

金风科技 (002202) 点评报告

短期波动静待复苏, 海上国际亮点不断 买入 (维持)

2017年08月27日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码: S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 曹越

021-60199587

caoyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	26,396	29,051	35,008	40,844
同比 (%)	-12.2%	10.1%	20.5%	16.7%
净利润 (百万元)	3003	3316	3823	4429
同比 (%)	5.4%	10.4%	15.3%	15.9%
毛利率 (%)	28.6%	29.1%	28.8%	28.9%
ROE (%)	15.0%	14.7%	15.3%	16.1%
每股收益 (元)	1.10	0.93	1.08	1.25
P/E	10.57	12.44	10.79	9.31
P/B	1.59	1.40	1.27	1.15

投资要点:

■ **2017H 业绩下滑 21.87%，1-9 月份增长 0-50%：**2017 年上半年收入 98.4 亿元，同比下降 9.90%；实现归母净利润 11.33 亿元，同比下降 21.87%。对应 EPS 为 0.41 元。其中 2 季度，收入 62.56 亿元，同比下降 9.82%，环比增长 74.55%；实现归母净利润 9.52 亿元，同比下降 11.79%，环比增长 427.18%。2 季度对应 EPS 为 0.35 元。公司预告 1-9 月份业绩增速 0-50%。

■ **风机销售下滑 21%，毛利率下降 2%，风场盈利恢复，规模增加：**报告期内，1) 公司风机销售下滑明显，拖累公司整体表现；2) 风电场盈利能力逐步恢复，同时规模同比增长，业绩快速增长，业绩占比提升。总体而言，公司上半年收入同比下降了 9.90%，盈利同比下降了 21.87%。分业务来看：

1) 风机方面，上半年销售收入 72.97 亿元，同比下降 20.58%；对外销售 1.87GW，同比下降 21.01%，风机收入占比 74.16%。风机及零部件整体盈利 4.15 亿元，同比下降 58.95%。扣除对内部分，预计外销风机贡献净利润约 3.75 亿元。

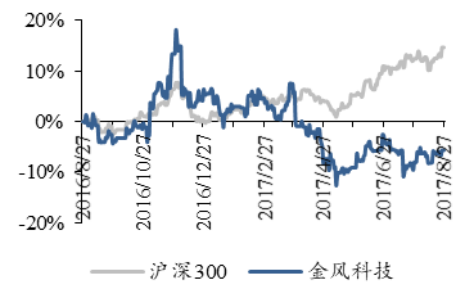
2) 风电场开发，实现收入 16.60 亿元，同比增长 45.64%；上半年新增装机 89MW，截至 2017 年 6 月底，公司权益装机容量 3768MW。去年同期为 2902.38MW。上半年风电利用小时数 979 小时，同比增长了 47 个小时。风场盈利 6.78 亿元，同比增长 66.28%。

3) 风电服务收入 7.11 亿元，同比增长 59.16%，主要是因为国际 EPC 收入增加。贡献利润 0.48 亿元。

4) 其他业务收入 1.71 亿元，同比增长 16.98%，主要是水务比重的上升。

整体盈利能力方面，虽然风机毛利率下滑了近 2 个百分点，但由于高毛利能力的风场收入比重的上升，整体毛利率上升 1.19 个百分点至 32.21%；整体净利率下降 1.76 个百分点至 11.51%，主要是费用率的上升（财务、管理费用率分别影响了 0.86、1.89 个百分点）

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	11.47
一年最低价/最高价	10.57/13.38
市净率 (倍)	2.00
流通 A 股市值 (百万元)	32535.44

基础数据

每股净资产 (元)	6.98
资本负债率 (%)	67.18
总股本 (百万股)	3,556.20
流通 A 股 (百万股)	2,804.78

相关研究

1. 毛利润微降虚惊一场, 半年报预增转危为安 (2017-4-27)
2. Q1 预告低于预期, 全年稳定增长可期 (2017-3-30)
3. 风电行业深度报告: 量能变化, 长风破浪 (2017-3-26)
4. 行业波动无碍公司稳定增长, 风电趋势向好龙头价值低估 (2017-2-26)
5. 风电趋势向好, 龙头订单充裕 (2016-11-14)

- **风机毛利率下滑, 2.5MW 机型放量:** 上半年, 公司风机销售 1.87GW, 同比下降 21%。其中, 1) 2.5MW 机型销售 852MW, 同比增长 95.98%, 放量明显, 并超预期 2MW 机型成为公司销量最高的机型。2) 2.0MW 机型销售 704MW, 同比下降 11.11%。价格方面, 平均销售价格 3.71 元/W, 同比微降 1.15%, 环比略微上升 0.75%, 主要是价格较高的 2.5MW 机型比重上升所致: 上半年销售均价 3823 元/kW, 同比下滑 13.72%。毛利率方面, 上半年风机整体毛利率 24.56%, 同比下降了 2.06 个百分点, 环比下降 1.13 个百分点, 结构上看主要是因为收入比重最高的 2.5MW 机型毛利率下降明显: 2.5MW 机型毛利率同比下降 4.4 个百分点至 23.34%。
- **招标和订单持续高位, 国际和海上快速突破:** 2017 年上半年国内风电公开招标容量为 15.3GW, 同比增长 7.1%。招标价格继续小幅下行。公司在手订单维持高位, 2017 年上半年, 公司新增订单 3.1GW, 期末在手订单合计 15.06GW。2017 年 1-6 月, 国内海上风电项目招标 2.066GW, 定标量 1.534GW, 金风同期新增中标海上风电 503MW。国内陆上风电公开招标容量 13.214GW, 定标容量 5.636GW, 公司新增国内陆上风电订单 2.349GW。截止 2017 年 6 月 30 日, 公司海上风电在手订单容量为 825MW。国际市场业务取得良好的业绩。截至 2017 年 6 月 30 日, 公司国际风电机组订单 1017MW, 待开发和储备项目的合计容量达到 1770.3MW, 为后续发展奠定坚实基础。公司新增海外订单合计 231MW。
- **风电场盈利改善, 规模同比大幅增加:** 截止 2017 年 6 月 30 日, 公司自营风场权益装机容量 3769MW。2017 年 1-6 月公司新增并网的权益装机容量为 88.6MW, 主要位于华东地区。自营风电场的标准运行小时数同比增加 47 小时至 979 小时。报告期内, 公司风场业务收入 16.50 亿元, 同比增长 45.64%。子公司天润收入 15.59 亿元, 同比增长 50.61%, 实现净利润 6.18 亿元, 同比增长 93.46%, 净利率 39.67%, 也创近期历史新高。
- **研发支出、财务费用增加:** 公司 2017 年上半年期间费用同比增长 4.51% 至 19.44 亿元, 期间费用率上升 2.72 个百分点至 19.76%。其中, 销售、管理、财务费用分别同比下降 10.25%、上升 13.72%、上升 16.42% 至 6.74 亿元、8.95 亿元、3.74 亿元; 费用率分别下降 0.03、上升 1.89、上升 0.86 个百分点至 6.85%、9.10%、3.81%。管理费用的增加主要来自研发费用增加, 今年上半年研发支出 3.99 亿元, 同比增长 37.78%; 财务费用的增加主要是利息支出增加, 今年上半年利息支出 4 亿元, 同比增长 25.67%。2017 年上半年经营活动现金流量净流出 15.52 亿元, 同比增长 26.16%; 销售商品取得现金 83.54 亿元, 同比增长 0.40%。期末预收款项 36.87 亿元, 同比增长 21.64%。期末应收账款 161.18 亿元, 同比下降 3.68 亿元, 应收账款周转天数上升 33.12 天至 280.5 天。期末存货 39.85 亿元, 同比上升 0.61 亿元; 存货周转天数上升 13.67 天至 96.85 天。
- **投资建议:** 我们预计 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 33.16、38.23、44.29 亿元, 同比分别增长 10.4%、15.3%、15.9%, EPS 分别为 0.93 元、1.08 元、1.25 元。给予公司 2017 年 16 倍 PE, 目标价 14.92 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。

