38
	IV类资源区	0.61	0.61	0.6	0.57	0.52	0.47

来源: 国家发改委, 国联证券研究所

注: 2018年底前核准陆上风电项目, 2020年底前仍未完成并网的, 国家不再补贴; 2019年1月1日至2020年底前核准陆上风电项目, 2021年底前仍未完成并网, 国家不再补贴; 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

(2) 海上风电补贴退坡力度相对陆上较小, 但也要求2022年及以后全部机组完成并网的, 执行并网年份的指导价。按照海上风电补贴政策要求, 近海范围内的风电项目2019-2020年新核准的项目的指导价调整为每千瓦时0.8元、0.75元, 相较此前0.85元的补贴价格, 退坡力度小; 而潮间带范围内的风电项目受影响最大, 2019年以后新核准的项目将按照所在资源区陆上风电指导价进行补贴。

图表 22: 我国海上风电历年补贴政策变化

海上项目调整节点		2014-2018核准, 2021年前全部并网	2019	2020
海上风电	近海	0.85	0.8	0.75

潮间带	0.75	所在资源区陆上风电指导价
-----	------	--------------

来源：国家发改委，国联证券研究所

注：2018 年底前已核准的海上风电项目，在 2021 年底前全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价；2022 年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价

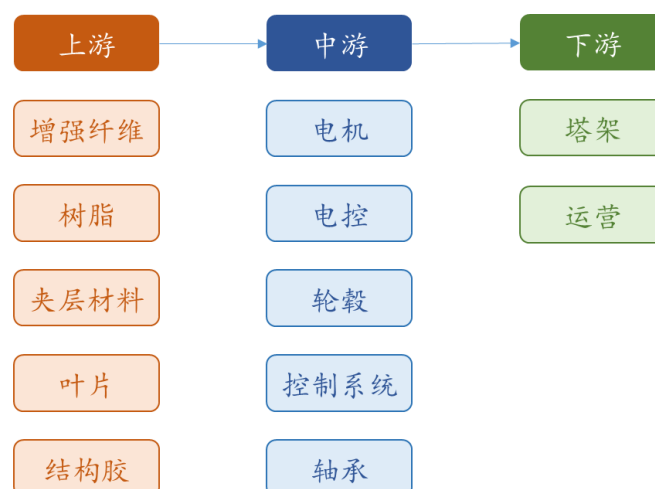
风电补贴政策的下调或将引领 2019~2021 年国内风电抢装潮。根据 BNEF 的数据，截止 2018 年底我国已核准的风电项目装机容量达到 88GW，其中已开工达到 46GW，未开工达到 42GW。根据最新的补贴政策，这些存量项目必须在 2020 年、2021 年之前完成并网才能适用当年的补贴政策，否则 2021 年之后国家将不再补贴。不考虑 2019 及 2020 年新核准项目，我们判断仅存量项目在 2019~2021 年完成并网的情况下风电新增装机容量将分别达到 26GW、30GW 和 32GW，年均复合增长率超过 15%。

技术进步、新兴市场及海上风电的竞争力日益提高，全球风电新增装机容量有望止跌回升。尽管 2018 年全球新增装机容量 51.32GW，同比下滑 4.02%，但是随着技术进步，非洲、中东、拉丁美洲和东南亚等新兴市场的政府支持以及中国等海上风电装机容量的大幅增加，全球风电新增装机容量有望止跌回升。GWEC 预测 2019~2020 年全球风电新增装机容量分别为 65GW、67GW，并且在 2021~2023 年新增装机容量维持在 58.7~65.1GW。

2.5. 主供风电国内外大客户，受益风电装机量提升

风电产业链涉及上游叶片、电机、塔架等零配件商，中调整机制造商，下游风电开发运营商。公司目前正在做的风电机舱罩、风电轮毂罩等，属于上游类配件。标杆电价的降低将直接影响风电运营商的收益，而价格压力也会沿着产业链向上游传递至整机制造商和风电配件商，产品质量和成本控制势必成为配件厂商的核心竞争力。

