

抢装起量，毛利率探底

买入（维持）

2019年08月25日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 曹越

执业证号：S0600519020001
021-60199793

caoy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	28,731	41,722	52,077	70,045
同比（%）	14.3%	45.2%	24.8%	34.5%
归母净利润（百万元）	3217	2907	3802	4889
同比（%）	5.3%	-9.6%	30.8%	28.6%
每股收益（元/股）	0.90	0.69	0.90	1.16
P/E（倍）	13.70	18.01	13.77	10.71

投资要点

- **半年报业绩下滑 22.58%**：半公司发布 2019H1 报告，报告期内公司实现营业收入 157.33 亿元，同比增长 42.65%；实现归属母公司净利润 11.84 亿元，同比下降 22.58%，扣非净利润 10.21 亿元，同比下降 28.38%。对应 EPS 为 0.28 元。其中 2019Q2，实现营业收入 103.38 亿元，同比增长 44.18%，环比增长 91.59%；实现归属母公司净利润 9.56 亿元，同比下降 25.91%，环比增长 318.13%。2019Q2 对应 EPS 为 0.23 元。
- **风机首度亏损，运营稳定增长**：1) 风机及零部件，销售收入 116.39 亿元，同比增长 45.26%（其中风机收入 104.94 亿元，同比增长 37.07%）；风机外销 3.19GW，同比上升 52%。受风机下降下行压力风机及零部件毛利率下行 9.70 个百分点至 11.39%（其中风机毛利率 11.31%，同比下降 10 个百分点），风机及零部件整体亏损 1.56 亿元。2) 风电场开发，发电量 0.43TWh，同比增长 6.8%，实现收入 22.43 亿元，同比增长 11.11%；风电场开发盈利 10.32 亿元同比增长 31.98%。风电场销售投资收益 7.24 亿元。毛利率 70.83%，同比下降 1 个百分点。3) 风电服务收入 14.39 亿元，同比增长 131.77%。毛利率 8.82%，同比下降 11 个百分点，贡献利润 0.11 亿元。4) 水务、投资收益等业务收入 4.12 亿元，同比增长 9.11%。
- **招标天量，价格回升**：2019H 国内公开招标量已达到 32.3GW，同比增长 93.4%，创半年度最高招标量历史纪录。其中，海上风电招标 4.4GW，同比增长 76%，占比 13.6%。自 2018 年四季度以来，各机组投标均价企稳回升。2019 年 6 月，2.0MW、2.5MW 级别机组投标均价分别为 3536、3583 元/千瓦，比去年低点回升 12.1%、6.2%。
- **销售费用、存货、预收账款等大幅上升**：公司 2019H1 期间费用同比增长 48.55%至 28.59 亿元，期间费用率上升 0.72 个百分点至 18.17%。其中，销售费用同比增长 136.15%、销售费用率上升 3 个百分点，主要是因为风机交付加大，新增质保金增加，新增质保金比例同比上升了 0.77 个百分点；而质保金转回部分同比下降，同比下降了 1.9 亿。财务费用率下降 1.52 个百分点。2019H1 经营活动现金流量净流出 31.73 亿元，同比增长 18.33%；销售商品取得现金 123.32 亿元，同比增长 52.26%。主要是因为机组销售业务提速，采购规模增加。期末预收款项+合同负债 69.83 亿元，同比增长 75.41%。期末应收账款 196.29 亿元，同比增长 3.75%，应收账款周转天数下降 79.71 天至 197.09 天。期末存货+合同资产 87.03 亿元，同比增长 126.62%；存货周转天数上升 5.1 天至 96.95 天。
- **盈利预测**：我们预计 2019-2021 年归属母公司净利润分别为 29.07、38.02、48.89 亿元，同比分别下滑 9.6%、增长 30.8%、增长 28.6%，EPS 分别为 0.69、0.90、1.16 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.39
一年最低/最高价	7.51/14.63
市净率(倍)	1.9
流通 A 股市值(百万元)	41964.27

基础数据

每股净资产(元)	6.51
资产负债率(%)	67.89
总股本(百万股)	4225.07
流通 A 股(百万股)	3386.95

相关研究

- 1、《金风科技 (002202)：短期业绩承压，招标量价齐升》2019-05-05
- 2、《金风科技 (002202)：毛利率下滑，招标价反弹》2019-04-01
- 3、《金风科技 (002202)：业绩小幅增长，行业吊装复苏》2019-02-25

表 1: 2019H1 收入 157.33 亿元, 同比增长 42.65%; 盈利 11.84 亿元, 同比下降 22.58%

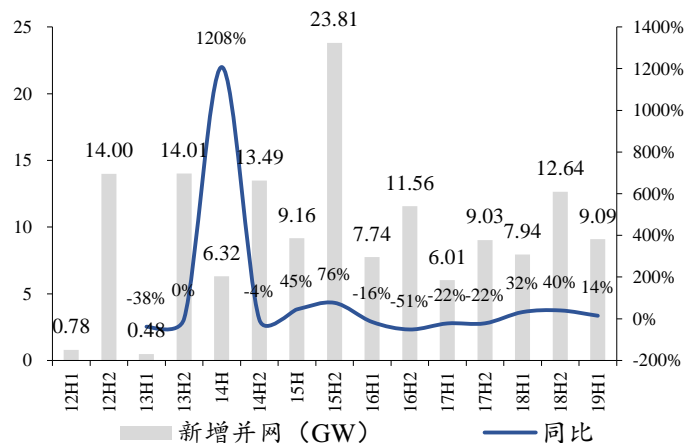
金风科技	2019H1	2018H1	同比	2019Q2	2018Q2	同比	2019Q1	环比
营业收入 (亿元)	157.33	110.30	42.65%	103.38	71.70	44.18%	53.96	91.59%
毛利率	20.92%	31.18%	-10.26%	17.95%	28.57%	-10.62%	26.62%	-8.67%
营业利润 (亿元)	14.22	17.97	-20.85%	11.63	15.13	-23.12%	2.59	348.29%
归母净利润 (亿元)	11.84	15.30	-22.58%	9.56	12.90	-25.91%	2.29	318.13%
净利率	7.53%	13.87%	-6.34%	9.25%	18.00%	-8.75%	4.24%	5.01%
股本	42.25	35.56	-	42.25	35.56	-	35.56	-
EPS	0.28	0.43	-34.88%	0.23	0.36	-36.11%	0.06	283.33%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1. 风机首度亏损, 运营稳定增长

