

金风科技 (002202) \ 电气设备

——业绩短暂下滑，国际市场与海上风电业务开拓良好

事件:

金风科技发布 2017 年半年报，公司上半年实现营收 98.39 亿元，同比下降 9.90%；实现归属于上市公司股东的净利润 11.32 亿元，同比下降 21.87%；实现 EPS 0.31 元。

投资要点:

中报业绩短暂下滑，三季度同比转正增长

受风机销售下滑的影响，公司上半年营业收入下降约9.90%；综合毛利率方面，由于风电运营业务营收占比的提升而小幅上升1.18个百分点至32.21%；期间费用率同比提升约1.9%，主要是管理费用率与财务费用率同比上升。因上半年营收占全年仅1/3左右，因此对全年业绩的影响并不大。半年报中预计前三季度净利为21.4~32.1亿元区间，实现同比增长0~50%。

国内市场风机销售下降，2.5MW机型表现突出

上半年全国并网风电新增容量6.01GW，同比下降约22.3%；受此影响，公司风机销售同比亦下滑21.01%，销售量为1874.50MW。从细分机型来看，1.5MW风机销售量由1119MW下降至291MW，取而代之的是2.5MW机型，由435MW提升至852.5MW。毛利率方面，受招标价格竞争及原材料涨价影响，除2.0MW外各机型毛利率均有所下滑，整体降低约1.97%。

机型	2017年1-6月		2016年1-6月		销售容量变动 (%)
	销售台数	销售容量 (MW)	销售台数	销售容量 (MW)	
3.0MW	9	27.00	9	27.00	0.00%
2.5MW	341	852.50	174	435.00	95.98%
2.0MW	352	704.00	396	792.00	-11.11%
1.5MW	194	291.00	746	1,119.00	-73.99%
合计	896	1,874.50	1,325	2,373.00	-21.01%

国际市场与海上风电业务开拓良好

国际市场方面，截至报告期末公司待开发和储备项目的合计容量达到

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	30,062.10	26,395.83	29,914.28	35,618.13	39,021.80
增长率 (%)	69.80%	-12.20%	13.33%	19.07%	9.56%
EBITDA (百万元)	4,318.12	5,128.87	6,279.08	7,054.47	7,775.53
净利润 (百万元)	2,849.50	3,002.98	3,466.13	4,071.70	4,633.55
增长率 (%)	55.74%	5.39%	15.42%	17.47%	13.80%
EPS (元/股)	0.80	0.84	0.97	1.14	1.30
市盈率 (P/E)	14.48	13.74	11.90	10.13	8.90
市净率 (P/B)	2.46	2.07	1.96	1.75	1.56
EV/EBITDA	10.08	8.91	7.23	6.47	5.62

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：11.6 元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,906/2,805
流通A股市值 (百万元)	32,535
每股净资产 (元)	7.53
资产负债率 (%)	67.18
一年内最高/最低 (元)	14.79/10.57

一年内股价相对走势



马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

虞栋 联系人

电话：0510-82835080

邮箱：yudong@glsc.com.cn

顾泉

电话：0510-82835080

邮箱：guquan@glsc.com.cn

相关报告

1、《金风科技 (002202) \ 电气设备行业》

《精益管理与研发升级创造更大价值》

2、《金风科技 (002202) \ 电气设备行业》

《国际化战略逐步实施》

1770.3MW；新增来自美国、菲律宾、古巴等地的海外订单合计 231MW；公司在手的国际订单突破 1GW；2017 上半年公司国际业务实现营业收入约 10.65 亿元，同比增幅达 61.74%。海上风电市场方面，2017 上半年国内项目招标达 2,066MW，公司新增中标海上风电 503MW。截至报告期末，公司海上风电在手订单容量为 825MW，主要机型为 3.X 和 6.X。

➤ **风电运营业务稳步增长，弃风限电改善明显**

报告期内，公司国内新增并网装机容量93.5MW，新增并网权益装机容量 88.6MW。截至报告期末，公司风电场并网装机容量4491MW，权益并网容量 3769MW；在建风电场项目容量796.75MW，权益容量 614MW。2017上半年国内风电平均利用小时数984小时，同比增加67小时；平均弃风率14%，较去年同比降低7个百分点。弃风限电的改善将使得公司风电运营业务的利润充分释放。

➤ **维持“推荐”评级。**我们预计公司2017年-2019年将实现收入 299.1/356.2/390.2亿元，实现净利34.66/40.71/46.33亿元，对应PE分别为 12/10/9倍。考虑到公司风机龙头地位稳固，且积极实施国际化战略，我们看好公司中长期的发展前景，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

