

# 金风科技 (002202) 点评报告

## 行业波动无碍公司稳定增长，风电趋势向好龙头价值低估 买入（维持）

2017年02月26日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码: S0600516080001

[zengdh@dwzq.com.cn](mailto:zengdh@dwzq.com.cn)

021-60199798

### 投资要点:

- 2016年净利润30亿元，同比增长5.39%:** 公司发布2016年业绩快报，报告期内实现营业收入263.96亿元，同比下降12.20%；实现归属母公司净利润30.03亿元，同比增长5.39%；对应EPS为1.10元。其中4季度实现收入94.31亿元，同比下降18.12%；实现归属母公司净利润8.62亿元，同比增长16.27%。4季度对应EPS为0.32元。本次业绩快报披露的经营业绩在公司2016年三季度报告中预计的范围内。
- 风机销售受行业影响同比下降，但市占率进一步提高：风电场规模稳定增长，限电改善盈利修复:** 2016年受15年抢装透支部分需求以及风电开发南移，工期拉长影响，全国风机新增并网19.3GW，同比下降41.46%，受此影响，公司风机出货量下降，应收下滑。而自营风电场规模扩大，限电进入改善通道，盈利修复，带动公司净利润同比增长。分项目来看：1) 根据风能协会统计，16年全国新增吊装23.37GW，同比下降24%。公司16年风机出货6.34GW，全国占比27.1%，份额进一步提高。扣除对内销售，对外销售约5.5GW，同比下降21%左右。风机市场售价相对稳定，预计贡献收入210亿左右，净利18-20亿左右。截至2016年三季度末，公司在手订单14.4GW，创纪录，将保障后续增长2) 风电场方面，根据风能协会统计，天润16年新增装机0.81GW，累计权益并网装机约3.4GW，测算贡献净利润7-8亿元，同比2016年大幅增长。3) 投资收益和其他业务预计贡献利润3-4亿左右。
- 招标预示17年行业高增长，平价上网1-3年内将逐步实现:** 根据我们的测算，当前风电的度电成本在0.32-0.45元之间，已经逼近火电上网电价。风电项目的平均IRR在8%-12%以上。基于风机效率以及运营管理效率等方面的提升，行业平均度电成本本年均降幅为6%，未来1-3年内风火同价有望逐步实现！15年底之前核准未建项目87GW，需在17年底之前实质开工，否则将执行2分钱的标杆电价下调；16年前三季度风机招标24GW创纪录，全年预计30GW，招标文件基本要求在17年底之前交货。作为先行指标，巨量招标预示17年行业将重新迎来高增长，全年预计装机25-30GW。
- 整机厂商集中度提高话语权增强，风机龙头市占率、毛利率有提升空间:** 根据风能协会统计，16年新增装机市场整机厂商集中度，金风科技市场份额高达27.1%，继续领跑其他厂商；在16年前三季度风机招标市场中，市场份集中度将进一步提高，金风、远景等合计中标率超6成。而在下游风电运营环节，由于地方能源集团及民营企业的广泛参与，市场分化，集中度降低，前十名运营商及五大央企新增装机占比分别降至58.8%、37.2%，为历史新低。在零部件供应产能相对过剩的背景下，中游整机厂商话语权进一步增强，竞争格局向好。而从当前招

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	16.96
一年最低价/最高价	17.34/15.36
市净率(倍)	2.4257
流通A股市值(百万元)	36591.53

