

2018年08月24日

风机销售复苏，运营稳定增长 买入（维持）

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

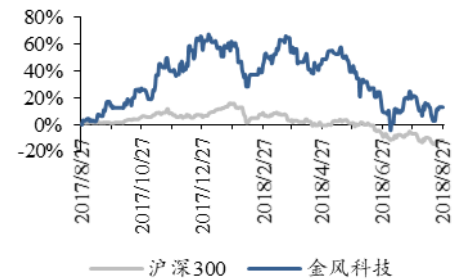
盈利预测与估值

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)	15.02	11.33	9.25	7.67
市净率(P/B)	2.02	1.83	1.63	1.45

投资要点:

- **半年报业绩增长 35%，三季报预增 0-50%：**公司发布 2018 年半年报，报告期内公司实现营业收入 110.3 亿元，同比增长 12.10%；实现归属母公司净利润 15.3 亿元，同比增长 35.05%。对应 EPS 为 0.43 元。其中 2 季度，实现营业收入 71.7 亿元，同比增长 14.62%，环比增长 85.77%；实现归属母公司净利润 12.9 亿元，同比增长 35.49%，环比增长 438.20%。2 季度对应 EPS 为 0.36 元。公司预计 2018 年 1-9 月份归属上市公司股东的净利润 22.9-34.4 亿元，同比增长 0-50%。
- **风机销售复苏，运营稳定增长：**1) 风机及零部件，销售收入 80.13 亿元，同比增长 9.80%，风机外销 2.09GW，同比上升 11.71%。受原材料成本上行压力风机及零部件毛利率下行 3.47 个百分点至 21.09%，整体盈利 6.49 亿元，同比增长 56.45%（主要得益于质保金转回增加，销售费用降低）。2) 风电场开发，发电量 0.41TWh，同比增长 25%，实现收入 20.19 亿元，同比增长 21.62%；风电场开发盈利 7.82 亿元同比增长 15.32%（收入增幅高于利润增幅，主要是因为财务费用的增长）。毛利率 71.83%，同比提升 5.90 个百分点。3) 风电服务收入 6.21 亿元，同比下降 12.71%。毛利率 19.82%，同比下降 4.42 个百分点，贡献利润 0.04 亿元，同比下降 91.77%。4) 水务、投资收益等业务收入 3.77 亿元，同比增长 121.05%。
- **招标订单创新高，投标价格企稳：**2018 年 1-6 月，国内公开招标量为 16.7GW，同比增长 9.2%，2.0MW 机组 2018 年 7 月投标均价 3250 元/千瓦，环比降速 0.55%，进一步下探空间有限。2.5MW 机型 2018 年 6 月投标均价为 3447 元/千瓦。期末，在手外部订单合计 17.5GW，创新高。
- **运营业绩持续增长，投资力度持续加大：**实现收入 20.19 亿元，同比增长 21.62%；风电场开发盈利 7.82 亿元同比增长 15.32%。上半年，新增权益装机 165.5MW，同比提升 86.8%，累计并网装机 4033MW，权益在建容量 3053MW。
- **费用率下降，现金流出、应收账款上升：**销售费用同比下降 25.01%、费用率下降 2.27 个百分点，主要是因为质保金转回部分大幅增加了 2.42 亿。财务费用的大幅增加 36.97%，主要是因为建设、运营风电场支出大量现金导致净债务规模增长较快。上半年经营活动现金流量净流出 26.81 亿元，同比增长 72.81%；期末预收款项+合同负债合计 39.81 亿元，同比增长 7.97%。期末预付账款 13.23 亿元，同比增长 47.89%。应收账款 189.2 亿元，同比增长 17.38%，主要是因为电费补贴规模增加。
- **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。对应 PE 分别为 11.33、9.25、7.67 倍，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.90
一年最低价/最高价	10.79/19.69
市净率(倍)	2.13
流通 A 股市值(百万元)	36827.01

基础数据

每股净资产(元)	6.05
资本负债率(%)	68.08%
总股本(百万股)	3,556.20
流通 A 股(百万股)	2,854.81

相关研究

1. 运营驱动增长，投标价格企稳 (2018-4-25)
2. 业绩好于预想，复苏值得期待 (2018-8-7)
3. 风场转让尘埃落定，行业反转正当其时 (2017-10-29)
4. 短期波动静待复苏，海上国际亮点不断 (2017-8-27)
5. 毛利润微降虚惊一场，半年报预增转危为安 (2017-4-27)
6. 风电行业深度报告：量能变化，长风破浪 (2017-3-26)
7. 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: 2018 年上半年收入 110.3 亿元, 同比增长 12.10%; 盈利 15.3 亿元, 同比增长 35.05%

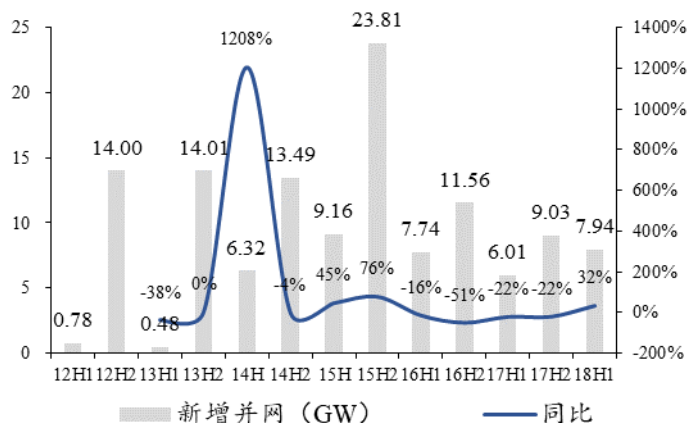
金风科技	2018H1	2017H1	同比	2018Q2	2017Q2	同比	2018Q1	环比
营业收入	110.30	98.40	12.10%	71.70	62.56	14.62%	38.60	85.77%
毛利率	31.18%	32.21%	-1.03%	28.57%	31.78%	-3.20%	36.03%	-7.46%
营业利润	17.97	13.43	33.83%	15.13	11.57	30.79%	2.84	432.05%
归属母公司净利润	15.30	11.33	35.05%	12.90	9.52	35.49%	2.40	438.20%
净利率	13.87%	11.51%	2.36%	18.00%	15.22%	2.77%	6.21%	11.78%
股本	35.56	35.56	-	35.56	35.56	-	35.56	-
EPS	0.43	0.32	35.05%	0.36	0.27	35.49%	0.07	438.20%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1. 风机销售复苏, 运营盈利改善

