

金风科技（002202）点评报告

风电趋势向好，龙头订单充裕 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：

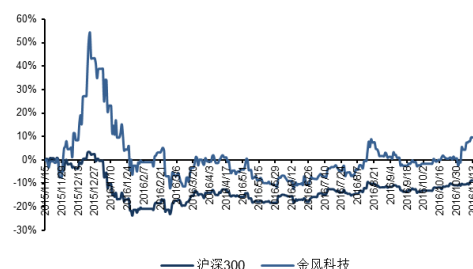
■ **风电度电成本已降低至 0.32-0.45 元，未来 2-4 年内风火同价有望逐步实现：**根据我们的测算，当前的风电开发建设成本：北方平均开发成本大概在 6500-8000 元/kW，南方受山地运输、吊装难度影响，平均开发成本大概在 7900-10000 元/kW 之间。部分优秀企业已经能做到北方 6500 元/kW；南方平坦区域 7900 元/kW，山地 8200-8300 元/kW 的水平。当前风电的度电成本在 0.32-0.45 元之间。风电项目的平均 IRR 在 8%-12% 以上。基于风机效率以及运营管理效率等方面的提升，行业平均度电成本年均降幅为 6%，未来 2-4 年内风火同价有望逐步实现！

■ **前三季度招标量创新高，预计 16-17 年新增装机 25GW/30GW：**根据测算截至 2016 年上半年，全国核准未建装机容量约 118GW，其中非限电地区核准未建装机容量约 81GW。今年前三季度全国新增招标 24GW，同比增长 67%，并创历史记录。我们判断 16 年新增装机约 25GW；17 年考虑抢装行情新增装机约 30GW。而在风电平价上网到来之后，基于煤电存量替代逻辑，风电的装机空间极具想象力！对比主要的发达国家，截至 2015 年底，我国风电装机容量占比仅 8.58%，远低于德国的 23.14%、英国的 16.68% 和整个欧盟的 13.96%。装机容量仍有很大的提升空间。

■ **第三季度风机出货略低于预期，四季度景气回升；在手订单 14.4GW 保障后续增长，风机盈利能力有望继续提升：**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，略低于预期；前三季度累计出货 3.6-3.9GW。四季度旺季来临，景气度将回升。同时，公司风机盈利能力显著提升，根据半年报数据，毛利率同比提升 1.3 个百分点至 26.63%，主要是风机成本的下降。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。在前三季度的国内招标市场，公司市场占比进一步提升至接近 30%。三季度末存货 44.06 亿元，较期初增长 45.07%，预收账款 34.12 亿元，较期初增长 80.62%，表明公司在手订单充裕。截至三季度末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。其中 2MW 及以上机型占比 73% 以上。未来随着 2MW 机型逐步放量，规模效应带动成本的快速下降，盈利能力将进一步提升。

■ **签订美国 1.87GW 风机意向协议，国际化战略获得重大突破：**公司近日公告全资子公司美国金风与 Viridis 签订了排他性意向协议，将为 Viridis 持有的没有怀俄明州 1870MW 的 Viridis Eolia 风电场提供风电机组。同时美国金风还将为项目提供长期运维服务。Viridis 是位于美国怀俄明州的可再生能源开发和