图表 23：风电产业链概况



来源：国联证券研究所

公司产品质量优良，得到国内外知名风电企业的广泛认可。公司主营的风电配套产品有风电机舱罩、叶片根、风电轮毂罩。公司生产的机舱罩远销北美及欧洲市场，

满足甚至超过了当地严苛的技术及环保要求，居于国内产业前列。

根据 FTI 统计,2017 年全球新增装机的风电机组平均功率 2.5GW,同比增 16.9%。假设全球新增装机量年均增速 8%,以 2018 年全球新增 53.9GW 为基数,2019-2020 年新增装机量分别为 58.2GW 和 62.9GW;若假设平均装机功率 2.8MW,对应新增机组数为 20786 套和 22464 套;

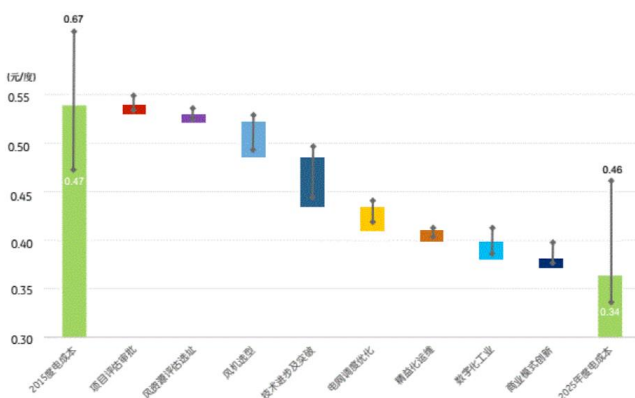
根据 CWEA 统计,2017 年中国新增装机的风电机组平均功率 2.1MW,同比增 8%。假设中国新增装机量平均增速 15%,以 2018 年新增 23GW 为基数,2019-2020 年新增装机量分别为 26.45GW 和 30.4GW,若按照中国新增装机平均功率 2.3MW 计算,对应新增机组需求为 11500 套和 13217 套。

公司 2018 年风电配套产量 2083 套,约占全球新增装机容量市场占有率的 10%,考虑到全球及国内订单量皆在提升,公司未来仍有较大增长空间。

2.6. 技术进步推动度电成本趋势性下降，带动全产业链持续升级改进

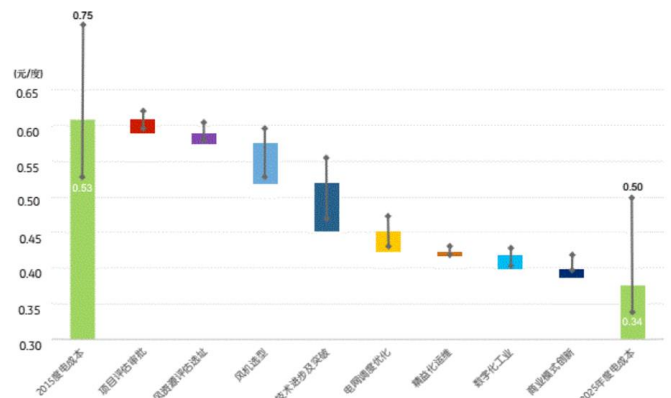
在过去的十年里,风电领域的技术进步和研究成果已经很鲜明的体现在了风力发电产品的更新换代和其度电成本的走势上,甚至可以说度电成本的竞争力很大程度上依赖于技术进步。未来的十年,我们可以预见到风电领域的技术投入将比过去十年的两倍还多,除了更多新的风力发电产品问世以满足不同资源条件的项目开发之外,更多的是旨在通过不断降低风电的度电成本以提升其在各种发电形式中的竞争力,从而跻身主流能源形式。

图表 24: 2025 年中国陆上风电度电成本路线图 (平坦地形)



来源: GE, 国联证券研究所

图表 25: 2025 年中国陆上风电度电成本路线图 (复杂地形)



