

2019年01月11日

# 金风科技 (002202.SZ)

## 公司快报

电力设备 | 风电 III

投资评级

**买入-A(维持)**

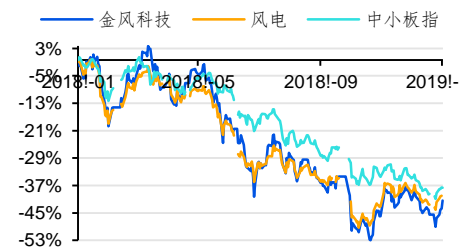
股价(2019-01-10)

10.73 元

### 交易数据

总市值(百万元)	38,158.06
流通市值(百万元)	30,632.08
总股本(百万股)	3,556.20
流通股本(百万股)	2,854.81
12个月价格区间	8.42/20.00 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.66	4.58	-8.12
绝对收益	-4.0	-6.27	-43.97

分析师

 肖索  
 SAC 执业证书编号: S09105180070004  
 xiaosuo@huajinsec.cn  
 021-20377056

分析师

 林帆  
 SAC 执业证书编号: S0910516040001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20377188

### 相关报告

- 金风科技: 风电反转, 龙头起航 2018-03-21
- 金风科技: 风机毛利率持续增长, 订单丰富助力业绩提升 2017-04-05
- 金风科技: 风电龙头携手苹果公司, 共促绿色风电发展 2016-12-08

## 平价上网政策落地, 风电龙头充分受益

### 投资要点

- ◆ **事件:** 2019年1月9日, 国家发改委、能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》。新能源发电是电力基础设施建设的一个部分, 在基建托底经济的大背景下, 再加上利好政策的促进作用, 风电平价上网项目投资建设有望超预期增长。
- ◆ **政策给予了风电平价上网项目诸多优惠,** 主要有: 1)不限规模、不占用补贴指标; 2)过网费明确, 仅执行项目所涉及电压等级的配电网输配电价; 3)省级管理, 随时批复, 可享受地补; 4)保障优先发电和全额保障性收购, 20年固定电价, 稳定收益预期; 5)享受出售绿证收益; 6)国开行、四大行可开发适合项目特点的金融产品进行支持。
- ◆ **国内风机龙头, 受益于风电产业上行周期:** 公司风机产品 2017年国内市占率 29%位居第一, 全球市占率 11%位居第三。据公司官网数据, 截止 2018Q3 在手订单约 20.07GW, 同比增长 30.5%, 创历史新高。2018年9月 2.0MW 风机产品投标平均价格 3196 元/KW, 环比持平, 2.5MW 风机投标平均价格 3351 元/KW, 环比上涨 0.6%。我们认为在各项利好政策作用下, 风电产业正在进入稳步增长升周期。
- ◆ **风电运营项目持续增长, 受益于弃风率下降:** 2018Q1-Q3 公司新增权益容量 329MW, 同比增长 149%, 累计持有电站权益容量约 4.2GW。截止 2018Q3 公司权益在建容量达 3236MW, 较 2017 年末增加 1749MW, 因此 2019 年公司累计持有电站容量有望大幅增长。2018Q1-Q3 全国平均弃风率下行至 7.7%, 公司风场平均利用小时数同比增长 237h 至 1654h, 发电量达 5807.5GWh, 同比增长 39.7%。未来随弃风率的进一步下行, 公司风电场贡献的业绩有望超预期。
- ◆ **投资建议:** 我们预计公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.99 元、1.19 元、1.50 元。ROE 分别为 15.1%、15.8%、17.4%, 继续给予“买入-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示:** 后续政策不及预期, 风电新增装机不及预期

