

## 证券研究报告

### 公司研究——季报点评

#### 金风科技 (002202.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018. 09. 03

郭荆璞 首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

刘强 分析师

执业编号: S1500514070005

联系电话: +86 10 83326707

邮箱: liuqiang1@cindasc.com

陈磊 研究助理

联系电话: +86 10 83326706

邮箱: chenleia@cindasc.com

#### 相关研究

《大风起兮, 金风飞扬》2018.09.03

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 风机制造业务承压, 风电场运营持续向好

2018年11月06日

### 事件:

公司发布2018年第三季度报告。2018年前三季度, 公司实现营业收入178.16亿元, 同比增长4.76%; 归属于母公司股东净利润24.19亿元, 同比增长5.35%; 扣除非经常性损益的归母净利润23.01亿元, 同比增长7.30%; 基本每股收益0.6653元/股, 同比增长5.49%。

其中, 第三季度公司实现营业收入67.86亿元, 同比下降5.32%, 归属于母公司股东净利润8.89亿元, 同比下降23.57%, 扣除非经常性损益的归母净利润8.76亿元, 同比下降16.71%。

### 点评:

- **风机制造行业绝对龙头, 深耕产业树立坚固资金、技术和人才壁垒。** 公司是国内最早进入风力发电设备制造领域的企业之一。2017年新增装机和累计装机两项指标市占率为27%和22%, 遥遥领先第二梯队; 全球新增和累计装机市占率为10%和8%, 位列第3和第5; 出口海外新增和累计装机市占率为62%和51%, 是行业绝对龙头。公司通过收购德国Vensys掌握直驱风机核心科技; 以领先于行业的研发投入和薪酬水平树立坚固技术和人才壁垒; 公司产品定价高, 质量好, 为公司带来更高营运能力; 风电场开发为公司带来稳定现金流; A+H上市为公司带来广阔融资渠道, 使得公司现金流与资产负债率等指标明显优于同行。
- **风机价格承压致毛利率下滑, 订单数量持续创新高。** 前三季度, 公司整体毛利率为29.55%, 同比下降0.63ppt, 其中三季度单季毛利率26.89%, 同比下降0.5ppt, 环比下降1.68ppt。我们认为公司三季度业绩下滑主要由于风机制造业务承压所致。前三季度期间费用率15.57%, 同比下降3.55ppt, 其中销售费用率和管理费用率分别下降1.10和3.34ppt, 由于借款余额增加, 财务费用率同比增长0.9ppt。未来看, 公司在手订单持续创新高, 截至2018Q3, 公司拥有在手外部风机订单18.2GW, 同比增长18.4%, 其中已签合同订单13GW, 同比增长35%。为满足订单交付需求导致材料采购预付款增加及存货增加, 截至2018Q3公司预付款项和存货分别比2017年底增长201%和33%, 四季度订单交付情况值得关注。
- **风电景气度持续回升, 风机招标价格降幅收窄。** 2018年前三季度, 全国风电新增并网装机12.61GW, 同比增长30%, 其中三季度单季并网装机5.08GW, 同比增长37.6%, 经历8月装机同比下降后, 9月装机快速回升, 单月实现装机2.35GW, 同比增长112%。从产品价格来看, 公司2.0MW级别机组9月投标均价为3196元/KW, 环比持平, 近4个月