来源: GE, 国联证券研究所

根据 GE 在 2017 年发布的《696007》白皮书预测,中国陆上风电在平坦地区的度电成本将从 2015 年的 0.67 元/度下降至 2025 年 0.46 元/度,下降幅度为 31.34%,在复杂地区的度电成本将从 2015 年的 0.75 元/度下降至 2025 年 0.50 元/度,下降幅度为 33.33%。其中对度电成本下贡献最大的依次是技术进步与突破、风机选型和电网调度优化。

而对于风电产业链中上游的配件产品,包括风电叶片、机舱罩、电机等,随着

基础材料科学及空气动力学研究的不断深入，更高端、更具经济性的材料将被应用，更高效的结构设计将被开发，因此未来中上游配件将更多的通过自身不断优化助推风电综合成本下降，而非通过上下游压价来完成成本下降。

3. 横向拓展复合材料品种，提高新兴市场应对能力

公司通过生产风电复合材料积累了成熟的技术、优质的客户资源。结合目前已有的技术及客户资源，公司规划在下游应用领域进行横向复合材料品种的拓展，包括车用零部件和钓鱼艇的制造。

3.1. 汽车轻量化带动车用复合材料持续增长

由于环保和节能的需要，汽车的轻量化已经成为世界汽车发展的潮流，传统的金属汽车零部件有逐步被轻质复合材料，如玻璃纤维、碳纤等替代的趋势。各种工艺成型的复合材料制品越来越多的应用到包括工程车辆在内的各种汽车中。公司在工程车的挡泥板、油箱盖、机舱罩等已经有 5~6 年的积累，形成了自己的工艺和技术团队，目前与国内几家汽车生产商合作并为其供应汽车用复合材料零部件，将业务从商用车延伸到乘用车领域。

公司首发募集资金用于建设年产十万件车辆用复合材料项目采用 FLTD 热塑工艺，机械化程度高，可连续生产。按照公司长期发展战略，压缩风电配套业务收入占比的同时，车用复合材料将成为拉动公司利润增长的另一大引擎。

中国汽车轻量化起步不足十年，借助新能源汽车崛起契机，对发达国家呈现赶超之势。汽车轻量化已经从分散化、高端化、单一化的时代走向集约化、普及化、多元化的 2.0 时代。轻量化的发展受到汽车电动化、节能减排、性能提升等多重需求牵引，其中新能源汽车细分市场将有望率先取得突破。中国轻量化材料市场广阔。一方面，对比国外发达国家，中国的轻量化技术起步晚，平均整车质量更大，以国外的轻量化材料占比作为标杆，中国发展的空间还很大；另一方面，受益于政策的驱动，中国新能源汽车行业的快速发展将带动轻量化的需求，促使车企往轻量化方向前进。

随着我国环保政策力度的不断加大，汽车行业的燃油排放标准也日益严苛。据工信部规定，我国汽车二氧化碳排放标准将从 2015 年的 155g/km 降到 2020 年的 112g/km；而国内乘用车企业燃料消耗从 2015 年的 6.9L/km 降到 2020 年的 5.0L/km。不过从汽车行业当前特点看，如果单纯依靠设计的优化已不能满足环保上低耗与减排的要求，所以从行业发展趋势上看，汽车车身的轻量化已成为未来发展的必经之路。

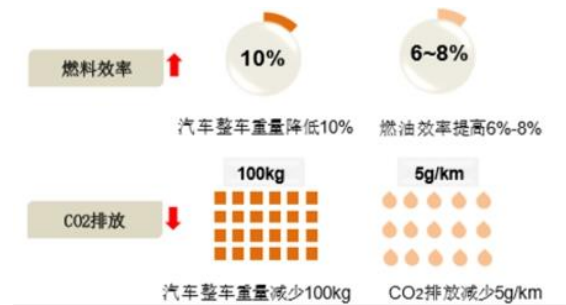
相关研究表明，车身重量与排放有联系。若燃油车质量每下降 10%，油耗将下降 8%，排放将下降 4%，车辆质量每下降 100kg，二氧化碳排放将减少 5g/k。车身重量没减轻 25%，能使汽车加速的时间从原来的 10s 减少到 6s，轻量化的汽车在较低的牵引负荷状态下将会表现出同样的或者更好的性能。

