

## 业绩好于预想，复苏值得期待 买入（维持）

2018年04月07日

### 盈利预测与估值

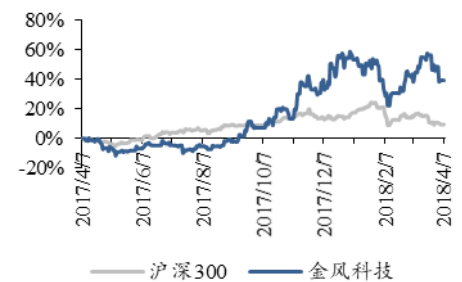
首席证券分析师 曾朵红  
执业资格证书号码：S0600516080001  
021-60199798  
[zengdh@dwzq.com.cn](mailto:zengdh@dwzq.com.cn)

研究助理 曹越  
021-60199587  
[caoyue@dwzq.com.cn](mailto:caoyue@dwzq.com.cn)

盈利及估值重要数据	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	25,129	34,438	47,288	64,242
同比(+/-%)	-4.8%	37.0%	37.3%	35.9%
净利润(百万元)	3055	4048	4962	5983
同比(+/-%)	1.7%	32.5%	22.6%	20.6%
每股收益(元)	0.86	1.14	1.40	1.68
毛利率(%)	30.2%	27.9%	26.7%	25.3%
净资产收益率(%)	13.5%	16.1%	17.7%	18.9%
市盈率(P/E)	19.78	14.93	12.18	10.10
市净率(P/B)	2.66	2.41	2.15	1.91

### 投资要点:

### 股价走势



- **17年业绩30.5亿元，每10股派发现金红利2元；A+H同比例、同价格配股募资50亿元：**公司发布2017年年报，报告期内公司实现营业收入251.29亿元，同比下降4.80%；实现归属母公司净利润30.55亿元，同比增长1.72%。对应EPS为0.86元。其中4季度，实现营业收入81.23亿元，同比下降13.87%，环比增长13.33%；实现归属母公司净利润7.58亿元，同比下降12.03%，环比下降34.80%。4季度对应EPS为0.21元。利润分配方案为每10股派发现金红利2元。公司拟以10配2的比例，向全体股东配股募资50亿元，用于澳大利亚两个风电场（合计677.5MW）建设（20亿）、补充流动资金（15亿）和偿还有息负债（15亿），配股将A和H股同比例、同价格。
- **风机销量下滑，毛利率微降；诉讼计提影响利润贡献：**风机销售收入187.09亿元，同比下降14.45%；零部件销售7.36亿，同比增长41.83%。风机外销5.08GW，同比下降13.62%，其中2.0MW机型销量3.03GW，是主力机型。风机及零部件整体盈利13.46亿元，同比下降43.17%，除了销售容量下降外，与UEP II光伏风电场叶片纠纷仲裁结果后公司计提了0.67亿美元的预计负债有关。平均销售价格3682元/kW，同比微降0.95%。全年风机综合毛利率25.54%，同比下降0.53个百分点。
- **招标订单持续高位，投标价格持续走低：**2017年国内风电公开招标容量为27.2GW，同比略降4.2%。投标价持续走低，2.0/118-121级别2017年的投标均价为3,831元/千瓦，较2016年的4214元/千瓦，同比下降9.1%。截至2017年底，公司在手外部订单合计15.86GW，刷新历史最高纪录。
- **风电场盈利改善，投资收益大幅增加：**风电场开发，实现收入32.55亿元，同比增长34.66%；风电场盈利15.19亿元，同比增长182.17%（含风电场投资收益6.50亿元，较上年同比增长11.61倍）。17年新增并网装机容量515.94MW，新增并网权益装机容量344.82MW，在建权益容量1.5GW。
- **复苏叠加成长，向上趋势确立：**展望18年，我们认为：1）南方市场经过摸索，环评、工期因素影响将逐步弱化，项目进程加快；2）北方红六省限电改善持续超预期，部分省份有望解禁、恢复装机；3）分散式风电破冰贡献额外增量，成长空间打开。我们预计18年国内风电装机有望达到26GW，同增33%以上。而考虑到公司招标市占率的持续提升，18年吊装市占率有望进一步提升至30%以上。
- **投资建议：**我们预计2018-2020年归属母公司净利润分别为40.48、49.62、59.83亿元，同比增长32.5%、22.6%、20.6%，EPS分别为1.14元、1.40、1.68元。给予公司2018年20倍PE，目标价22.8元，维持买入评级。
- **风险提示：**需求不达预期；风机价格竞争超预期；风电场业务不达预期。

### 市场数据

收盘价(元)	16.99
一年最低价/最高价	10.57/20.00
市净率(倍)	2.66
流通A股市值(百万元)	47653.06

### 基础数据

每股净资产(元)	5.96
资本负债率(%)	67.75%
总股本(百万股)	3,556.20
流通A股(百万股)	2,804.77

### 相关研究

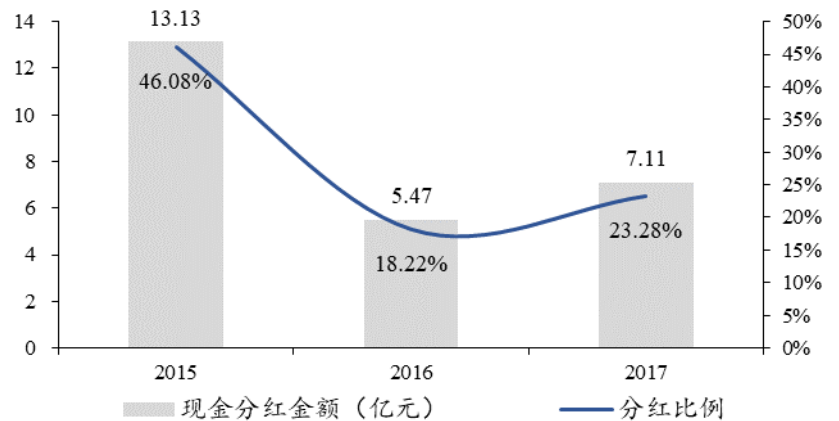
1. 风场转让尘埃落定，行业反转正当其时（2017-10-29）
2. 短期波动静待复苏，海上国际亮点不断（2017-8-27）
3. 毛利率微降虚惊一场，半年报预增转危为安（2017-4-27）
4. 风电行业深度报告：量能变化，长风破浪（2017-3-26）
5. 行业波动无碍公司稳定增长，风电趋势向好龙头价值低估（2017-2-26）

图表 1: 2017 年收入 251.29 亿元, 同比下降 4.80%; 盈利 30.55 亿元, 同比增长 1.72%

金风科技	2017	2016	同比	2017Q4	2016Q4	同比	2017Q3	环比
营业收入	251.29	263.96	-4.80%	81.23	94.31	-13.87%	71.67	13.33%
毛利率	30.24%	29.26%	0.98%	30.36%	26.91%	3.46%	27.39%	2.97%
营业利润	35.09	32.91	6.61%	8.42	9.34	-87.79%	13.24	-36.44%
归母净利润	30.55	30.03	1.72%	7.58	8.62	-12.03%	11.63	-34.80%
净利率	12.16%	11.38%	0.78%	9.34%	9.14%	0.20%	16.23%	-6.89%
股本	35.56	35.56	-	35.56	35.56	-	35.56	-
EPS	0.86	0.84	1.72%	0.21	0.24	-12.03%	0.33	-34.80%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 2: 2017 年每 10 股分红 2 元, 分红比例 23.28%