降幅环比逐渐收窄；2.5MW 级别机组 9 月投标均价为 3351 元/KW，环比增长 0.6%。价格下降趋势得到有效控制。

- **弃风限电持续改善，风电场运营业务持续增长。**2018 年前三季度，全国风电平均利用小时数 1565 小时，同比增长 178 小时，平均弃风率 7.7%，同比下降 4.7ppt。从公司层面看，得益西北地区限电情况改善以及南方新增项目陆续投运，2018 年前三季度公司自营风电场利用小时数 1654 小时，同比增长 237 小时，优于行业平均水平。1-9 月公司新增权益并网装机容量 329MW，同比增长 149%，发电量 5807GWh，同比增长 39.7%，其中三季度发电 1748GWh，同比增长 92.12%，保持持续增长态势。
- **“两海”战略加速推进，市场空间广阔。**2018 年前三季度，国内海上风电新增并网装机 1.02GW，规模快速增长；1-9 月，国内海上风电招标 3.1GW，同比增长 6.9%。截至 2018Q3，公司海上风电在手订单 1.38GW，占外部订单的 8%。海外市场来看，截至 2018Q3，公司海外在手外部订单 737.7MW，占外部订单的 4%。此外，公司风电场权益在建容量中，海外风电场在建容量为 1.39GW，占比达 43%，“两海”市场空间广阔。
- **盈利预测及评级：**我们认为虽然弃风限电改善，公司风电场运营业务持续增长，但风机价格下滑以及交付节奏变化导致风机制造业务承压，我们调整对公司盈利预测，预计公司 2018-2020 年分别实现营业收入 308.87、381.97 和 447.87 亿元，归母净利润 34.34、39.12 和 47.79 亿元，对应 EPS 分别为 0.97、1.10 和 1.34 元/股，对应 11 月 5 日收盘价（10.21 元）的市盈率分别为 10.6x、9.3x 和 7.6x，受风电行业景气度持续回升，风机招标价格降幅收窄，以及公司风电场运营业务持续向好影响，我们维持对公司“买入”评级
- **风险因素：**政策因素导致风电建设规模及平价上网进程不及预期；直驱式风机产品质量及下游接受度风险；海上及海外市场拓展不及预期风险；大宗产品价格上涨导致原材料价格上涨风险；市场竞争加剧导致产品价格大幅下降风险。

### 公司财务数据

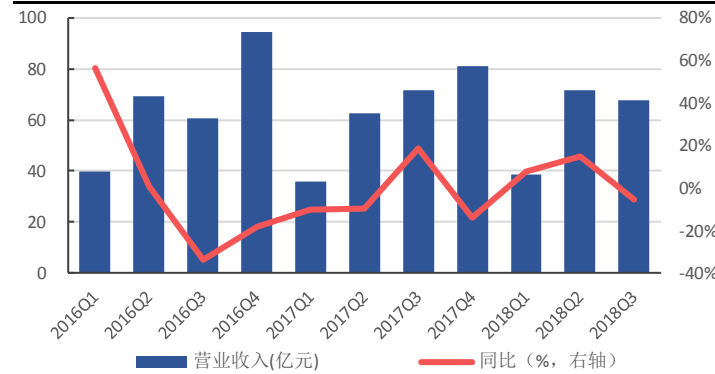
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	26,395.83	25,129.46	30,887.44	38,196.70	44,786.93
增长率 YoY %	-12.20%	-4.80%	22.91%	23.66%	17.25%
归属母公司净利润(百万元)	3,002.98	3,054.66	3,433.50	3,912.09	4,779.49
增长率 YoY%	5.39%	1.72%	12.40%	13.94%	22.17%
毛利率%	29.26%	30.24%	28.44%	27.57%	28.00%
净资产收益率 ROE%	16.35%	14.32%	14.29%	14.32%	15.09%
摊薄每股收益 (元)	0.84	0.86	0.97	1.10	1.34
市盈率 P/E(倍)	12.1	11.9	10.6	9.3	7.6
市净率 P/B(倍)	1.82	1.60	1.43	1.24	1.07