图表 26：主要国家、地区燃油排放标准规则

图表 27：汽车重量与减排关系对比

国家 地区	2015年	2020年	2025年	油耗降幅	
	L/100km	L/100km	L/100km	2015-2020	2020-2025
中国	6.9	5	-	6.20%	-
日本	5.9	4.9	-	3.60%	-
美国	6.7	6	4.8	2.20%	4.40%
欧盟	5.2	3.8	3	6.10%	4.60%

来源：国联证券研究所



来源：国联证券研究所

3.2. 投资建设双一船艇，聚焦钓鱼艇市场

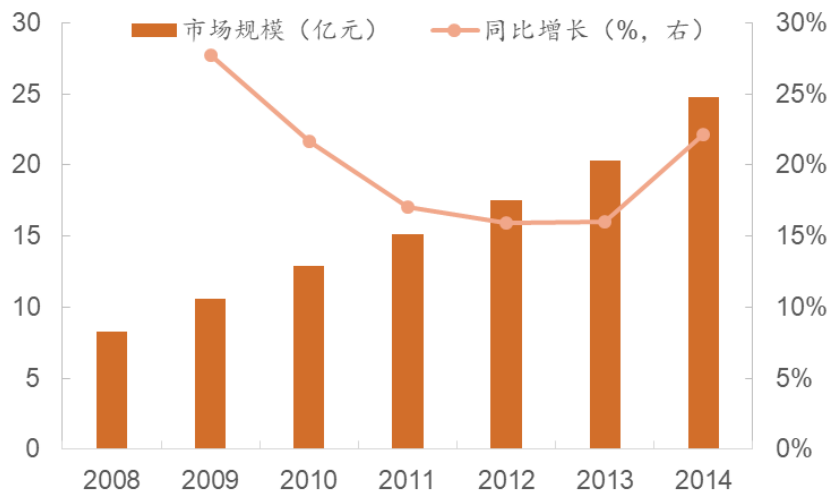
2018年12月27日公司公告称与徐韡先生共同投资设立山东双一船艇科技有限公司，注册资本为3000万元，公司持股70%。徐韡先生对双一船艇2019年、2020年和2021年三个会计年度累计净利润不低于1350万元的业绩承诺。徐韡先生在船艇特别是钓鱼艇行业有十余年的行业技术积累和市场拓展经验，双一船艇具备较快成长和盈利的能力。

双一游艇拟引进先进生产设备30余台(套)、船艇设计和生产专利技术43项、船艇生产模具及相关配套设施18套以及船艇的相关产品认证32项。产品主要包括：中小型复合材料游艇、中小型铝合金游艇及游艇拖车等。用实心浮力防撞模块等核心制造技术，产品品质优异且具有稳定的销售渠道，主要销往美国、加拿大、澳大利亚、新西兰等市场。项目建成后预计年可实现2000台套游艇及配件的生产规模。

双一船艇成立后将专注于复合材料在船舶、游艇和钓鱼艇等领域的研发、设计、制造和销售。此次公司投资设立双一船艇，首先是看好复合材料在船艇特别是钓鱼艇行业商业应用的市场前景，能够获得良好的投资回报；其次是充分发挥双一船艇投资人徐韡先生在船艇特别是钓鱼艇行业十余年的行业技术积累和市场拓展能力，使得双一船艇具备较快成长和盈利的能力；再次，双一船艇的设立，为公司致力成为复合材料成型制造领域领军企业的战略目标迈出了重要一步。

国内游艇行业市场潜力大。游艇被称为“漂浮在黄金水道上的商机”，是一种水上娱乐高级耐用消费品。游艇消费具有巨大的辐射效应，能够带动其上下游共同发展。成熟的游艇产业链的收入主要由上游设备及发动机、中游的游艇制造和销售及下游的游艇消费服务构成。据统计，世界游艇年消费额高达400亿美元，与万吨邮轮市场相当。如果加上相关的维修、管理、娱乐等费用，全球每年的游艇经济收入超过500亿美元。全球发达国家平均每171人拥有一条私人游船，挪威、新西兰等国家人均拥有游艇的比例高达8:1，美国为4:1，就连内陆国家瑞士也达到每69人拥有一艘。历年统计数据表明，船艇工业在国际上有着巨大的市场份额。仅游艇（意指休闲用游艇）一项，从上世纪80年代开始，国际市场每年的销售额都在200亿美元左右，而最近几年均保持在250亿美元左右。另外，游艇配件水上运动器材的年销售额约150亿美元。近年外销游艇的主要市场还将继续以欧美与日本等国家为主。

