

金风科技 (002202) 点评报告

毛利润微降虚惊一场，半年报预增转危为安 买入 (维持)

2017年04月27日

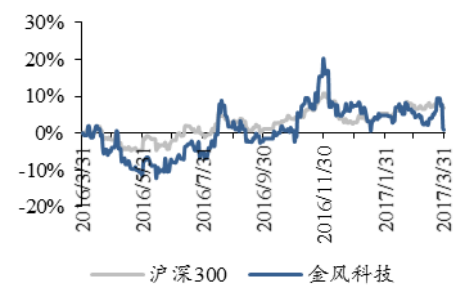
首席证券分析师 曾朵红
执业资格证书号码: S0600516080001
zengdh@dwzq.com.cn
021-60199798

研究助理 曹越
caoyue@dwzq.com.cn
021-60199587

投资要点:

- **2017Q1 净利润 1.81 亿元，同比下降 51.25%:** 公司发布 2017 年 1 季报，报告期内公司实现营业收入 35.83 亿元，同比下降 10.03%；实现归属母公司净利润 1.81 亿元，同比下降 51.25%。对应 EPS 为 1.1 元。
- **17H1 业绩预计增长 0%-50%，符合预期:** 公司预计 2017 年 1-6 月盈利 1.45-2.18 亿元，同比增长 0%-50%，增长主要动力来自于自营风电场装机容量增加，发电量同比增长。同时，预计转让给苹果的 280MW 风电场股权将在 2 季度进行，将会确认部分投资收益。测算 2017Q2 盈利区间为 12.69-19.95 亿元，同比增长 17.59%-84.75%。
- **风机销售受行业波动同比下滑，风电场业绩贡献大幅增加:** 报告期内，公司收入和利润分别同比下降了 10.03% 和 51.25%：1) 测算风机销售 600-700MW，收入 23-27 亿元，同比下降 25%-30%，主要是因为行业波动。去年同期存在抢装结束后的补装情况。根据能源局数据，2017 年 1 季度全国风电新增并网 3.52GW，同比下降 33.96%。2) 风电场方面，截至 2017 年 3 月底，公司累计控股装机容量 3767MW，权益装机容量 3710MW。1 季度新增权益装机容量 30MW，有效发电容量较 2016 年同期增长了 40% 以上。同时发电利用小时方面，1 季度全国风电利用小时 468 小时，同比增加了 46 小时，限电率 16.4%，较去年同期下降了 9.6 个百分点，并较 2015 年同期降低了近 2 个百分点。公司自营风场平均利用小时 448 小时，同比增加了 18.8%。测算公司风电场收入预计 6.5-7.5 亿元，同比增长了 70% 左右。3) 风电服务、零部件及其他业务贡献收入约 3-4 亿元。
- **风机招标市场活跃，在手订单持续创新高:** 2016 年国内风电设备公开招标容量达 28.3GW，同比增长 51.3%。2017 年一季度国内公开招标容量为 7.7GW，维持较高水平。在招标机型中，2MW 及以上机组招标容量占比为 77%。南方、北方项目分别占比 37%、63%，其中九成项目位于非限电区域。在手订单继续创历史新高，达到 15.6GW。2MW 及以上机型占在手订单比例显著提升，合计达到 84%。其中：2.0/2.2 MW 机型在手订单高达 9.3GW，占比 59%。2.5MW 机型的在手订单也达到 4.0GW，占比 25%。
- **费用增加和投资收益下滑是拖累业绩的主要因素:** 由于高毛利率的发电业务占比提高，全集团综合毛利率同比提升 3.1 个百分点，达到 33.0%；毛利润同比略降 0.8%，达到 11.82 亿元。净利润方面，由于 1) 财务费用和管理费用分别为 1.65、4.19 亿元，同比增长了 84.09% 和 10.05%；2) 本期投资收益 0.34 亿元，同比减少了 79.70%，拖累了公司的业绩表现，净利润同

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	14.87
一年最低价/最高价	17.63/14.32
市净率 (倍)	2.0187
流通 A 股市值 (百万元)	32082.30

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)	2,157.5186

相关研究

1. Q1 预告低于预期，全年稳定增长可期 (2017-3-30)
2. 风电行业深度报告：量能变化，长风破浪 (2017-3-26)
3. 行业波动无碍公司稳定增长，风电趋势向好龙头价值低估 (2017-2-26)
4. 风电趋势向好，龙头订单充裕 (2016-11-14)
5. 签订美国 1.87GW 风机协议，国际化战略获得突破 (2016-11-2)
6. 三季报业绩略低于预期，风机在手订单充足 (2016-10-30)

