

金风科技（002202）点评报告

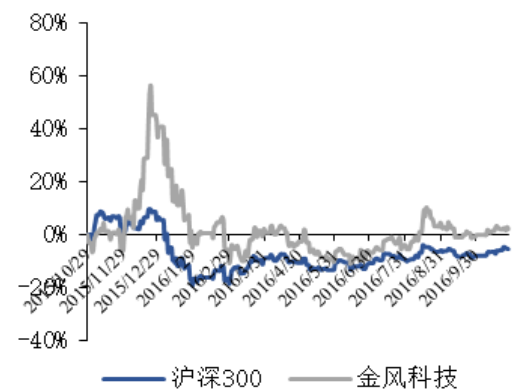
三季度业绩略低于预期，风机在手订单充足 买入（维持）

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

投资要点：

- **业绩增长 1.56%，略低于预期；2016 年业绩预增 0-50%：**公司发布三季度业绩公告，2016 年前三季度实现营业收入 169.65 亿元，同比降低 8.52%，归属母公司净利润 21.41 亿元，同比增长 1.56%。对应 EPS 为 0.78 元。其中，第三季度实现营业收入 60.44 亿元，同比降低 33.69%，环比增长 17.05%；归属母公司净利润 6.91 亿元，同比下降 19.93%，环比下降 36.03%。3 季度 EPS 为 0.25 元。公司此前预告 1-9 月份业绩增长 0-50%，此次业绩基本符合预期。同时，公司预告 2016 年业绩增长 0-50%。
- **南方雨季影响风机交付，风电运营同比有所改善；3 季度盈利能力同比改善，环比季节性降低：**1) 今年以来，由于西北地区限电严重，新增装机往南方转移。受南方 7、8 月雨季及汛期影响，风机交付延后，影响风机销售确认。测算公司 3 季度风机出货 1.3-1.5GW，实现收入 50-55 亿元，贡献利润 4.2-4.7 亿元。前三季度累计出货 3.6-3.9GW，实现收入 142-147 亿元，贡献利润 14.3-14.8 亿元。2) 3 季度全国风电累计利用小时数 334 小时，虽然较 1 季度、2 季度的 422 小时、495 小时呈现季节性降低，但较去年同期的 324 小时有所增加。公司 3 季度新增固定资产仅 6.65 亿元，远低于 1 季度、2 季度的 42.9 亿元、20.8 亿元，3 季度未有大规模风电场建成并网。测算公司风电场运营贡献收入 4.7-5.3 亿元，净利润约 1.0-1.5 亿元。前三季度累计实现收入 16.1-16.7 亿元，贡献净利润 5.0-5.5 亿元。3) 3 季度投资收益 1.3 亿元。盈利能力方面，前三季度毛利率和净利率分别为 30.57%、12.62%，分别同比增加了 1.62、1.25 个百分点，主要是风电场运营收入占比较去年提升；3 季度毛利率为 19.76%，增加了 3.17 个百分点，主要是风电运营占比提升影响，净利率 11.43%，提升 1.96 个百分点。环比来看，毛利率和净利率分别下降了 1.90、4.14 个百分点，主要是风电利用小时季节性变动带来的影响。
- **中低风速风机领先一步，在手订单充足保障后续增长：**据统计 2016 年 1 月至 9 月国内风电设备公开招标容量达 24.1 吉瓦，同比增长 67%，创历史新高。在风电开发往中部、南部等低风速转移的大背景下，公司低风速风机领先一步，具有较高的美誉度。公司在手订单在 3 季度显著增加，公司已签合同订单总量为 7.678GW，中标未签订单为 6.723GW，在手订单合计达到 14.4GW，刷新历史最高纪录，为未来的销售业绩提供有力支撑。
- **期间费用率略有降低，应收账款周转天数增加：**公司 2016Q1-3 的销售、管理分别为 10.97 亿元、13.45 亿元、5.30 亿元，分别同比下降 24.48%、增长 27.44%、增长 39.66%。期间费用率上升 0.5 个百分点至 17.52%。前三季度公司存货 44.06 亿元，较