股价走势



市场数据

收盘价（元）	17.45
一年最低价/最高价	21.77/13.63
市净率（倍）	2.25
流通 A 股市值（百万元）	37648.72

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

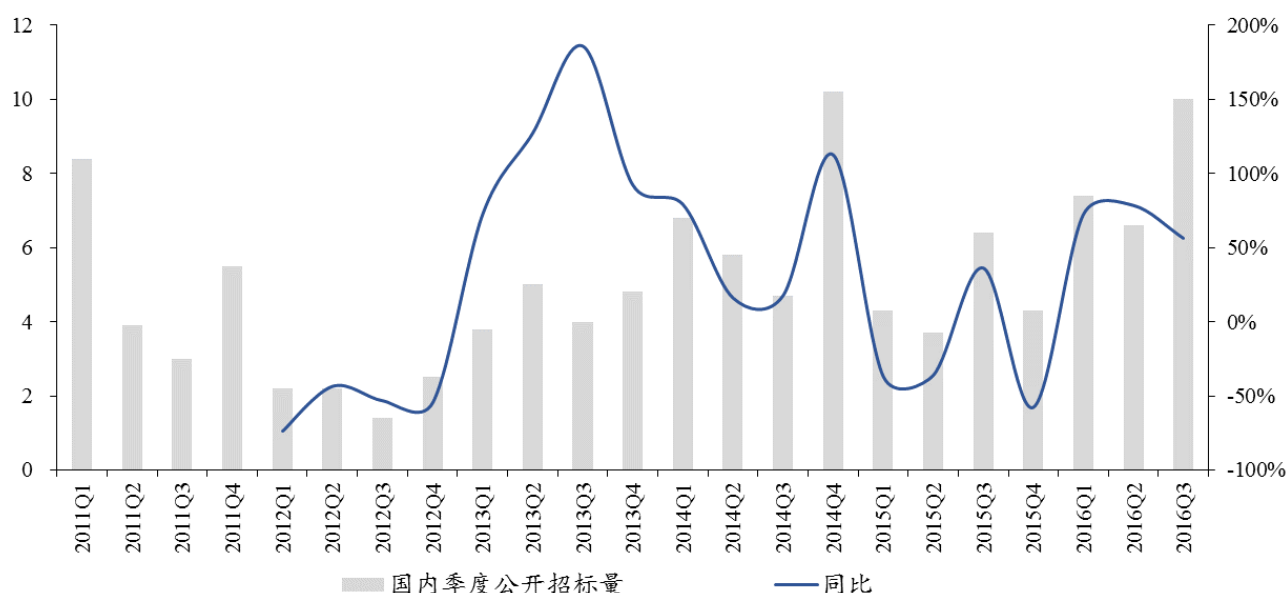
相关研究

1. 签订美国 1.87GW 风机协议，国际化战略获得突破（2016-11-2）
2. 三季报业绩略低于预期，风机在手订单充足（2016-10-30）
3. 风电运营盈利改善，订单充足保障后续增长（2016-08-28）

运营商，持有和运营的可再生能源项目遍布北美、中美、南美及加勒比海地区。目前在美国风电市场公司占比不足 1%，15 年海外市场销售仅 800MW，海外销售收入占比仅 8.18%，本次美国协议的签订标志着公司国际化战略获得重大突破，未来提升空间巨大。

