

风机毛利率承压影响业绩 订单增长发展趋势未变

——金风科技（002202）三季度报点评

2018年10月29日

强烈推荐/维持

金风科技

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
贺朝晖	研究助理	
	hezh@dxzq.net.cn	010-66554024

事件：

公司发布三季度业绩报告称，公司前三季度营收为 178.1 亿元，同比增长 4.76%；净利润为 24.2 亿元，同比增长 5.35%。报告期内，公司营收及净利润同比略有下降。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	3583.89	6255.63	7167.23	8122.7	3859.69	7169.99	6785.96
增长率（%）	-10.03%	-9.82%	18.58%	-13.87%	7.70%	14.62%	-5.32%
毛利率（%）	32.97%	31.78%	27.39%	30.36%	36.03%	28.57%	26.89%
期间费用率（%）	27.16%	9.14%	16.21%	30.26%	30.99%	4.92%	18.06%
营业利润率（%）	5.19%	18.48%	18.46%	10.38%	7.37%	21.10%	14.42%
净利润（百万元）	208.17	979.28	1168.13	793.22	283.91	1321.00	893.01
增长率（%）	-46.09%	-12.60%	67.34%	-11.97%	36.38%	34.89%	-23.55%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.35	0.33	0.21	0.07	0.36	0.25
资产负债率（%）	66.28%	67.18%	66.95%	67.75%	66.76%	68.08%	69.28%
净资产收益率（%）	1.00%	4.59%	5.21%	3.38%	1.20%	5.53%	3.50%
总资产收益率（%）	0.34%	1.51%	1.72%	1.09%	0.40%	1.77%	1.08%

观点：

1. 毛利率降低令公司业绩承压

2018Q3公司净利润同比下降23.55%，主要是受毛利率下滑的影响。进入2018年后，公司销售毛利率出现持续下滑，主要原因在于风机公开招标中标价的持续降低，以及原材料钢材的价格始终处于高位，压缩了公司的盈利空间。2018Q3公司期间费用率18%环比及同比均出现上涨，主要原因是前三季度借款余额增加，导致财务费用同比增长33%。公司三季度报中预计2018年归母净利润增长0%-50%。

2. 订单数量持续增加，竞争力不断增强

2018Q3公司在手订单达到18.21GW，其中外部待执行订单为12.96GW，同比增长34.7%，外部中标未签订

单为5.25GW。去年同期公司外部待执行订单总量为9.6GW，订单量有明显增加。公司风机平均成本受订单数量的影响较大，订单数量增长有助于公司固定成本摊薄、修复利润率。

公司是国内风机装备制造龙头，拥有自主知识产权的1.5MW、2S、2.5S、3S和6S永磁直驱系列化机组，国内风电市场占有率连续七年排名第一，在全球风电市场连续三年名列前茅。持续的市场占有率证明了公司产品已被市场认可，在提升销量同时，公司持续推进GW2S、GW2.5S、GW3S系列化机组研发工作，提升机组并网性能，增强市场适应性，进一步稳固低速风机市场的竞争优势。

3. 海上风机将成为新的增长点

公司不断研发海上大容量、大叶轮机组，目前在手订单中海上风机达到1382MW。最新公布了GW168-8MW、GW184-6.45MW等多型号机组，其中GW168是目前国内单机容量最大的海上风电机组。公司海上大容量机组的研发，可通过降低用海面积的方式有效降低征海费用、基础造价、施工吊装、海缆铺设等多项投资成本，为拓展海上风电业务开辟新的空间。

根据风电发展“十三五”规划，到2020年底，海上风电装机容量达到5GW以上，开工容量超过10GW。目前海上风电装机已超过2GW，上半年海上风电项目公开招标规模同比增长超20%，广东、福建、江苏等省份项目招标市场十分活跃。海上风电已经成为行业新的突破口。在陆上风电平价化、增量市场转入存量市场的背景下，海上风电的积极布局将会显著提升公司业绩天花板。

4. 风电场运营业务受益于配额制+特高压推进

公司结合自身产业链整合优势，在西北地区拓展风电场开发和运营业务。风电场运营利润率十分可观，毛利率可达70%以上。截至2018年9月底，公司并网的自营风电场权益装机容量为4.2GW，在建的风电场权益装机容量为3.24GW。

近期配额制第二版征求意见稿发布，年内有望正式发布，能源局发文重启12条特高压工程，这些积极因素有望改善清洁能源消纳问题，促进新能源补贴的发放，公司的风电场运营业务将因此受益。

结论：

公司是国内风机制造龙头，由于风机中标价格的下降以及原材料钢价始终处于高位，毛利率持续承压，订单数量的不断增多说明公司市场份额的提升及市场地位的提升。随着清洁能源消纳问题的不断改善及海上风电的持续推进，行业将会出现持续的市场需求和新的突破口，因具备完整产业链和产品技术优势，公司将会具备更大的盈利空间。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为260.4亿元、291亿元和329亿元，归属于上市公司股东净利润分别为32.9亿元、39.5亿元和46.9亿元，每股收益分别为0.92元、1.11元和1.32元，对应PE分别为10、8、7。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