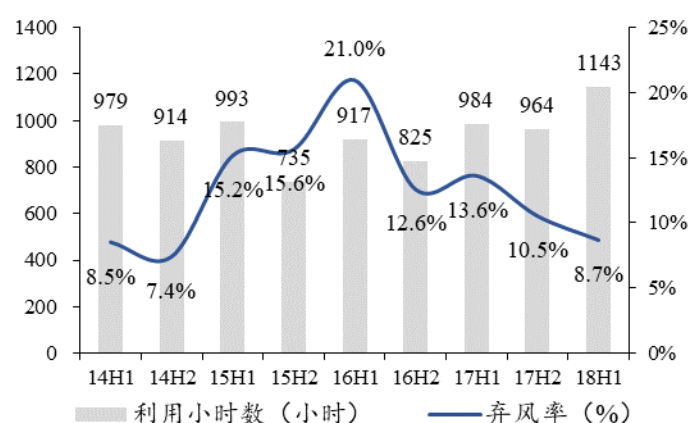
2018 年 1-6 月, 国内风电市场经历两年的下滑后, 重新恢复增长, 根据能源局口径, 风电新增并网容量 7.94GW, 同比增长 32%, 累计风电并网容量超过 171.6GW。2018 年 1-6 月全国风电利用小时数 1143 小时, 同比增加 159 小时, 全国弃风量 182 亿千瓦时, 弃风率 8.7%, 同比下降 4.9 个百分点, 其中山西、吉林、黑龙江、甘肃几个省份弃风率均下降超过 10 个百分点, 弃风限电改善进入持续下降通道。

图表 2: 2018H 全国新增并网 7.94GW, 同比增长 32%



资料来源: CWEA, 东吴证券研究所

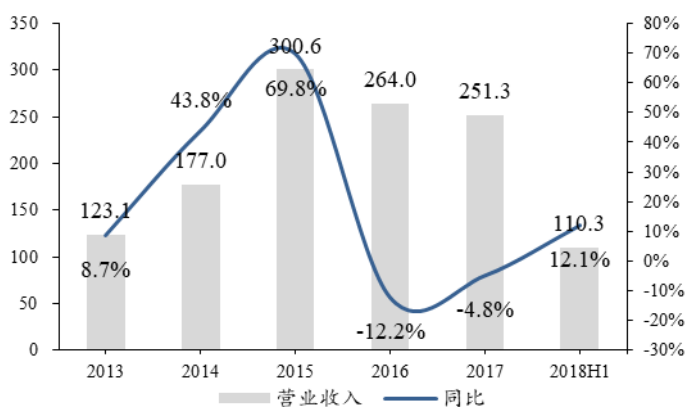
图表 3: 2018H 全国风电利用小时数增长 159 小时



资料来源: 能源局, 东吴证券研究所

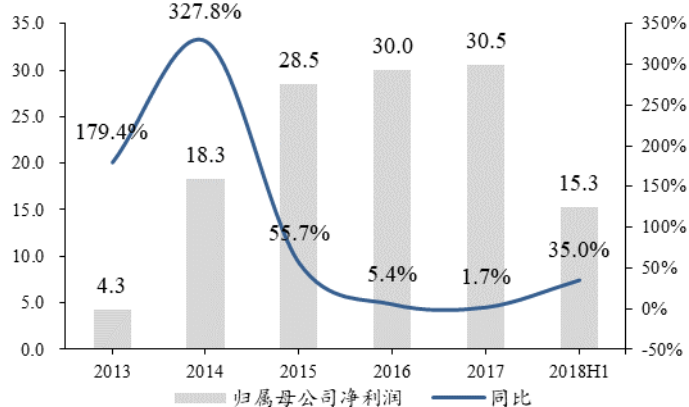
受此风电行业复苏和弃风限电持续改善大背景影响, 1) 公司风机销售恢复增长, 毛利率受价格下行及成本上行影响下滑明显, 费用控制加强, 风机盈利大幅增长; 2) 风电场发电量增长, 盈利能力持续改善, 业绩快速增长, 占比提升。总体而言, 公司收入同比增长了 12.10%, 盈利同比增长了 35.05%。

图表 4: 2018H 收入 110.3 亿元, 同比增长 12.10%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 5: 2018H 净利润 15.3 亿元, 同比增长 35.05%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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) 风机及零部件，销售收入 80.13 亿元，同比增长 9.80%（其中风机收入 76.56 亿元，同比增长 9.90%）；风机外销 2.09GW，同比上升 11.71%。受原材料成本上行压力风机及零部件毛利率下行 3.47 个百分点至 21.09%，风机及零部件整体盈利 6.49 亿元，同比增长 56.45%（主要得益于质保金转回加大，销售费用降低）。

2) 风电场开发，发电量 0.41TWh，同比增长 25%，实现收入 20.19 亿元，同比增长 21.62%；风电场开发盈利 7.82 亿元同比增长 15.32%。毛利率 71.83%，同比提升 5.90 个百分点。