### 基础数据

每股净资产(元)	6.83
资本负债率(%)	68.59%
总股本(百万股)	2,735.5410
流通A股(百万股)	2,157.5196

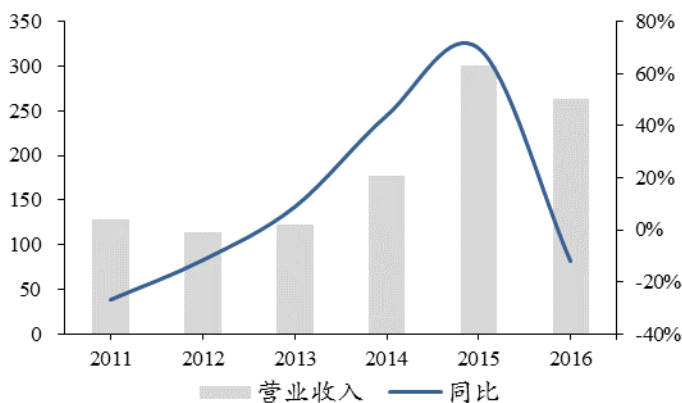
### 相关研究

1. 风电趋势向好，龙头订单充裕 (2016-11-14)
2. 签订美国1.87GW风机协议，国际化战略获得突破 (2016-11-2)
3. 三季报业绩略低于预期，风机在手订单充足 (2016-10-30)
4. 风电运营盈利改善，订单充足保障后续增长 (2016-08-28)

标市场来看，2MW 机型测算占比达到 77%，未来 2-3 年之内仍将是绝对主力机型。公司 2MW 机型自 2015 年推出以来，广受好评，牢牢占据低风速市场，竞争力极强。据此判断，公司风机市占率将仍有提升空间，17 年市占率有望超过 30%。同时随着该机型的逐步放量，规模效应将带动毛利率进一步提升。

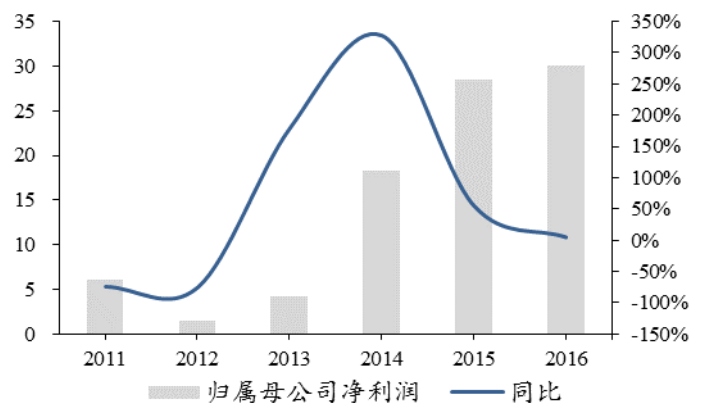
- **风电场规模稳步扩张，限电改善盈利修复：**16 年全国风电平均利用小时数 1742 小时，同比增加 14 小时；全年平均弃风率 17.1%，同比上升 2 个百分点。分季度弃风率分别为 26%、17%、13%、12%，逐季改善明显。随着开发重心继续往南转移，三北地区电网外送通道 17 年逐步进入投产季，限电问题将持续改善。同时，第六批可再生能源附加基金项目补贴已经发放，运营企业现金流改善。困扰风电运营的弃风限电和补贴拖欠两大沉痾已经实际改善，并将持续进行。截至 2016 年末，公司权益装机容量累计已达 3.4GW 以上，控股吊装容量达到 5GW（CWEA 数据），规模列全国第八。十三五期间，公司仍将计划保持每年近 1GW 的风场并网规模。同时，公司风电场风机效率和利用小时数好于同行，风电场将逐渐公司业绩稳定的增长极。
- **海外业务取得突破，一带一路的新能源核心标的：**公司是新疆的重点企业，以新疆为桥头堡，辐射一带一路沿线新能源建设，已向巴基斯坦、哈萨克斯坦、罗马尼亚、塞尔维亚等国出口风机。2016 年 11 月，公司公告了美国 1.8GW 风机意向协议，海外市场取得重大突破，在公司已经坐稳国内市场龙头的同时，伴随着国家一带一路的战略走出去，国际市场未来提升空间巨大。
- **智能电网、售电业务、环保水务快速布局：**公司与 2010 年开始挖掘市场潜在需求，布局“智能微网”项目开发，近年来，智能电网业务取得突破，多个项目接连并网。截至 2016 年上半年，公司已在山东、江苏、陕西、湖北、吉林等地投资水务公司，日清理能力达到 32.4 万吨。公司还在多地成立了售电公司，布局售电市场。
- **投资建议：**我们预计 2017-2018 年归属母公司净利润分别为 39.17\44.47 亿元，同比分别增长 30.4%\13.5%，EPS 分别为 1.43 元\1.63 元。给予公司 2017 年 16 倍 PE，目标价 22.9 元，维持买入评级。
- **风险提示：**风电行业需求不达预期；风机价格竞争超预期；公司风电场业务不达预期；能源互联网布局不达预期。