图表 28：2008 年-2014 年我国游艇行业市场规模（亿元）



来源：中国产业信息网，国联证券研究所

世界游艇产业逐渐向我国转移。我国从上世纪 50 年代开始制造玻璃钢船艇，但主要产品局限在特殊用途艇（如公园用划艇、巡逻艇、救生艇等），80 年代世界游艇市场疲软、劳动力成本上升使美、日、港台游艇厂商向我国转移，产品以贴牌生产的模式出口国外。2000 年以来，我国游艇消费理念开始萌芽，各种游艇会所、俱乐部纷纷出现，具有自主知识产权和自主品牌的中国游艇开始崭露头角。

我国已充分具备游艇消费的经济条件。我国沿海发达地区有 20 多个城市人均 GDP 已过 8000 美元以上，已超过 5000-6000 美元的游艇快速增长的临界点我国富豪人数位居世界第四，奢侈品消费排名全球第二，充分具备消费游艇的经济条件。从未来发展来看，游艇业发展的潜在市场空间非常巨大。

4. 盈利预测及评级

关键假设：

1、2019-2021 年风电配套类产品销量增速分别为 60%、20%、20%；毛利率水平分别为 42%、45%、45%；

2、2019-2021 年非金属模具类产品的销量增速分别为 30%、25%、25%；毛利率水平分别为 45%、45%、45%；

3、2019-2021 年车辆覆盖件类产品销量增速为 5%、5%、5%；毛利率水平分别为 28%、28%、28%。

图表 29：公司主营业务拆分

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
风电配套类	营业收入 (万元)	35881	41105	31369	49500	59400	71280
	营业成本 (万元)	18848	23122	20367	28710	32670	39204
	毛利率 (%)	47.5%	43.7%	35.1%	42%	45%	45%
非金属模具类	营业收入 (万元)	9644	14658	16248	22245	27807	34759
	营业成本 (万元)	5416	7629	9337	12235	15294	19117
	毛利率 (%)	43.8%	48.0%	42.5%	45%	45%	45%
工程车罩类	营业收入 (万元)	1981	3006	4618	5077	5331	5597
	营业成本 (万元)	1483	2203	3434	3655	3838	4030
	毛利率 (%)	25.1%	26.7%	25.6%	28%	28%	28%

来源：国联证券研究所

预计公司 2019 年~2021 年公司净利润分别为 1.31 亿元、1.74 亿元、2.11 亿元，年均复合增速 33.9%，对应 EPS 分别为 1.18 元、1.56 元、1.90 元，考虑到公司未来两年受益风电装机容量提升，业绩增长确定，首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