3) 风电服务收入 6.21 亿元，同比下降 12.71%。毛利率 19.82%，同比下降 4.42 个百分点，贡献利润 0.04 亿元。

4) 水务、投资收益等业务收入 3.77 亿元，同比增长 121.05%，其中水务实现收入 2.19 亿元，同比增长 221.09%。

图表 6：分业务收入及毛利率情况

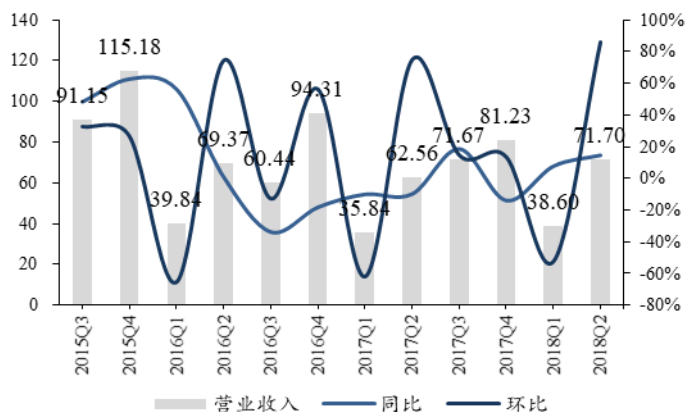
金风科技	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比%	成本同比%	毛利率同比
分行业						
风机及零部件销售	80.13	63.23	21.09%	9.80%	14.84%	-3.47%
风电服务	6.21	4.98	19.82%	-12.71%	-7.62%	-4.42%
风电场开发	20.19	5.69	71.83%	21.62%	0.57%	5.90%
其他	3.77	2.01	46.69%	121.05%	235.41%	-18.18%
分产品						
6.0MW	0.95	1.00	-6.02%	-	-	-
3.0MW	6.00	5.18	13.73%	328.72%	342.62%	-2.71%
2.5MW	10.04	8.01	20.17%	-69.20%	-67.92%	-3.17%
2.0MW	52.63	40.55	22.95%	110.89%	118.65%	-2.73%
1.5MW	6.94	5.49	20.86%	-35.21%	-30.02%	-5.87%
风机零部件销售	3.57	2.98	16.34%	7.68%	19.17%	-8.07%
风电服务	6.21	4.98	19.82%	-12.71%	-7.62%	-4.42%
风电场开发	20.19	5.69	71.83%	21.62%	0.57%	5.90%
其他	3.77	2.01	46.69%	121.05%	235.41%	-18.18%
分地区						
国内销售	103.28	70.06	32.17%	17.71%	22.08%	-2.43%
国际销售	7.02	5.85	16.66%	-34.13%	-37.21%	4.09%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

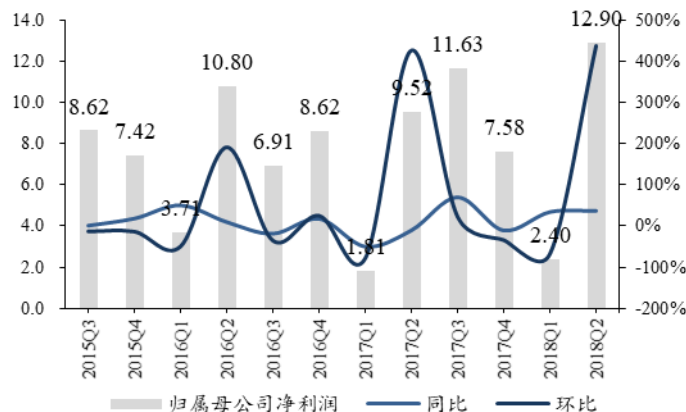
分季度来看，2018Q2 营收 71.70 亿元，同比增长 14.62%，环比增长 85.77%；2018Q2 盈利 12.90 亿元，同比增长 35.49%，环比增长 438.20%。

图表 7：Q2 营收 71.7 亿元，同比 14.62%，环比 85.77%

图表 8：Q2 盈利 12.9 亿元，同比 35.49%，环比 438.20%



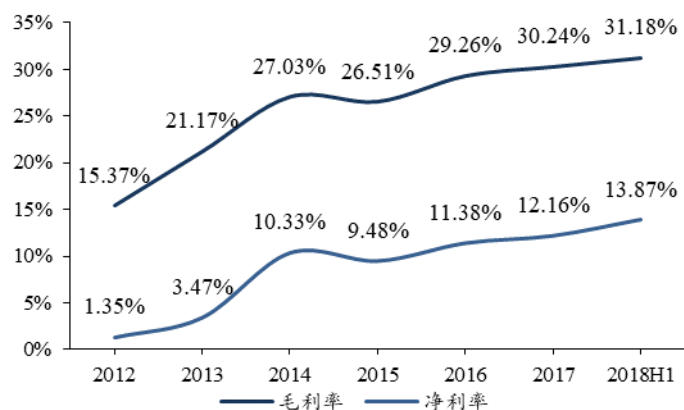
资料来源: Wind, 东吴证券研究所



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

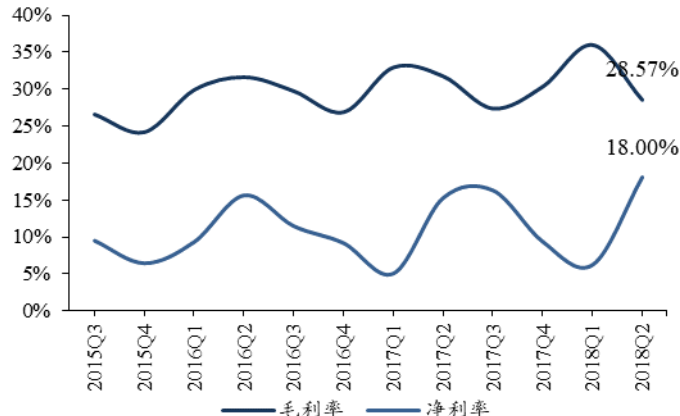
整体盈利能力方面, 风机毛利率下降超预期, 高毛利能力的风场收入比重的上升, 整体毛利率下降 1.03 个百分点至 31.18%; 整体净利率上升 2.36 个百分点至 13.87%。

图 9: 18H 毛、净利率同比下降 1.03、上升 2.36 个百分点



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 18Q2 毛、净利率同比下降 3.2、上升 2.77 个百分点