### 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	26,395.8	25,129.5	28,553.2	31,033.2	36,144.6
同比增长(%)	-12.2%	-4.8%	13.6%	8.7%	16.5%
营业利润(百万元)	3,291.1	3,508.7	4,037.8	4,767.5	6,049.6
同比增长(%)	7.9%	6.6%	15.1%	18.1%	26.9%
净利润(百万元)	3,003.0	3,054.7	3,535.7	4,217.1	5,331.6
同比增长(%)	5.4%	1.7%	15.7%	19.3%	26.4%
每股收益(元)	0.84	0.86	0.99	1.19	1.50
PE	12.7	12.5	10.8	9.0	7.2
PB	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	26,395.8	25,129.5	28,553.2	31,033.2	36,144.6	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	18,671.4	17,530.5	20,290.2	21,278.7	24,316.5	营业收入增长率	-12.2%	-4.8%	13.6%	8.7%	16.5%
营业税费	164.6	160.9	172.8	193.4	225.2	营业利润增长率	7.9%	6.6%	15.1%	18.1%	26.9%
销售费用	2,032.8	1,905.8	1,941.6	2,079.2	2,421.7	净利润增长率	5.4%	1.7%	15.7%	19.3%	26.4%
管理费用	1,909.6	2,473.1	1,955.9	2,141.3	2,494.0	EBITDA 增长率	21.8%	2.9%	32.0%	16.4%	20.2%
财务费用	759.9	785.8	1,175.1	1,372.0	1,557.4	EBIT 增长率	14.4%	-1.3%	30.4%	17.8%	23.9%
资产减值损失	211.9	259.2	-20.0	150.3	129.8	NOPLAT 增长率	12.9%	9.4%	21.4%	17.8%	23.9%
加:公允价值变动收益	23.6	-15.7	0.2	4.3	-2.9	投资资本增长率	38.3%	21.6%	31.0%	2.0%	17.7%
投资和汇兑收益	621.9	1,212.9	1,000.0	944.9	1,052.6	净资产增长率	19.0%	13.4%	3.7%	14.0%	14.8%
<b>营业利润</b>	3,291.1	3,508.7	4,037.8	4,767.5	6,049.6	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	260.9	-18.1	-5.0	40.0	30.0	毛利率	29.3%	30.2%	28.9%	31.4%	32.7%
<b>利润总额</b>	3,552.0	3,490.6	4,032.8	4,807.5	6,079.6	营业利润率	12.5%	14.0%	14.1%	15.4%	16.7%
减:所得税	446.2	341.7	395.2	471.1	595.8	净利润率	11.4%	12.2%	12.4%	13.6%	14.8%
<b>净利润</b>	3,003.0	3,054.7	3,535.7	4,217.1	5,331.6	EBITDA/营业收入	18.8%	20.4%	23.7%	25.3%	26.2%
						EBIT/营业收入	15.3%	15.9%	18.3%	19.8%	21.0%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	67.9%	67.7%	70.2%	67.8%	68.1%
货币资金	8,274.4	7,739.5	11,537.0	12,413.3	18,072.3	负债权益比	211.3%	210.1%	235.5%	210.1%	213.1%
交易性金融资产	25.9	12.6	12.9	17.1	14.2	流动比率	1.34	1.12	1.37	1.38	1.63
应收帐款	15,343.7	15,967.9	18,137.2	20,826.7	24,554.8	速动比率	1.21	0.98	1.22	1.25	1.45
应收票据	2,198.8	2,046.9	2,394.7	2,432.7	3,189.8	利息保障倍数	5.33	5.09	4.44	4.47	4.88
预付帐款	588.5	701.1	1,553.4	810.9	1,890.9	<b>营运能力</b>					
存货	3,192.3	4,083.0	4,371.2	3,894.2	5,995.4	固定资产周转天数	182	252	237	231	204
其他流动资产	3,472.9	2,530.2	2,454.1	2,991.1	2,658.5	流动营业资本周转天数	14	27	44	64	82
可供出售金融资产	1,191.3	1,168.2	1,086.9	1,148.8	1,134.6	流动资产周转天数	398	474	464	486	497
持有至到期投资	50.0	50.0	33.3	44.4	42.6	应收帐款周转天数	200	224	215	226	226