股价走势



市场数据

收盘价（元）	16.03
一年最低/最高价	21.77/13.63
市净率（倍）	2.44
流通市值（百万）	34585.04

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

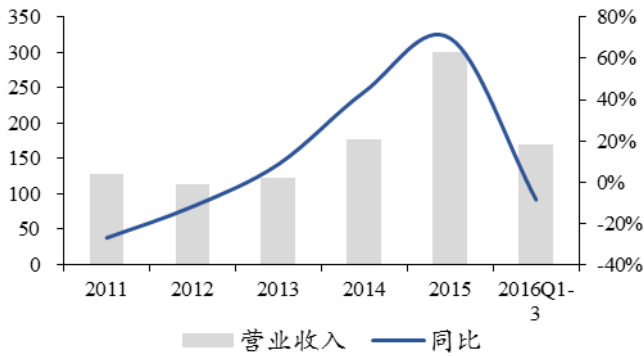
相关研究

1. 风电运营盈利改善，订单充足保障后续增长（2016-08-28）

期初增长 45.07%；存货周转天数 85.3 天，同比减少 3.5 天。应收账款 171.35 亿，较年初增长 26.61%；应收账款周转天数 244 天，同比增加 57.8 天。预收账款 34.12 亿元，较期初增长 80.62%。经营活动现金流量净流出额为人民币 10.67 亿元，较上年同期减少 155.95%。

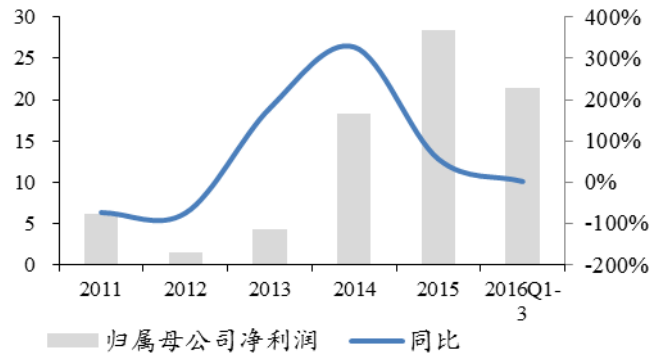
- **投资建议：**我们预计 2016-2018 年归属母公司净利润分别为 30.53、36.97、40.51 亿元（前次 34.15 亿元、38.64 亿元、40.67 亿元），同比分别增长 7.13%、21.11%、10.01%，EPS 分别为 1.12 元、1.35 元、1.49 元。给予公司 2017 年 15 倍 PE，目标价 21 元，给予公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**风电行业需求不达预期；风机价格竞争超预期；公司风电场业务不达预期；能源互联网布局不达预期。

图表 1：2016Q1-3 收入 169.65 亿元，同比降低 8.52%



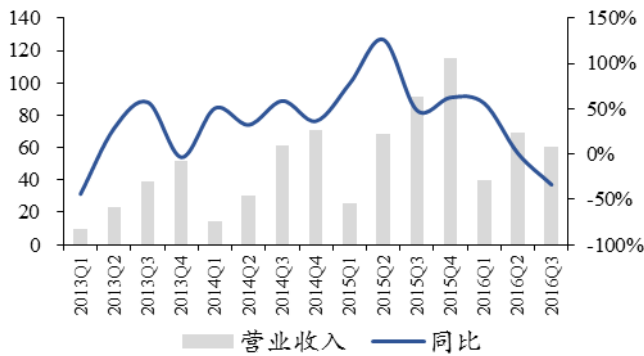
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：2016Q1-3 盈利 21.41 亿元，同比增长 1.56%