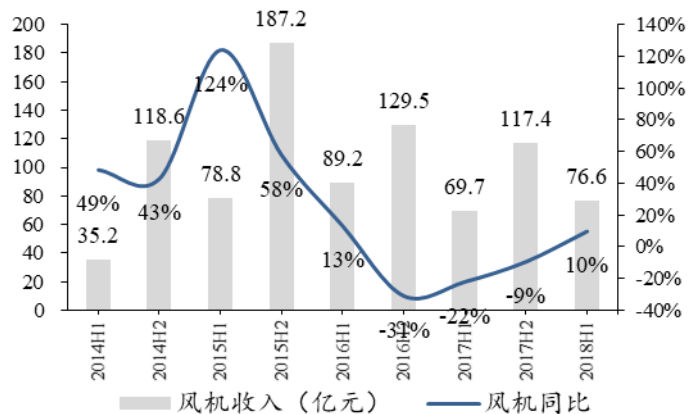


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 成本上升拖累风机毛利率, 质保金冲回增厚盈利表现

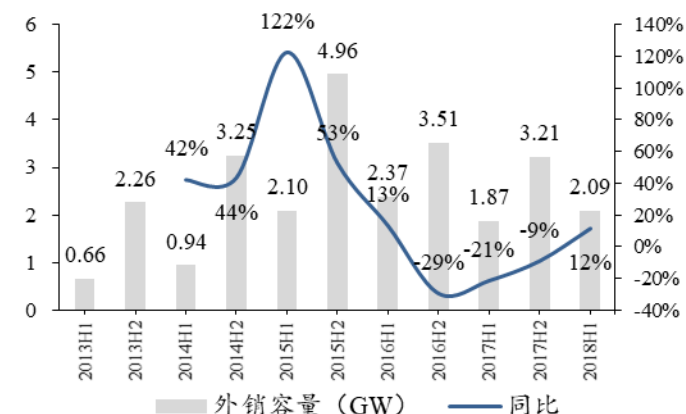
风机销售收入 76.56 亿元, 同比增长 9.90%; 零部件销售 3.57 亿元, 同比增长 7.68%。风机对外销售 2.09GW, 同比增长 11.71%, 其中 2.0MW 机组销售容量明显增加, 销售容量占比由去年同期的 37.56% 增至 72.97%。

图 11: 2018H 风机收入 76.56 亿元, 同比增长 9.90%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

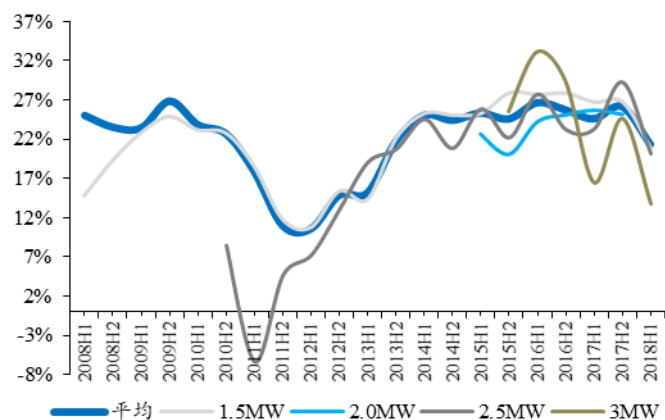
图 12: 2018H 风机外销 2.09GW, 同比增长 11.71%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

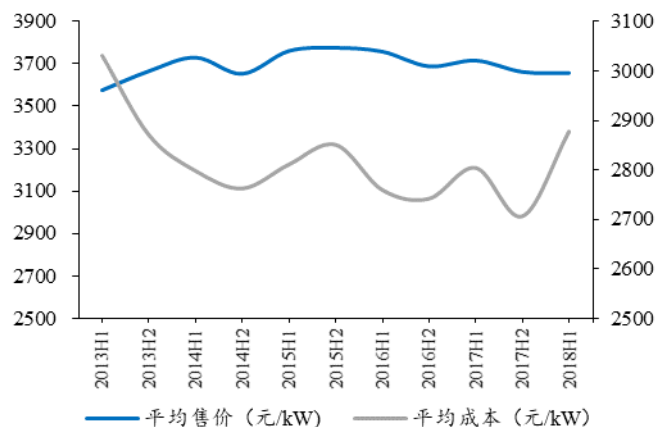
风机毛利率下滑3.25个百分点至21.31%，略超预期。重点机型2.0MW机型（收入比重68.75%）毛利率下降2.73个百分点，1.5MW、2.5MW机型毛利率分别下降5.87、3.17个百分点。毛利率的下滑主要是因为，成本的上行，上半年风机平均售价、平均成本分别同比下降了1.62%、上升了2.62%，环比分别下降0.15%、上升6.35%。销售价格与去年上半年同期招标价格接近，考虑去年以来招标价格的持续下行，后续毛利率恐继续承压。

图表 13: 2018H1 毛利率同比下滑了3.25个百分点



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 14: 风机平均价格(税后, 左)、平均成本(右)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

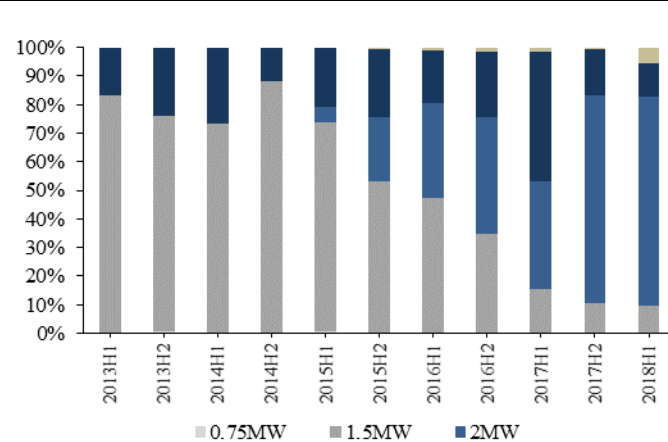
风机及零部件整体盈利6.49亿元，同比增长56.45%，净利率7.6%，同比、环比上升2.5、0.4个百分点。净利率表现优于毛利率，主要是因为费用率的降低，其中销售费用部分，转回质保金3.34亿元，同比增长2.42亿元。

图表 15: 2018H 风机盈利6.49亿元，同比增长56.45%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 16: 2.0MW 机型销售容量占比73%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