目录

1. 2017H 业绩下滑 21.87%，1-9 月份增长 0-50%	4
2. 风机销售下滑 21%，毛利率下降 2%，风场盈利恢复，规模增加	5
3. 风机毛利率下滑，2.5MW 机型放量	9
4. 招标和订单持续高位，国际和海上快速突破	11
5. 风电场盈利改善，规模同比大幅增加	14
6. 研发支出、财务费用增加	16
7. 投资建议	18

1. 2017H 业绩下滑 21.87%，1-9 月份增长 0-50%

公司发布 2017 年半年报，报告期内公司实现营业收入 98.4 亿元，同比下降 9.90%；实现归属母公司净利润 11.33 亿元，同比下降 21.87%。对应 EPS 为 0.41 元。其中 2 季度，实现营业收入 62.56 亿元，同比下降 9.82%，环比增长 74.55%；实现归属母公司净利润 9.52 亿元，同比下降 11.79%，环比增长 427.18%。2 季度对应 EPS 为 0.35 元。此前公司在业绩预告修正公告中披露，上半年业绩下滑 0-30%，本次业绩偏预告下限。同时，公司公告 1-9 月份业绩增速 0-50%，同比回正。

图表 1: 2017H 收入 98.4 亿元，同比下降 9.90%；盈利 11.33 亿元，同比下降 21.87%

金风科技	2017H	2016H	同比	2017Q2	2016Q2	同比	2017Q1	环比
营业收入	98.40	109.21	-9.90%	62.56	69.37	-9.82%	35.84	74.55%
毛利率	32.21%	31.03%	1.19%	31.78%	31.66%	0.12%	32.97%	-1.19%
营业利润	13.43	16.62	-19.23%	11.57	12.51	-75.61%	1.86	521.30%
归母净利润	11.33	14.50	-21.87%	9.52	10.80	-11.79%	1.81	427.18%
净利率	11.51%	13.28%	-1.76%	15.22%	15.56%	-0.34%	5.04%	10.18%
股本	27.36	27.36	-	27.36	27.36	-	27.36	-
EPS	0.41	0.53	-21.87%	0.35	0.39	-11.79%	0.07	427.18%

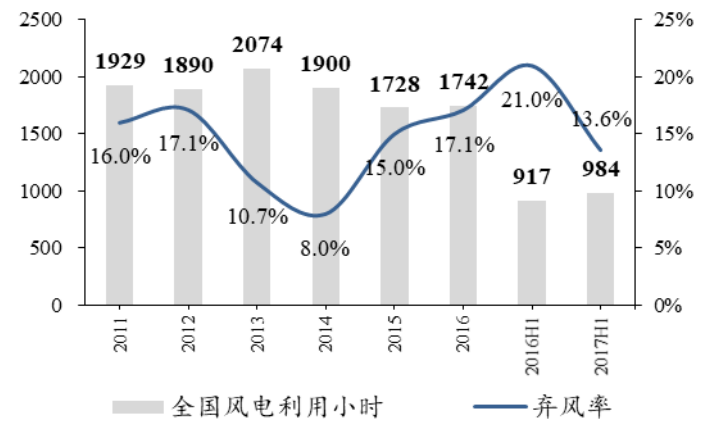
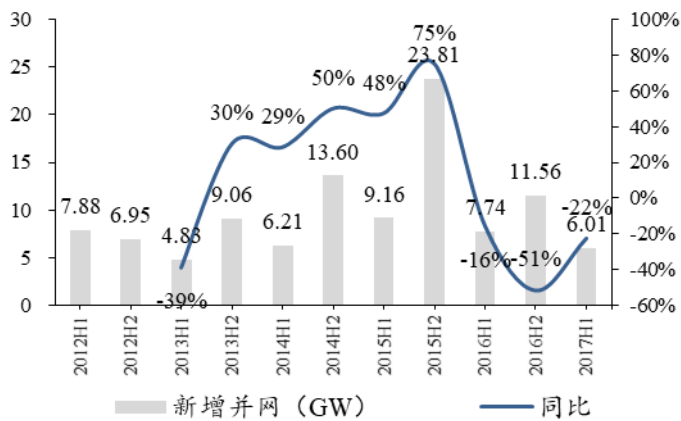
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 风机销售下滑 21%，毛利率下降 2%，风场盈利恢复，规模增加

报告期内，国内风电市场稳定发展：1) 根据国家能源局数据，全国风电新增并网容量 6.01GW，同比下滑 22.35%。主要是因为 16 年上半年受补装影响，基数较高。截至 2017 年 6 月底，累计并网量 154GW，同比增长 12%。2) 弃风限电形势明显好转，上半年全国风电利用小时数 984 小时，同比增加 67 小时。平均弃风率 13.6%，同比下降了 7 个百分点，主要限电地区限电率都有所下降。

图表 2: 2017H 全国新增并网 6.01GW, 同比下滑 22.35%

图表 3: 2017H 全国风电平均弃风率 13.6%，下降 7.4%



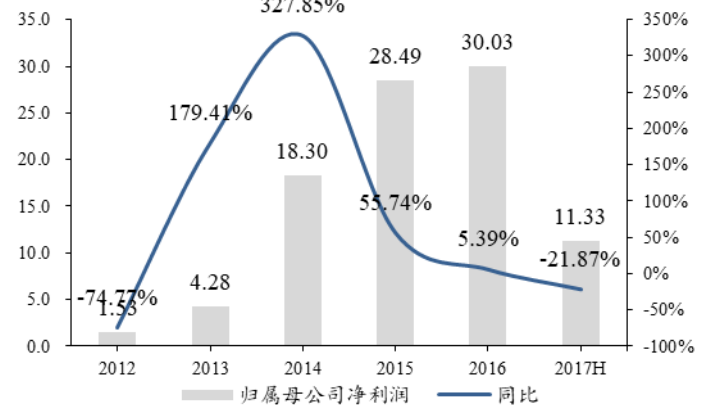
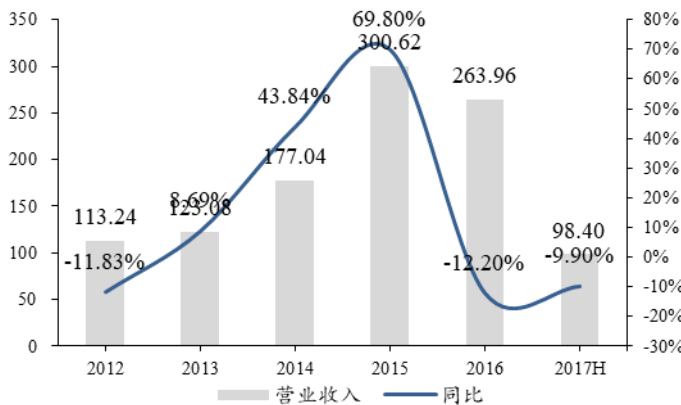
资料来源：能源局，东吴证券研究所

资料来源：能源局，东吴证券研究所

受此风电行业新增并网下滑和弃风限电改善大背景影响，1) 公司风机销售下滑明显，拖累公司整体表现；2) 风电场盈利能力逐步恢复，同时规模同比增长，业绩快速增长，业绩占比提升。总体而言，公司上半年收入同比下降了 9.90%，盈利同比下降了 21.87%。

图表 4: 2017H 收入 98.4 亿元，同比下降 9.90%

图表 5: 2017H 净利润 11.33 亿元，同比下降 21.87%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

