

金风科技（002202）：风机业务盈利能力承压，拖累上半年业绩表现

——2023 年中报点评

2023 年 8 月 24 日

强烈推荐/维持

金风科技 公司报告

财务要点：公司披露 2023 年半年报，实现营收 190.01 亿元，同比增长 14.03%，实现归母净利 12.51 亿元，同比下滑 34.82%。

风机业务盈利能力承压，拖累上半年业绩表现。23H1 公司风机及零部件业务实现收入 127.41 亿元，占总营收比重 67%，同增 17.65%，增长得益于风机销售容量的增加，上半年销售容量 5.8GW，同增 41.6%。销量增速快于收入增速，主要由于去年行业风机招标价格下跌，公司执行的订单平均售价下降所致，23H1 风机业务毛利率仅 3.64%，较去年同期下降 8.95%bp。展望全年，公司在手订单充足，外部待执行订单总量达 21.6GW，随着下半年出货旺季到来，销量增加将摊薄单位生产成本，从而带动毛利率逐季回升。

紧随新能源开发政策，风电场投资开发及风电服务业务稳健成长。23H1，公司风电服务业务实现营收 23.14 亿，占总营收比重 12%，同增 19.63%，截止 6.30 公司风电场资产管理服务规模已达 15.9GW。同时，公司坚持陆上与海上、集中式与分散式并举，持续推进各类风电场项目开发，上半年自营风电场新增权益并网规模 585MW，实现发电收入 33.47 亿元，占总营收比重 18%，同增 1.61%，转让权益并网容量 741MW，转让项目股权投资收益 16.7 亿元，同增 180.2%。两大非制造业务均稳健增长，尤其风电场投资开发业务近年来毛利率稳定在 60% 以上，已成公司主要利润贡献点。

行业领先地位维持，销售结构持续优化。从中标数据看，根据风芒能源网统计，23H1 公司中标 9.2GW，市场份额约 19%，排行业第二，领先地位维持。同时，公司产品大型化升级顺利，大容量产品销售增量明显，目前 4-6mw 已成出货主力机型，6S/8S 机组销量占比由 2020 年的 3.7% 增至今年上半年的 26.5%。看好公司在行业大型化发展趋势下，产品竞争力得到持续强化。

盈利预测：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 26.66/36.92/43.09 亿元，EPS 分别为 0.63/0.87/1.02 元，对应 2023.8.23 收盘价 9.73 元，PE 分别为 15.4/11.1/9.5。维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：风电行业发展或不及预期；公司业务发展及成本管控或低于预期。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	50,570.72	46,436.85	48,672.67	53,348.53	57,727.77
增长率(%)	-10.12%	-8.17%	4.81%	9.61%	8.21%
归母净利润(百万元)	3,456.95	2,383.43	2,665.52	3,691.67	4,308.70
增长率(%)	16.65%	-31.05%	11.84%	38.50%	16.71%
净资产收益率(%)	9.73%	6.26%	6.58%	8.41%	9.01%
每股收益(元)	0.82	0.56	0.63	0.87	1.02
PE	11.89	17.25	15.42	11.14	9.54
PB	1.23	1.17	1.10	1.01	0.92

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司拥有风机制造、风电服务、风电场投资与开发三大主营业务以及水务等其他业务。凭借在研发、制造风机及建设风电场所取得的丰富经验，不仅为客户提供高质量的风机产品，还开发出包括风电服务及风电场投资与开发的整体解决方案，能满足客户在风电行业价值链多个环节的需要。

（资料来源：公司 2022 年年报）

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间(元)	13.73/9.72
总市值(亿元)	365
流通市值(亿元)	330
总股本/流通 A 股(万股)	422507/339393
流通 B 股/H 股(万股)	
52 周日均换手率	0.61

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082 hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480516110001

研究助理：侯河清

010-66554108 houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480122040023