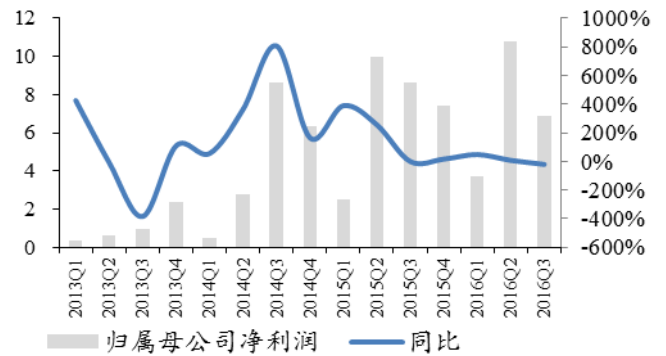
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 3：2016Q3 收入 60.44 亿元，同比降低 33.69%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

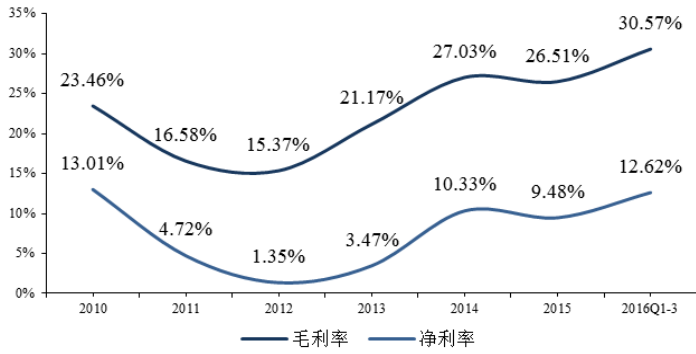
图表 4：2016Q3 盈利 6.91 亿元，同比降低 19.93%



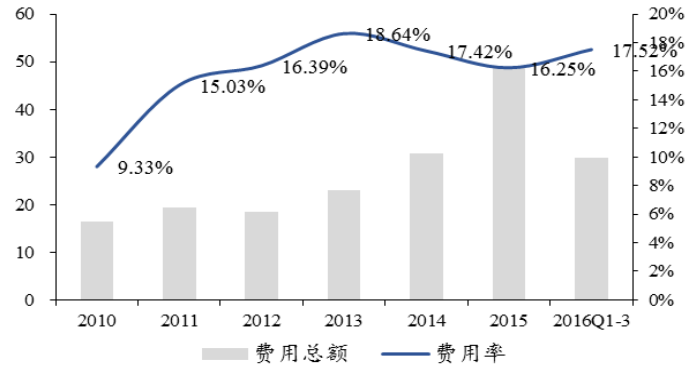
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 5：2016Q1-3 毛利率、净利率上升 2.62%、1.25%

图表 6：2016Q1-3 费用率上升 1.95%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 金风科技运营情况

	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2010	6.03%	2.37%	0.93%	9.33%	23.46%	13.01%	96.82	100.00	1.86
2011	7.35%	5.75%	1.94%	15.03%	16.58%	4.72%	160.26	242.03	(41.33)
2012	7.18%	6.29%	2.92%	16.39%	15.37%	1.35%	162.64	315.71	25.00
2013	9.22%	6.82%	2.61%	18.64%	21.17%	3.47%	120.85	267.60	19.30
2014	7.75%	6.73%	2.95%	17.42%	27.03%	10.33%	92.69	197.25	28.29
2015	9.17%	5.44%	1.63%	16.25%	26.51%	9.48%	54.48	145.47	47.76
2016Q1-3	6.47%	7.93%	3.12%	17.52%	30.57%	12.62%	85.32	244.06	(10.67)
2015Q1-3	7.83%	5.69%	2.04%	15.57%	27.95%	11.37%	88.80	186.30	19.07
同比	-1.37%	2.24%	1.08%	1.95%	2.62%	1.25%	(3.49)	57.76	-29.74