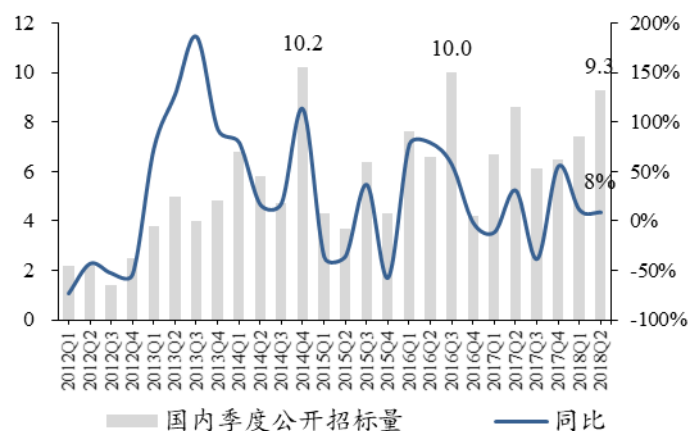
从结构上来看，1)2.0MW作为市场主流机型，销售容量达到1,528MW，同比提升117.05%，占比73%；2)2.5MW实现销售容量238MW，占比11%；3)1.5MW机型随着产品生命周期的变化，销售容量持续减少至199.5MW，同比下降31.4%，占比9.5%；4)3MW快速增长，上半年实现销售117MW，同比增长333%，占比6%；5)6MW实现销售12MW，占比1%。

3. 招标订单创新高，投标价格欲企稳

2018年1-6月，国内公开招标量为16.7GW，同比增长9.2%；二季度单季度招标容量9.3GW，接近历史最高水平。海上风电招标2.5GW，同比增长20.7%，占比15%。南方项目招标6.5GW，占比38.9%，北方项目10.2GW，占比61.2%。指定招2MW级别机组的项目占全国招标量的53.3%，2.5MW级别机组的项目占全国招标量的13.4%，3MW级别机组的项目占全国招标量的9.7%。

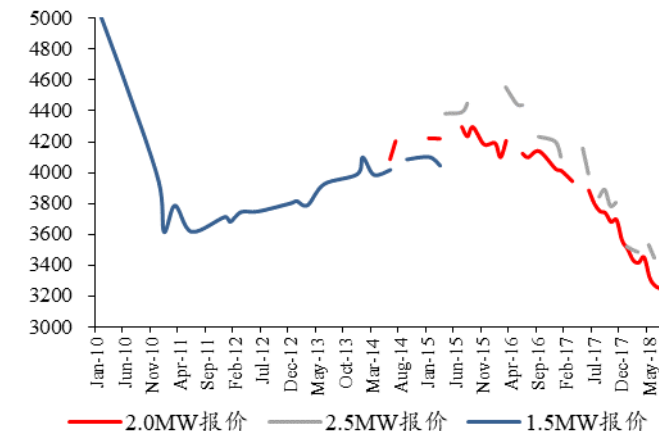
招标价格方面，2.0MW 级别机组 2018 年 7 月投标均价为 3250 元/千瓦。近三个月以来，2.0MW 机组月投标均价环比降速已从 3.82% 下降至 0.55%，显示投标价格进一步下探空间有限。2.5MW 机型 2018 年 6 月投标均价为 3447 元/千瓦。

图表 17: 2018Q2 国内公开招标 9.3GW, 同比增长 8%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

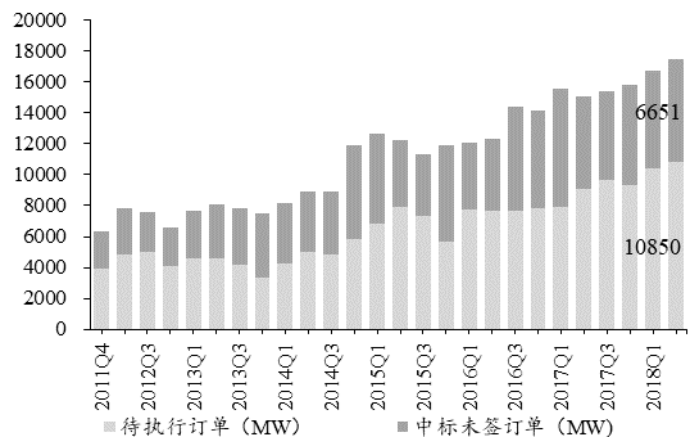
图表 18: 2.0MW 机型招标价格 3250 元/kW



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

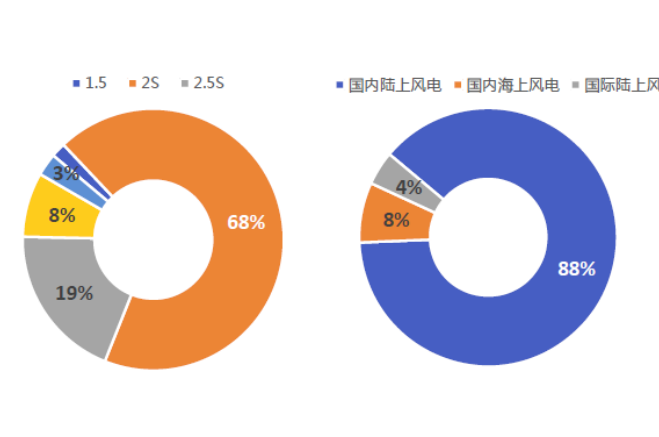
截至 2018 年 6 月底, 公司在手外部订单合计 17.5GW, 同比增长 16.2%, 总容量持续刷新历史记录。其中, 已签订合同订单容量为 10.85GW, 同比增长 19.3%, 另有 1155MW 的内部订单, 主要为国内及海外自营风电场的供货需求。2018 年上半年 2.0MW 级别机组在招标市场继续保持主流地位。公司 2S 平台产品订单占比保持在 68%, 外部在手订单容量接近 12GW, 其中 2.0MW 仍为最主要的细分机型, 占外部订单总量比例达 51%。2.5S 占比 19%; 3S、6S 稳定增长, 分别占比 8% 及 3%; 1.5MW 机型降至 2%。截至二季度末, 公司海上风电在手订单容量为 1,315MW, 同比增长 110%, 占外部订单比例接近 8%。公司国际在手订单 742.7MW, 占外部订单比例 4%

图表 19: 期末在手订单 17.50GW



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 20: 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