资料来源：Wind，东吴证券研究所

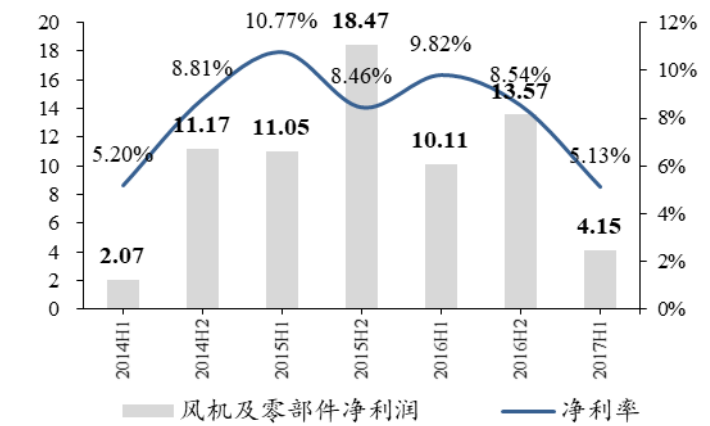
分业务来看：

1) 风机方面，上半年销售收入 72.97 亿元，同比下降 20.58%；对外销售 1.87GW，同比下降 21.01%，其中 2.5MW 机型放量明显，销量 852.5MW，收入 32.59 亿元，同比增长 69.08%，成收入占比最高的机型。对内销售 7.86 亿元，大约对应 200MW。风机收入占比 74.16%，同比下

降了 20.58%。风机及零部件整体盈利 4.15 亿元，同比下降 58.95%。扣除对内部分，预计外销风机贡献净利润约 3.75 亿元。风机整体毛利率 24.56%，同比下降 1.98%，主要是受 2.5MW 机型毛利率下滑 4.41 个百分点影响。风机净利率 5.13%，同比下滑了 4.68 个百分点，主要是资产减值和研发支出增加，分别影响 0.5、2.3 个百分点。

图表 6: 2017H 风机收入 72.97 亿元，同比下降 20.58%

图表 7: 2017H 风机盈利 4.15 亿元，同比下降 58.95%



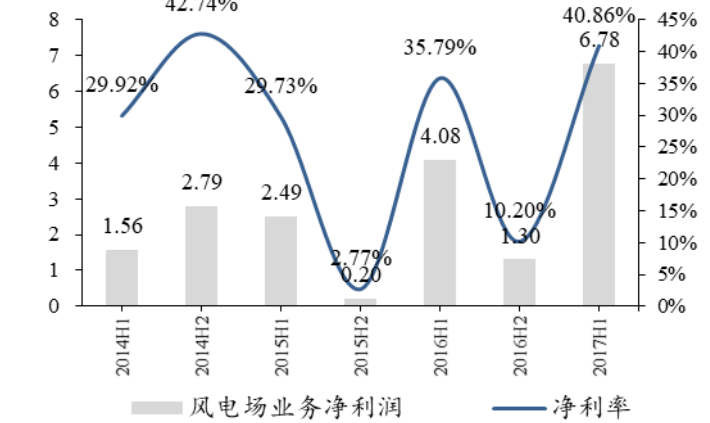
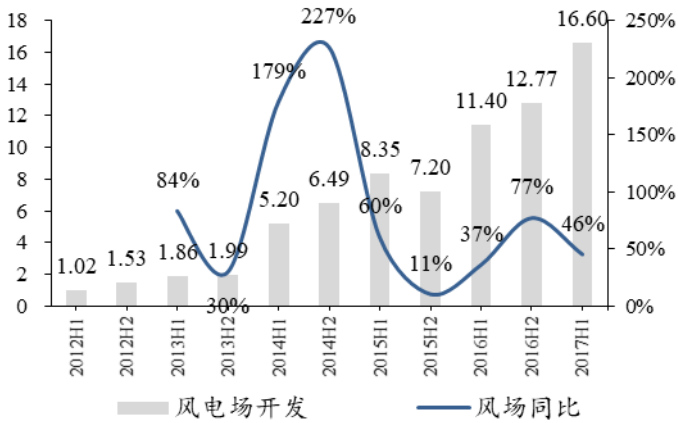
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2) 风电场开发, 实现收入 16.60 亿元, 同比增长 45.64%; 上半年新增装机 89MW, 截至 2017 年 6 月底, 公司权益装机容量 3768MW。去年同期为 2902.38MW。上半年风电利用小时数 979 小时, 同比增长了 47 个小时。风场盈利 6.78 亿元, 同比增长 66.28%。毛利率 65.93%, 同比提升 1.28 个百分点; 净利率 40.86%, 同比增加了 5.07 个百分点。

图表 8: 2017H 风场收入 16.60 亿元, 同比增长 46%

图表 9: 2017H 风场盈利 6.78 亿元, 同比增长 66.28%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3) 风电服务收入 7.11 亿元, 同比增长 59.16%, 主要是因为国际 EPC 收入增加。毛利率 24.24%, 同比上升 4.18 个百分点, 贡献利润 0.48 亿元。

4) 水务、投资收益等企业业务收入 1.71 亿元, 同比增长 16.98%; 毛利率 64.87%, 下滑 19.98 个百分点, 主要是水务比重的上升。

图表 10: 分业务收入及毛利率情况

金风科技	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比%	成本同比%	毛利率同比
分行业						
风机及零部件销售	72.97	55.05	24.56%	-20.58%	-18.44%	-1.97%
风电服务	7.11	5.39	24.24%	59.16%	50.84%	4.18%
风电场开发	16.60	5.66	65.93%	45.64%	40.39%	1.28%
其他	1.71	0.60	64.87%	16.98%	171.28%	-19.98%
分产品						
3.0MW	1.40	1.17	16.44%	10.20%	37.75%	-16.71%
2.5MW	32.59	24.98	23.34%	69.08%	79.38%	-4.41%
2.0MW	24.96	18.55	25.68%	-15.64%	-17.27%	1.47%
1.5MW	10.71	7.85	26.73%	-72.59%	-72.22%	-0.96%
风机零部件销售	3.31	2.50	24.41%	24.25%	22.59%	1.03%
风电服务	7.11	5.39	24.24%	59.16%	50.84%	4.18%
风电场开发	16.60	5.66	65.93%	45.64%	40.39%	1.28%
其他	1.71	0.60	64.87%	16.98%	171.28%	-19.98%
分地区						
国内销售	87.74	57.39	34.60%	-14.50%	-19.37%	3.95%
国际销售	10.65	9.31	12.57%	61.74%	124.26%	-24.38%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

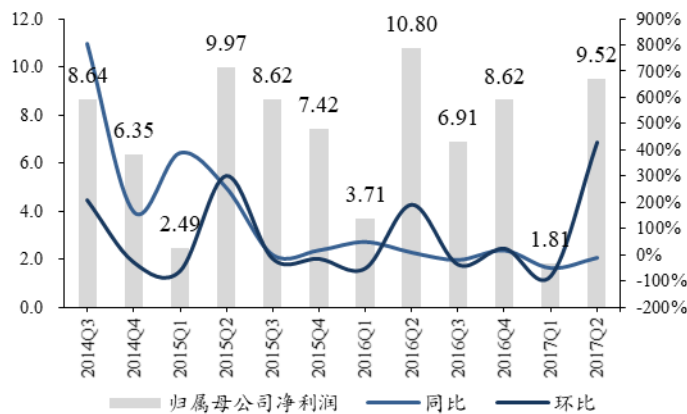
分季度来看, 2017Q2 营收 62.56 亿元, 同比下降 9.82%, 环比增长 74.55%; 2017Q2 盈利 9.52 亿元, 同比下降 11.79%, 环比增长 427.18%。