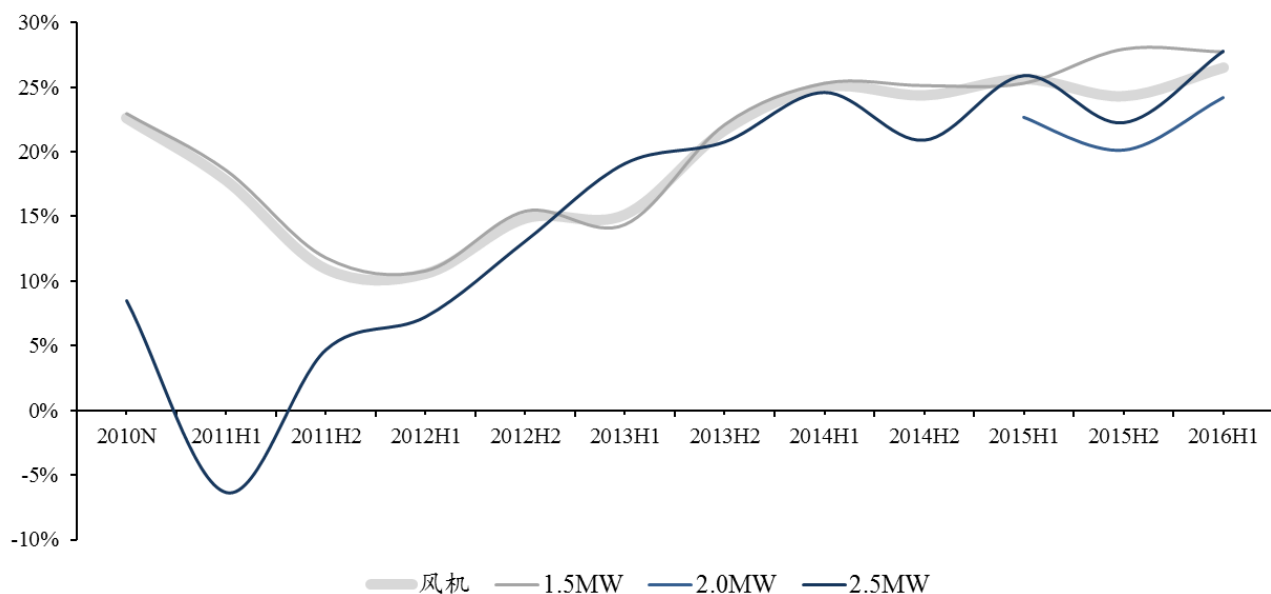
- **2016 年末风电场权益规模有望达到 3.5GW，第六批补贴发放将改善现金流：**截至 2016 年三季度，公司风电场权益装机规模约 3GW，上半年实现收入 11.4 亿元，同比增长 36.55%；净利润 4.08 亿元，同比增长 63.54%。到 2016 年末权益装机规模有望达到 3.5GW，预计贡献 8 亿左右利润。公司风机效率和利用小时数好于同行，未来有很好的持续性和成长性。2016 年 9 月，第六批可再生能源电价附加资金补助目录已经发放，补贴有望于近期发放，将改善公司运营的风电场的现金流情况。
- **智能电网项目接连并网，售电业务快速布局：**公司与 2010 年开始挖掘市场潜在需求，布局“智能微网”项目开发，近年来，智能电网业务取得突破，多个项目接连并网：1) 2014 年 5 月自主研发的包含风、光、储的 3.1MW 北京智能微网成功实现上网售电；2) 2015 年 3 月江苏省首套智能微网项目在江苏大丰顺利并网发电；3) 2016 年 2 月，宁夏首个 MW 级智能微电网项目也顺利并网。凭借在北京、江苏大丰、宁夏吴忠等多地智慧能效解决方案的实践，公司成为商业化微网的行业先锋。此外，公司还在多地成立了售电公司，布局售电市场。
- **投资建议：**我们预计 2016-2018 年归属母公司净利润分别为 31.66\40.83\45.74 亿元（前次 30.53\36.97\40.51 亿元），同比分别增长 11.09%\28.99%\12.02%，EPS 分别为 1.16 元\1.49 元\1.67 元。给予公司 2017 年 15 倍 PE，目标价 22.35 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：前三季度国内风电招标 14.4GW，同比增长 67%，创新高



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：前三季度风机毛利率 26.63%，同比提升 1.3 个百分点



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 3：三季度末风机再生订单 14.4GW，刷新历史最高纪录