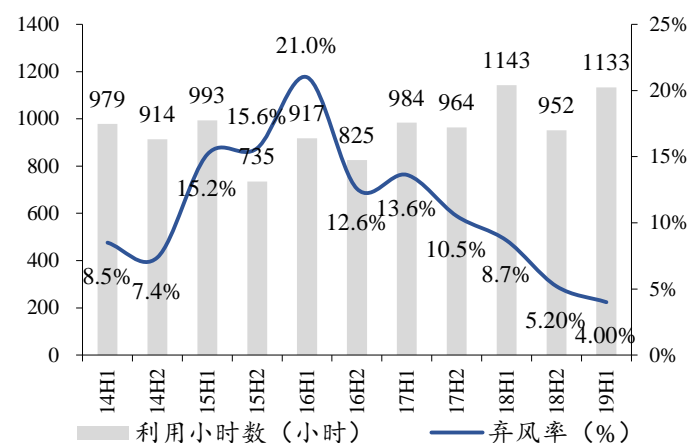
2019 年 1-6 月, 根据能源局口径, 风电新增并网容量 9.09GW, 同比增长 14%, 其中海上风电并网 400MW。累计风电并网容量超过 193GW。2019 年 1-6 月全国风电利用小时数 1133 小时, 同比下降 10 小时, 全国弃风量 105 亿千瓦时, 同比减少 77 亿千瓦时, 弃风率 4.7%, 同比下降 4.0 个百分点, 弃风改善明显。

图 1: 2019H1 全国新增并网 9.09GW, 同比增长 14%



资料来源: 能源局, 东吴证券研究所

图 2: 2019H1 全国风电利用小时数下降 10 小时

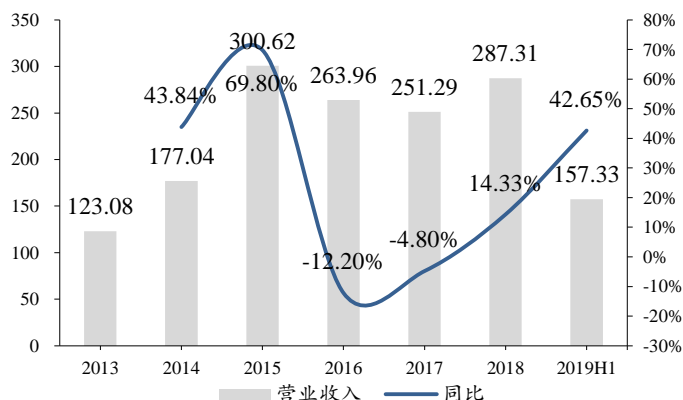


资料来源: 能源局, 东吴证券研究所

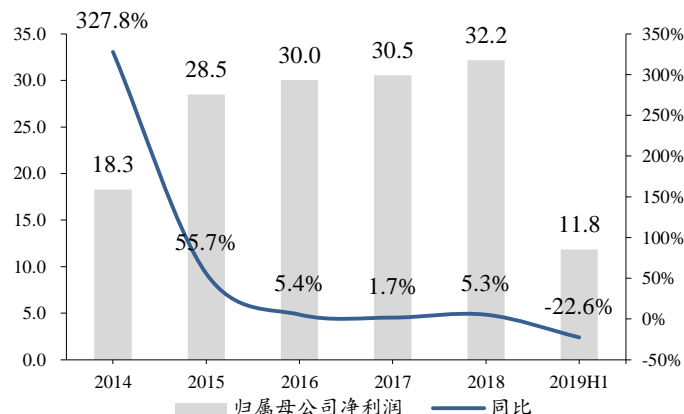
受此风电行业复苏和弃风限电持续改善大背景影响, 1) 公司风机销售增长迅速, 贡献主要收入增长, 毛利率受价格下行影响下滑明显, 风机盈利首度出现半年度亏损; 2) 风电场发电量增长, 盈利能力持续改善, 业绩快速增长, 占比提升。总体而言, 公司收入同比增长了 42.65%, 盈利同比下降了 22.58%。

图 3: 2019H1 收入 157.33 亿元, 同比增长 42.65%

图 4: 2019H1 净利润 11.84 亿元, 同比下降 22.58%



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 116.39 亿元, 同比增长 45.26% (其中风机收入 104.94 亿元, 同比增长 37.07%); 风机外销 3.19GW, 同比上升 52%。受风机下降下行压力风机及零部件毛利率下行 9.70 个百分点至 11.39% (其中风机毛利率 11.31%, 同比下降 10 个百分点), 风机及零部件整体亏损 1.56 亿元。

2) 风电场开发, 发电量 0.43TWh, 同比增长 6.8%, 实现收入 22.43 亿元, 同比增长 11.11%; 风电场开发盈利 10.32 亿元同比增长 31.98%。风电场销售投资收益 7.24 亿元。毛利率 70.83%, 同比下降 1 个百分点。

3) 风电服务收入 14.39 亿元, 同比增长 131.77%。毛利率 8.82%, 同比下降 11 个百分点, 贡献利润 0.11 亿元。

4) 水务、投资收益等业务收入 4.12 亿元, 同比增长 9.11%。

表 2: 分业务收入 (亿元) 及毛利率情况

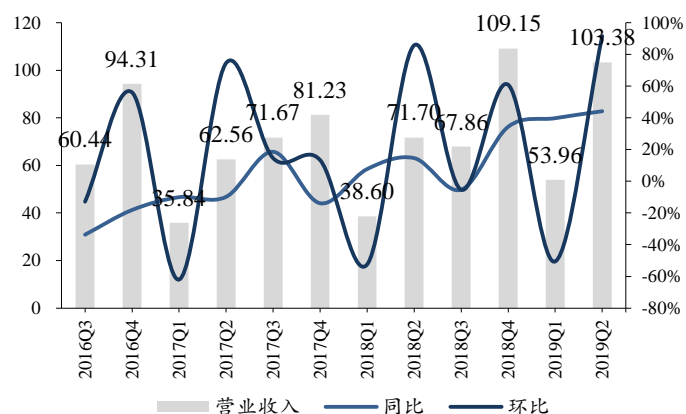
金风科技	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比%	成本同比%	毛利率同比
分行业						
风机及零部件销售	116.39	103.13	11.39%	45.26%	63.12%	-9.70%
风电服务	14.39	13.12	8.82%	131.77%	163.55%	-11.00%
风电场开发	22.43	6.54	70.83%	11.11%	15.05%	-1.00%
其他	4.12	1.61	60.79%	9.11%	-19.73%	14.10%
分产品						
6.0MW	2.73	2.77	-1.50%	188.53%	176.22%	4.52%
3.0MW	8.14	7.02	13.78%	35.61%	35.54%	0.05%
2.5MW	23.78	20.19	15.06%	136.86%	152.02%	-5.11%
2.0MW	68.14	61.27	10.09%	29.47%	51.08%	-12.86%
1.5MW	2.15	1.82	15.48%	-68.97%	-66.86%	-5.38%