图表 11: 2017Q2 营收 62.56 亿元, 同比下降 9.82%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

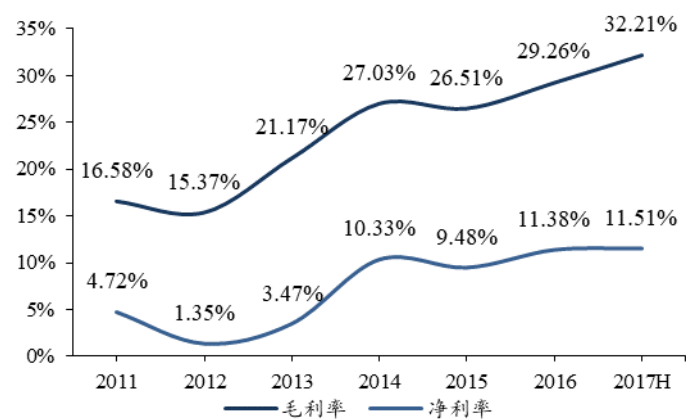
图表 12: 2017Q2 盈利 9.52 亿元, 同比下降 11.79%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

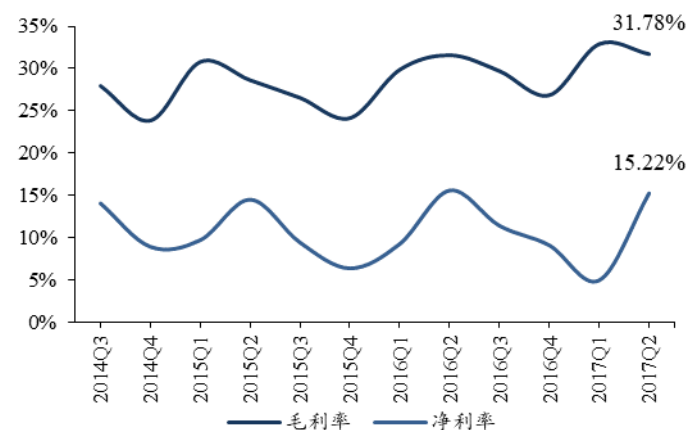
整体盈利能力方面, 虽然风机毛利率下滑了近 2 个百分点, 但由于高毛利能力的风场收入比重的上升, 整体毛利率上升 1.19 个百分点至 32.21%; 整体净利率下降 1.76 个百分点至 11.51%, 主要是费用率的上升 (财务、管理费用率分别影响了 0.86、1.89 个百分点)

图表 13: 2017H 毛、净利率同比上升 1.19%、下降 1.76%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 14: 2017Q2 毛、净利率同比上升 0.12%、下降 0.34%

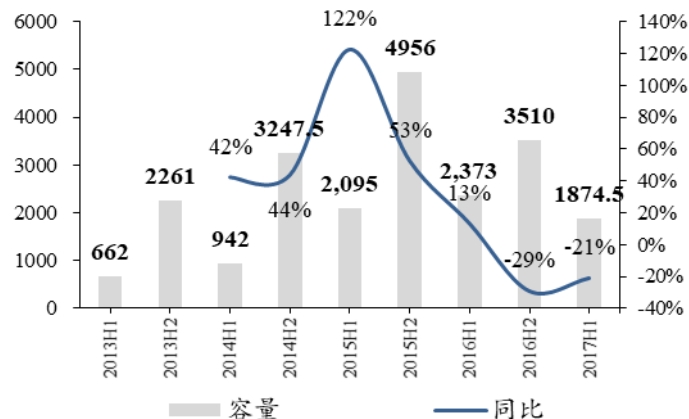


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 风机毛利率下滑，2.5MW 机型放量

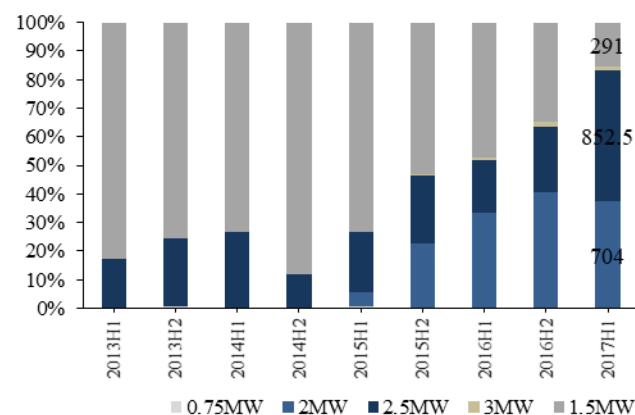
上半年，公司风机销售 1.87GW，同比下降 21%。其中，1) 2.5MW 机型销售 852MW，同比增长 95.98%，放量明显，并超预 2MW 机型成为公司销量最高的机型。2) 2.0MW 机型销售 704MW，同比下降 11.11%。3) 1.5MW 机型销量 291MW，同比下降 74%，主要跟市场东 1.5MW 机型切换到 2MW 及以上机型的大趋势有关。4) 3MW 机型销量 9MW，同比不变。

图表 15: 2017H 风机销售 1.87GW，同比下降 21%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

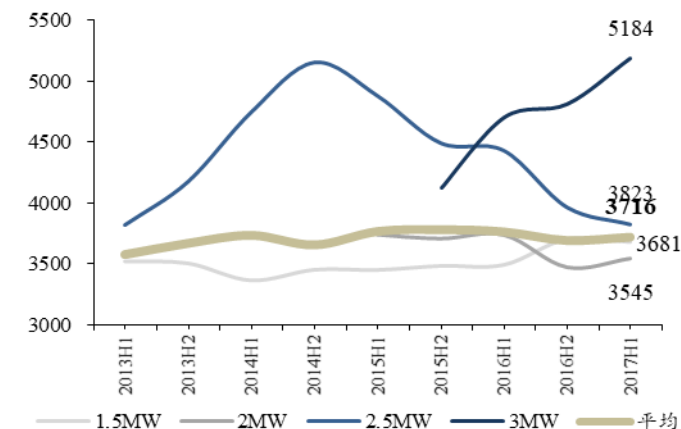
图表 16: 2017H, 2.5MW 机型销售 852.5MW



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

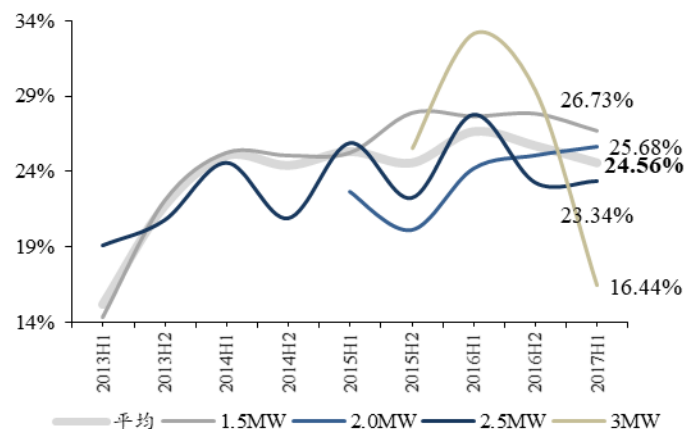
价格方面，平均销售价格 3.71 元/W，同比微降 1.15%，环比略微上升 0.75%，主要是价格较高的 2.5MW 机型比重上升所致。1) 销量最高的 2.5MW 机型上半年销售均价 3823 元/kW，同比下滑 13.72%；2) 2.0MW 机型销售均价 3545 元/kW，同比下滑 5.09%，环比止跌；3) 1.5MW 机型销售比重不高，上半年均价 3681 元/kW，同比上升 5.40%；4) 3MW 机型价格继续提升 10.20 个百分点至 5184 元/KW，但量不大。