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 金风科技分季度经营情况

金风科技	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	同比	环比
营业收入	25.52	68.78	91.15	115.18	39.84	69.37	60.44	-33.69%	-12.87%
毛利率	30.85%	28.67%	26.59%	24.19%	29.93%	31.66%	29.76%	11.91%	-5.99%
毛利润	7.87	19.72	24.24	27.86	11.92	21.96	17.99	-25.80%	-18.10%
期间费用率	24.43%	13.46%	14.68%	17.34%	22.11%	14.11%	18.40%	25.30%	30.35%
销售费用	2.37	4.83	7.33	13.04	4.10	3.41	3.46	-52.82%	1.52%
管理费用	2.56	3.31	4.69	5.80	3.81	4.06	5.58	19.04%	37.30%
财务费用	1.31	1.12	1.36	1.12	0.90	2.32	2.08	52.58%	-10.30%
期间费用	6.23	9.26	13.38	19.97	8.81	9.79	11.12	-16.92%	13.57%
资产减值损失	0.29	0.75	-0.01	1.05	0.51	0.40	0.81		
营业利润	2.69	10.74	9.76	7.31	4.11	12.51	6.95	-28.85%	-44.46%
营业外收入	0.37	0.47	0.34	1.25	0.41	0.11	1.36	298.00%	1144.41%
利润总额	3.05	11.15	9.96	8.31	4.50	12.56	8.26	-17.00%	-34.21%
所得税	0.53	1.04	1.33	0.82	0.64	1.36	1.28	-3.88%	-5.43%
归属于母公司净利润	2.49	9.97	8.62	7.42	3.71	10.80	6.91	-19.93%	-36.03%

净利率	9.75%	14.49%	9.46%	6.44%	9.30%	15.56%	11.43%	20.76%	-26.58%
存货	45.28	49.50	51.39	30.37	36.47	39.24	44.06	-14.27%	12.27%
股本	26.95	26.95	27.36	27.36	27.36	27.36	27.36		
EPS	0.09	0.37	0.32	0.27	0.14	0.39	0.25	-19.93%	-36.03%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 9：金风科技三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	12,308	17,704	30,062	30,214	35,627	37,403
增长率	8.69%	43.8%	69.8%	0.5%	17.9%	5.0%
营业成本	-9,702	-12,918	-22,093	-22,166	-25,913	-27,011
% 销售收入	78.8%	73.0%	73.5%	73.4%	72.7%	72.2%
毛利	2,606	4,786	7,969	8,049	9,715	10,392
% 销售收入	21.2%	27.0%	26.5%	26.6%	27.3%	27.8%
营业税金及附加	-85	-87	-166	-167	-197	-206
% 销售收入	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,135	-1,371	-2,757	-2,266	-2,494	-2,525
% 销售收入	9.2%	7.7%	9.2%	7.5%	7.0%	6.8%
管理费用	-839	-1,191	-1,636	-1,964	-2,245	-2,244
% 销售收入	6.8%	6.7%	5.4%	6.5%	6.3%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	548	2,136	3,410	3,652	4,780	5,417
% 销售收入	4.4%	12.1%	11.3%	12.1%	13.4%	14.5%
财务费用	-321	-522	-491	-625	-869	-1,145
% 销售收入	2.6%	2.9%	1.6%	2.1%	2.4%	3.1%
资产减值损失	-134	-123	-208	-196	-185	-123
公允价值变动收益	4	1	-22	8	0	0
投资收益	379	560	362	450	300	300
% 税前利润	74.9%	26.5%	11.2%	12.9%	7.1%	6.5%
营业利润	476	2,052	3,051	3,289	4,025	4,448
营业利润率	3.9%	11.6%	10.1%	10.9%	11.3%	11.9%
营业外收支	30	57	196	200	200	200
税前利润	506	2,109	3,247	3,489	4,225	4,648
利润率	4.1%	11.9%	10.8%	11.5%	11.9%	12.4%
所得税	-72	-255	-371	-401	-486	-535
所得税率	14.2%	12.1%	11.4%	11.5%	11.5%	11.5%
净利润	434	1,854	2,875	3,088	3,739	4,114
少数股东损益	6	24	26	35	42	46
归属于母公司的净利润	428	1,830	2,849	3,053	3,697	4,067
净利率	3.5%	10.3%	9.5%	10.1%	10.4%	10.9%
				7.13%	21.11%	10.01%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	434	1,854	2,875	3,088	3,739	4,114
少数股东损益	0	0	0	35	42	46
非现金支出	365	561	759	1,001	1,352	1,690
非经营收益	-270	-131	-246	-10	383	662
营运资金变动	1,401	545	1,388	-919	-248	-134
经营活动现金净流	1,930	2,829	4,776	3,194	5,269	6,379
资本开支	6,207	2,744	7,450	10,058	7,682	9,434
投资	10	640	-13	-519	0	0
其他	119	430	218	458	300	300
投资活动现金净流	-6,077	-1,675	-7,245	-10,119	-7,382	-9,134
股权募资	23	3	466	0	0	0
债权募资	2,491	5,022	390	4,297	4,106	6,047
其他	-695	-933	-1,770	-648	-2,196	-1,902
筹资活动现金净流	1,819	4,093	-913	3,650	1,909	4,145
现金净流量	-2,328	5,248	-3,382	-3,275	-204	1,390