风机零部件销售	11.45	10.06	12.15%	220.98%	237.03%	-4.19%
风电服务	14.39	13.12	8.82%	131.77%	163.55%	-11.00%
风电场开发	22.43	6.54	70.83%	11.11%	15.05%	-1.00%
其他	4.12	1.61	60.79%	9.11%	-19.73%	14.10%
分地区						
国内销售	0.48	109.34	22.17%	36.02%	56.07%	-10.00%
国际销售	16.85	15.08	10.54%	140.19%	157.82%	-6.12%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

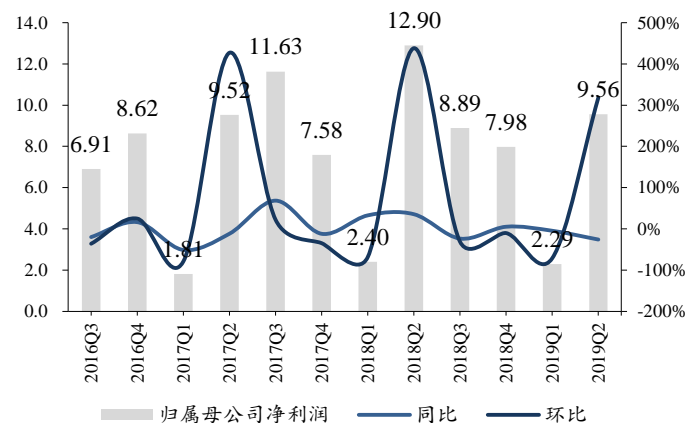
分季度来看，2019Q2 收入 103.38 亿元，同比增长 44.18%，环比增长 91.59%；实现归属母公司净利润 9.56 亿元，同比下降 25.91%，环比增长 318.13%。2019Q2 对应 EPS 为 0.23 元。

图 5：2019Q2 营收 103.38 亿元，同比增长 44.18%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

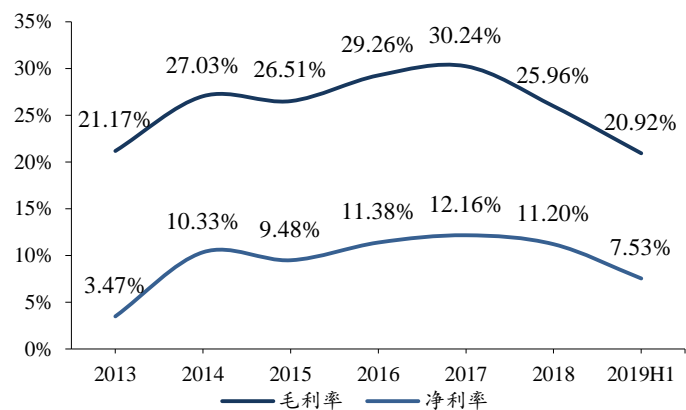
图 6：2019Q2 盈利 9.56 亿元，同比下降 25.91%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

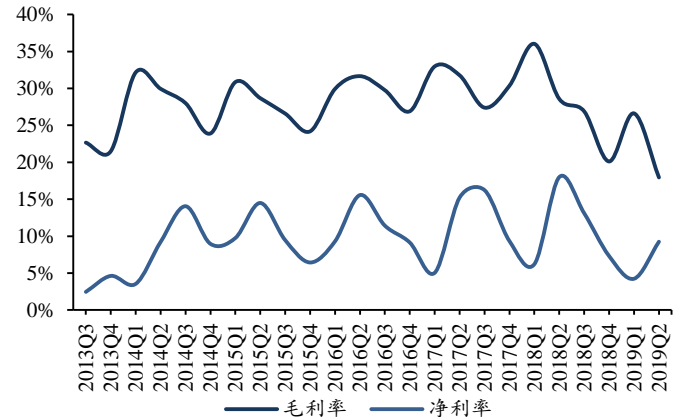
整体盈利能力方面，风机毛利率下降超预期，高毛利能力的风场收入比重的上升，上半年毛利率下降 10.26 个百分点至 20.92%，归母净利率下降 6.34 个百分点至 7.53%。

图 7：19H1 毛利率、归母净利率同比下降 10.26、6.34 个百分点



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：19Q2 毛利率、归母净利率同比下降 10.62、8.75 个百分点