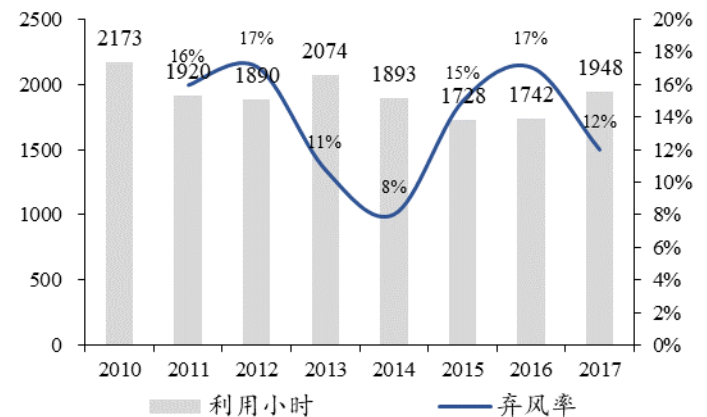
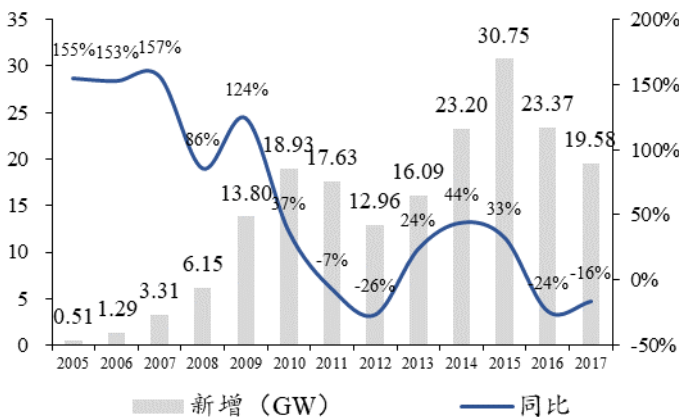
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 1. 风机销售下滑, 风场利润过半

报告期内, 受红色预警机制、环保力度加大以及部分地区开发受限等因素, 国内风电新增装机容量出现下滑, 根据风能协会统计, 2017 年国内新增吊装 19.6GW, 同比下降 16%, 为近三年最低水平。存量市场方面, 弃风限电形势明显好转, 2017 年全国风电利用小时数 1984 小时, 同比增加 206 小时。平均弃风率 12%, 同比下降了 5 个百分点, 主要限电地区限电率都有所下降。

图表 3: 2017 年全国新增吊装 19.6GW, 同比下滑 16%

图表 4: 2017 年全国风电利用小时数增长 206 小时



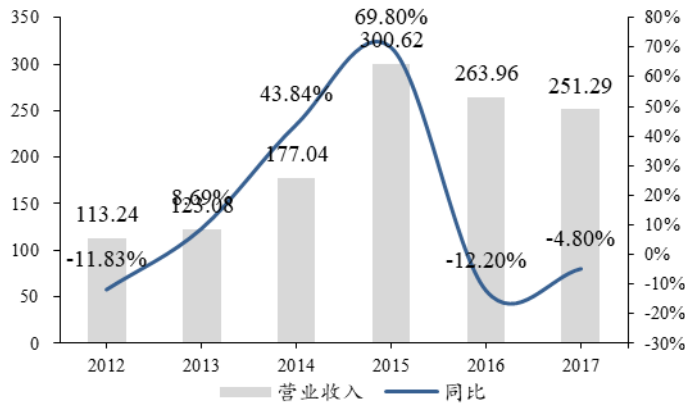
资料来源: CWEA, 东吴证券研究所

资料来源: 能源局, 东吴证券研究所

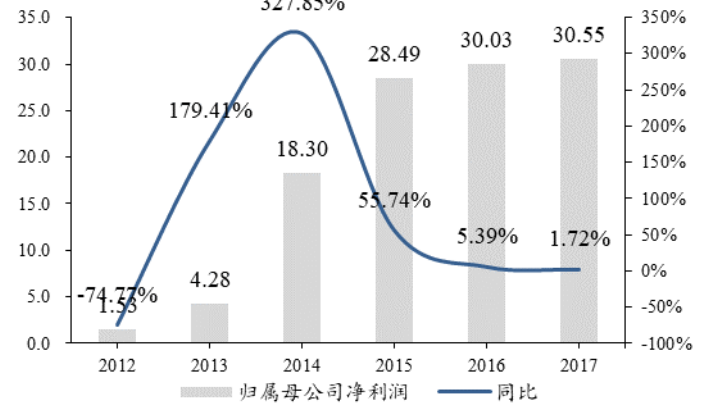
受此风电行业新增并网下滑和弃风限电改善大背景影响, 1) 公司风机销售下滑, 叠加与美国 UEPII 叶片赔偿仲裁, 计提 6661.2 万美元预计负债, 风机业务拖累公司整体表现; 2) 风电场盈利能力逐步恢复, 同时与苹果公司合作的风电场权益转让在三季度完成交割, 贡献收益, 风电场业绩快速增长, 占比提升。总体而言, 公司

收入同比下降了 4.80%，盈利同比增长了 1.72%。

图表 5: 2017 收入 251.29 亿元, 同比下降 4.80%



图表 6: 2017 净利润 30.55 亿元, 同比上升 1.72%



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) 风机方面销售收入 187.09 亿元, 同比下降 14.45%; 对外销售 5.08GW, 同比下降 13.62%, 受销售收入下降及计提 UEP II 诉讼仲裁 0.67 亿美元的预计负债影响, 风机及零部件整体盈利 13.46 亿元, 同比下降 43.17%。扣除对内部分, 预计外销风机贡献净利润约 12 亿元。风机整体毛利率 25.54%, 同比下降 0.53 个百分点。

2) 风电场开发, 实现收入 32.55 亿元, 同比增长 34.66%; 风电场开发盈利 15.6 亿元 (含风电场转让 4.5 亿元左右) 同比增长 182.17%。毛利率 65.91%, 同比提升 3.62 个百分点。

3) 风电服务收入 20.61 亿元, 同比增长 64.99%, 主要是因为国际 EPC 收入增加。毛利率 15.35%, 同比下降 1.03 个百分点, 贡献利润 0.65 亿元。

4) 水务、投资收益等业务收入 3.68 亿元, 同比增长 7.50%; 毛利率 62.70%, 下滑 2.16 个百分点, 其中水务实现利润 0.81 亿元, 同比增长 245.55%。