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	4,455	10,108	6,306	2,997	2,751	4,094
应收账款	10,321	11,996	14,937	13,973	15,501	15,761
存货	3,002	3,650	3,037	3,401	3,976	4,144
其他流动资产	1,515	2,342	1,006	1,656	1,843	1,898
流动资产	19,293	28,095	25,287	22,026	24,070	25,896
% 总资产	56.1%	61.4%	48.1%	37.2%	35.4%	33.2%
长期投资	2,858	4,410	5,783	6,292	6,292	6,292
固定资产	10,349	10,482	17,015	26,318	32,854	40,804
% 总资产	30.1%	22.9%	32.4%	44.4%	48.3%	52.4%
无形资产	814	741	1,112	1,262	1,442	1,559
非流动资产	15,077	17,682	27,286	37,248	43,963	52,030
% 总资产	43.9%	38.6%	51.9%	62.8%	64.6%	66.8%
资产总计	34,370	45,777	52,572	59,275	68,033	77,927
短期借款	571	2,860	1,752	433	433	433
应付账款	10,134	13,940	16,549	15,861	17,857	18,259
其他流动负债	833	5,519	2,658	3,976	3,632	4,388
流动资产	11,538	22,320	20,959	20,270	21,922	23,079
长期贷款	4,405	6,023	8,389	14,005	18,111	24,158
其他长期负债	4,634	2,208	5,834	5,834	5,834	5,834
负债	20,577	30,550	35,182	40,109	45,868	53,072
普通股股东权益	13,368	14,768	16,761	18,501	21,459	24,103
少数股东权益	425	459	629	664	706	753
负债股东权益合计	34,370	45,777	52,572	59,275	68,033	77,927
比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.159	0.679	1.042	1.116	1.352	1.487
每股净资产(元)	4.961	5.481	6.127	6.763	7.844	8.811
每股经营现金净流(元)	0.716	1.050	1.746	1.155	1.911	2.315
每股股利(元)	0.000	0.000	0.480	0.480	0.270	0.520
回报率						
净资产收益率	3.20%	12.39%	17.00%	16.50%	17.23%	16.87%
总资产收益率	1.24%	4.00%	5.42%	5.15%	5.43%	5.22%
投入资本收益率	3.27%	19.70%	16.90%	12.09%	12.41%	11.56%
增长率						
营业总收入增长率	8.69%	43.84%	69.80%	0.51%	17.92%	4.98%
EBIT增长率	245.09%	290.10%	59.66%	7.08%	30.88%	13.34%
净利润增长率	179.41%	327.85%	55.74%	7.13%	21.11%	10.01%
总资产增长率	7.60%	33.19%	14.84%	12.75%	14.78%	14.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	271.3	200.0	147.5	150.0	140.0	135.0
存货周转天数	122.5	94.0	55.2	56.0	56.0	56.0
应付账款周转天数	173.7	145.6	125.4	125.4	125.4	125.4
固定资产周转天数	82.2	117.3	107.5	153.3	185.5	232.8
偿债能力						
净负债/股东权益	24.60%	-8.63%	35.69%	72.03%	81.91%	91.97%
EBIT利息保障倍数	1.7	4.1	6.9	5.8	5.5	4.7
资产负债率	59.87%	66.74%	66.92%	67.67%	67.42%	68.10%

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>