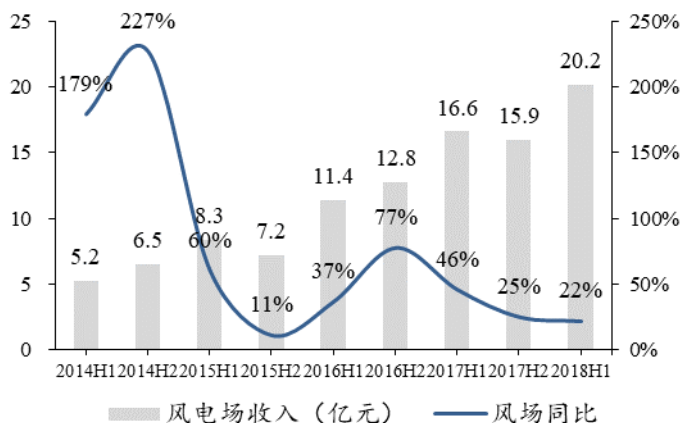
公司积极开拓国际市场, 并取得良好的业绩。截止 2018 年二季度末, 公司海外在手外部订单为 742.7MW, 新增订单主要来自土耳其、巴西、南非等新兴市场。与此同时, 上半年成功开发澳洲 Cattle Hill、Moorabool 等风电场项目, 截至 2018 年 6 月 30 日, 公司海外在建及待开发项目权益容量合计达到 1856MW, 为可持续发展奠定基础。

4. 运营盈利持续改善, 投资力度持续加大

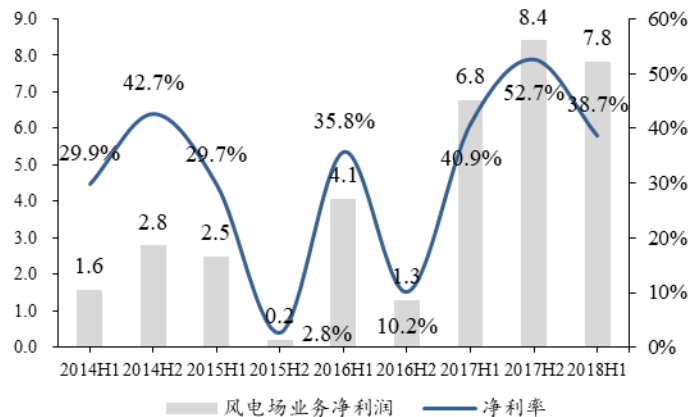
实现收入 20.19 亿元, 同比增长 21.62%; 风电场开发盈利 7.82 亿元同比增长 15.32%。

图表 21: 2018H 风场收入 20.19 亿元, 同比增长 22%

图表 22: 2018H 风场盈利 7.8 亿元, 同比增长 15.32%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

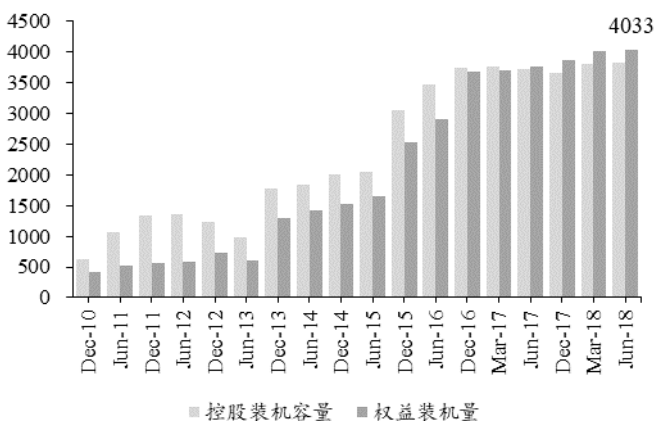


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

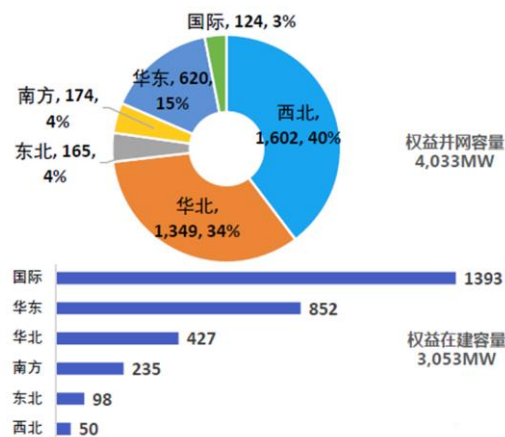
上半年, 公司新增权益并网装机容量 165.5MW, 同比提升 86.8%, 增量主要来源于华东地区。截止 2018 年 6 月 30 日, 公司累计并网的自营风电场权益装机容量 4,033MW, 其中 40% 位于西北地区, 34% 位于华北地区, 19% 位于华东及南方地区。截至 2018 年 2 季度末, 公司权益在建容量 3053MW; 国内在建容量中, 南方和华东等消纳较好地区占比超过 65%。