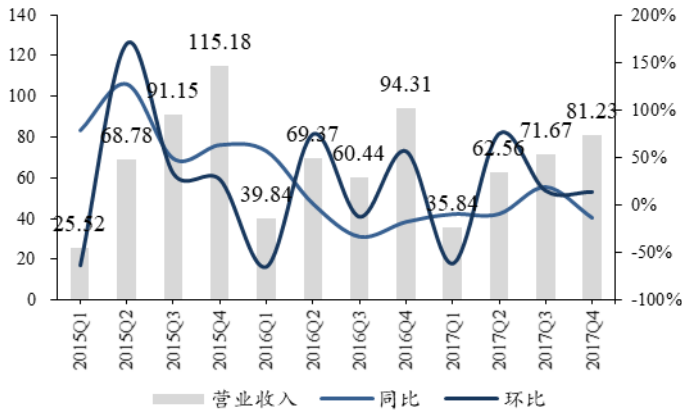
图表 7: 分业务收入及毛利率情况

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
<b>分行业</b>						
风机及零部件销售	194.45	145.39	25.23%	-13.14%	-12.39%	-0.64%
风电服务	20.61	17.44	15.35%	64.99%	67.01%	-1.03%
风电场开发	32.55	11.09	65.91%	34.66%	21.74%	3.62%
其他	3.68	1.37	62.70%	7.50%	14.09%	-2.16%
<b>分产品</b>						
3.0MW	3.05	2.42	20.87%	-21.06%	-9.99%	-9.74%
2.5MW	55.81	41.40	25.82%	8.61%	7.34%	0.89%
2.0MW	105.39	78.75	25.28%	33.43%	32.53%	0.51%
1.5MW	22.83	16.73	26.73%	-72.96%	-72.56%	-1.05%
风机零部件销售	7.36	6.09	17.33%	41.83%	41.86%	-0.03%
风电服务	20.61	17.44	15.35%	64.99%	67.01%	-1.03%
风电场开发	32.55	11.09	65.91%	34.66%	21.74%	3.62%
其他	3.68	1.37	62.70%	7.50%	14.09%	-2.16%
<b>分地区</b>						
国内销售	230.42	160.69	30.26%	-4.73%	-6.53%	1.34%
国际销售	20.88	14.61	30.01%	-5.50%	-1.25%	-3.01%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

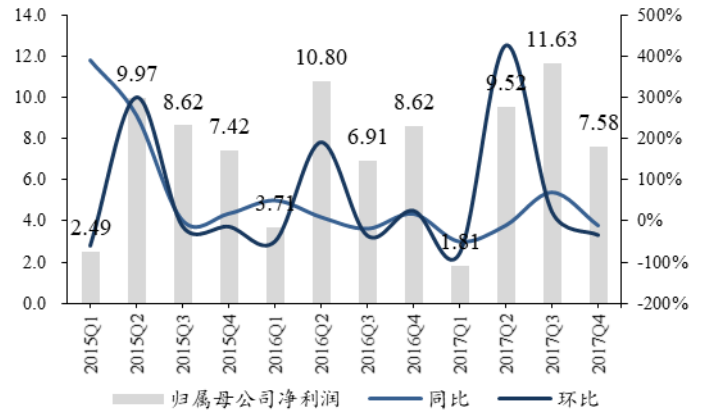
分季度来看, 2017Q4 营收 81.23 亿元, 同比下降 13.87%, 环比增长 13.33%; 2017Q4 盈利 7.58 亿元, 同比下降 12.03%, 环比下降 34.80%, 主要是计提了 0.67 亿美元 (约 4.2 亿元的诉讼赔偿金额)。

图表 8: Q4 营收 81.23 亿元, 同比-13.87%, 环比 13.33%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

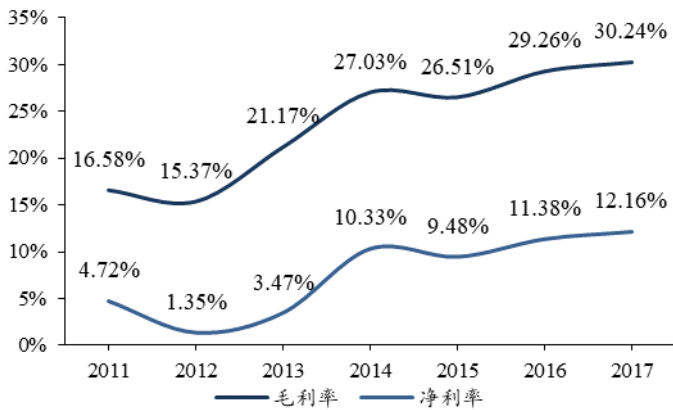
图表 9: Q4 盈利 7.58 亿元, 同比-12.03%, 环比-34.80%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

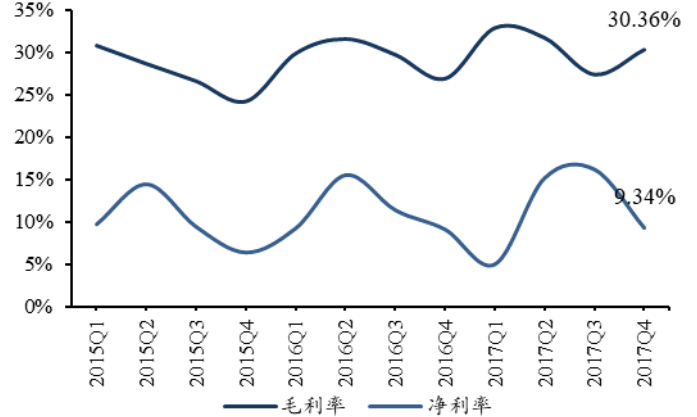
整体盈利能力方面, 风机毛利率微降略超预期, 高毛利能力的风场收入比重的上升, 整体毛利率上升 0.98 个百分点至 30.24%; 整体净利率上升 0.78 个百分点至 12.16%。

图表 10: 17 年毛、净利率同比上升 0.98、0.78 个百分点



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 11: 17Q4 毛、净利率同比上升 3.46、0.2 个百分点



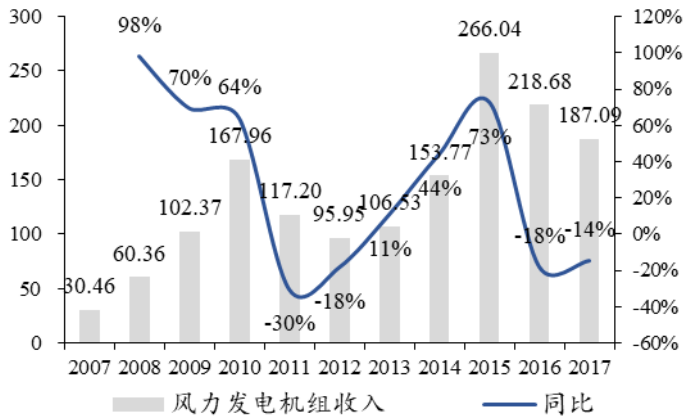
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 风机销量下滑, 毛利率微降; 诉讼计提影响利润贡献