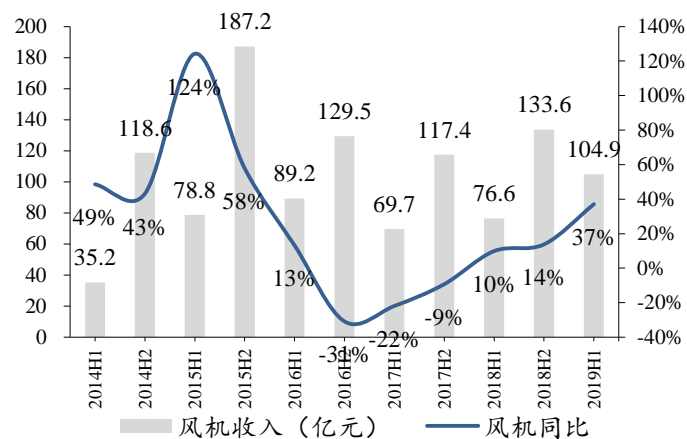


资料来源：Wind，东吴证券研究所

2. 风机销售起量，毛利率下滑超预期

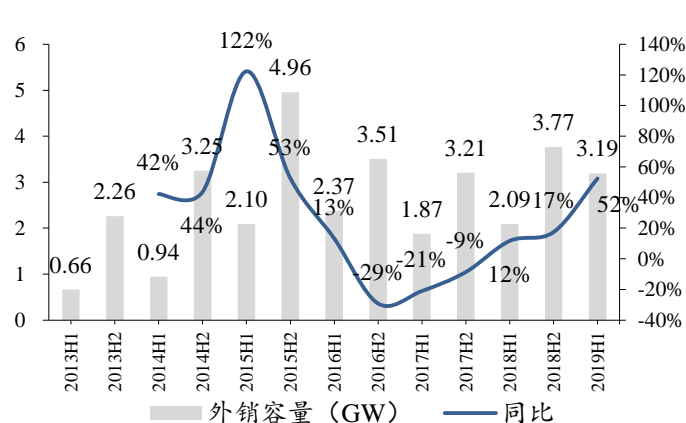
风机销售收入 104.9 亿元，同比增长 37%；零部件销售 11.5 亿元，同比增长 221%。风机对外销售 3.19GW，同比增长 52%，其中 2.5MW 机组销售容量明显增长 178%，销售容量占比由去年同期的 11% 增至 21%，2.0MW 销售容量占比 69%，下降 4 个百分点，仍占据主力地位。考虑到 17 年底至 19 年中，六个季度内 2.0MW 新增订单量 3GW 左右；17 年中至 19 年中，八个季度内新增订单量在 7.8GW 左右，未来 2.5MW 机型比重有望持续加大，并将逐步超越 2.0MW 机型成为主力机型。

图 9：2019H1 风机收入 104.9 亿元，同比增长 37%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：2019H1 风机外销 3.19GW，同比增长 52%

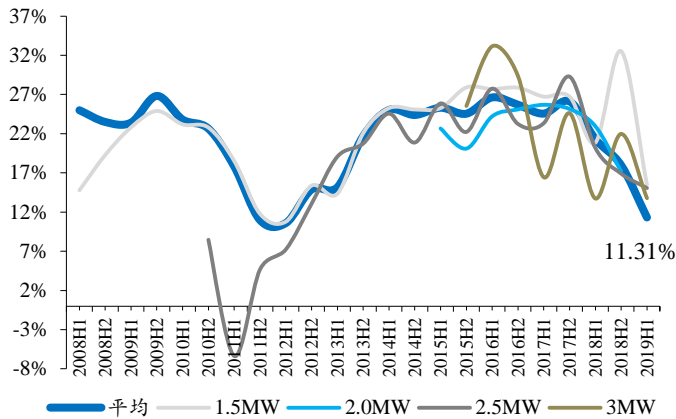


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

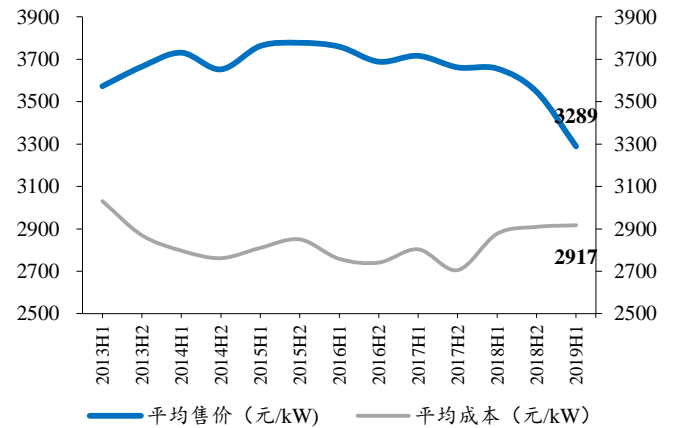
风机毛利率下滑 10 个百分点至 11.31%，超预期。重点机型 2.0MW 机型毛利率下降 12.86 个百分点至 10.09%，2.5MW 机型毛利率下降 5.11 个百分点至 15.06%。毛利率的下滑主要是因为风机平均售价快速下降，平均降幅 10%。根据招标价格和上半年分机型单价的比照，19 年上半年 2.0MW、2.5MW 机型 ASP 大致分别对应了 17 年底、17 年中的招标价格。2.0MW、2.5MW 机型风机招标价格（图 16）的低点出现在 18 年 9 月份左右，对应的招标价格分别为 3200 元/kW、3300 元/kW，预计下半年风机的销售单价恐继续下行；至 19 年 6 月底招标价格已经分别反弹至 3500-3600 元/kW，上半年 2.0MW、2.5MW 机型 ASP 分别接近当前招标价、较招标价高 13.5%，在原材料价格暂考虑维持稳定的前提下，当前的毛利率恐将是未来一年至一年半以内的相对高点。

图 11：2019H1 毛利率同比下滑了 10 个百分点

图 12：风机平均价格（税后，左）、平均成本（右）



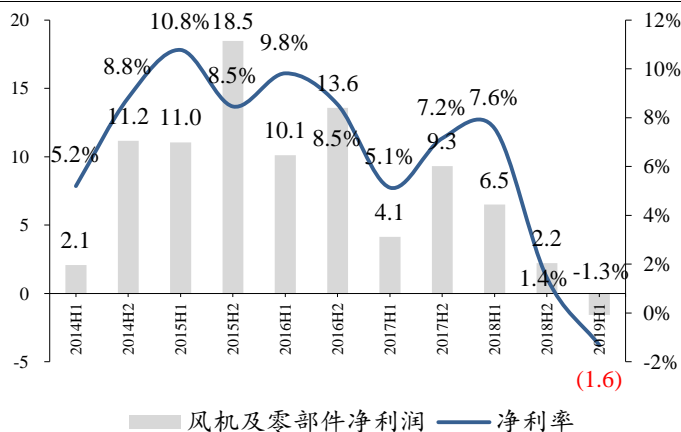
资料来源: Wind, 东吴证券研究所



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

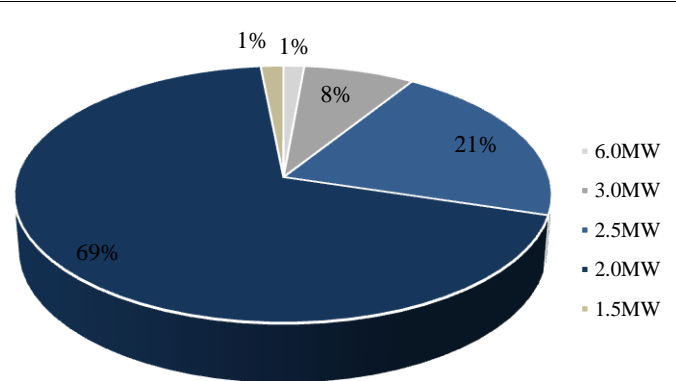
风机及零部件整体亏损 1.6 亿元, 主要是毛利率下降较快。费用率略微上升, 0.7 个百分点, 主要是因为销售费用率上升 3 个百分点, 转回质保金 1.4 亿元, 同比下降了 1.9 亿元, 新增质保金比例 6.6%, 同比上升了 0.8 个百分点。