图表 17: 2.0MW 价格环比稳定，2.5MW 价格下降明显



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 18: 2017Q2 毛、净利率同比上升 0.12%、下降 0.34%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

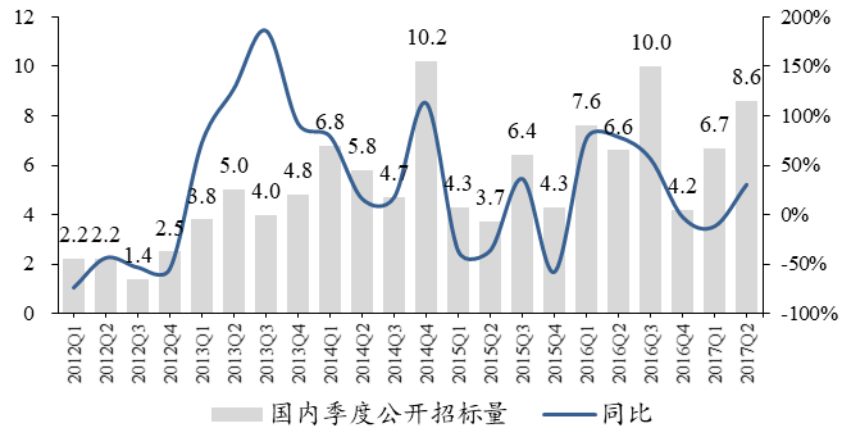
毛利率方面，上半年风机整体毛利率 24.56%，同比下降了 2.06 个百分点，环比下降 1.13 个百分点，结构上看主要是因为收入比重最高的 2.5MW 机型毛利率下降明显：1) 2.5MW 机型毛利率同比下降 4.4 个百

分点至 23.34%，下滑明显；2) 2.0MW 机型毛利率继续提升，上半年同比上升 1.47 个百分点至 25.68%；3) 1.5MW 机型毛利率同比下降 0.96 个百分点至 26.73%；4) 3MW 机型毛利率下滑 16.72%，仍达到 30.61%。

4. 招标和订单持续高位，国际和海上快速突破

2017 年上半年国内风电公开招标容量为 15.3GW，同比增长 7.1%。南方市场占比逐步提高，南方、北方分别占全国招标量的 44%、56%。2MW 机组招标容量 11.37%，占整体招标量的 75%，同比提升 5 个百分点。2.5MW 机型占比 7%。海上风电建设提速，上半年海上风电项目招标 2.07GW，占全国招标量的 13.5%、同比增长 4 个百分点。

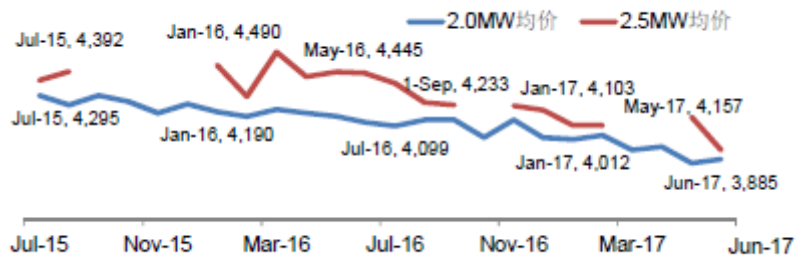
图表 19: 2017 年上半年国内公开招标 15.3GW，同比增长 7.1%。



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

招标价格继续小幅下行，2017 年以来国内 2.0MW 风电机组市场投标均价维持在 3900-4000 元/kW 左右。2.5MW 市场投标均价在 4000-4150 元/KW 波动。截至 2017 年 6 月，2.0MW 机型公开招标价格 3885 元/kW，同比下降 5.2%；截至 2017 年 5 月，2.5MW 机型招标价格 4157 元/kW，同比下降 6.5%，预计到 2017 年 6 月，招标价格将降至 3950 元/kW 左右。

图表 20: 2.0MW、2.5MW 机型招标价格 3885 元/kW、4157 元/kW



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

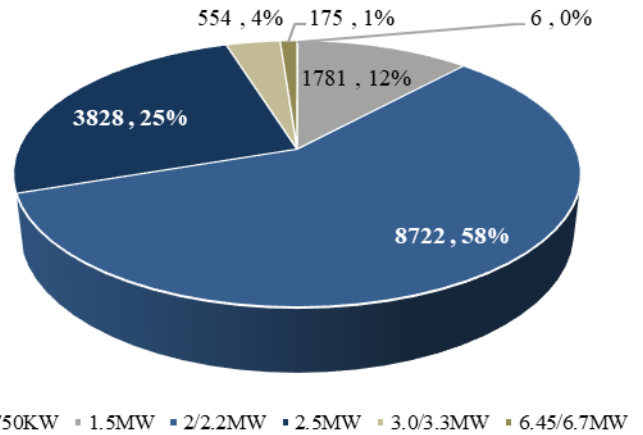
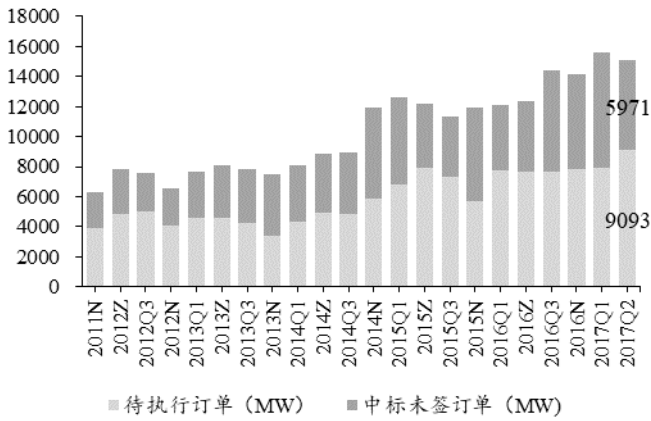
公司在手订单维持高位，2017 年上半年，公司新增订单 3.1GW，其中国内陆上风电订单 2.35GW，占同期陆上风电定标容量的 41.7%。截至期末，在手订单合计 15.06GW，其中 1) 待执行订单 9.09GW，2) 中标未签订订单 5.97GW。

2MW 级及以上机型占在手订单比例显著提升，合计达到 88%。其中

2.0/2.2 MW 机型在手订单高达 8.7GW，占比为 59%。2.5MW 机型的在手订单达到 3.8GW，占比为 25%。3.0MW 及以上机型占比为 5%。

图表 21: 期末在手订单 15.06GW

图表 22: 在手订单中 2MW 及以上机型占比 88%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

公司海上和海外业务发展迅速。经过 10 年的潜心积累，公司成功开发了 3.X 和 6.X 为主的海上产品平台，积极布局海上风电市场，并取得良好的运行纪录和新增订单。