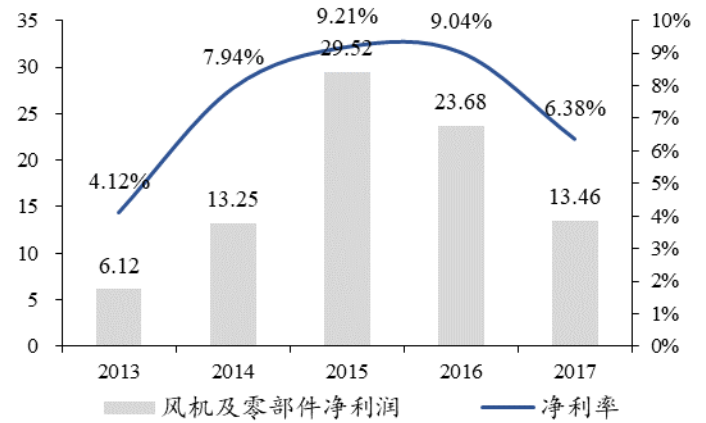
风机销售收入 187.09 亿元, 同比下降 14.45%; 零部件销售 7.36 亿, 同比增长 41.83%。风机对外销售 5.08GW, 同比下降 13.62%, 其中 2.0MW 机型销量 3.03GW, 收入 105.39 亿元, 同比增长 33.43%, 是主力机型。对内销售 16.46 亿元, 大约对应 450MW。风机及零部件整体盈利 13.46 亿元, 同比下降 43.17%。扣除对内部分, 预计外销风机贡献净利润约 12 亿元, 整体下滑明显, 除了销售容量下降外, 与 UEP II 光伏风电场叶片纠纷仲裁结果后公司计提了 0.67 亿美元的预计负债有关。

图表 12: 2017 风机收入 187.09 亿元, 同比下降 14%

图表 13: 2017 风机盈利 13.46 亿元, 同比下降 43.17%



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

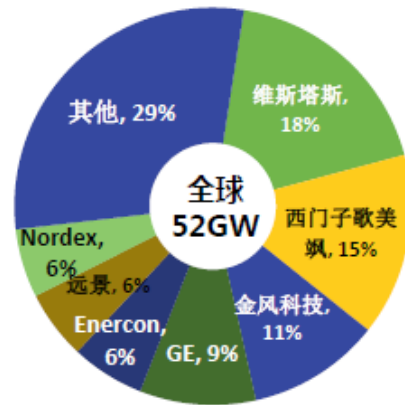
从出货量的横向比较来看，根据彭博新能源数据，2017年公司国内市场份额为29%，较2016年的27%继续提升，连续第七年保持国内第一。市场占有率11%，排名世界第三。

图表 14: 2017 国内市占率 29%

图表 15: 2017 全球市占率 11%



资料来源：公司公告，BNEF，东吴证券研究所

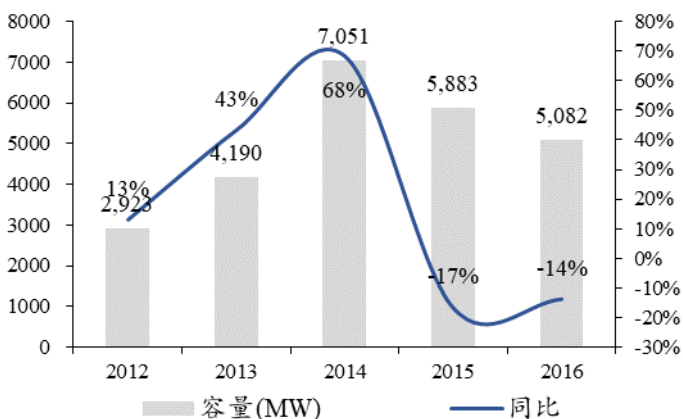


资料来源：公司公告，BNEF，东吴证券研究所

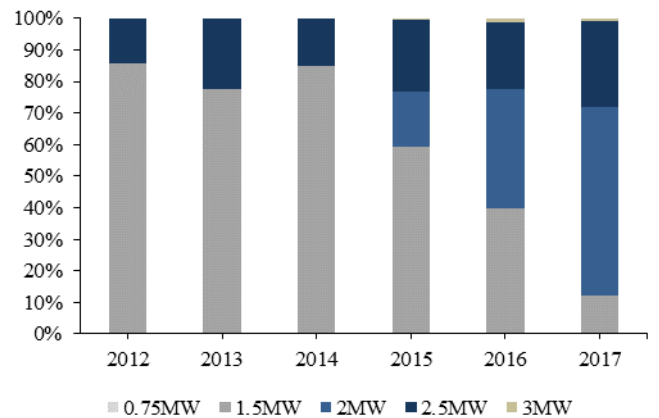
从结构上来看，1) 2.0MW 机型销量 3.03GW，同比增长 36.95%，是主力机型；2) 2.5MW 机型销售 1.38GW，同比增长 10.64%，主要是由于 17H 的内蒙大订单支撑；3) 1.5MW 机型销量 0.63GW，下降 73.24%，占比进一步降低，风机大型化趋势进一步加强；4) 3MW 机型销售 45MW，同比下降 44.44%。

图表 16: 2017 风机销售 5.08GW，同比下降 14%

图表 17: 2017 年 2.0MW 机型销售 3.03GW



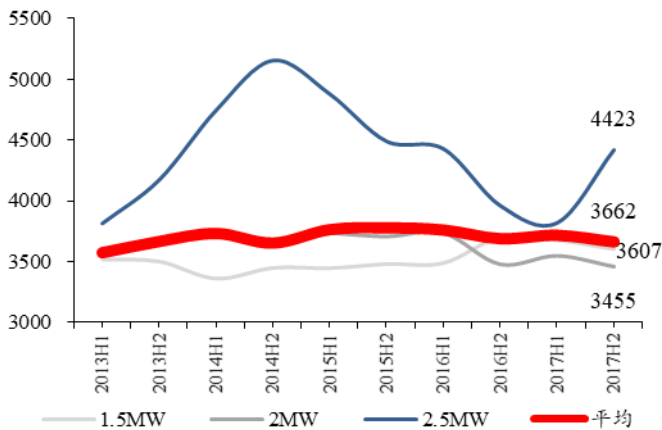
资料来源：Wind，东吴证券研究所



资料来源：Wind，东吴证券研究所

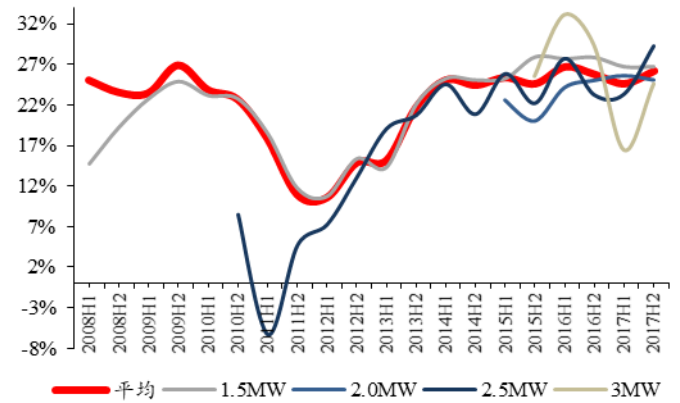
价格方面，平均销售价格 3682 元/kW，同比微降 0.95%；2017H2 机型平均销售价格 3662 元/kW，同比微降 0.73%。1) 销量最高的 2.0MW 和 2.5MW 机型价格分别同比下降了 2.57%、1.83%；2) 3MW 机型价格上升了 42.09% 至 6786 元/kW，但量不大。