研究助理：吴征洋

010-66554045 wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480123010003

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	47,935.93	62,372.89	58,712.02	66,593.80	74,695.66	营业收入	50,570.72	46,436.85	48,672.67	53,348.53	57,727.77
货币资金	8,577.29	15,627.98	19,469.07	24,006.84	28,863.89	营业成本	39,164.71	38,237.28	40,120.65	41,831.21	44,105.51
应收账款	27,320.40	28,464.40	25,626.21	28,088.06	30,393.73	营业税金及附加	228.97	213.26	212.97	233.43	252.59
其他应收款	1,791.93	1,845.12	3,045.50	2,172.71	2,381.44	营业费用	3,173.72	3,193.27	3,065.54	3,372.09	3,709.30
预付款项	1,472.72	1,010.43	1,263.88	1,385.30	1,499.01	管理费用	1,717.36	1,923.81	1,923.81	2,116.19	2,327.80
存货	4,817.57	9,847.66	6,741.17	7,028.58	7,410.72	财务费用	1,081.38	1,077.85	988.44	1,135.24	1,218.75
其他流动资产	3,902.83	4,376.92	3,438.98	3,703.58	3,951.39	研发费用	1,583.52	1,588.65	1,985.82	2,482.27	3,102.84
非流动资产合计	71,424.26	74,449.49	79,627.19	83,032.32	86,050.96	资产减值损失	-1,757.53	-55.11	-1,002.25	-1,102.48	-1,212.73
长期股权投资	5,902.78	5,400.53	5,666.14	5,931.76	6,197.38	公允价值变动收益	66.41	-117.39	225.00	225.00	225.00
固定资产	27,528.11	32,570.22	36,603.05	40,229.81	43,450.48	投资净收益	1,983.47	2,368.18	3,265.62	2,665.62	2,665.62
无形资产	5,483.22	6,664.80	6,541.61	6,597.37	6,632.07	加：其他收益	418.58	376.93	356.53	356.53	356.53
其他非流动资产	20,731.96	22,533.01	24,056.07	24,033.69	24,011.32	营业利润	4,331.99	2,775.34	3,220.35	4,322.77	5,045.39
资产总计	119,360.19	136,822.38	138,339.20	149,626.12	160,746.63	营业外收入	67.15	36.20	40.13	40.13	40.13
流动负债合计	49,886.07	59,129.92	54,858.13	59,477.39	63,775.51	营业外支出	59.92	39.75	39.53	39.53	39.53
短期借款	471.52	1,171.77	4,788.78	6,825.49	7,960.16	利润总额	4,339.22	2,771.78	3,220.95	4,323.37	5,045.99
应付账款	31,876.05	39,533.03	32,977.22	34,383.22	36,252.58	所得税	847.75	334.91	526.25	591.30	690.13
其他流动负债	17,538.51	18,425.12	17,092.14	18,268.69	19,562.77	净利润	3,491.48	2,436.88	2,694.70	3,732.08	4,355.86
非流动负债合计	33,050.52	37,346.16	40,671.96	43,928.68	46,770.02	少数股东损益	34.52	53.44	29.17	40.41	47.16
长期借款	26,413.38	30,964.60	34,290.40	37,547.12	40,388.46	归属母公司净利润	3,456.95	2,383.43	2,665.52	3,691.67	4,308.70
其他非流动负债	6,637.14	6,381.56	6,381.56	6,381.56	6,381.56	主要财务比率					
负债合计	82,936.60	96,476.08	95,530.09	103,406.07	110,545.53	成长能力					
少数股东权益	881.81	2,251.22	2,280.39	2,320.80	2,367.96	营业收入增长	-10.12%	-8.17%	4.81%	9.61%	8.21%
实收资本（或股本）	4,225.07	4,225.07	4,225.07	4,225.07	4,225.07	营业利润增长	32.26%	-35.93%	16.03%	34.23%	16.72%
资本公积	12,106.08	12,148.08	12,148.08	12,148.08	12,148.08	归属于母公司净利润增长	16.65%	-31.05%	11.84%	38.50%	16.71%
未分配利润	19,210.64	21,721.93	24,155.58	27,526.11	31,460.00	获利能力					
归属母公司股东权益合计	35,541.78	38,095.08	40,528.73	43,899.25	47,833.14	毛利率(%)	22.55%	17.66%	17.57%	21.59%	23.60%
负债和所有者权益	119,360.19	136,822.38	138,339.20	149,626.12	160,746.63	净利率(%)	6.90%	5.25%	5.54%	7.00%	7.55%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润(%)	2.90%	1.74%	1.93%	2.47%	2.68%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	9.73%	6.26%	6.58%	8.41%	9.01%
经营活动现金流	4,751.53	5,680.35	4,835.85	7,335.91	9,109.79	偿债能力					
净利润	3,491.48	2,436.88	-626.80	928.51	1,552.30	资产负债率(%)	69%	71%	69%	69%	69%
折旧摊销	2,225.31	2,582.58	2,833.35	3,260.48	3,646.98	流动比率	0.96	1.05	1.07	1.12	1.17
财务费用	1,081.38	1,077.85	988.44	1,135.24	1,218.75	速动比率	0.78	0.81	0.87	0.93	0.98
投资损失	-1,983.47	-2,368.18	-3,265.62	-2,665.62	-2,665.62	营运能力					
营运资金变动	-4,332.66	2,212.54	-386.84	-761.46	-81.37	总资产周转率	0.42	0.34	0.35	0.36	0.36
其他经营现金流	4,269.48	-261.32	5,293.32	5,438.75	5,438.75	应收账款周转率	1.85	1.63	1.90	1.90	1.90
投资活动现金流	-7,872.81	-6,138.88	-6,717.25	-6,635.19	-6,635.19	应付账款周转率	1.90	1.47	1.91	1.91	1.91
资本支出	10,428.51	9,281.00	6,134.38	6,134.38	6,134.38	每股指标（元）					
长期投资	1,093.79	-693.31	-265.62	-265.62	-265.62	每股收益(最新摊薄)	0.82	0.56	0.63	0.87	1.02
其他投资现金流	-19,395.11	-14,726.56	-12,586.02	-12,503.95	-12,503.95	每股净现金流(最新摊薄)	0.30	0.53	1.25	1.06	1.15
筹资活动现金流	3,471.32	6,917.46	5,722.48	3,837.05	2,382.45	每股净资产(最新摊薄)	7.94	8.31	8.88	9.68	10.61
短期借款增加	-2,169.00	700.25	3,617.01	2,036.71	1,134.67	估值比率					
长期借款增加	6,470.44	4,551.23	3,325.79	3,256.72	2,841.35	P/E	11.89	17.25	15.42	11.14	9.54
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.23	1.17	1.10	1.01	0.92
资本公积增加	-8.99	42.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	11.90	10.44	9.25	7.61	6.66
现金净增加额	299.98	6,501.57	3,841.08	4,537.77	4,857.05						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备与新能源等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

研究助理简介

侯河清

金融学硕士，3年产业投资经验，2022年4月加盟东兴证券研究所，任研究助理，主要覆盖电新行业的研究。

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士，3年投资研究经验，2022年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526