图 13: 2019H1 风机及零部件亏损 1.6 亿, 同降 1.3%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 14: 2.0MW 机型销售容量占比 69%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从结构上来看, 1) 2S 平台机组作为市场主流机组, 销售容量达到 2193.6MW, 同比提升 43.6%, 占比 68.7%; 2) 2.5S 平台机组的销售容量快速增长至 660MW, 同比大幅增长 177.89%, 占比 20.7%; 3) 3S 平台机组销售容量为 242.5MW, 同比提升 107.3%, 占比 7.6%; 4) 6S 平台机组实现销售容量 45.2MW, 占比 1.4%。

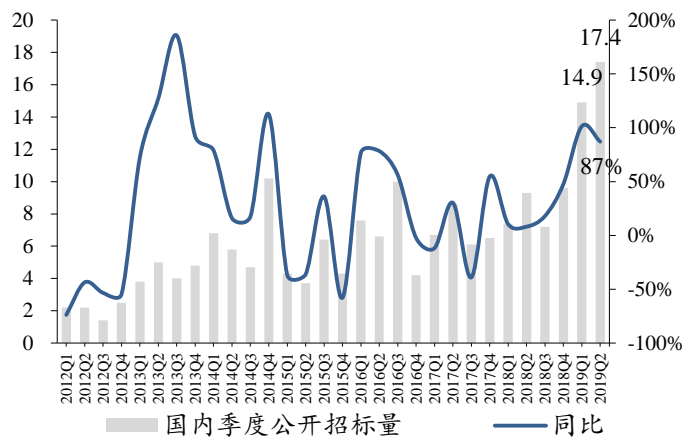
3. 招标天量, 价格反弹

2019 年 1-6 月, 国内公开招标量已达到 32.3GW, 同比增长 93.4%, 创半年度最高招标量历史纪录。其中, 海上风电招标 4.4GW, 同比增长 76%, 占比 13.6%。分区域看,

南方市场招标 9.3GW，占比 28.9%，北方项目 21.7GW，占比 67.1%，集中采购招标量 1.3GW，占比 4.0%。指定招 2.0MW 级别机组的项目占全国招标量的 15.9%，2.5MW 级别机组的项目占全国招标量的 20.2%，3MW 级别机组的项目占全国招标量的 63.8%。

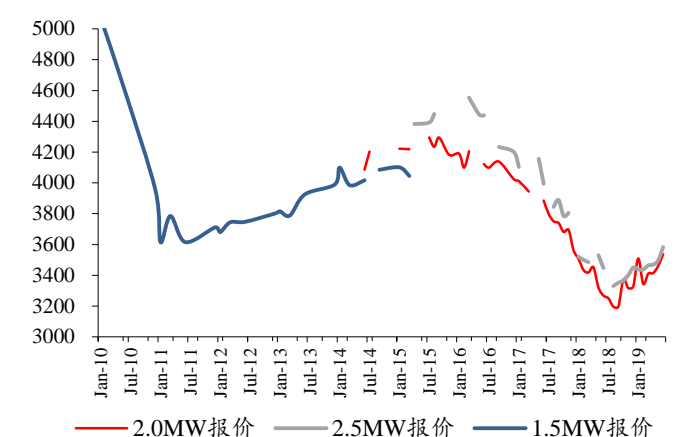
自 2018 年四季度以来，各机组投标均价企稳回升。2019 年 6 月，2.0MW 级别机组投标均价为 3536 元/千瓦，比去年 9 月份的价格低点回升 12.1%。2019 年 6 月，2.5MW 级别机组投标均价为 3583 元/千瓦，比去年 8 月份的价格低点回升 6.2%。

图 15：2019Q2 国内公开招标 17.4GW，同比增长 87%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 16：招标价格显著反弹 (单位：元/千瓦)



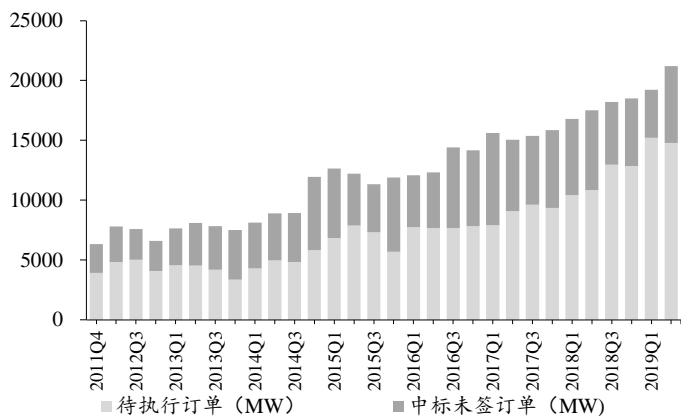
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2019 年 6 月 30 日，公司在手外部订单合计 21.2GW，同比增长 21.1%，外部订单持续刷新历史记录。待执行订单共计 14.8GW，同比增长 36.3%。其中，公司海上风电在手订单容量为 1071.7MW，公司国际外部订单 968.2MW，另有 713MW 的内部订单，主要为国内风电场的供货需求。