图表 18: 2.0MW 价格环比稳定, 2.5MW 价格上升明显



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 19: 2017H2 毛利率同比上升 0.43 个百分点



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

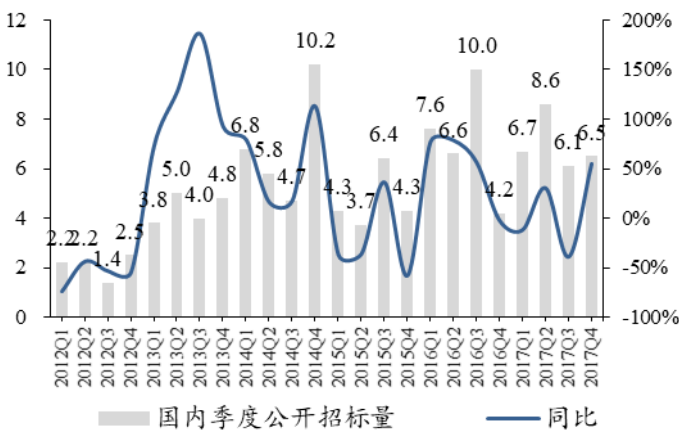
毛利率方面, 全年风机综合毛利率 25.54%, 同比下降 0.53 个百分点。2017H2 毛利率 26.12%, 同比上升 0.43 个百分点, 环比上升 1.56 个百分点, 接近历史最高水平。重点机型 2.0MW 机型 2017 年毛利率 25.28%, 上升了 0.51 个百分点; 2.5MW 机型毛利率 25.82%, 上升了 0.88 个百分点。

### 3. 招标订单持续高位, 投标价格持续走低

2017 年国内风电公开招标容量为 27.2GW, 同比略降 4.2%。其中海上风电招标 3.4GW, 占比 12.5%。2017 年北方项目招标 15GW(55%); 南方项目 12.2GW(45%), 南方项目比例同比增加 4.7 个百分点。2.0MW 级别招标合计 19GW, 占比 70%; 2.5MW 机型占比 7%; 由于海上风电招标的大幅提升(同比提升 81%, 占总量 12.5%), 3.0MW 及以上的大容量机组占比 15%。

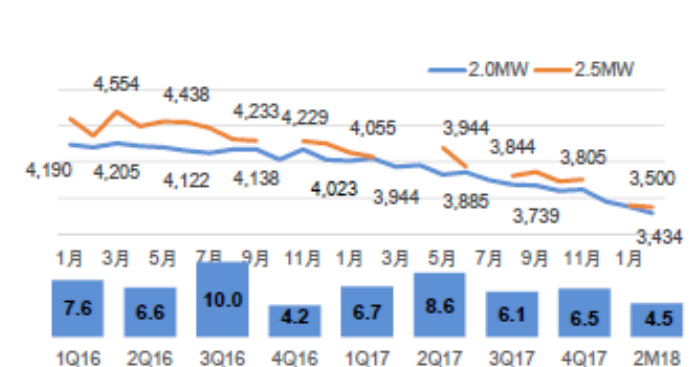
2017 年投标价持续走低, 2.0/118-121 级别 2017 年的投标均价为 3,831 元/千瓦, 较 2016 年的 4214 元/千瓦, 同比下降 9.1%; 2017 年四季度集中进入市场的 2.0MW/125+级别的投标均价为 3811 元/千瓦, 目前 125 米以上叶轮直径的 2.0MW 机组已经成为市场主流产品。2.5MW 机型 2017 年内投标均价也同比下跌 9.1%, 达到 3,948 元; 3MW 级机组 2017 年市场均价 3944 元/千瓦。

图表 20: 2017 年国内公开招标 27.2GW, 同比略降 4.2%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 21: 2.0MW 机型招标价格 3434 元/kW

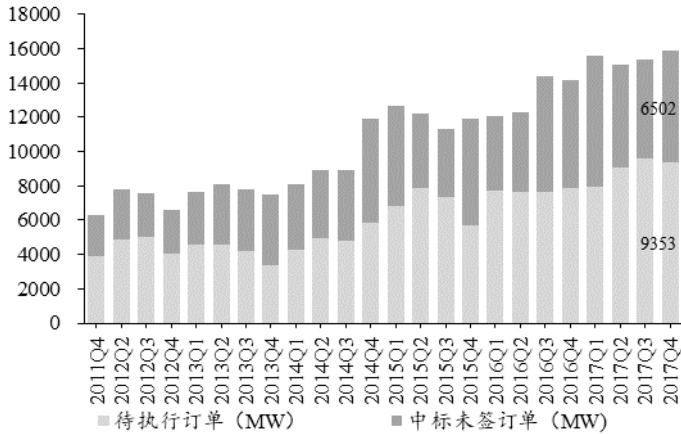


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

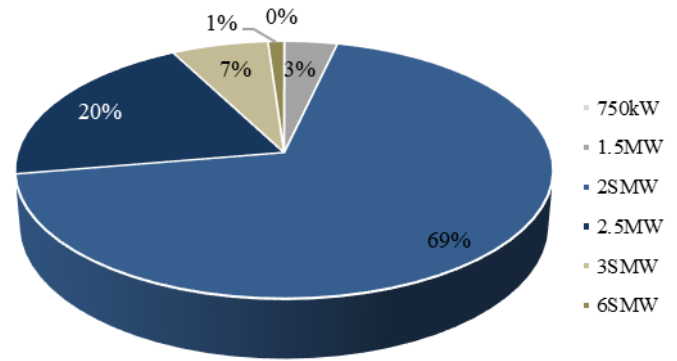
截至 2017 年底, 公司在手外部订单\*合计 15.86GW, 刷新历史最高纪录; 其中海外在手订单容量 704.5MW。已签合同的待执行订单充足, 同比增加 26.6%, 达到 9.4GW。2017 年公司中标海上机组订单 650MW。另有 602MW 的内部订单, 主要为国内及海外自营风电场的供货需求。随着 2.0MW 机型成为招投标市场的主流机型, 公司 2S 平台产品订单占比从 2016 年底的 55% 提升至 69%, 外部在手订单容量首次超过 10GW, 达到 10.9GW。2S 平台中 2.0MW 仍为最主要的细分机型, 占比高达 86%。2.5S 占比 20%, 3S 机型占比 6%; 1.5MW 机型加速淘汰, 降至 4%。

图表 22: 期末在手订单 15.86GW

图表 23: 在手订单中 2SMW 机型占比 69%



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

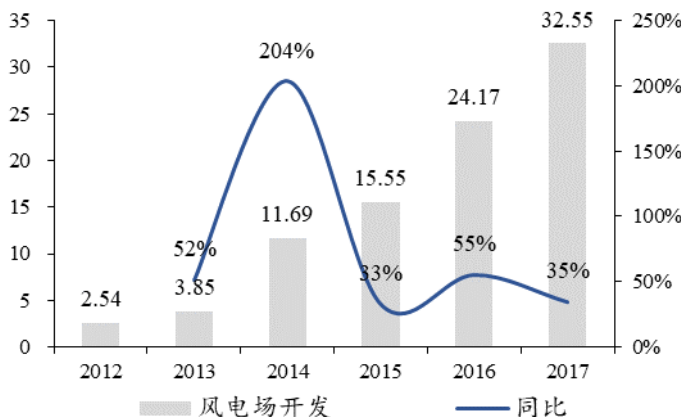
公司海上和海外业务发展迅速。经过 10 年的潜心积累，公司成功开发了 3.X 和 6.X 为主的海上产品平台，积极布局海上风电市场，并取得良好的运行纪录和新增订单。2017 年公司海上项目新增中标量 65 万千瓦，占比全国总定标量 19.58%，海上市场新增装机量 20.78 万千瓦，累计装机量 37.38 万千瓦。公司积极开拓国际市场，并取得良好的业绩，2017 年实现海外销售容量 336.5MW，截至 2017 年底在手外部订单为 704.5MW。