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 11 月 05 日收盘价

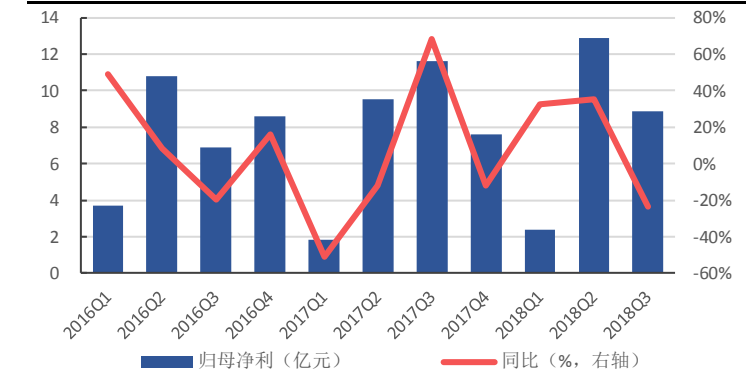
## 附注：截至 2018.09.30 公司主要财务指标变化情况

### 2018Q3 单季度营收同比下滑



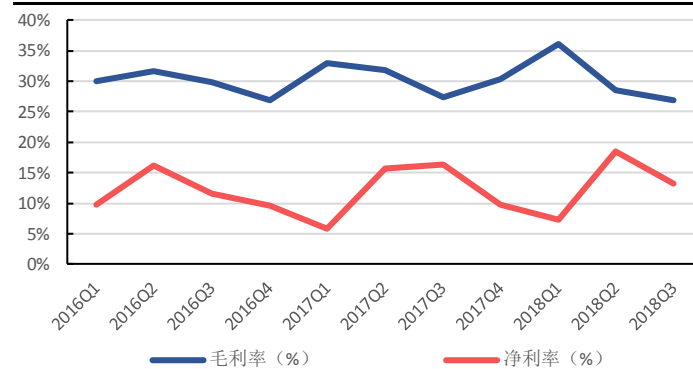
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 2018Q3 单季度归母净利润同比下滑



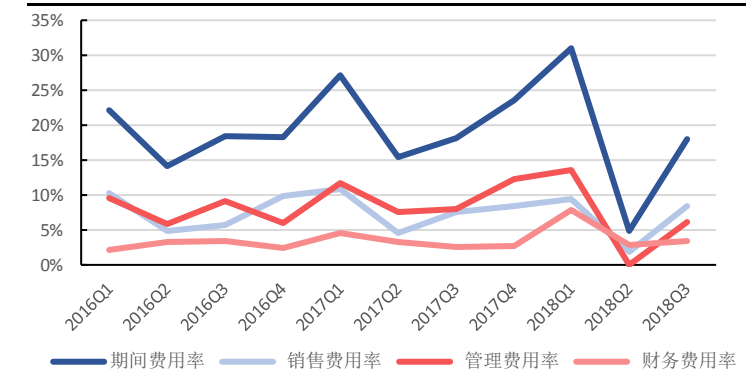
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 受风机价格下滑影响, 公司毛利率水平持续下降