图表 1: 2016 年收入 263.96 亿元，同比下降 12.20%



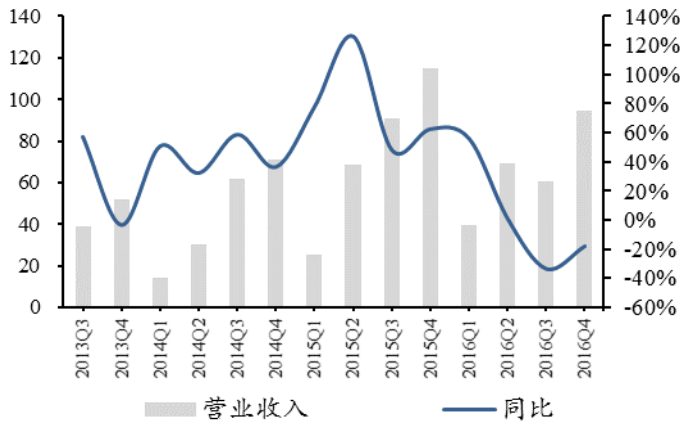
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2: 2016 年盈利 30.03 亿元，同比增长 5.39%



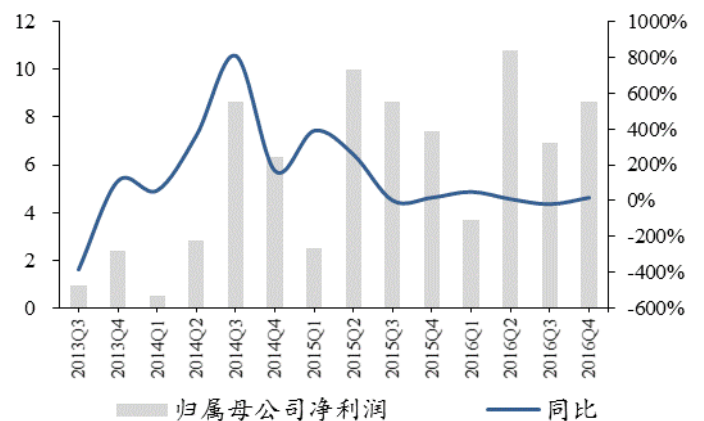
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3: 2016Q4 收入 94.31 亿元, 同比下降 18.12%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 4: 2016Q4 盈利 8.62 亿元, 同比增长 16.27%