1.招标价格下降风险；2.弃风限电风险； 3.政策风险；

资产负债表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,933.96	7,968.85	5,982.86	7,123.63	7,804.36
应收账款+票据	14,937.1	17,542.5	15,389.2	23,821.7	19,136.2
预付账款	467.72	588.55	977.65	892.17	1,159.20
存货	3,037.20	3,192.28	4,537.35	4,690.74	5,433.39
其他	535.56	1,658.45	1,658.45	1,658.45	1,658.45
流动资产合计	24,911.5	30,976.6	28,571.4	38,212.6	35,217.5
长期股权投资	1,047.20	1,307.96	1,307.96	1,307.96	1,307.96
固定资产	9,539.44	17,093.5	17,859.4	18,480.1	18,940.8
在建工程	7,475.67	2,385.13	2,400.00	2,400.00	2,400.00
无形资产	705.58	1,002.59	1,038.29	1,077.04	1,114.39
其他非流动资产	7,179.43	8,033.91	8,022.83	8,007.29	7,991.75
非流动资产合计	25,947.3	29,823.1	30,628.4	31,272.4	31,754.9
资产总计	50,858.9	60,799.7	59,199.9	69,485.0	66,972.5
短期借款	1,319.47	1,803.65	3,564.11	5,408.28	7,317.10
应付账款+票据	14,274.6	14,472.7	14,779.5	20,143.5	18,170.5
其他	3,997.50	6,318.04	5,224.13	7,339.32	5,833.56
流动负债合计	19,591.6	22,594.4	23,567.8	32,891.1	31,321.2
长期带息负债	10,760.6	15,419.0	10,593.3	8,914.25	4,953.14
长期应付款	913.38	864.30	864.30	864.30	864.30
其他	2,202.70	2,366.77	2,366.77	2,366.77	2,366.77
非流动负债合计	13,876.7	18,650.1	13,824.4	12,145.3	8,184.21
负债合计	33,468.3	41,244.5	37,392.2	45,036.4	39,505.4
少数股东权益	629.16	722.64	787.31	863.28	949.73
股本	2,735.54	2,735.54	2,735.54	2,735.54	2,735.54
资本公积	8,194.80	8,185.30	6,841.75	6,601.75	6,341.75
留存收益	5,831.10	9,055.32	11,443.1	14,248.0	17,440.0
股东权益合计	17,390.6	20,698.7	21,807.7	24,448.6	27,467.0
负债和股东权益总	50,858.9	61,943.3	59,199.9	69,485.0	66,972.5

现金流量表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	2,537.22	2,462.64	3,048.96	3,625.83	4,135.67
折旧摊销	553.97	936.60	1,483.68	1,645.08	1,806.48
财务费用	548.63	678.66	682.12	577.44	467.29
存货减少	626.35	-122.61	-1,345.0	-153.39	-742.65
营运资金变动	758.43	-931.33	977.16	-867.87	939.74
其它	-274.35	198.18	180.99	180.99	180.99
经营活动现金流	4,750.24	3,222.13	5,027.83	5,008.07	6,787.51
资本支出	7,464.11	5,652.61	2,470.00	2,470.00	2,470.00
长期投资	562.41	2,485.57	0.00	0.00	0.00
其他	781.35	1,127.05	281.83	281.83	324.33
投资活动现金流	-7,245.1	-7,011.1	-2,188.1	-2,188.1	-2,145.6
债权融资	389.89	5,763.13	-3,065.2	165.04	-2,052.2
股权融资	466.31	1,546.99	0.00	0.00	0.00
其他	-1,826.0	-2,063.5	-1,760.4	-1,844.1	-1,908.8
筹资活动现金流	-969.81	5,246.54	-4,825.6	-1,679.1	-3,961.1
现金净增加额	-3,408.2	1,504.62	-1,985.9	1,140.77	680.73

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

利润表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	30,062.1	26,395.8	29,914.2	35,618.1	39,021.8
营业成本	22,093.0	18,671.4	21,239.1	25,356.5	27,818.6
营业税金及附加	165.86	164.65	186.60	222.18	243.41
营业费用	2,757.07	2,032.79	2,094.00	2,528.89	2,731.53
管理费用	1,635.76	1,909.61	1,944.43	2,386.41	2,614.46
财务费用	491.44	759.90	682.12	677.44	567.29
资产减值损失	207.95	211.87	180.99	180.99	180.99
公允价值变动收益	-22.46	23.62	30.00	30.00	30.00
投资净收益	161.54	191.75	200.00	240.00	260.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,850.09	2,860.97	3,817.01	4,535.68	5,155.49
营业外净收益	396.74	690.98	296.27	296.27	346.27
利润总额	3,246.83	3,551.96	4,113.29	4,831.96	5,501.76
所得税	371.44	446.22	582.49	684.29	781.76
净利润	2,875.39	3,105.73	3,530.79	4,147.66	4,720.00
少数股东损益	25.89	102.75	64.67	75.97	86.45
归属于母公司净利	2,849.50	3,002.98	3,466.13	4,071.70	4,633.55

主要财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	69.80%	-12.20%	13.33%	19.07%	9.56%
EBIT	37.83%	11.37%	14.39%	12.80%	10.35%
EBITDA	36.25%	18.78%	22.43%	12.35%	10.22%
归属于母公司净利	327.85%	5.39%	15.42%	17.47%	13.80%
获利能力					
毛利率	26.51%	29.26%	29.00%	28.81%	28.71%
净利率	9.56%	11.77%	11.80%	11.64%	12.10%
ROE	17.00%	15.03%	16.49%	17.26%	17.47%
ROIC	18.98%	11.92%	11.27%	12.56%	12.78%
偿债能力					
资产负债	65.81%	67.84%	63.16%	64.81%	58.99%
流动比率	1.27	1.37	1.21	1.16	1.12
速动比率	1.09	1.16	0.95	0.97	0.90
营运能力					
应收账款周转率	2.07	1.58	2.03	1.57	2.13
存货周转率	7.27	5.85	4.68	5.41	5.12
总资产周转率	0.59	0.43	0.51	0.51	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.80	0.84	0.97	1.14	1.30
每股经营现金流	1.34	0.91	1.41	1.41	1.91
每股净资产	4.71	5.62	5.91	6.63	7.46
估值比率					
市盈率	14.48	13.74	11.90	10.13	8.90
市净率	2.46	2.07	1.96	1.75	1.56
EV/EBITDA	10.08	8.91	7.23	6.47	5.62
EV/EBIT	11.57	10.91	9.47	8.44	7.32

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	张杰甫	0755-82556064