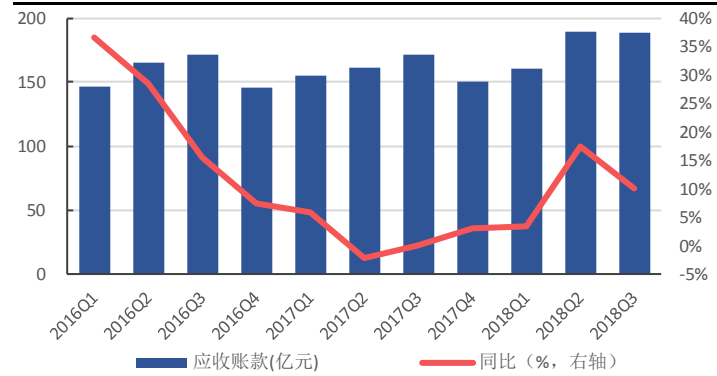


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

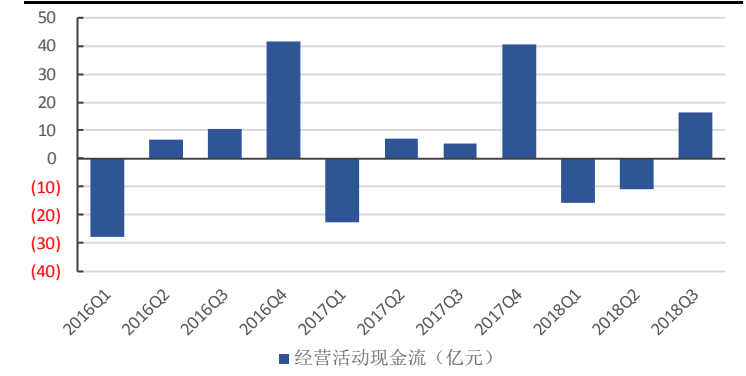
### 销售、管理费用率同比下降推动期间费用率下降



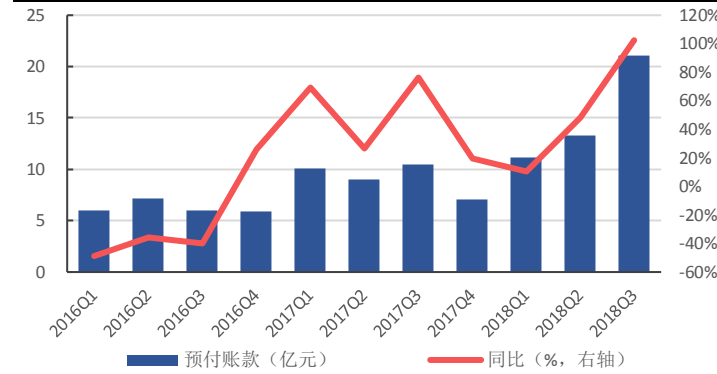
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**应收账款规模整体相对稳定**


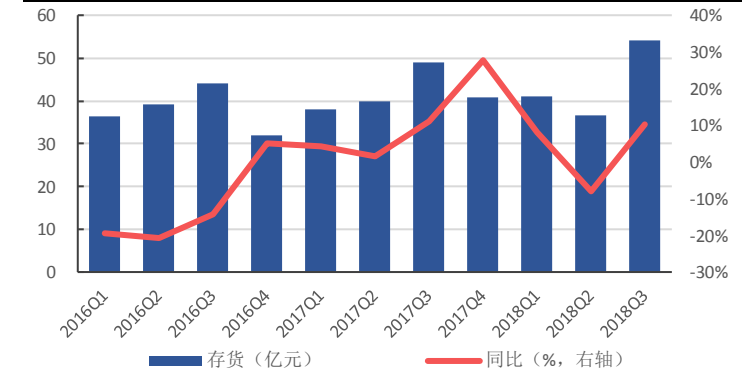
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**三季度经营活动现金流转好**


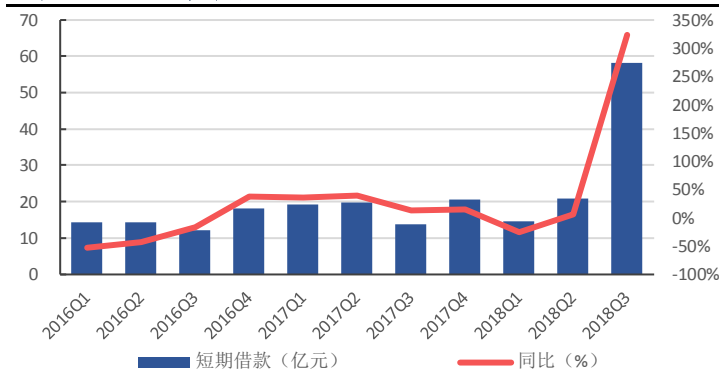
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**为满足订单交付备货, 导致导致材料采购预付款增加**