图 23: 截至 2018H 期末并网权益装机容量 4033MW

图 24: 权益在建容量 3053MW



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

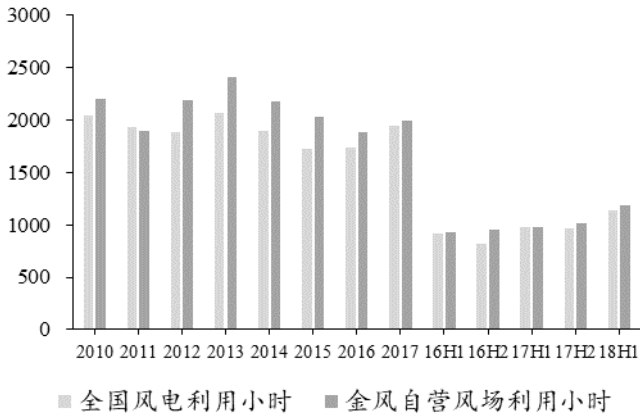


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

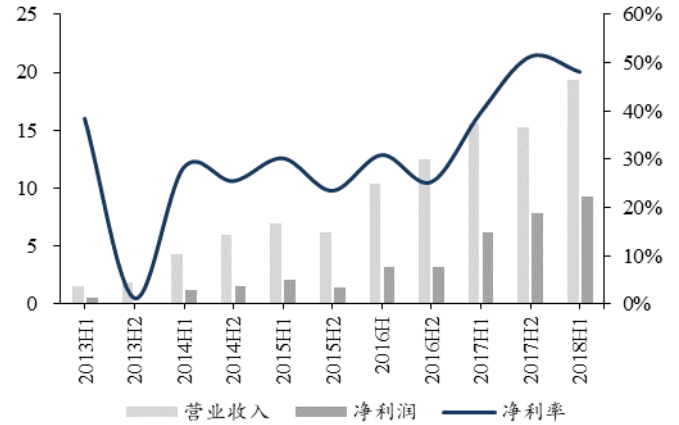
得益于西北地区限电情况得到改善以及南方新增项目陆续投运, 2018 年上半年公司自营风电场的标准运行小时数同比增加 205 小时至 1184 小时。2018 年上半年公司合并报表口径发电量 4,059,244 兆瓦时, 同比增长 25% 参与直接电力交易量占子公司天润总发电量的 26%, 其中西北地区占比 67%, 华北地区占比 22%, 南方地区占比 6%, 东北地区占比 5%。

图 25: 18H 年全国、金风利用小时 1143、1184 小时

图 26: 天润 2018H 盈利 9.31 亿元, 净利率 48.07%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所



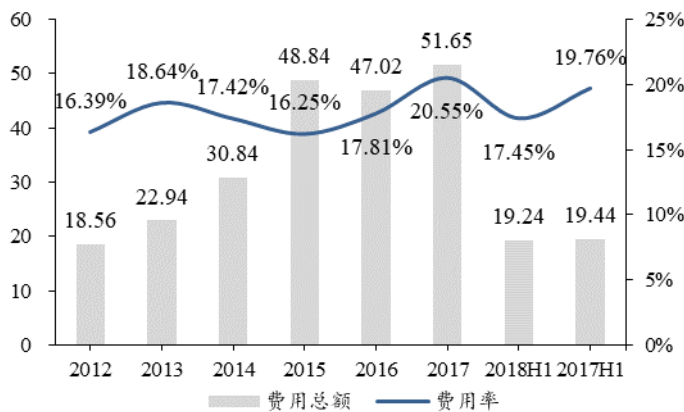
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 费用率下降，现金流出、应收账款上升

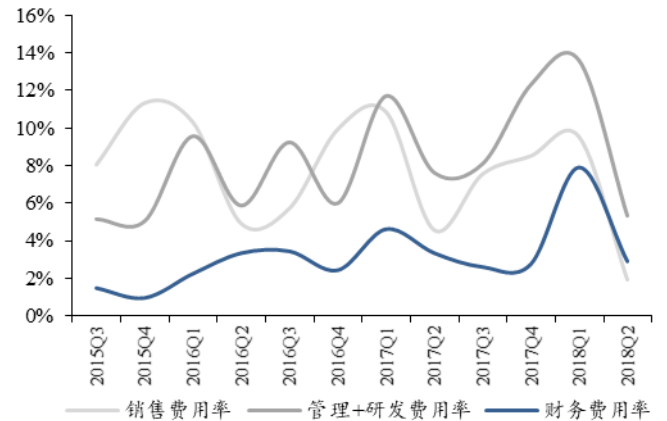
报告期内，公司在利润表中从“管理费用”项目中分拆“研发费用”项目，同口径下公司 2018 年上半年季度期间费用同比下降 1.01% 至 19.24 亿元，期间费用率下降 2.31 个百分点至 17.45%。其中，销售、管理+研发、财务费用分别同比下降 25.01%、上升 1.18%、上升 36.97% 至 5.05 亿元、9.06 亿元、5.13 亿元；费用率分别下降 2.27、下降 0.89、上升 0.84 个百分点至 4.58%、8.21%、4.65%。

图表 27：2018H 期间费用 19.24 亿元，同比下降 1.01%

图表 28：18H 期间费用率 17.45%，同比下降 2.31 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 25.01%、销售费用率下降 2.27 个百分点，主要是因为质保金转回部分大幅增加（前期质保金计提相对较严）了 2.42 亿。财务费用的大幅增加 36.97%，主要是因为构建风电场支出大量现金，同时因持续加大投资风电项目增加长期借款，导致净债务规模增长较快。

图表 29：预计负债（质保金）科目

质量保证金 (亿元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2016H	2017H	2018H
年初数	12.70	13.55	15.98	20.98	34.93	39.66	34.93	39.66	38.70
本年增加	4.62	5.18	9.50	21.10	15.57	15.85	4.42	4.17	4.47
本年转回	0.88	0.47	1.00	1.31	2.08	6.25	0.20	0.92	3.34
销售费用-产品质量保证准备	3.74	4.71	8.49	19.79	13.48	9.59	4.22	3.25	1.13
本年消耗	2.89	2.27	3.45	5.82	8.74	10.56	3.28	3.73	8.12
外币报表折算差额	0.01	-0.01	0.04	0.02	-0.02	0.00	0.01	-0.01	0.00
	13.55	15.98	20.98	34.93	39.66	38.70	35.86	39.17	31.72
减：划分为流动负债的部分	6.71	6.27	8.33	12.90	15.99	17.73	13.07	18.30	14.97

	6.84	9.71	12.66	22.03	23.67	20.97	22.78	20.87	16.75
风机销售收入	95.95	106.53	153.77	266.04	218.68	187.09	89.21	69.66	76.56
新增质保金比例	4.81%	4.86%	6.18%	7.93%	7.12%	8.47%	4.95%	5.99%	5.84%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