#### 4. 风电场盈利改善，投资收益大幅增加

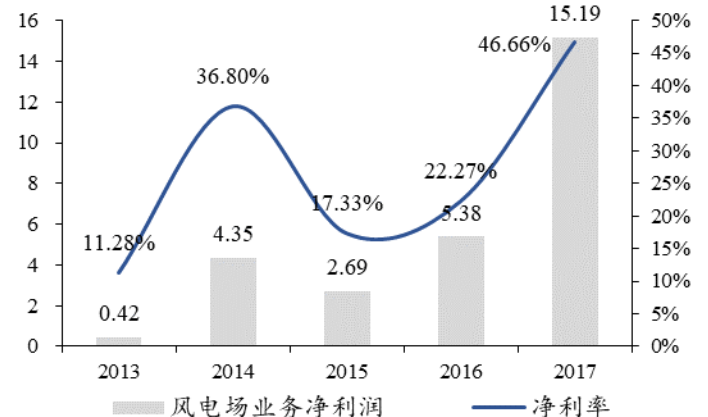
风电场开发，实现收入 32.55 亿元，同比增长 34.66%；风电场盈利 15.19 亿元，同比增长 182.17%（含风电场投资收益 6.50 亿元，较上年同比增长 11.61 倍）

图表 24: 2017 风场收入 32.55 亿元，同比增长 34.66%

图表 25: 2017 风场盈利 15.19 亿元，同比增长 182.17%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

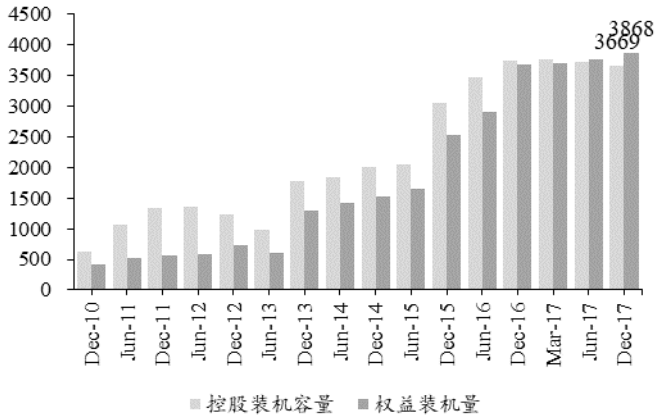


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

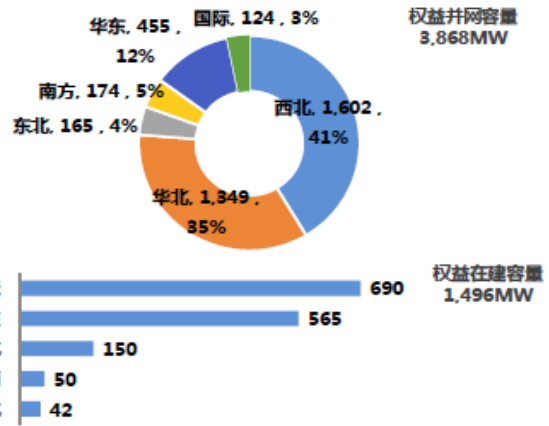
报告期内，公司国内新增并网装机容量 515.94MW，新增并网权益装机容量 344.82MW，主要位于华东和南方地区。截至报告期末，公司风电场累计并网装机容量 4713.50MW，累计权益并网容量 3868MW（同期公司有 384MW 的风电项目因股权比例变动，不再纳入合并报表范围）；在建风电场项目容量 1523.15MW，权益容量 1496.15MW。2017 年国内新增权益核准容量 1814MW。

图表 26: 截至 2017 期末并网权益装机容量 3868MW

图表 27: 权益在建容量 1496MW



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

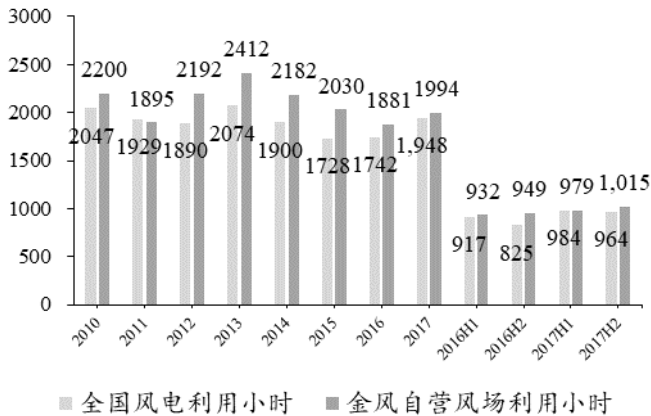


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

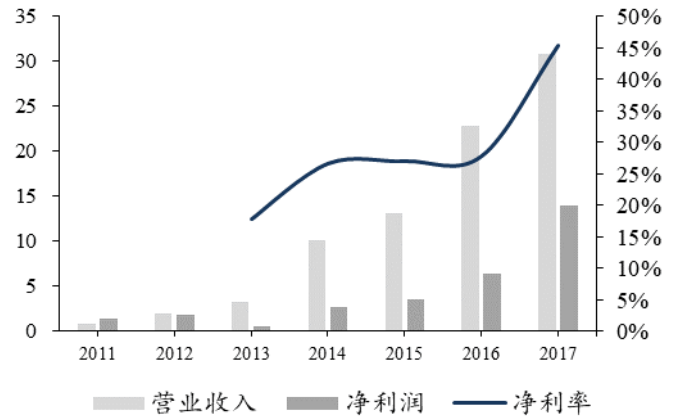
得益于西北地区限电情况得到改善以及南方新增项目陆续投运, 2017 年公司自营风电场的标准运行小时数同比增加 113 小时至 1,994 小时, 高于全国平均水平 46 小时。2017 年直接电力交易占子公司天润总发电量的 24.9%, 其中西北地区占比 18.7%, 华北地区占比 3.0%, 南方地区占比 2.5%, 东北地区占比 0.6%。

图表 28: 17 年全国、金风利用小时 1948、1994 小时

图表 29: 天润 2017H 盈利 14 亿元, 净利率 45.39%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所