金风科技在手订单	待执行订单 (MW)							中标未签订单 (MW)					在手订单合计
	750KW	1.5MW	2MW	2.2MW	2.5MW	3.0MW	小计	1.5MW	2MW	2.5MW	3.0MW	小计	
2011N		3269			650	12	3931	1716		678	3	2397	6327
2012Z	1	3863			960	15	4839	2172		790	3	2965	7804
2012Q3	1	3986			1010	21	5017					2564	7581
2012N	1	3050			1003	33	4086	2058		448	3	2509	6594
2013Q1	6	3452			1098	21	4576	2463		613	3	3079	7655
2013Z	17	3537			975	21	4550	3111		428		3539	8089
2013Q3	17	3485			683	21	4205	2876		750		3626	7831
2013N	7	2796			540	21	3364	3171	150	638	198	4157	7520
2014Q1	7	3651			613	21	4291	3053	116	468	198	3834	8125
2014Z	15	4212			730	15	4972	2964	148	618	198	3928	8900
2014Q3	15	3831	130		840	15	4831	3207	146	543	201	4097	8928
2014N	17	4037	478		1078	219	5828	3993	858	1220	48	6119	11947
2015Q1	7	4560	700		1325	246	6838	3725	1134	938		5796	12634
2015Z	6	5138	1024		1523	204	7894					4323	12217
2015Q3	6	4524	1214		1443	141	7328	2244	1064	685	0	3993	11321
2015N	6	3288	1318		975	93	5680	2186	2330	1713	0	6228	11908
2016Q1	6	3870	2002		1778	87	7743	1446	1798	905	198	4347	12099
2016Z	8	3272	2436		1883	69	7667					4657	12324
2016Q3	8	2829	2638	198	1943	63	7678	1052	3586	1888	198	6723	14401