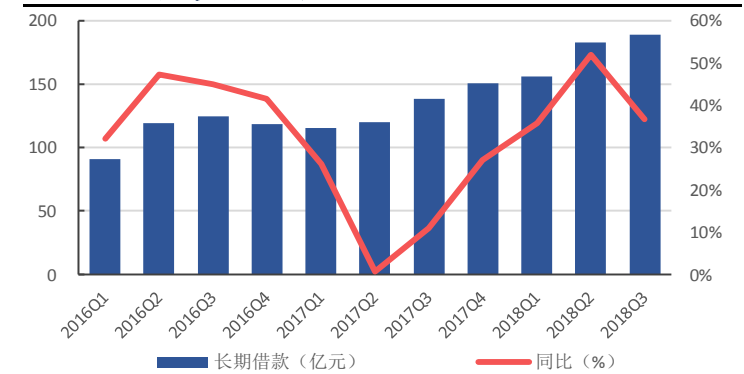
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**为满足订单交付备货, 导致存货出现较快增长**


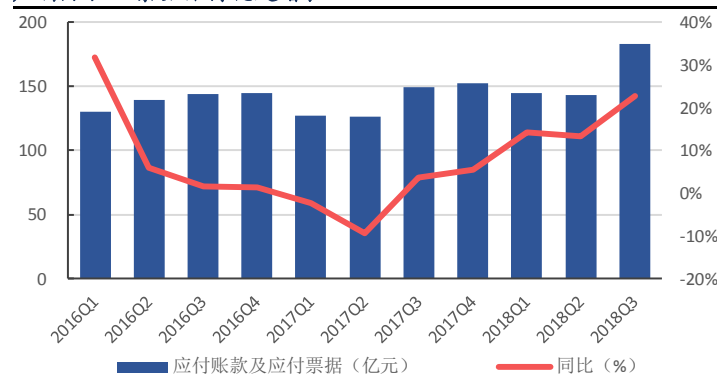
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**三季度短期借款有所增长**


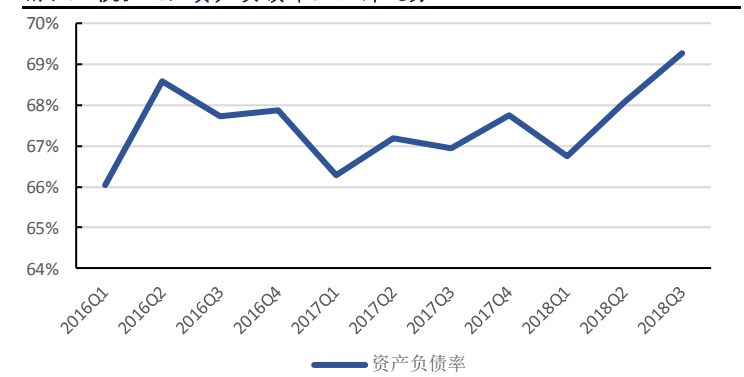
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**长期借款保持稳步增长态势**


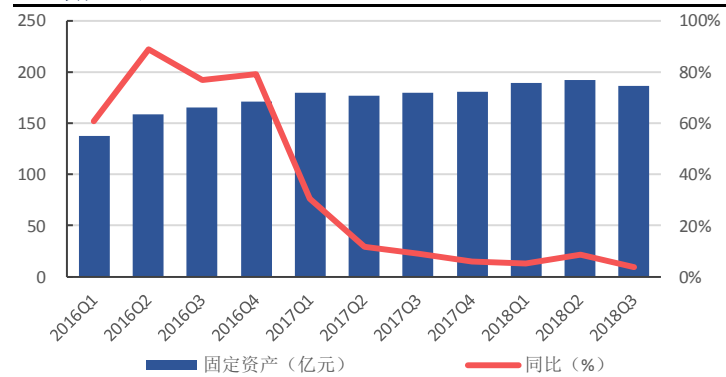
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**应付账款及票据保持稳定增长**