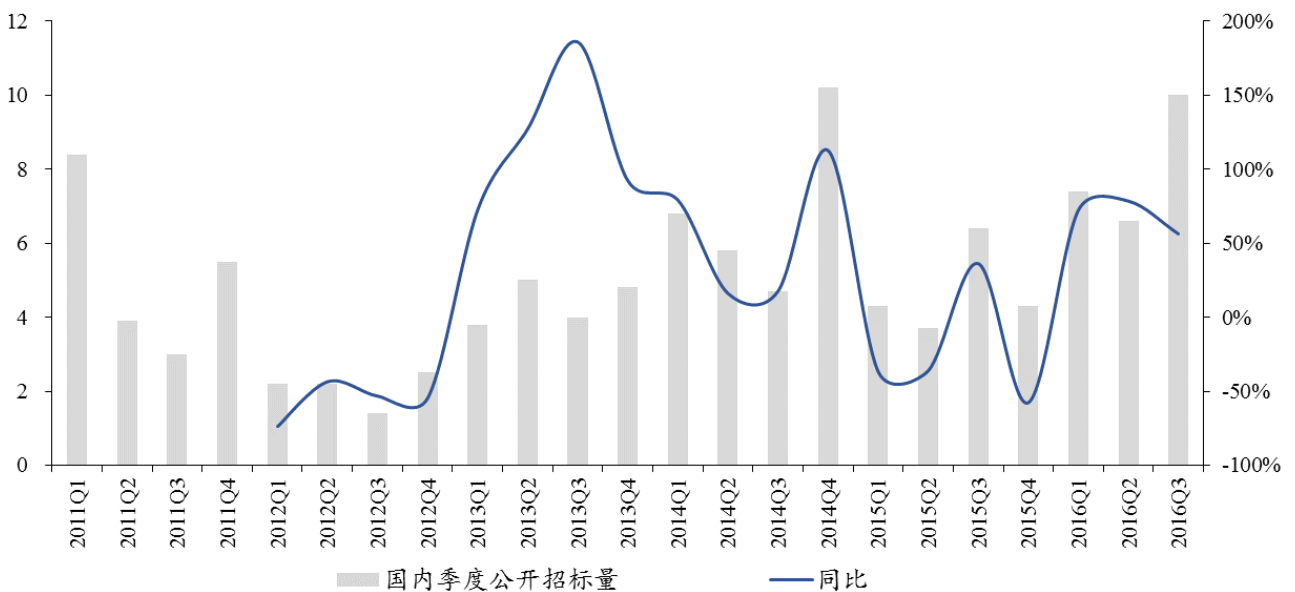
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 5: 2016 年净利率提升 1.9 个百分点

金风科技	2016	2015	同比	2016Q4	2015Q4	同比	2016Q3	环比
营业收入	263.96	300.62	-12.20%	94.31	115.18	-18.12%	60.44	56.04%
营业利润	32.91	30.51	7.87%	9.34	7.31	-89.31%	6.95	34.41%
归属母公司净利润	30.03	28.49	5.39%	8.62	7.42	16.27%	6.91	24.86%
净利率	11.38%	9.48%	1.90%	9.14%	6.44%	2.70%	11.43%	-2.28%
股本	27.36	27.36	-	27.36	27.36	-	27.36	-
EPS	1.10	1.04	5.39%	0.32	0.27	16.27%	0.25	24.86%

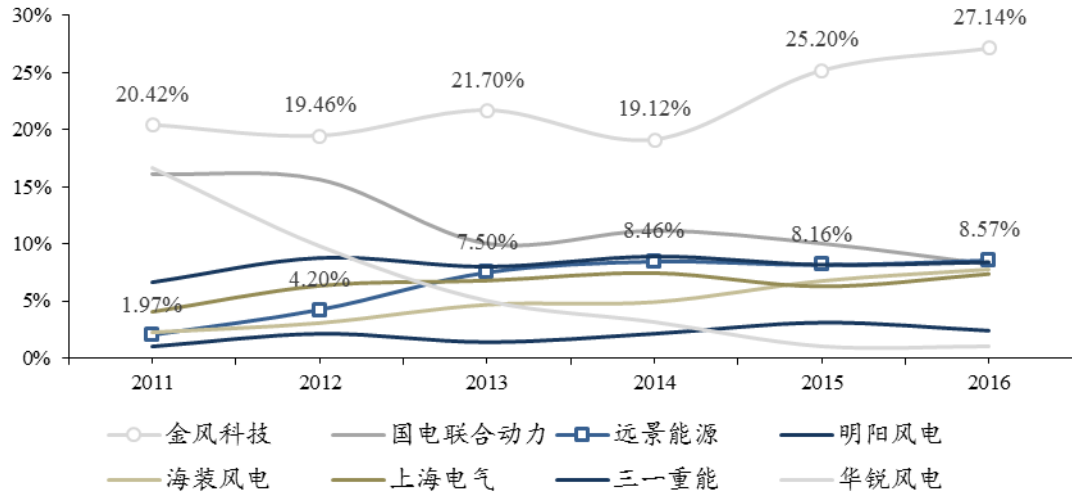
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 6: 前三季度国内风电招标 14.4GW, 同比增长 67%, 创新高