长期股权投资	1,308.0	2,390.7	3,390.7	3,890.7	4,390.7	存货周转天数	42	52	53	48	49
投资性房地产	70.8	67.9	122.9	122.9	122.9	总资产周转天数	798	983	973	972	925
固定资产	17,093.6	18,079.7	19,439.2	20,430.5	20,460.8	投资资本周转天数	248	335	373	394	371
在建工程	2,385.1	4,758.8	5,081.2	4,606.8	4,485.5	<b>费用率</b>					
无形资产	1,002.6	2,469.3	3,144.7	3,153.4	3,145.4	销售费用率	7.7%	7.6%	6.8%	6.7%	6.7%
其他非流动资产	8,239.2	10,721.9	8,874.7	9,237.9	9,582.1	管理费用率	7.2%	9.8%	6.9%	6.9%	6.9%
<b>资产总额</b>	64,437.2	72,787.8	81,634.1	86,021.7	99,740.5	财务费用率	2.9%	3.1%	4.1%	4.4%	4.3%
短期债务	1,803.7	2,054.9	2,991.2	3,664.4	4,398.5	三费/营业收入	17.8%	20.6%	17.8%	18.0%	17.9%
应付帐款	10,197.0	11,319.7	12,337.9	10,244.3	12,927.4	<b>投资回报率</b>					
应付票据	4,879.1	4,665.7	5,574.8	5,553.9	7,189.4	ROE	15.0%	13.5%	15.1%	15.8%	17.4%
其他流动负债	7,783.2	11,560.0	8,695.2	12,077.7	10,167.8	ROA	4.8%	4.3%	4.5%	5.0%	5.5%
长期借款	11,866.5	15,076.0	21,808.8	20,830.9	27,721.0	ROIC	23.2%	18.4%	18.3%	16.5%	20.0%
其他非流动负债	7,208.8	4,636.5	5,893.2	5,912.8	5,480.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	43,738.4	49,312.8	57,301.1	58,284.2	67,884.8	DPS(元)	0.15	0.20	0.29	0.28	0.38
少数股东权益	722.6	788.3	890.2	1,009.4	1,161.6	分红比率	18.2%	23.3%	29.2%	23.6%	25.3%
股本	2,735.5	3,556.2	3,556.2	3,556.2	3,556.2	股息收益率	1.4%	1.9%	2.7%	2.6%	3.5%
留存收益	15,858.7	17,464.5	19,886.6	23,171.9	27,137.9						
<b>股东权益</b>	20,698.8	23,475.0	24,333.0	27,737.5	31,855.7						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.84	0.86	0.99	1.19	1.50
<b>现金流量表</b>						BVPS(元)	5.62	6.38	6.59	7.52	8.63
净利润	3,105.7	3,148.8	3,535.7	4,217.1	5,331.6	PE(X)	12.7	12.5	10.8	9.0	7.2
加:折旧和摊销	936.6	1,136.6	1,542.7	1,724.3	1,849.1	PB(X)	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2
资产减值准备	211.9	259.2	-	-	-	P/FCF	13.8	16.4	8.1	17.5	5.4
公允价值变动损失	-23.6	15.7	0.2	4.3	-2.9	P/S	1.4	1.5	1.3	1.2	1.1
财务费用	678.7	817.8	1,175.1	1,372.0	1,557.4	EV/EBITDA	6.1	8.0	7.2	5.8	5.1
投资损失	-621.9	-1,212.9	-1,000.0	-944.9	-1,052.6	CAGR(%)	11.8%	20.3%	8.2%	11.8%	20.3%
少数股东损益	102.7	94.1	101.9	119.3	152.2	PEG	1.1	0.6	1.3	0.8	0.4
营运资金的变动	-3,183.4	-3,383.3	-2,713.2	-8.3	-6,010.1	ROIC/WACC	2.8	2.2	2.2	2.0	2.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	3,102.5	3,023.4	2,642.3	6,483.8	1,824.7						
<b>投资活动产生现金流量</b>	-7,011.1	-7,097.9	-3,960.0	-1,936.7	-1,108.0						
<b>融资活动产生现金流量</b>	5,246.5	3,381.9	5,115.1	-3,670.8	4,942.3						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

肖索、林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)