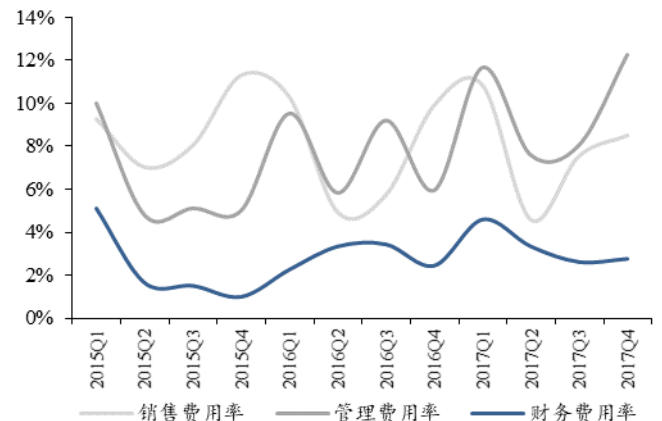
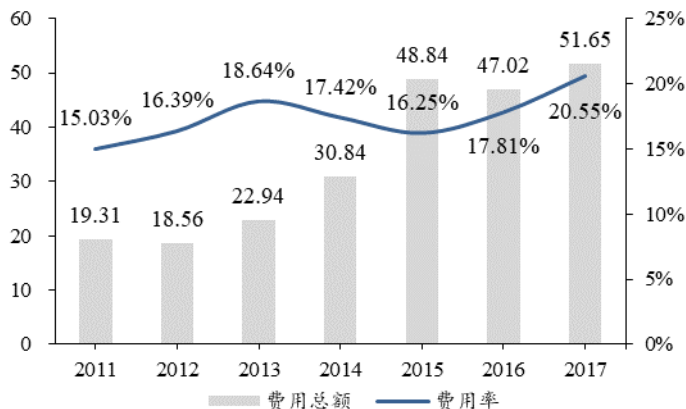
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 5. 管理费用大幅上升, 预收账款创新高

公司 2017 年期间费用同比增长 9.83% 至 51.65 亿元, 期间费用率上升 2.74 个百分点至 20.55%。其中, 销售、管理、财务费用分别同比下降 6.25%、上升 29.51%、上升 3.41% 至 19.06 亿元、24.73 亿元、7.86 亿元; 费用率分别下降 0.12、上升 2.61、上升 0.25 个百分点至 7.58%、9.84%、3.13%。

图表 30: 2017 期间费用 51.65 亿元, 同比增长 9.83%

图表 31: 2017 费用率 20.55%, 同比上升 2.74 个百分点



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

其中，销售费用同比下降 6.25%，主要是因为风机销售下滑，当年销售风机质保金计提下降，虽然诉讼赔偿 0.67 亿美金（约 4.2 亿元）增加了当年质保金，当质转回部分大幅增加（前期质保金计提相对较严）抵消了诉讼赔偿计提的影响。管理费用的大幅增加 29.51%，主要是因为研究与开发支出新增了 2.5 亿元（同比增长 33% 以上），咨询费用增长了 1 亿（同比增长 119%）。

图表 32：预计负债（质保金）科目

质量保证金（亿元）	2012	2013	2014	2015	2016	2017
年初数	12.70	13.55	15.98	20.98	34.93	39.66
本年增加	4.62	5.18	9.50	21.10	15.57	15.85
本年转回	<b>0.88</b>	<b>0.47</b>	<b>1.00</b>	<b>1.31</b>	<b>2.08</b>	<b>6.25</b>
销售费用-产品质量保证准备	3.74	4.71	8.49	19.79	13.48	9.59
本年消耗	2.89	2.27	3.45	5.82	8.74	10.56
外币报表折算差额	0.01	-0.01	0.04	0.02	-0.02	0.00
	13.55	15.98	20.98	34.93	39.66	38.70
减：划分为流动负债的部分	6.71	6.27	8.33	12.90	15.99	17.73
	6.84	9.71	12.66	22.03	23.67	20.97
风机销售收入	95.95	106.53	153.77	266.04	218.68	187.09
新增质保金比例	4.81%	4.86%	6.18%	7.93%	7.12%	8.47%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

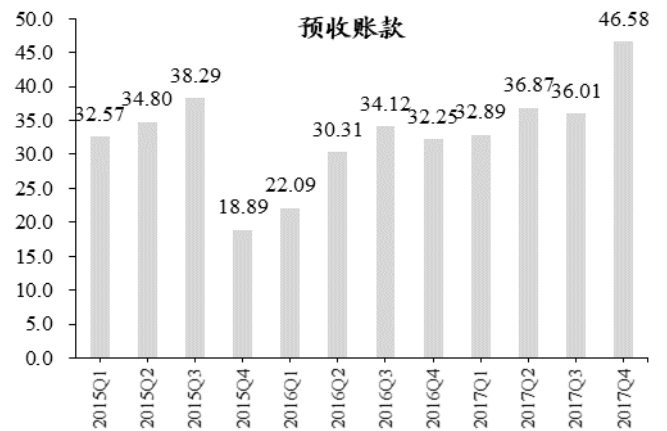
2017 年经营活动现金流量净流入 30.23 亿元，同比增长 2.55%；销售商品取得现金 230.42 亿元，同比增长 6.07%。期末预收款项 46.58 亿元，同比增长 44.44%。

图表 33：2017 现金净流入 30.23 亿元，同比增长 2.55%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 34：期末预收款项 46.58 亿元

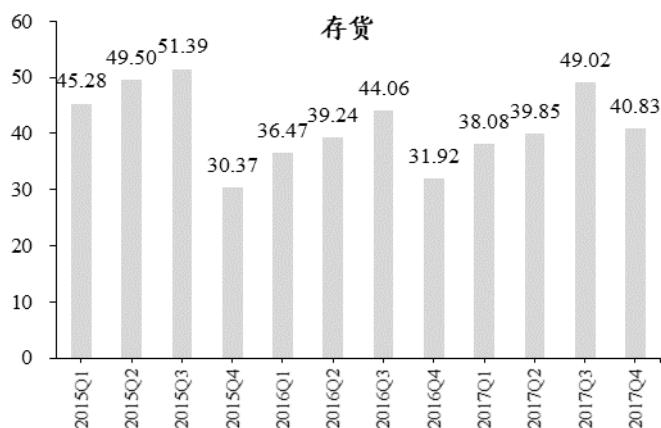


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

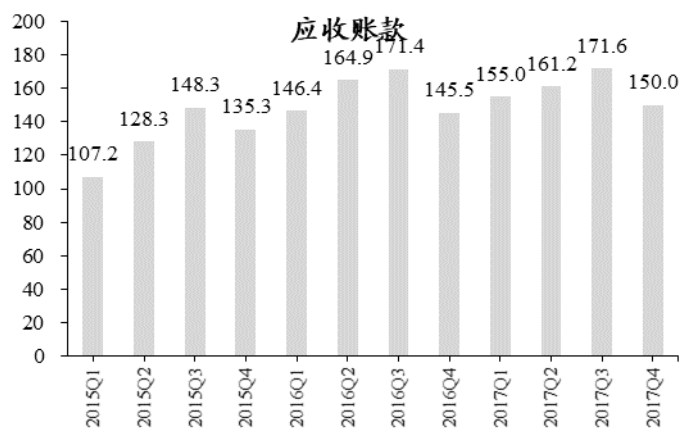
期末应收账款 150.01 亿元，较期初增长 4.54 亿元，应收账款周转天数上升 20.15 天至 211.65 天。期末存货 40.83 亿元，较期初上升 8.91 亿元；存货周转天数上升 14.65 天至 74.7 天。