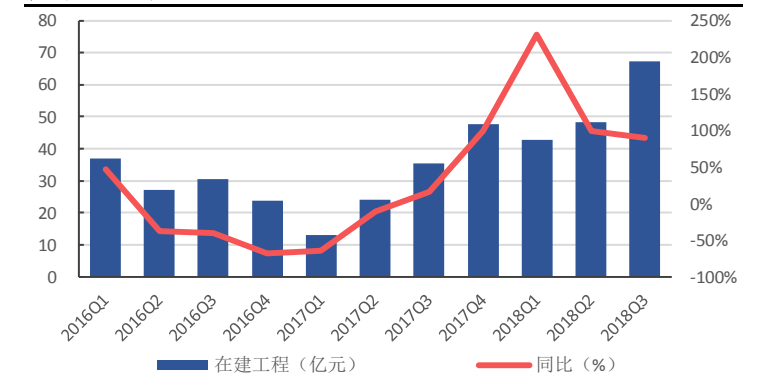
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**借款规模扩大, 资产负债率呈上升趋势**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**固定资产规模相对稳定**


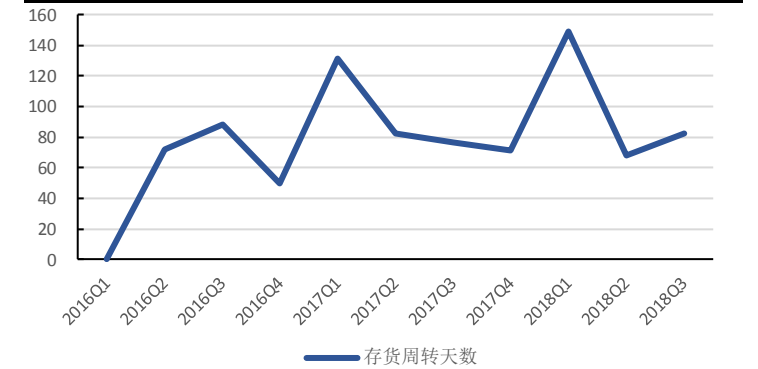
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**在建工程规模扩大**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**应收账款周转天数基本稳定**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**存货周转天数基本稳定**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	33,096.62	33,081.33	42,542.57	49,089.92	55,076.41
货币资金	8,274.37	7,739.53	12,046.31	12,116.91	12,382.09
应收票据	2,198.84	2,046.94	2,515.96	3,111.34	3,648.15
应收账款	14,547.61	15,001.28	18,438.57	22,801.91	26,736.01
预付账款	588.55	701.10	884.02	1,106.48	1,289.72
存货	3,192.28	4,083.01	5,148.25	6,443.82	7,510.98
其他	4,294.97	3,509.46	3,509.46	3,509.46	3,509.46
<b>非流动资产</b>	31,340.54	39,706.51	42,738.81	46,493.31	50,701.00
长期投资	1,307.96	2,390.74	2,390.74	2,390.74	2,390.74
固定资产	17,093.56	18,079.68	22,633.51	28,736.93	32,904.58
无形资产	1,002.59	2,469.29	2,321.27	2,173.26	2,025.24
其他	11,936.43	16,766.80	15,393.28	13,192.38	13,380.43
<b>资产总计</b>	64,437.16	72,787.84	85,281.38	95,583.23	105,777.42
<b>流动负债</b>	24,662.98	29,600.32	37,324.95	43,618.53	48,915.71
短期借款	1,803.65	2,054.93	4,654.93	4,654.93	4,654.93
应付账款	9,593.60	10,591.16	13,354.34	16,715.00	19,483.16
其他	13,265.72	16,954.23	19,315.68	22,248.60	24,777.63
<b>非流动负债</b>	19,075.39	19,712.52	21,712.52	21,712.52	21,712.52
长期借款	11,866.55	15,076.04	17,076.04	17,076.04	17,076.04
其他	7,208.85	4,636.48	4,636.48	4,636.48	4,636.48
<b>负债合计</b>	43,738.37	49,312.84	59,037.47	65,331.05	70,628.24
少数股东权益	722.64	788.31	872.73	968.91	1,086.42
归属母公司股东权益	19,976.15	22,686.69	25,371.18	29,283.27	34,062.76
<b>负债和股东权益</b>	64437.16	72787.84	85281.38	95583.23	105777.42