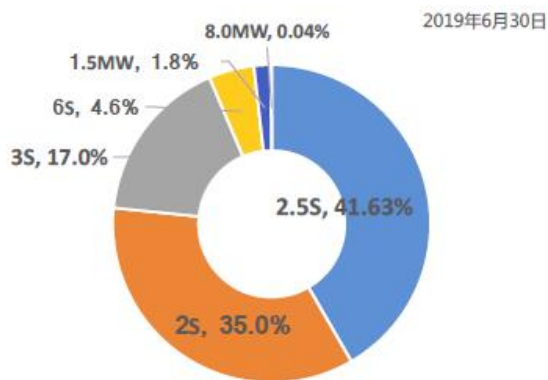
公司外部订单的结构进一步优化，2.5MW 机组取代 2.0MW，成为最主要的细分机型。截至 2019 年 6 月 30 日，公司 2.5S 平台机组的外部在手订单容量为 8.8GW，较去年同期，占比明显上升至 41.63%；2S 平台机组订单为 7.4GW，占比降至 35%。3S 机组订单容量和占比均有明显增长，外部订单容量达 3.6GW，占比从一季度的 9% 增至 17%。6S 机组增长潜力较大，截至 2019 年 6 月 30 日，外部订单容量为 978.7MW。

图 17：期末在手外部订单 21.2GW

图 18：在手订单中 2.5S 机型占比显著提升



资料来源：公司公告，东吴证券研究所



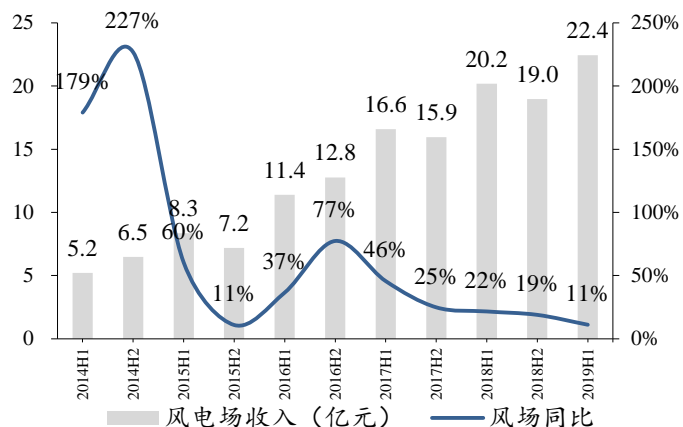
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司积极开拓国际市场，并取得良好的业绩。截至2019年6月30日，公司海外在手外部订单共计968.2MW，同比增长30.4%，主要分布在加拿大、菲律宾、南非、澳大利亚等国家。海外在建及待开发项目权益容量合计达到1527.7MW，在建项目集中在阿根廷和澳大利亚。

4. 运营业务稳步发展

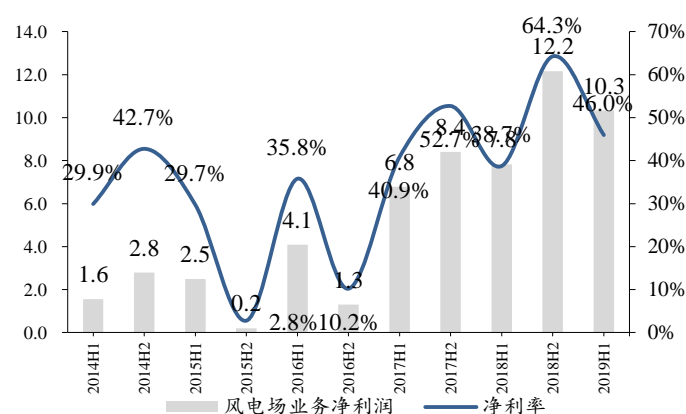
风电场运营实现收入22.4亿元，同比增长11%，实现风电场销售投资收益7.24亿元；风电场开发盈利10.3亿元，同比增长32%。

图 19：2019H 风场收入 22.4 亿元，同比增长 11%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 20：2019H 风场盈利 10.3 亿元，同比增长 32%

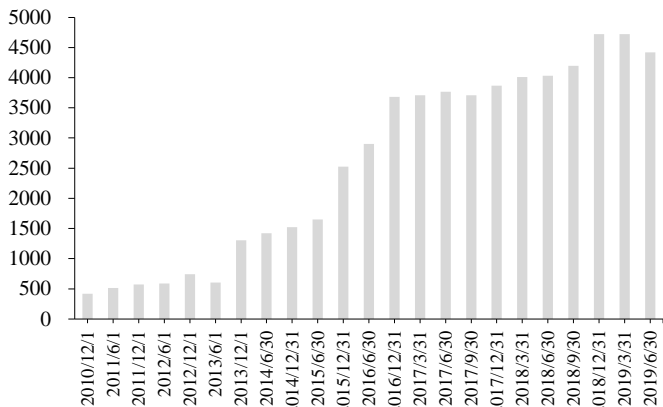


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

上半年，公司国内外新增权益并网装机容量21.3MW。截止2019年6月30日，公司国内外累计并网的自营风电场权益装机容量4422MW，其中34%位于西北地区，同比降低6个百分点；35%位于华北地区；20%位于华东及南方地区。截至2019年2季度末，

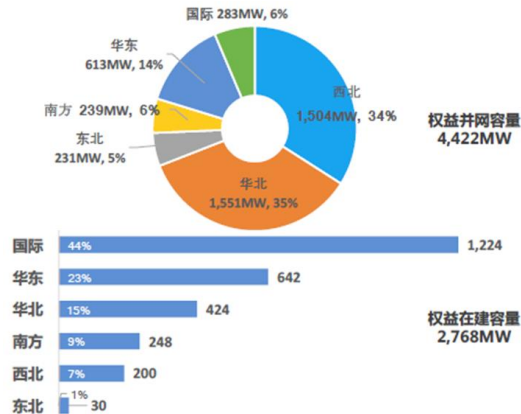
公司国内权益在建容量 1544MW，其中南方和华东等消纳较好地区占比过半；国际权益在建容量 1224MW。