图表 35：期末存货 40.83 亿元，同比上升 8.91 亿元

图表 36：期末应收账款 150.0 亿元，增长 4.54 亿元



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

## 6. 投资建议

我们预计 2018-2020 年归属母公司净利润分别为 40.48、49.62、59.83 亿元，同比分别增长 32.5%、22.6%、20.6%，EPS 分别为 1.14 元、1.40、1.68 元。给予公司 2018 年 20 倍 PE，目标价 22.8 元，维持买入评级。

**风险提示：**需求不达预期；风机价格竞争超预期；风电场业务不达预期。

图表 37：公司分季度经营情况简表

金风科技	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	同比	环比
营业收入	91.15	115.18	39.84	69.37	60.44	94.31	35.84	62.56	71.67	81.23	-13.87%	13.33%
毛利率	26.59%	24.19%	29.93%	31.66%	29.76%	26.91%	32.97%	31.78%	27.39%	30.36%	3.46%	2.97%
毛利润	24.24	27.86	11.92	21.96	17.99	25.37	11.82	19.88	19.63	24.66	-2.81%	25.61%
期间费用率	14.68%	17.34%	22.11%	14.11%	18.40%	18.35%	27.16%	15.52%	18.24%	23.56%	5.21%	5.32%
销售费用	7.33	13.04	4.10	3.41	3.46	9.36	3.89	2.85	5.41	6.91	-26.16%	27.76%
管理费用	4.69	5.80	3.81	4.06	5.58	5.64	4.19	4.76	5.79	9.98	76.92%	72.34%
财务费用	1.36	1.12	0.90	2.32	2.08	2.30	1.65	2.09	1.87	2.24	-2.62%	19.80%
期间费用	13.38	19.97	8.81	9.79	11.12	17.30	9.73	9.71	13.07	19.14	10.59%	46.38%
资产减值	-0.01	1.05	0.51	0.40	0.81	0.40	0.21	0.92	1.17	0.29	-28.38%	-75.45%
营业利润	9.76	7.31	4.11	12.51	6.95	9.34	1.86	11.57	13.24	8.42	-9.87%	-36.44%
营业外收入	0.34	1.25	0.41	0.11	1.36	1.01	0.37	-0.33	0.01	0.03	-96.61%	295.98%
利润总额	9.96	8.31	4.50	12.56	8.26	10.20	2.22	11.14	13.21	8.34	-18.25%	-36.89%
所得税	1.33	0.82	0.64	1.36	1.28	1.19	0.14	1.34	1.53	0.40	-65.90%	-73.52%
归母净利	8.62	7.42	3.71	10.80	6.91	8.62	1.81	9.52	11.63	7.58	-12.03%	-34.80%
净利率	9.46%	6.44%	9.30%	15.56%	11.43%	9.14%	5.04%	15.22%	16.23%	9.34%	0.20%	-6.89%
存货	51.39	30.37	36.47	39.24	44.06	31.92	38.08	39.85	49.02	40.83	27.90%	-16.71%
股本	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	0.00%	0.00%
EPS	0.24	0.21	0.10	0.30	0.19	0.24	0.05	0.27	0.33	0.21	-12.03%	-34.80%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 38：金风科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>33081.3</b>	<b>38771.7</b>	<b>49599.5</b>	<b>67485.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>25129.5</b>	<b>34437.9</b>	<b>47287.9</b>	<b>64241.6</b>
现金	7739.5	8000.0	8000.0	8000.0	营业成本	17530.5	24819.5	34667.2	47956.4
应收款项	18014.9	22644.1	29797.9	42925.3	营业税金及附加	160.9	206.6	283.7	385.4
存货	4083.0	4419.9	5888.7	9285.2	营业费用	1905.8	1894.1	2837.3	3854.5
其他	3243.9	3707.7	5913.0	7274.6	管理费用	2530.5	2734.0	3392.5	4579.2
<b>非流动资产</b>	<b>39706.5</b>	<b>49525.9</b>	<b>59012.3</b>	<b>68391.5</b>	财务费用	785.8	1103.6	1413.6	1685.7
长期股权投资	2390.7	3473.5	4556.3	5639.1	投资净收益	1212.9	682.5	599.1	580.2
固定资产	22838.5	31657.4	40143.3	48522.1	其他	79.9	14.1	91.2	192.9
无形资产	2469.3	2387.0	2304.7	2222.4	<b>营业利润</b>	<b>3508.7</b>	<b>4376.6</b>	<b>5384.0</b>	<b>6553.5</b>
其他	12008.0	12008.0	12008.0	12008.0	营业外净收支	-18.1	265.0	300.0	300.0
<b>资产总计</b>	<b>72787.8</b>	<b>88297.5</b>	<b>108611.8</b>	<b>135876.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>3490.6</b>	<b>4641.6</b>	<b>5684.0</b>	<b>6853.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>29600.3</b>	<b>42073.9</b>	<b>59029.3</b>	<b>81770.4</b>	所得税费用	341.7	464.2	568.4	685.3
短期借款	6047.1	14341.4	17461.7	23782.0	少数股东损益	94.1	129.5	153.5	185.0
应付账款	15256.9	18958.4	27841.0	38960.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3054.7</b>	<b>4048.0</b>	<b>4962.1</b>	<b>5983.1</b>
其他	8296.3	8774.1	13726.6	19027.8	EBIT	3220.1	5072.6	6473.3	7933.8
<b>非流动负债</b>	<b>19712.5</b>	<b>20252.2</b>	<b>20553.5</b>	<b>21390.6</b>	EBITDA	4341.4	6337.3	8269.9	10270.8
长期借款	15076.0	15076.0	15076.0	15076.0					
其他	4636.5	5176.1	5477.5	6314.6	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债总计</b>	<b>49312.8</b>	<b>62326.0</b>	<b>79582.8</b>	<b>103161.0</b>	每股收益(元)	0.86	1.14	1.40	1.68
少数股东权益	788.3	856.0	936.3	1033.1	每股净资产(元)	5.96	7.06	7.90	8.91
归属母公司股东权益	22686.7	25115.5	28092.7	31682.6	发行在外股份(百万股)	3556.2	3556.2	3556.2	3556.2
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>72787.8</b>	<b>88297.5</b>	<b>108611.8</b>	<b>135876.6</b>	ROIC(%)	6.9%	9.2%	10.2%	11.0%
					ROE(%)	13.5%	16.1%	17.7%	18.9%
					毛利率(%)	30.2%	27.9%	26.7%	25.3%
					EBIT Margin(%)	12.8%	14.7%	13.7%	12.3%
					销售净利率(%)	12.2%	11.8%	10.5%	9.3%
					资产负债率(%)	67.7%	70.6%	73.3%	75.9%
					收入增长率(%)	-4.8%	37.0%	37.3%	35.9%
					净利润增长率(%)	1.7%	32.5%	22.6%	20.6%
					P/E	19.78	14.93	12.18	10.10
					P/B	2.66	2.41	2.15	1.91
					EV/EBITDA	25.28	19.37	16.93	15.93

数据来源：Wind，东吴证券研究

## 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>