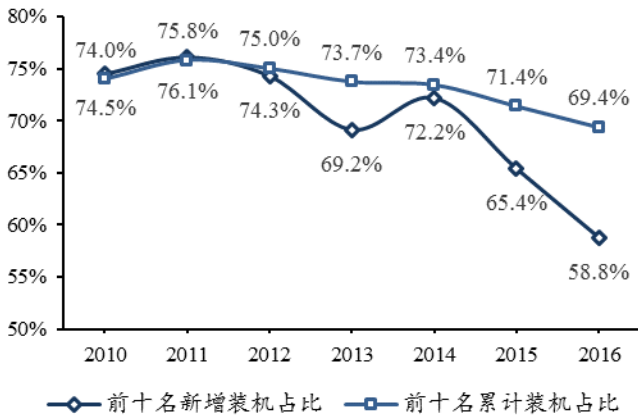
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 2016 年中国新增市场, 金风占比 27.14%, 前三大厂商占比 43.9%



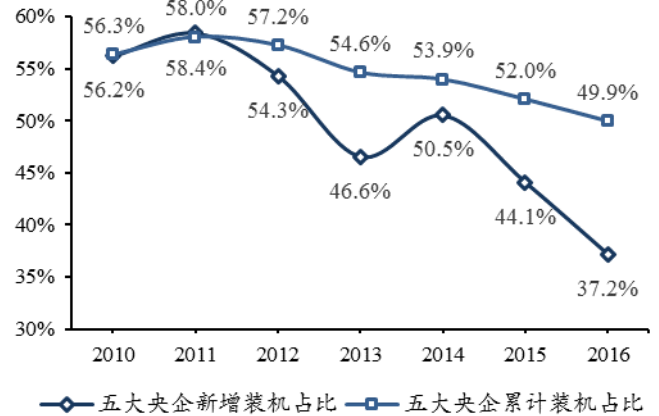
资料来源: CWEA, 东吴证券研究所

图表 8: 前十名运营商新增、累计风电装机容量占比



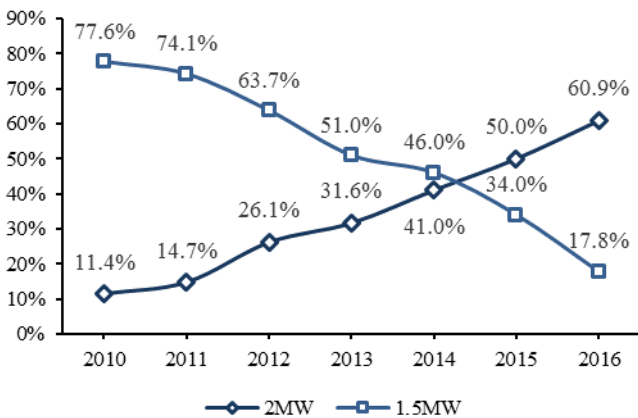
资料来源: CWEA, 东吴证券研究所

图表 9: 五大央企新增、累计风电装机容量占比



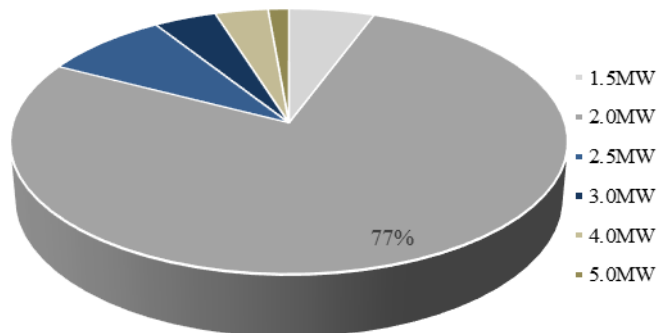
资料来源: CWEA, 东吴证券研究所

图表 10: 2016 年 2MW 机型占全国新增装机的 60.9%



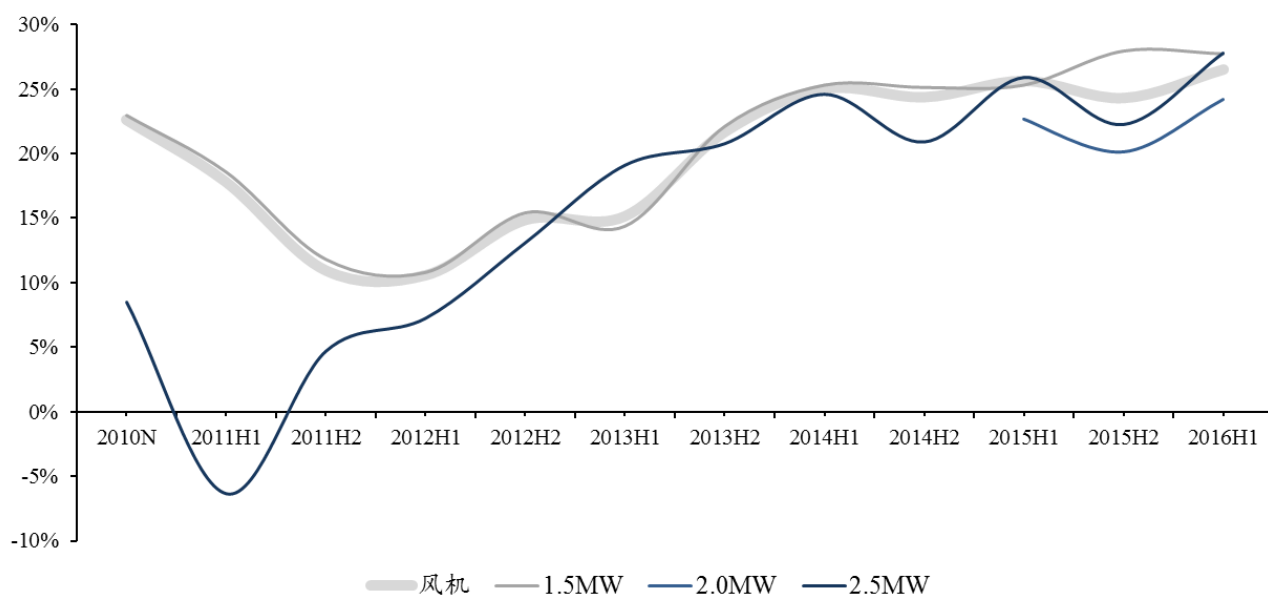
资料来源: CWEA, 东吴证券研究所

图表 11: 16 年前三季度风机招标中, 2MW 机组占比 77%



资料来源: CWEA, 东吴证券研究所

图表 12: 前三季度风机毛利率 26.63%，同比提升 1.3 个百分点



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 13: 金风科技三张表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>25286.6</b>	<b>24660.3</b>	<b>30991.0</b>	<b>31096.4</b>	<b>营业收入</b>	<b>30062.1</b>	<b>26395.8</b>	<b>34525.6</b>	<b>36177.3</b>
现金	6306.4	6956.4	7790.1	7017.6	营业成本	22093.0	18725.3	24363.4	25312.8
应收款项	14937.1	12149.3	16080.4	17047.9	营业税金及附加	165.9	145.6	190.5	199.6
存货	3037.2	3078.1	4205.2	4507.8	营业费用	2757.1	1940.1	2485.8	2351.5
其他	1005.9	2476.5	2915.3	2523.1	管理费用	1696.8	1844.8	2336.7	2375.0
<b>非流动资产</b>	<b>27285.8</b>	<b>34084.6</b>	<b>40668.1</b>	<b>47184.3</b>	财务费用	491.4	673.5	1003.6	1231.9