比下降了 51.25%。整体净利率 5.04%，同比下降了 4.26 个百分点。

- **预收账款增加，应收、存货周转天数增加：**2017Q1 年经营活动现金流量净流出 22.43 亿元，同比下降了 19.57%；销售商品取得现金 35.61 亿元，同比增长 21.95%。期末预收款项 32.89 亿元，同比增长 49%。期末应收账款 155.01 亿元，较期初增长 8.57 亿元，应收账款周转天数上升 59 天至 377 天。期末存货 38.08 亿元，较期初上升 6.15 亿元；存货周转天数上升 23 天至 131 天。
- **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 35.59、40.73、46.56 亿元，同比分别增长 18.5%、14.4%、14.3%，EPS 分别为 1.30 元、1.49 元、1.70 元。给予公司 2017 年 16 倍 PE，目标价 20.82 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: 金风科技三张表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	33096.6	34300.1	34800.8	39426.4	营业收入	26395.8	29192.0	32035.5	35291.9
现金	8274.4	8229.4	7603.4	8035.7	营业成本	18671.4	20538.7	22317.1	24290.3
应收款项	17542.5	19194.8	20186.8	22966.4	营业税金及附加	164.6	161.1	176.7	194.7
存货	3192.3	3657.6	3790.8	4201.6	营业费用	2032.8	2204.0	2386.6	2611.6
其他	4087.4	3218.3	3219.8	4222.8	管理费用	1972.7	2091.5	2179.8	2327.4
非流动资产	31340.5	38343.9	45082.2	51729.8	财务费用	759.9	721.3	914.3	1150.2
长期股权投资	1308.0	1568.7	1829.5	2090.3	投资净收益	621.9	650.0	600.0	624.0
固定资产	19478.7	26254.7	32765.7	39185.9	其他	-125.1	-216.6	-189.5	-187.0
无形资产	1002.6	969.2	935.8	902.3	营业利润	3291.1	3909.0	4471.5	5154.6
其他	9551.3	9551.3	9551.3	9551.3	营业外净收支	260.9	265.0	300.0	300.0
资产总计	64437.2	72644.0	79883.1	91156.2	利润总额	3552.0	4174.0	4771.5	5454.6
流动负债	24663.0	29315.9	33365.1	40775.4	所得税费用	446.2	500.9	572.6	654.6
短期借款	2694.1	4958.3	9348.4	12976.5	少数股东损益	102.7	113.9	126.0	144.0
应付账款	14472.7	15474.4	16177.4	18245.6	归属母公司净利润	3003.0	3559.2	4072.9	4656.1
其他	7496.2	8883.2	7839.3	9553.2	EBIT	3617.4	4230.2	5008.7	5901.2
非流动负债	19075.4	19745.9	20452.3	21475.9	EBITDA	4539.0	5314.8	6480.2	7785.1
长期借款	11866.5	11866.5	11866.5	11866.5					
其他	7208.8	7879.4	8585.7	9609.4	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	43738.4	49061.8	53817.3	62251.3	每股收益(元)	1.10	1.30	1.49	1.70
少数股东权益	722.6	758.6	798.5	844.0	每股净资产(元)	7.30	8.34	9.24	10.26
归属母公司股东权益	19976.2	22823.5	25267.3	28060.9	发行在外股份(百万股)	2735.5	2735.5	2735.5	2735.5
负债和股东权益总计	64437.2	72644.0	79883.1	91156.2	ROIC(%)	9.6%	9.4%	9.7%	10.0%
					ROE(%)	15.0%	15.6%	16.1%	16.6%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	28.6%	29.1%	29.8%	30.6%
经营活动现金流	3102.5	6528.7	5045.8	6918.5	EBIT Margin(%)	13.7%	14.5%	15.6%	16.7%
投资活动现金流	-7011.1	-8126.0	-8432.7	-8751.8	销售净利率(%)	11.4%	12.2%	12.7%	13.2%
筹资活动现金流	5246.5	1552.4	2760.9	2265.7	资产负债率(%)	67.9%	67.5%	67.4%	68.3%
现金净增加额	1385.0	-44.9	-626.1	432.3	收入增长率(%)	-12.2%	10.6%	9.7%	10.2%
折旧和摊销	921.6	1084.6	1471.5	1883.9	净利润增长率(%)	5.4%	18.5%	14.4%	14.3%
资本开支	-3137.7	-7865.3	-8172.0	-8491.1	P/E	15.63	13.19	11.53	10.08
营运资本变动	-3698.2	1598.9	-761.4	112.6	P/B	2.35	2.06	1.86	1.67
企业自由现金流	-2319.5	-1459.2	-3054.2	-1301.5	EV/EBITDA	19.98	18.06	15.55	14.03

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

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>