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 4：金风科技三张表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	12,308	17,704	30,062	30,119	37,727	41,246	货币资金	4,455	10,108	6,306	3,544	2,112	3,114
增长率	8.69%	43.8%	69.8%	0.2%	25.3%	9.3%	应收账款	10,321	11,996	14,937	15,414	19,515	21,561
营业成本	-9,702	-12,918	-22,093	-21,761	-27,163	-29,519	存货	3,002	3,650	3,037	3,577	4,688	5,257
% 销售收入	78.8%	73.0%	73.5%	72.2%	72.0%	71.6%	其他流动资产	1,515	2,342	1,006	2,071	2,449	2,614
毛利	2,606	4,786	7,969	8,358	10,565	11,727	流动资产	19,293	28,095	25,287	24,606	28,765	32,545
% 销售收入	21.2%	27.0%	26.5%	27.8%	28.0%	28.4%	% 总资产	56.1%	61.4%	48.1%	39.8%	38.8%	38.5%
营业税金及附加	-85	-87	-166	-166	-208	-228	长期投资	2,858	4,410	5,783	6,292	6,292	6,292
% 销售收入	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	10,349	10,482	17,015	26,318	34,215	40,727
营业费用	-1,135	-1,371	-2,757	-2,108	-2,452	-2,598	% 总资产	30.1%	22.9%	32.4%	42.5%	46.2%	48.2%
% 销售收入	9.2%	7.7%	9.2%	7.0%	6.5%	6.3%	无形资产	814	741	1,112	1,262	1,442	1,559
管理费用	-839	-1,191	-1,636	-2,078	-2,377	-2,557	非流动资产	15,077	17,682	27,286	37,248	45,324	51,953
% 销售收入	6.8%	6.7%	5.4%	6.9%	6.3%	6.2%	% 总资产	43.9%	38.6%	51.9%	60.2%	61.2%	61.5%
息税前利润 (EBIT)	548	2,136	3,410	4,005	5,527	6,344	资产总计	34,370	45,777	52,572	61,855	74,089	84,499
% 销售收入	4.4%	12.1%	11.3%	13.3%	14.7%	15.4%	短期借款	571	2,860	1,752	433	433	433
财务费用	-321	-522	-491	-725	-947	-1,129	应付款项	10,134	13,940	16,549	18,264	22,051	23,570
% 销售收入	2.6%	2.9%	1.6%	2.4%	2.5%	2.7%	其他流动负债	833	5,519	2,658	3,963	3,793	4,725
资产减值损失	-134	-123	-208	-233	-271	-333	流动负债	11,538	22,320	20,959	22,660	26,277	28,727
公允价值变动收益	4	1	-22	8	0	0	长期贷款	4,405	6,023	8,389	14,005	19,231	24,083
投资收益	379	560	362	450	300	300	其他长期负债	4,634	2,208	5,834	5,834	5,834	5,834
% 税前利润	74.9%	26.5%	11.2%	12.0%	6.2%	5.6%	负债	20,577	30,550	35,182	42,499	51,342	58,644
营业利润	476	2,052	3,051	3,506	4,609	5,181	普通股股东权益	13,368	14,768	16,761	18,614	21,880	24,854
营业利润率	3.9%	11.6%	10.1%	11.6%	12.2%	12.6%	少数股东权益	425	459	629	742	867	1,001
营业外收支	30	57	196	240	200	200	负债股东权益合计	34,370	45,777	52,572	61,855	74,089	84,499
税前利润	506	2,109	3,247	3,746	4,809	5,381	比率分析						
利润率	4.1%	11.9%	10.8%	12.4%	12.7%	13.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-72	-255	-371	-468	-601	-673	每股指标						
所得税率	14.2%	12.1%	11.4%	12.5%	12.5%	12.5%	每股收益 (元)	0.159	0.679	1.042	1.157	1.493	1.672
净利润	434	1,854	2,875	3,278	4,208	4,709	每股净资产 (元)	4.961	5.481	6.127	6.804	7.999	9.085
少数股东损益	6	24	26	112	125	135	每股经营现金净流 (元)	0.716	1.050	1.746	1.377	1.609	2.138
归属于母公司的净利润	428	1,830	2,849	3,166	4,083	4,574	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.480	0.480	0.299	0.585
净利率	3.5%	10.3%	9.5%	10.5%	10.8%	11.1%	回报率						
	327.85%	55.74%	11.09%	28.99%	12.02%		净资产收益率	3.20%	12.39%	17.00%	17.01%	18.66%	18.40%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.24%	4.00%	5.42%	5.12%	5.51%	5.41%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	3.27%	19.70%	16.90%	13.29%	13.28%	12.79%
净利润	434	1,854	2,875	3,278	4,208	4,709	增长率						
少数股东损益	0	0	0	112	125	135	营业总收入增长率	8.69%	43.84%	69.80%	0.19%	25.26%	9.33%
非现金支出	365	561	759	1,037	1,477	1,938	EBIT 增长率	245.09%	290.10%	59.66%	17.45%	38.00%	14.77%
非经营收益	-270	-131	-246	50	464	648	净利润增长率	179.41%	327.85%	55.74%	11.09%	28.99%	12.02%
营运资金变动	1,401	545	1,388	-598	-1,748	-1,447	总资产增长率	7.60%	33.19%	14.84%	17.66%	19.78%	14.05%
经营活动现金净流	1,930	2,829	4,776	3,880	4,527	5,983	资产管理能力						
资本开支	6,207	2,744	7,450	10,018	9,082	8,034	应收账款周转天数	271.3	200.0	147.5	168.0	170.0	172.0
投资	10	640	-13	-519	0	0	存货周转天数	122.5	94.0	55.2	60.0	63.0	65.0
其他	119	430	218	458	300	300	应付账款周转天数	173.7	145.6	125.4	140.0	140.0	140.0
投资活动现金净流	-6,077	-1,675	-7,245	-10,079	-8,782	-7,734	固定资产周转天数	82.2	117.3	107.5	153.8	181.8	216.8
股权募资	23	3	466	0	0	0	偿债能力						
债权募资	2,491	5,022	390	4,297	5,226	4,852	净负债/股东权益	24.60%	-8.63%	35.69%	68.49%	87.54%	91.92%
其他	-695	-933	-1,770	-748	-2,277	-1,964	EBIT 利息保障倍数	1.7	4.1	6.9	5.5	5.8	5.6
筹资活动现金净流	1,819	4,093	-913	3,549	2,949	2,888	资产负债率	59.87%	66.74%	66.92%	68.71%	69.30%	69.40%
现金净流量	-2,328	5,248	-3,382	-2,650	-1,307	1,136							

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>