长期股权投资	1047.2	1177.1	1307.0	1436.9	投资净收益	362.3	374.5	500.0	400.0
固定资产	17015.1	23707.6	30184.7	36594.5	其他	-169.3	-226.5	-226.5	-226.5
无形资产	705.6	682.1	658.5	635.0	<b>营业利润</b>	<b>3050.9</b>	<b>3214.4</b>	<b>4419.0</b>	<b>4879.9</b>
其他	8517.9	8517.9	8517.9	8517.9	营业外净收支	195.9	250.0	100.0	250.0
<b>资产总计</b>	<b>52572.4</b>	<b>58744.9</b>	<b>71659.1</b>	<b>78280.7</b>	<b>利润总额</b>	<b>3246.8</b>	<b>3464.4</b>	<b>4519.0</b>	<b>5129.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>20958.9</b>	<b>23857.4</b>	<b>33199.6</b>	<b>35310.3</b>	所得税费用	371.4	415.7	542.3	615.6
短期借款	1752.0	9885.8	13696.5	17232.1	少数股东损益	25.9	45.7	59.7	67.7
应付账款	14274.6	7182.3	9344.9	9709.0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2849.5</b>	<b>3003.0</b>	<b>3917.1</b>	<b>4446.6</b>
其他	4932.2	6789.3	10158.2	8369.2	EBIT	3410.4	3763.5	5172.6	5961.8
<b>非流动负债</b>	<b>14222.9</b>	<b>15722.9</b>	<b>16922.9</b>	<b>18741.1</b>	EBITDA	3955.1	4539.9	6437.2	7664.6
长期借款	8388.6	8388.6	8388.6	8388.6					
其他	5834.3	7334.3	8534.3	10352.5	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>35181.8</b>	<b>39580.3</b>	<b>50122.5</b>	<b>54051.4</b>	每股收益(元)	1.04	1.10	1.43	1.63