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	26,395.83	25,129.46	30,887.44	38,196.70	44,786.93
同比	-12.20%	-4.80%	22.91%	23.66%	17.25%
归属母公司净利润	3,002.98	3,054.66	3,433.50	3,912.09	4,779.49
同比	5.39%	1.72%	12.40%	13.94%	22.17%
毛利率	29.26%	30.24%	28.44%	27.57%	28.00%
ROE	16.35%	14.32%	14.29%	14.32%	15.09%
每股收益(摊薄, 元)	0.84	0.86	0.97	1.10	1.34
P/E	12.1	11.9	10.6	9.3	7.6
P/B	1.82	1.60	1.43	1.24	1.07
EV/EBITDA	8.91	10.70	9.76	8.66	7.24

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	26,395.83	25,129.46	30,887.44	38,196.70	44,786.93
营业成本	18,671.41	17,530.46	22,104.06	27,666.62	32,248.47
营业税金及附加	164.65	160.93	148.26	183.34	214.98
营业费用	2,032.79	1,905.78	2,069.46	2,406.39	2,821.58
管理费用	1,909.61	2,473.10	2,285.67	2,750.16	3,224.66
财务费用	759.90	785.83	1,054.77	1,174.71	1,172.27
资产减值损失	211.87	259.16	-47.84	207.00	204.91
公允价值变动收益	23.62	-15.67	12.67	12.67	12.67
投资净收益	621.86	1,212.91	732.36	855.71	933.66
<b>营业利润</b>	3,291.08	3,508.68	4,018.10	4,676.86	5,846.40
营业外收入	288.23	8.23	12.97	12.97	12.97
营业外支出	27.36	26.35	33.43	29.05	29.61
<b>利润总额</b>	3,551.96	3,490.56	3,997.63	4,660.78	5,829.76
所得税	446.22	341.75	479.72	652.51	932.76
<b>净利润</b>	3,105.73	3,148.81	3,517.92	4,008.27	4,897.00
少数股东损益	102.75	94.15	84.42	96.18	117.51
<b>归属母公司净利润</b>	3,002.98	3,054.66	3,433.50	3,912.09	4,779.49
EBITDA	5,167.21	5,444.95	6,439.35	7,253.28	8,681.26
EPS	1.10	0.86	0.97	1.10	1.34

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	3,102.54	3,023.45	5,205.37	5,534.68	6,359.24
净利润	3,105.73	3,148.81	3,517.92	4,008.27	4,897.00
折旧摊销	936.60	1,136.61	1,349.88	1,371.43	1,630.43
财务费用	678.66	817.78	1,091.83	1,221.07	1,221.07
投资损失	-621.86	-1,212.91	-732.36	-855.71	-933.66
营运资金变动	-1,053.94	-1,415.07	18.01	-390.17	-629.04
其它	57.35	548.23	-39.91	179.79	173.45
<b>投资活动现金流</b>	-7,011.13	-7,097.95	-3,695.52	-4,243.02	-4,872.99
资本支出	-5,607.99	-4,900.82	-4,427.88	-5,098.73	-5,806.65
长期投资	604.38	-1,253.93	732.36	855.71	933.66
其他	-2,007.51	-943.20	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	5,246.54	3,381.89	2,796.93	-1,221.07	-1,221.07
吸收投资	1,546.99	64.90	0.00	0.00	0.00
借款	4,560.23	4,811.74	4,600.00	0.00	0.00
支付利息或股息	2,053.60	1,457.16	1,803.07	1,221.07	1,221.07
<b>现金净增加额</b>	1385.03	-780.28	4306.78	70.59	265.18

## 研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

**郭荆璞**，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

**刘 强**，新能源与电力设备行业首席研究员，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长，推动行业发展。

**陈 磊**，研究助理，吉林大学硕士，2018年7月加盟信达证券研发中心，目前从事新能源研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。