新增产能投放不及预期；风电政策变化风险。

图表 30: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	34.90	38.45	76.82	92.54	153.64	营业收入	594.70	536.18	768.22	925.38	1,116.36
应收账款+票据	266.56	254.68	331.08	380.75	437.86	营业成本	334.69	337.93	446.00	518.02	623.51
预付账款	2.57	4.62	6.00	6.90	7.93	营业税金及附加	8.33	7.83	10.76	12.96	15.63
存货	85.92	115.95	150.73	173.34	199.34	营业费用	57.64	39.59	72.98	87.91	106.05
其他	430.09	397.98	397.98	397.98	397.98	管理费用	60.51	47.07	88.35	106.42	128.38
流动资产合计	820.05	811.68	962.62	1,051.51	1,196.76	财务费用	6.80	-3.25	-1.11	-1.46	-2.57
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	6.23	4.49	0.00	0.00	0.00
固定资产	157.17	171.79	164.99	145.05	125.11	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	8.87	13.14	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	23.74	28.90	27.76	26.62	25.48	其他	0.00	-16.17	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	6.27	4.42	4.42	4.42	4.42	营业利润	120.50	86.35	151.25	201.53	245.36
非流动资产合计	196.05	218.25	197.17	176.09	155.00	营业外净收益	7.59	425.05	1.65	1.65	1.65
资产总计	1,016.10	1,029.93	1,159.79	1,227.60	1,351.76	利润总额	128.09	511.40	152.89	203.17	247.00
短期借款	0.00	8.00	42.00	3.61	0.00	所得税	17.96	15.84	22.95	30.49	37.06
应付账款+票据	80.55	91.19	118.55	136.33	156.78	净利润	110.13	438.65	129.95	172.69	209.94
其他	2.87	18.37	22.22	24.73	27.61	少数股东损益	-0.16	-1.38	-0.65	-0.86	-1.05
流动负债合计	83.42	117.56	182.78	164.67	184.39	归属于母公司净利润	110.28	87.94	130.60	173.55	210.99
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	24.00%	-9.84%	43.28%	20.46%	20.64%
负债合计	83.42	117.56	182.78	164.67	184.39	EBIT	-0.12%	-21.74%	50.55%	32.60%	21.03%
少数股东权益	-0.01	-1.51	-2.16	-3.02	-4.07	EBITDA	1.69%	-18.48%	50.20%	28.65%	19.05%
股本	69.34	110.94	110.94	110.94	110.94	归属于母公司净利润	5.24%	-20.26%	48.51%	32.89%	21.57%
资本公积	600.49	522.18	522.18	522.18	522.18	获利能力					
留存收益	262.85	280.74	346.04	432.82	538.31	毛利率	43.72%	36.97%	41.94%	44.02%	44.15%
股东权益合计	932.68	912.36	977.01	1,062.92	1,167.37	净利率	18.52%	16.14%	16.92%	18.66%	18.81%
负债和股东权益总计	1,016.10	1,029.93	1,159.79	1,227.60	1,351.76	ROE	11.82%	9.62%	13.34%	16.28%	18.01%
现金流量表						ROIC	24.96%	9.07%	13.99%	16.81%	19.46%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	105.75	72.26	128.56	171.30	208.55	资产负债	8.21%	11.41%	15.76%	13.41%	13.64%
折旧摊销	12.31	14.27	21.08	21.08	21.08	流动比率	9.83	6.90	5.27	6.39	6.49
财务费用	2.71	0.67	0.30	-0.05	-1.17	速动比率	3.64	2.53	2.26	2.92	3.25
存货减少	-18.86	-30.03	-34.78	-22.61	-26.00	营运能力					
营运资金变动	-57.43	28.30	-46.58	-30.28	-34.82	应收账款周转率	2.26	2.14	2.36	2.47	2.59
其它	10.13	1.22	0.00	0.00	0.00	存货周转率	3.90	2.91	2.96	2.99	3.13
经营活动现金流	54.60	86.69	68.58	139.45	167.65	总资产周转率	0.59	0.52	0.66	0.75	0.83
资本支出	35.71	33.38	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	612.30	1,753.99	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.99	0.79	1.18	1.56	1.90
其他	203.92	1,802.25	1.39	1.39	1.39	每股经营现金流	0.49	0.78	0.62	1.26	1.51
投资活动现金流	-444.09	14.87	1.39	1.39	1.39	每股净资产	8.41	8.24	8.83	9.61	10.56
债权融资	-54.00	8.00	34.00	-38.39	-3.61	估值比率					
股权融资	497.07	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	24.35	30.53	20.56	15.47	12.72
其他	-67.33	-109.12	-65.60	-86.73	-104.33	市净率	2.88	2.94	2.74	2.52	2.29
筹资活动现金流	375.74	-101.12	-31.59	-125.12	-107.94	EV/EBITDA	11.79	23.20	15.63	11.98	9.89
现金净增加额	-15.78	-1.11	38.37	15.72	61.10	EV/EBIT	12.91	26.45	17.79	13.22	10.73

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810