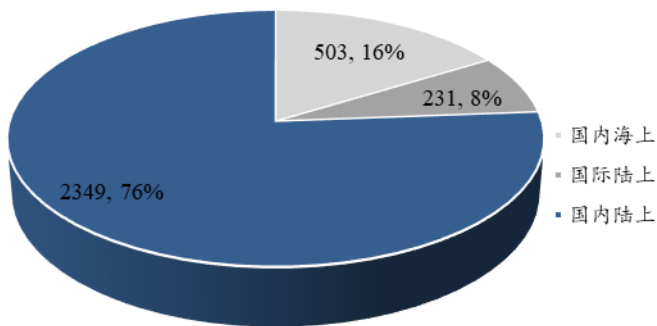
图表 23: 金风科技海上产品谱及市场业绩



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

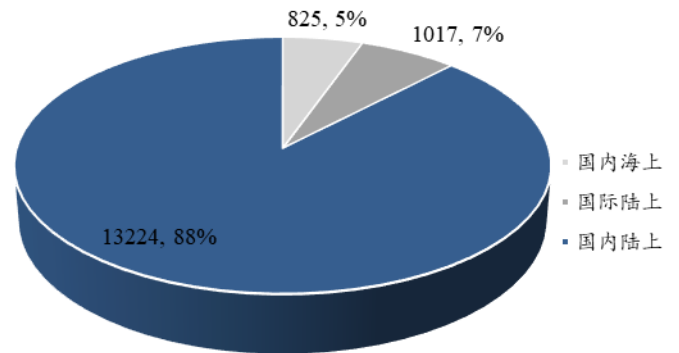
2017 年 1-6 月，国内海上风电项目招标 2.066GW，占全国招标量的 13.5%，截至 6 月 30 日定标量 1.534GW，金风同期新增中标海上风电 503MW。2017 年上半年，国内陆上风电公开招标容量 13.214GW，定标容量 5.636GW，公司新增国内陆上风电订单 2.349GW。截止 2017 年 6 月 30 日，公司海上风电在手订单容量为 825MW，主要机型为 3.X 和 6.X。

图表 24: 2017 年新增订单结构分析



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

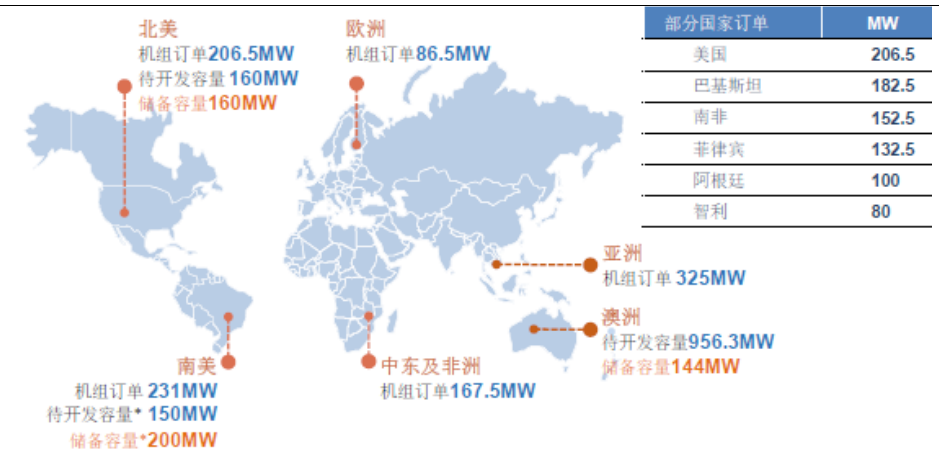
图表 25: 在手订单结构分类



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司积极开拓国际市场, 并取得良好的业绩。截至 2017 年 6 月 30 日, 公司国际风电机组订单 1017MW, 并在上半年成功开发了德州之心、澳洲 Stockyard 等、阿根廷 Loma Blanca 海外项目, 待开发和储备项目的合计容量达到 1770.3MW, 为后续发展奠定坚实基础。公司新增来自美国、菲律宾、古巴等地的海外订单合计 231MW。海外订单以 121/2.5MW 和 82/1.5MW 为主。

图表 26: 截至 2017 年 6 月底。



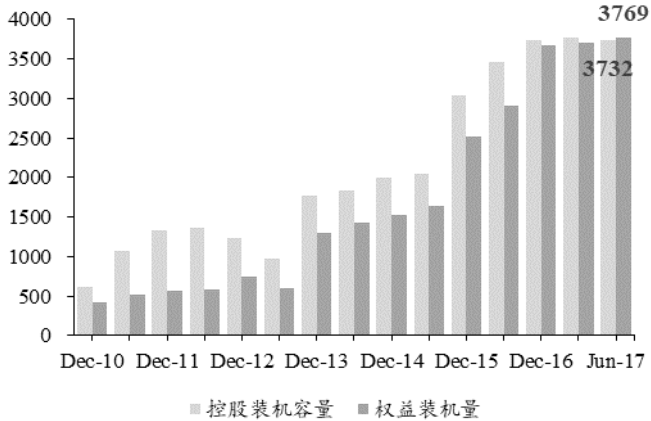
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

部分国家订单	MW
美国	206.5
巴基斯坦	182.5
南非	152.5
菲律宾	132.5
阿根廷	100
智利	80

5. 风电场盈利改善，规模同比大幅增加

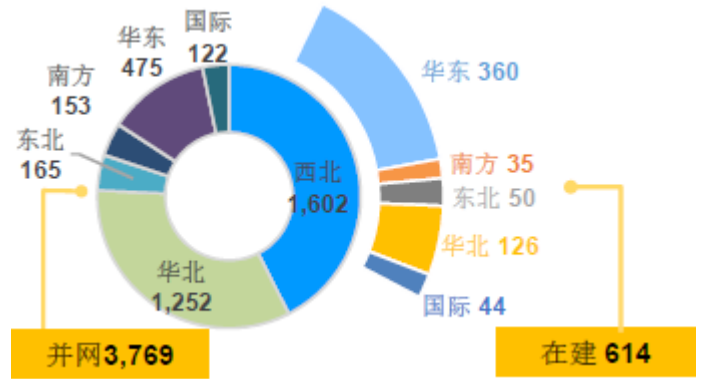
截止 2017 年 6 月 30 日，公司已经并网的自营风电场权益装机容量 3,769MW。其中 43%位于西北地区，33%位于华北地区，17%位于华东及南方地区。2017 年 1-6 月公司新增并网的权益装机容量为 88.6MW，主要位于华东地区。

图表 27: 截至 2017H 期末并网权益装机容量 3769MW



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

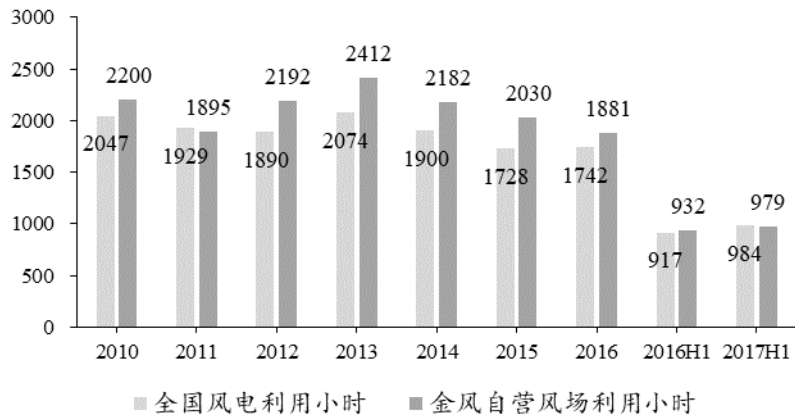
图表 28: 在建容量 614MW, 主要集中在华东



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

随着位于非限电地区的增量项目投入运营，2017 年 1-6 月公司自营风电场的标准运行小时数同比增加 47 小时至 979 小时。公司在西北地区积极开展电力直接交易业务，上半年直接交易电量占公司全部发电量的 21%。