少数股东权益	629.2	645.8	667.6	692.3	每股净资产(元)	6.13	6.77	7.63	8.60
归属母公司股东权益	16761.4	18518.8	20869.0	23537.0	发行在外股份(百万股)	2735.5	2735.5	2735.5	2735.5
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>52572.4</b>	<b>58744.9</b>	<b>71659.1</b>	<b>78280.7</b>	ROIC(%)	11.7%	9.9%	11.0%	11.0%
					ROE(%)	17.0%	16.2%	18.8%	18.9%
					毛利率(%)	26.0%	28.5%	28.9%	29.5%
					EBIT Margin(%)	11.3%	14.3%	15.0%	16.5%
					销售净利率(%)	9.5%	11.4%	11.3%	12.3%
					资产负债率(%)	66.9%	67.4%	69.9%	69.0%
					收入增长率(%)	69.8%	-12.2%	30.8%	4.8%
					净利润增长率(%)	55.7%	5.4%	30.4%	13.5%
					P/E	16.30	15.47	11.86	10.45
					P/B	2.77	2.51	2.23	1.97
					EV/EBITDA	20.64	18.95	15.00	13.11
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>					
经营活动现金流	4776.1	1379.2	6688.0	5439.6					
投资活动现金流	-7245.2	-7617.3	-8098.1	-8469.0					
筹资活动现金流	-969.8	6888.1	2243.9	2256.9					
现金净增加额	-3382.4	650.0	833.8	-772.5					
折旧和摊销	544.7	776.4	1264.6	1702.8					
资本开支	-6871.3	-7487.4	-7968.2	-8339.1					
营运资本变动	-2563.1	-2666.9	1234.5	-984.6					
企业自由现金流	-5498.2	-6066.0	-917.2	-2374.4					

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免責聲明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

