

2018年04月25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

运营驱动增长, 投标价格企稳

买入 (维持)

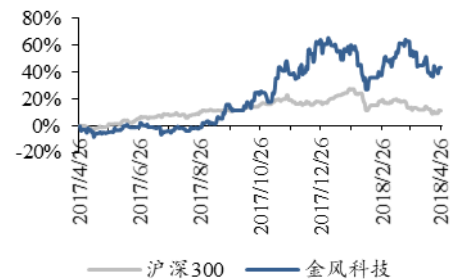
盈利预测与估值

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)	19.55	14.75	12.03	9.98
市净率(P/B)	2.63	2.38	2.13	1.88

投资要点:

- **2018Q1 业绩增长 33%, 2018H1 业绩预增 0-50%:** 公司发布 2018 年 1 季报, 报告期内实现营业收入 38.60 亿元, 同比增长 7.70%; 实现归属母公司净利润 2.40 亿元, 同比增长 32.72%。对应 EPS 为 0.0625 元。公司预计 2018 年 1-6 月业绩将同比增长 0-50%。
- **运营盈利释放, 风机同比增长:** 报告期内, 公司收入和利润分别增长了 7.70%、32.72%: 1) 测算风机销售 700-800MW, 同比略有增长, 风机收入 23-27 亿元, 同比基本持平。2) 风电场方面, 2018 年 1-3 月, 公司新增权益并网装机容量 143MW, 同比提升 377%, 累计并网容量达到 4.01GW (2017Q1 权益装机 3.7GW), 权益在建容量 2.224GW。得益于红六省的消纳改善, 2018Q1 公司自营风电场利用小时数同比增加 32% 至 590 小时。测算风电场运营收入 9-10 亿元。3) 其他业务预计收入 3-4 亿元。4) 投资收益贡献 1.93 亿元, 同比增长 465.61%。盈利能力方面, 受益于风电场运营收入比重上升以及利用小时数上升盈利改善, 综合毛利率同比提升 3 个百分点至 36.0%; 净利率为 7.36%, 同比增长 1.55 个百分点。
- **投标价格企稳, 在手订单新高:** 2018 年以来, 国内公开招标量为 7.4GW, 同比增长 10%。2.0MW 级别机组 2018Q1 投标均价下降至 3418 元/千瓦, 较今年初下降 2.5%。近四个月以来, 2.0MW 机组月投标月均价环比降速, 已从 3.6% 下降至 0.5%, 显示投标价格逐步企稳。2.5MW 机型 2018Q1 投标均价较今年初下跌 0.99 个百分点, 达到 3485/千瓦; 近三个月以来, 月均价环比降速从 7.5% 下降至 0.4%。截至 2018 年 3 月底, 公司在手外部订单合计 16.78GW, 持续刷新历史最高纪录; 其中海外在手订单容量 813MW。已签合同的待执行订单充足, 同比增加 31.8%, 首次超过 10GW。
- **费用率上升, 预收款增长:** 公司 2018 年 1 季度期间费用同比增长 22.91% 至 11.96 亿元, 期间费用率上升 3.84 个百分点至 30.99%。其中, 财务费用率上升 3.27 个百分点。2018 年 1 季度经营活动现金流量净流出 15.79 亿元, 同比增长 29.62%。期末预收款项 44.28 亿元, 同比增长 34.62%。期末应收账款 160.37 亿元, 同比增长 5.36 亿元, 应收账款周转同比天数下降 15.48 天。
- **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、

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.79
一年最低价/最高价	10.57/20.00
市净率(倍)	2.79
流通 A 股市值(百万元)	47092.11

基础数据

每股净资产(元)	6.01
资本负债率(%)	66.76%
总股本(百万股)	3,556.20
流通 A 股(百万股)	2,804.77

相关研究

1. 业绩好于预想, 复苏值得期待 (2018-04-07)
2. 风场转让尘埃落定, 行业反转正当其时 (2017-10-29)
3. 短期波动静待复苏, 海上国际亮点不断 (2017-8-27)
4. 毛利润微降虚惊一场, 半年报预增转危为安 (2017-4-27)
5. 风电行业深度报告: 量能变化, 长风破浪 (2017-3-26)
6. 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)

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。

图表 1: 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
流动资产	33081.3	38771.7	49599.5	67485.1	营业收入	25129.5	34437.9	47287.9	64241.6
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
非流动资产	39706.5	49525.9	59012.3	68391.5	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	营业利润	3508.7	4376.6	5384.0	6553.5
其他	12008.0	12008.0	12008.0	12008.0	营业外净收支	-18.1	265.0	300.0	300.0
资产总计	72787.8	88297.5	108611.8	135876.6	利润总额	3490.6	4641.6	5684.0	6853.5
流动负债	29600.3	42073.9	59029.3	81770.4	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	归属母公司净利润	3054.7	4048.0	4962.1	5983.1
其他	8296.3	8774.1	13726.6	19027.8	EBIT	3220.1	5072.6	6473.3	7933.8
非流动负债	19712.5	20252.2	20553.5	21390.6	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	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	49312.8	62326.0	79582.8	103161.0	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)	6.38	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
负债和股东权益总计	72787.8	88297.5	108611.8	135876.6	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	19.55	14.75	12.03	9.98
					P/B	2.63	2.38	2.13	1.88
					EV/EBITDA	25.11	19.26	16.84	15.86

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>