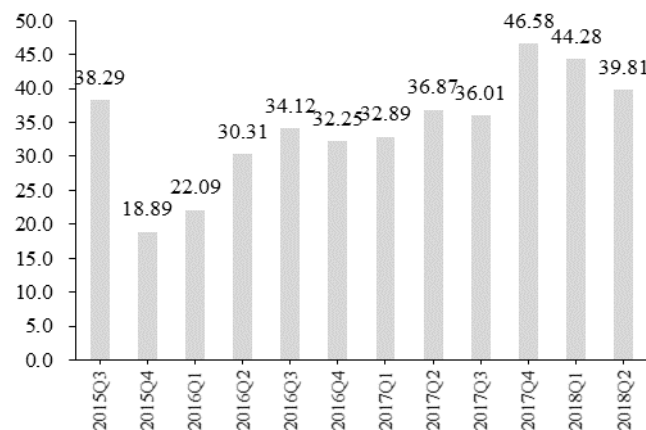
2018年上半年经营活动现金流量净流出26.81亿元，同比增长72.81%；销售商品取得现金80.99亿元，同比下降3.04%。主要是因为机组销售业务提速，采购规模增加，而应收账款回款速度变慢。预收款项方面，公司采用新收入准则，原有预收款项客户调整为预收款项、合同负债两个科目，期末预收款项+合同负债合计39.81亿元，同比增长7.97%。

图表 30：2018H 现金净流出 26.81 亿元，同比增长 72.81%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

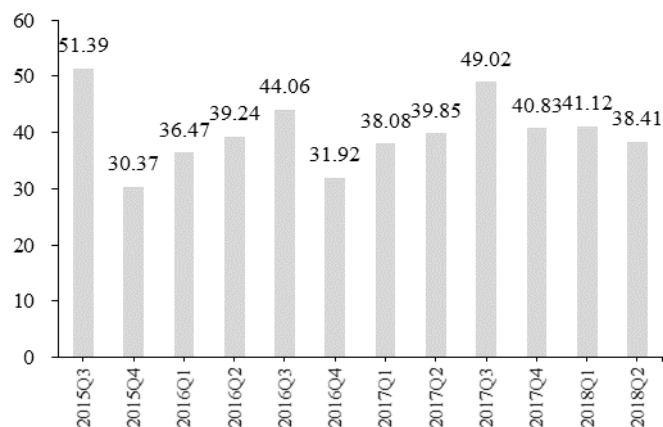
图表 31：期末预收款项+合同负债 39.81 亿元，同比增长 7.97%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

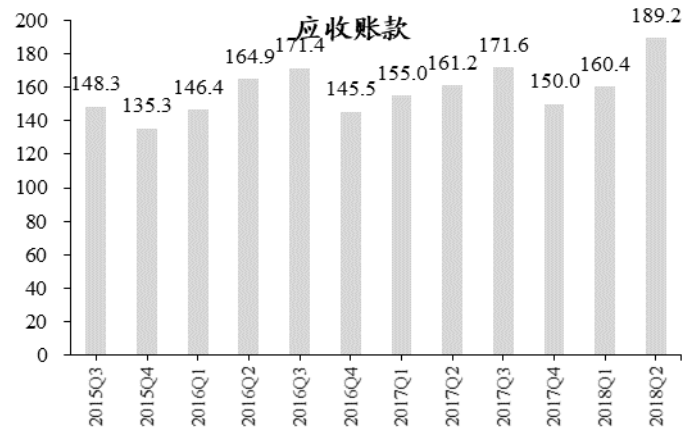
期末应收账款189.2亿元，同比增长17.38%，主要是因为电费补贴规模增加，应收账款周转天数下降3.71天至276.8天。期末存货+合同资产38.41亿元，同比下降3.63%；存货周转天数下降4.99天至91.86天。

图表 32：期末存货+合同资产 38.41 亿元



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 33：期末应收账款 189.2 亿元



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。对应PE分别为11.33、9.25、7.67倍，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 34：公司分季度经营情况简表

金风科技	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	同比	环比
营业收入	39.84	69.37	60.44	94.31	35.84	62.56	71.67	81.23	38.60	71.70	14.62%	85.77%
毛利率	29.93%	31.66%	29.76%	26.91%	32.97%	31.78%	27.39%	30.36%	36.03%	28.57%	-3.20%	-7.46%
毛利润	11.92	21.96	17.99	25.37	11.82	19.88	19.63	24.66	13.91	20.49	3.06%	47.32%
期间费用率	22.11%	14.11%	18.40%	18.35%	27.16%	15.52%	18.24%	23.56%	30.99%	4.92%	-10.60%	-26.07%
销售费用	4.10	3.41	3.46	9.36	3.89	2.85	5.41	6.91	3.67	1.38	-51.61%	-62.45%
管理费用	3.81	4.06	5.58	5.64	4.19	4.76	5.79	9.98	5.25	0.06	-98.74%	-98.86%
财务费用	0.90	2.32	2.08	2.30	1.65	2.09	1.87	2.24	3.04	2.09	-0.24%	-31.39%
期间费用	8.81	9.79	11.12	17.30	9.73	9.71	13.07	19.14	11.96	3.53	-63.66%	-70.52%
资产减值	0.51	0.40	0.81	0.40	0.21	0.92	1.17	0.29	1.11	-1.33	-243.60%	-219.10%
营业利润	4.11	12.51	6.95	9.34	1.86	11.57	13.24	8.42	2.84	15.13	30.79%	432.05%
营业外收入	0.41	0.11	1.36	1.01	0.37	-0.33	0.01	0.03	0.00	0.02	-105.88%	504.48%
利润总额	4.50	12.56	8.26	10.20	2.22	11.14	13.21	8.34	2.83	15.12	35.74%	434.94%
所得税	0.64	1.36	1.28	1.19	0.14	1.34	1.53	0.40	-0.01	1.91	41.94%	-1470.73%
归母净利	3.71	10.80	6.91	8.62	1.81	9.52	11.63	7.58	2.40	12.90	35.49%	438.20%
净利率	9.30%	15.56%	11.43%	9.14%	5.04%	15.22%	16.23%	9.34%	6.21%	18.00%	2.77%	11.78%
存货	36.47	39.24	44.06	31.92	38.08	39.85	49.02	40.83	41.12	36.64	-8.06%	-10.90%
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	0.10	0.30	0.19	0.24	0.05	0.27	0.33	0.21	0.07	0.36	35.49%	438.20%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 35: 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	15.02	11.33	9.25	7.67
					P/B	2.02	1.83	1.63	1.45
					EV/EBITDA	21.93	17.07	15.17	14.51

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>