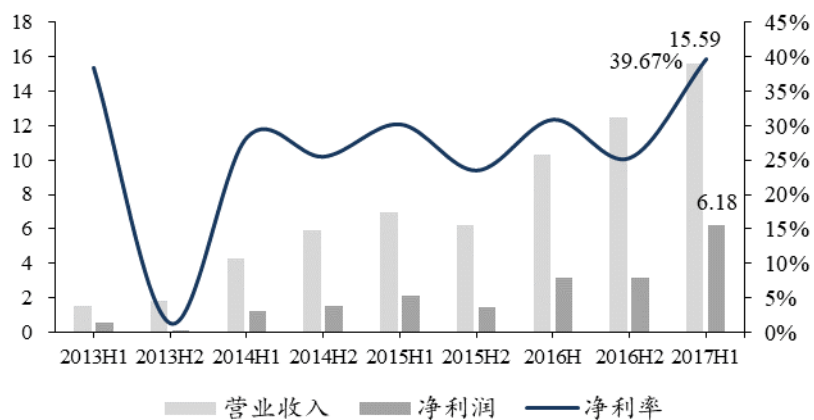
图表 29: 截至 2017 年 6 月底。



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

报告期内，公司风场业务收入 16.50 亿元，同比增长 45.64%。子公司天润收入 15.59 亿元，同比增长 50.61%，实现净利润 6.18 亿元，同比增长 93.46%，净利率 39.67%，也创近期历史新高。

图表 30: 天润 2017H 盈利 6.18 亿元, 净利率 39.67%

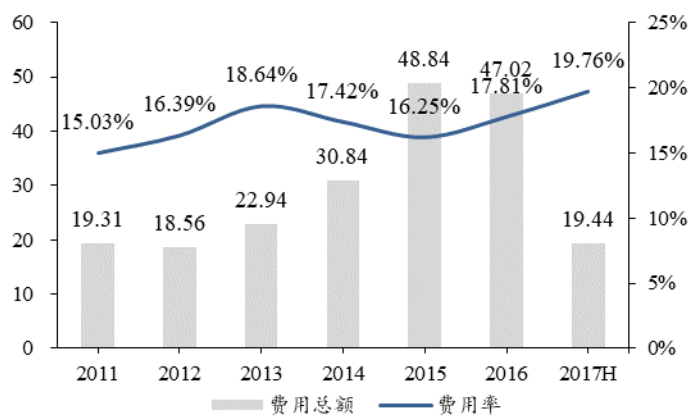


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

6. 研发支出、财务费用增加

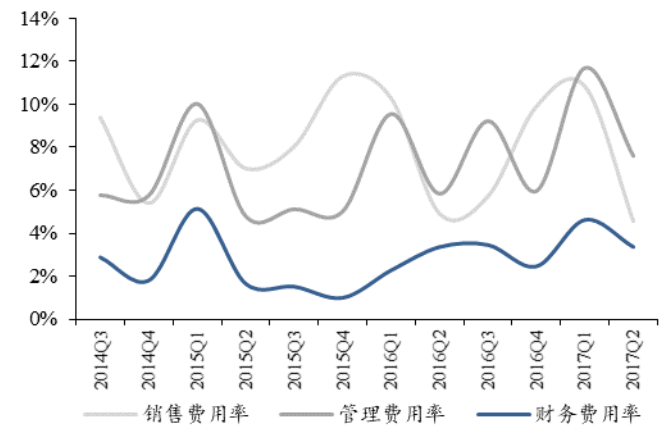
公司 2017 年上半年期间费用同比增长 4.51% 至 19.44 亿元，期间费用率上升 2.72 个百分点至 19.76%。其中，销售、管理、财务费用分别同比下降 10.25%、上升 13.72%、上升 16.42% 至 6.74 亿元、8.95 亿元、3.74 亿元；费用率分别下降 0.03、上升 1.89、上升 0.86 个百分点至 6.85%、9.10%、3.81%。管理费用的增加主要来自研发费用增加，今年上半年研发投入支出 3.99 亿元，同比增长 37.78%；财务费用的增加主要是利息支出增加，今年上半年利息支出 4 亿元，同比增长 25.67%。

图表 31: 2017H 期间费用 19.44 亿元, 同比增长 4.51%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 32: 2017H 期间费用率 19.76%, 同比上升 2.72%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

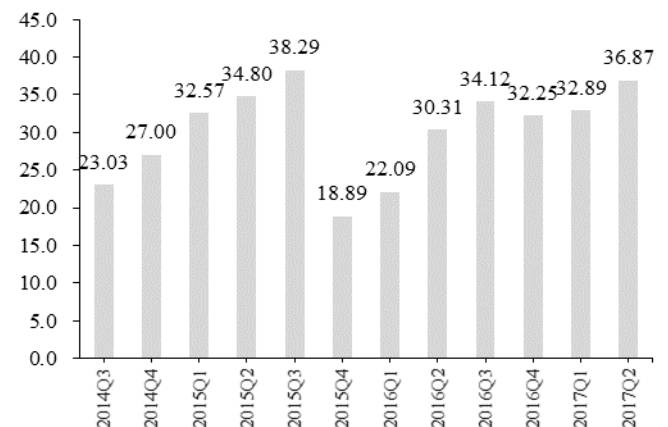
2017 年上半年经营活动现金流量净流出 15.52 亿元，同比增长 26.16%；销售商品取得现金 83.54 亿元，同比增长 0.40%。期末预收款项 36.87 亿元，同比增长 21.64%。

图表 33: 2017H 现金净流出 15.52 亿元, 同比增长 26.16%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

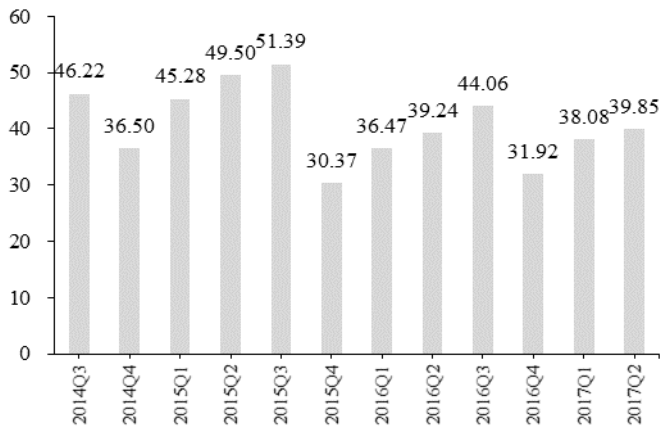
图表 34: 期末预收款项 36.87 亿元, 同比增长 21.64%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

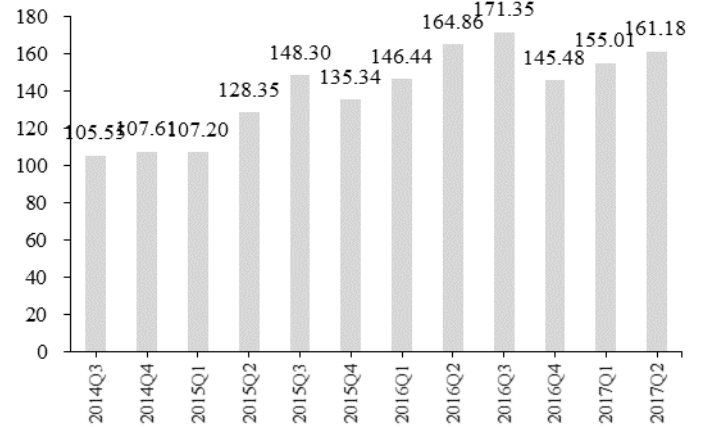
期末应收账款 161.18 亿元，同比下降 3.68 亿元，应收账款周转天数上升 33.12 天至 280.5 天。期末存货 39.85 亿元，同比上升 0.61 亿元；存货周转天数上升 13.67 天至 96.85 天。

图表 35: 期末存货 39.85 亿元, 同比上升 0.61 亿元



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 36: 期末应收账款 161.18 亿元, 下降 3.68 亿元