图 21：截至 2019H1 期末并网权益装机容量 4422MW



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

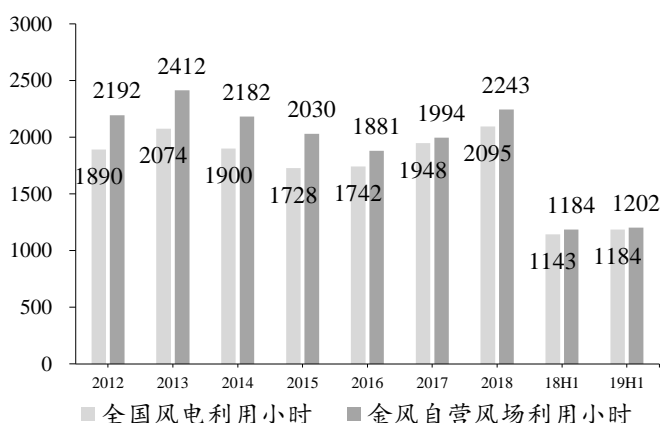
图 22：权益在建容量 2768MW



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

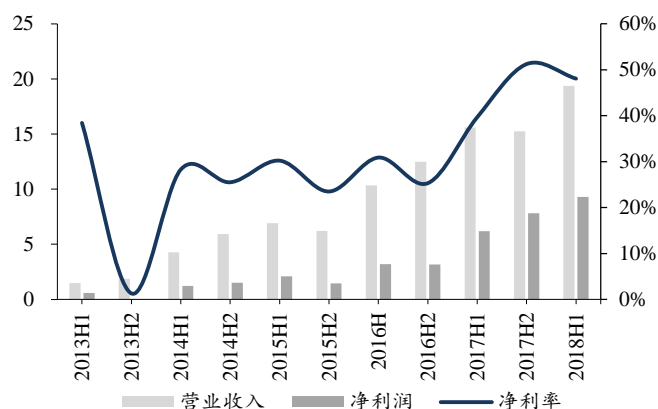
2019 年 1-6 月，公司自营风电场的平价标准运行小时数为 1202 小时，高于全国平均利用小时数，较去年同期也有所增长。2019 年 1-6 月，公司合并报表口径发电量为 43.37 亿度，同比增长 6.8%。参与直接电力交易量占子公司天润总发电量的 31.19%，其中西北地区占比 63%，华北地区占比 29%，南方地区占比 7%，东北地区占比 2%。

图 23：19H 年全国、金风利用小时 1184、1202 小时



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 24：天润 2019H 盈利 9.31 亿元，净利率 48.07%



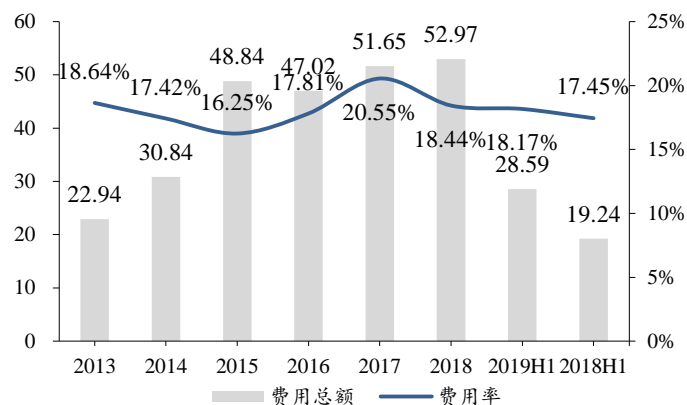
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 销售费用、存货、预收账款等大幅上升

公司 2019H1 期间费用同比增长 48.55% 至 28.59 亿元，期间费用率上升 0.72 个百分点

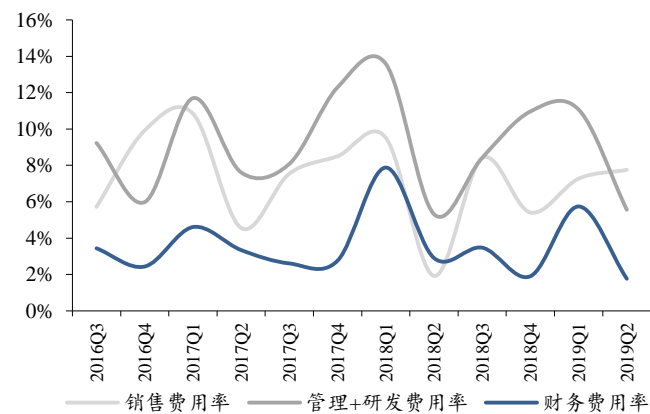
点至 18.17%。其中，销售、管理+研发、财务费用分别同比上升 136.15%、上升 29.39%、下降 3.93% 至 11.94 亿元、11.72 亿元、4.93 亿元；费用率分别上升 3、下降 0.76、下降 1.52 个百分点至 7.59%、7.45%、3.13%。

图 25: 2019H1 期间费用 28.59 亿元，同比增长 48.55%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 26: 2019H1 期间费用率 18.17%，同比上升 0.72 个百分点



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

其中，销售费用同比增长 136.15%、销售费用率上升 3 个百分点，主要是因为风机交付加大，新增质保金增加，新增质保金比例同比上升了 0.77 个百分点；而质保金转回部分同比下降，同比下降了 1.9 亿。

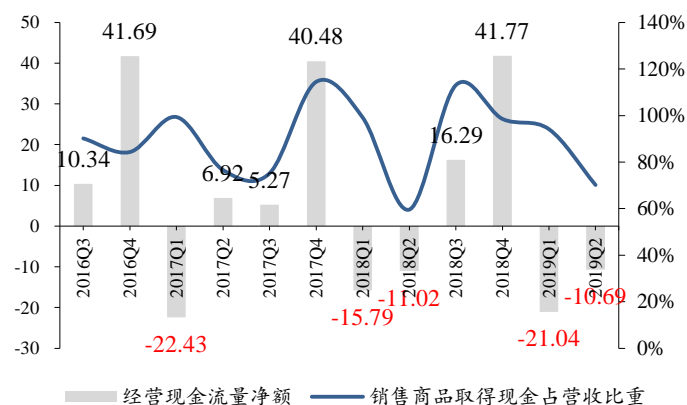
表 3: 预计负债 (质保金) 科目

质量保证金 (亿元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2016H	2017H	2018H	2019H
年初数	12.70	13.55	15.98	20.98	34.93	39.66	38.70	34.93	39.66	38.70	35.52
本年增加	4.62	5.18	9.50	21.10	15.57	15.85	15.66	4.42	4.17	4.47	6.94
本年转回	0.88	0.47	1.00	1.31	2.08	6.25	7.93	0.20	0.92	3.34	1.40
销售费用-产品质量保证准备	3.74	4.71	8.49	19.79	13.48	9.59	7.73	4.22	3.25	1.13	5.54
本年消耗	2.89	2.27	3.45	5.82	8.74	10.56	10.97	3.28	3.73	8.12	4.10
外币报表折算差额	0.01	-0.01	0.04	0.02	-0.02	0.00	0.07	0.01	-0.01	0.00	0.04
	13.55	15.98	20.98	34.93	39.66	38.70	35.52	35.86	39.17	31.72	37.00
减：划分为流动负债的部分	6.71	6.27	8.33	12.90	15.99	17.73	15.70	13.07	18.30	14.97	17.02
	6.84	9.71	12.66	22.03	23.67	20.97	19.83	22.78	20.87	16.75	19.98
风机销售收入	95.95	106.53	153.77	266.04	218.68	187.09	210.16	89.21	69.66	76.56	104.94
新增质保金比例	4.81%	4.86%	6.18%	7.93%	7.12%	8.47%	7.45%	4.95%	5.99%	5.84%	6.61%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