风电政策支持力度不足、风电上网电价出现退坡、弃风率出现上涨

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	33097	33081	38525	49422	61820	营业收入	26396	25129	26045	29097	32895
货币资金	8274	7740	12701	20838	29807	营业成本	18671	17530	18550	20443	22843
应收账款	14548	15001	15548	17370	19637	营业税金及附加	165	161	167	186	211
其他应收款	796	967	1002	1119	1265	营业费用	2033	1906	1302	1411	1548
预付款项	589	701	820	951	1098	管理费用	1910	2473	2084	2258	2476
存货	3192	4083	4321	4761	5320	财务费用	760	786	1075	1193	1399
其他流动资产	572	963	963	963	963	资产减值损失	211.87	259.16	254.00	254.00	254.00
非流动资产合计	31341	39707	36975	35302	33650	公允价值变动收益	23.62	-15.67	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1308	2391	2391	2391	2391	投资净收益	621.86	1212.9	1212.9	1212.9	1212.9
固定资产	17093.	18079.	21542.	20086.	18629.	营业利润	3291	3509	3826	4565	5377
无形资产	1003	2469	2345	2134	1943	营业外收入	288.23	8.23	8.23	9.05	9.96
其他非流动资产	1682	1345	1345	1345	1345	营业外支出	27.36	26.35	26.35	26.35	26.35
资产总计	64437	72788	75501	84724	95470	利润总额	3552	3491	3808	4548	5360
流动负债合计	24663	29600	29669	32960	36905	所得税	446	342	373	445	525
短期借款	1804	2055	0	0	0	净利润	3106	3149	3435	4102	4835
应付账款	9594	10591	11054	12182	13612	少数股东损益	103	94	148	148	148
预收款项	3225	4658	6143	7803	9679	归属母公司净利润	3003	3055	3287	3954	4687
一年内到期的非流	890	3992	3992	3992	3992	EBITDA	5912	7828	6605	7449	8446
非流动负债合计	19075	19713	20490	24206	28407	EPS (元)	1.08	0.84	0.92	1.11	1.32
长期借款	11867	15076	18403	22119	26320	主要财务比率					
应付债券	3552	810	810	810	810	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	43738	49313	50159	57166	65313	成长能力					
少数股东权益	723	788	936	1084	1232	营业收入增长	-12.20	-4.80%	3.64%	11.72%	13.05%
实收资本(或股本)	2736	3556	3556	3556	3556	营业利润增长	7.87%	6.61%	9.05%	19.31%	17.78%
资本公积	8185	8175	8175	8175	8175	归属于母公司净利润	7.61%	20.30%	7.61%	20.30%	18.54%
未分配利润	6579	8092	8523	9041	9655	获利能力					
归属母公司股东权	19976	22687	22740	24808	27259	毛利率(%)	29.26%	30.24%	28.78%	29.74%	30.56%
负债和所有者权	64437	72788	75501	84724	95470	净利率(%)	11.77%	12.53%	13.19%	14.10%	14.70%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
经营活动现金流	3103	3023	6015	6564	7468	偿债能力					
净利润	3106	3149	3435	4102	4835	资产负债率(%)	68%	68%	66%	67%	68%
折旧摊销	1861.0	3533.0	0.00	1456.6	1456.6	流动比率	1.34	1.12	1.30	1.50	1.68
财务费用	760	786	1075	1193	1399	速动比率	1.21	0.98	1.15	1.35	1.53
应收账款减少	0	0	-547	-1822	-2267	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1485	1659	1876	总资产周转率	0.45	0.37	0.35	0.36	0.37
投资活动现金流	-7011	-7098	2511	936	936	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收益	24	-16	0	0	0	应付账款周转率	2.77	2.49	2.41	2.50	2.55
长期股权投资减少	0	0	1716	0	0	每股指标(元)					
投资收益	622	1213	1213	1213	1213	每股收益(最新摊薄)	1.08	0.84	0.92	1.11	1.32
筹资活动现金流	5247	3382	-3564	637	566	每股净现金流(最新)	0.49	-0.19	1.40	2.29	2.52
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.30	6.38	6.39	6.98	7.67
长期借款增加	0	0	3326	3716	4201	估值比率					
普通股增加	0	821	0	0	0	P/E	8.76	11.32	10.28	8.54	7.21
资本公积增加	-10	-10	0	0	0	P/B	1.30	1.49	1.49	1.36	1.24
现金净增加额	1338	-693	4961	8137	8970	EV/EBITDA	6.06	6.13	5.77	5.35	4.16

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4年核电行业工作经验，3年国际能源工程企业工作经验，2018年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。