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 37: 公司分季度运营情况

金风科技	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	经营现金流(亿元)
2014Q3	9.39%	5.80%	2.86%	18.05%	28.00%	14.05%	136.73	243.99	26.57
2014Q4	5.40%	5.78%	1.79%	12.97%	23.90%	8.96%	92.69	197.25	28.86
2015Q1	9.27%	10.03%	5.13%	24.43%	30.85%	9.75%	208.57	378.79	(14.36)
2015Q2	7.02%	4.81%	1.63%	13.46%	28.67%	14.49%	116.05	225.23	16.44
2015Q3	8.05%	5.14%	1.50%	14.68%	26.59%	9.46%	88.80	186.30	16.98
2015Q4	11.32%	5.04%	0.97%	17.34%	24.19%	6.44%	54.48	145.47	28.69
2016Q1	10.30%	9.56%	2.25%	22.11%	29.93%	9.30%	107.76	318.36	(27.89)
2016Q2	4.91%	5.86%	3.34%	14.11%	31.66%	15.56%	83.18	247.39	6.88
2016Q3	5.73%	9.23%	3.44%	18.40%	29.76%	11.43%	85.32	244.06	10.34
2016Q4	9.92%	5.98%	2.44%	18.35%	26.91%	9.14%	60.06	191.50	41.69
2017Q1	10.85%	11.69%	4.61%	27.16%	32.97%	5.04%	131.12	377.36	(22.43)
2017Q2	4.56%	7.61%	3.34%	15.52%	31.78%	15.22%	96.85	280.50	6.92
同比	-0.36%	1.75%	0.00%	1.40%	0.12%	-0.34%	13.67	33.12	0.04
环比	-6.29%	-4.08%	-1.27%	-11.64%	-1.19%	10.18%	(34.27)	(96.85)	29.35

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

7. 投资建议

我们预计 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 33.16、38.23、44.29 亿元，同比分别增长 10.4%、15.3%、15.9%，EPS 分别为 0.93 元、1.08 元、1.25 元。给予公司 2017 年 16 倍 PE，目标价 14.92 元，维持买入评级。

图表 38：公司分季度经营情况简表

金风科技	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	同比	环比
营业收入	25.52	68.78	91.15	115.18	39.84	69.37	60.44	94.31	35.84	62.56	-9.82%	74.55%
毛利率	30.85%	28.67%	26.59%	24.19%	29.93%	31.66%	29.76%	26.91%	32.97%	31.78%	0.12%	-1.19%
毛利润	7.87	19.72	24.24	27.86	11.92	21.96	17.99	25.37	11.82	19.88	-9.48%	68.22%
期间费用率	24.43%	13.46%	14.68%	17.34%	22.11%	14.11%	18.40%	18.35%	27.16%	15.52%	1.40%	-11.64%
销售费用	2.37	4.83	7.33	13.04	4.10	3.41	3.46	9.36	3.89	2.85	-16.34%	-26.66%
管理费用	2.56	3.31	4.69	5.80	3.81	4.06	5.58	5.64	4.19	4.76	17.17%	13.61%
财务费用	1.31	1.12	1.36	1.12	0.90	2.32	2.08	2.30	1.65	2.09	-9.78%	26.60%
期间费用	6.23	9.26	13.38	19.97	8.81	9.79	11.12	17.30	9.73	9.71	-0.88%	-0.28%
资产减值	0.29	0.75	-0.01	1.05	0.51	0.40	0.81	0.40	0.21	0.92	132.16%	334.06%
营业利润	2.69	10.74	9.76	7.31	4.11	12.51	6.95	9.34	1.86	11.57	-7.55%	521.30%
营业外收入	0.37	0.47	0.34	1.25	0.41	0.11	1.36	1.01	0.37	-0.33	-405.05%	-189.41%
利润总额	3.05	11.15	9.96	8.31	4.50	12.56	8.26	10.20	2.22	11.14	-11.33%	401.04%
所得税	0.53	1.04	1.33	0.82	0.64	1.36	1.28	1.19	0.14	1.34	-0.87%	853.01%
归母净利	2.49	9.97	8.62	7.42	3.71	10.80	6.91	8.62	1.81	9.52	-11.79%	427.18%
净利率	9.75%	14.49%	9.46%	6.44%	9.30%	15.56%	11.43%	9.14%	5.04%	15.22%	-0.34%	10.18%
存货	45.28	49.50	51.39	30.37	36.47	39.24	44.06	31.92	38.08	39.85	1.55%	4.67%
股本	27.36	27.36	27.36	27.36	27.36	27.36	27.36	27.36	27.36	27.36	0.00%	0.00%
EPS	0.09	0.36	0.32	0.27	0.14	0.39	0.25	0.32	0.07	0.35	-11.79%	427.18%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 39: 金风科技三张表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	33096.6	34944.4	39745.3	48392.1	营业收入	26395.8	29050.7	35007.9	40844.0
现金	8274.4	9000.0	10000.0	12000.0	营业成本	18671.4	20429.6	24729.2	28805.8
应收款项	17542.5	19101.8	22059.7	26579.4	营业税金及附加	164.6	160.3	193.1	225.3
存货	3192.3	3638.1	4200.6	4982.6	营业费用	2032.8	1975.4	2345.5	2695.7
其他	4087.4	3204.5	3485.0	4830.1	管理费用	1972.7	2560.8	3009.1	3423.5
非流动资产	31340.5	38343.9	45082.2	51729.8	财务费用	759.9	733.8	962.7	1242.0
长期股权投资	1308.0	1568.7	1829.5	2090.3	投资净收益	621.9	650.0	600.0	624.0
固定资产	19478.7	26254.7	32765.7	39185.9	其他	-125.1	-216.6	-189.5	-187.0
无形资产	1002.6	969.2	935.8	902.3	营业利润	3291.1	3624.2	4178.8	4888.7
其他	9551.3	9551.3	9551.3	9551.3	营业外净收支	260.9	265.0	300.0	300.0
资产总计	64437.2	73288.3	84827.5	100121.9	利润总额	3552.0	3889.2	4478.8	5188.7
流动负债	24663.0	30157.0	38658.6	50228.6	所得税费用	446.2	466.7	537.5	622.6
短期借款	2694.1	5834.5	11959.1	17174.3	少数股东损益	102.7	106.1	118.2	137.0
应付账款	14472.7	15392.1	17925.9	21637.4	归属母公司净利润	3003.0	3316.4	3823.1	4429.1
其他	7496.2	8930.4	8773.6	11416.9	EBIT	3617.4	3958.0	4764.4	5727.1
非流动负债	19075.4	19745.9	20452.3	21475.9	EBITDA	4539.0	5042.5	6235.9	7611.0
长期借款	11866.5	11866.5	11866.5	11866.5					
其他	7208.8	7879.4	8585.7	9609.4					
负债总计	43738.4	49902.9	59110.8	71704.5	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	722.6	756.2	793.6	836.9	每股收益(元)	1.10	0.93	1.08	1.25
归属母公司股东权益	19976.2	22629.3	24923.1	27580.5	每股净资产(元)	7.30	6.36	7.01	7.76
负债和股东权益总计	64437.2	73288.3	84827.5	100121.9	发行在外股份(百万股)	2735.5	3556.2	3556.2	3556.2
					ROIC(%)	9.6%	8.7%	9.0%	9.2%
					ROE(%)	15.0%	14.7%	15.3%	16.1%
					毛利率(%)	28.6%	29.1%	28.8%	28.9%
					EBIT Margin(%)	13.7%	13.6%	13.6%	14.0%
					销售净利率(%)	11.4%	11.4%	10.9%	10.8%
					资产负债率(%)	67.9%	68.1%	69.7%	71.6%
					收入增长率(%)	-12.2%	10.1%	20.5%	16.7%
					净利润增长率(%)	5.4%	10.4%	15.3%	15.9%
					P/E	10.57	12.44	10.79	9.31
					P/B	1.59	1.40	1.27	1.15
					EV/EBITDA	16.63	16.19	14.57	13.59

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>