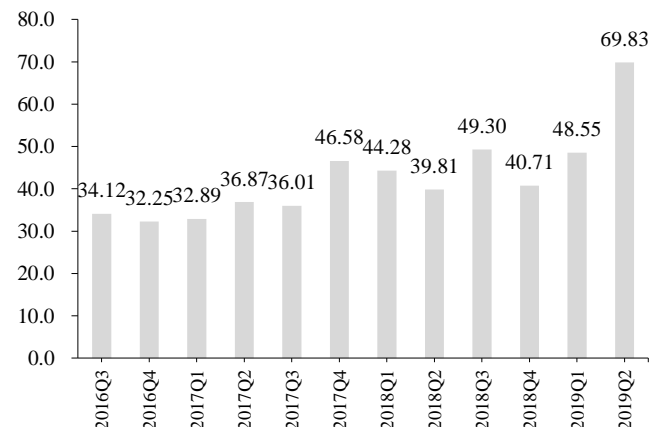
2019H1 经营活动现金流量净流出 31.73 亿元；销售商品取得现金 123.32 亿元，同比增长 52.26%。主要是因为机组销售业务提速，采购规模增加。期末预收款项+合同负债 69.83 亿元，同比增长 75.41%。

图 27：2019H1 现金净流出 31.73 亿元



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

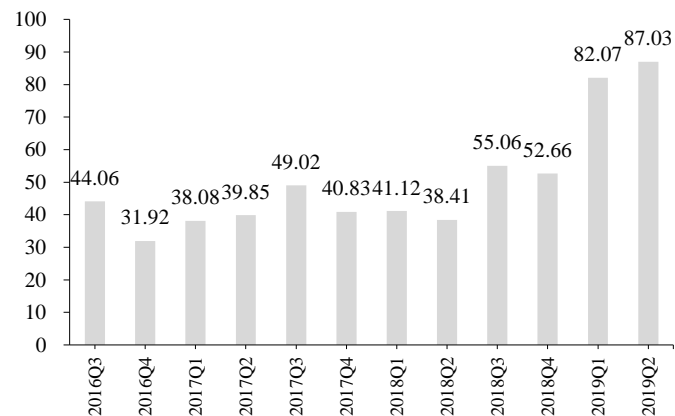
图 28：期末预收款项+合同负债 69.83 亿元，同比增长 75.41%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

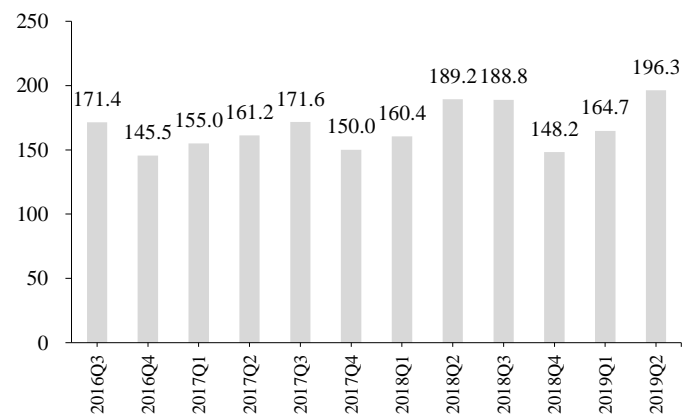
期末应收账款 196.29 亿元，同比增长 3.75%，应收账款周转天数下降 79.71 天至 197.09 天。期末存货+合同资产 87.03 亿元，同比增长 126.62%；存货周转天数上升 5.1 天至 96.95 天。

图 29：期末存货+合同资产 87.03 亿元，同增 126.62%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 30：期末应收账款 196.29 亿元，同比增长 3.75%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 投资建议

我们预计 2019-2021 年归属母公司净利润分别为 29.07、38.02、48.89 亿元，同比分别下滑 9.6%、增长 30.8%、增长 28.6%，EPS 分别为 0.69、0.90、1.16 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。

表 4：公司分季度经营情况简表

金风科技	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	同比	环比
营业收入	35.84	62.56	71.67	81.23	38.60	71.70	67.86	109.15	53.96	103.38	44.18%	91.59%
毛利率	32.97%	31.78%	27.39%	30.36%	36.03%	28.57%	26.89%	20.11%	26.62%	17.95%	-10.62%	-8.67%
毛利润	11.82	19.88	19.63	24.66	13.91	20.49	18.25	21.95	14.36	18.56	-9.43%	29.18%
期间费用率	27.16%	15.52%	18.24%	23.56%	30.99%	4.92%	18.06%	13.38%	19.52%	13.35%	8.43%	-6.17%
销售费用	3.89	2.85	5.41	6.91	3.67	1.38	5.70	5.91	3.92	8.02	480.80%	104.36%
管理费用	4.19	4.76	5.79	9.98	5.25	0.06	4.20	6.62	3.51	3.95	6503.50%	12.67%
财务费用	1.65	2.09	1.87	2.24	3.04	2.09	2.36	2.08	3.10	1.83	-12.40%	-41.01%
期间费用	9.73	9.71	13.07	19.14	11.96	3.53	12.25	14.60	10.53	13.80	291.23%	31.02%
资产减值	0.21	0.92	1.17	0.29	1.11	-1.33	-0.20	0.52	0.00	0.08	-106.00%	3463.27%
营业利润	1.86	11.57	13.24	8.42	2.84	15.13	9.79	9.43	2.59	11.63	-23.12%	348.29%
营业外收入	0.37	-0.33	0.01	0.03	0.00	0.02	0.01	0.02	0.06	0.01	-24.00%	-74.46%
利润总额	2.22	11.14	13.21	8.34	2.83	15.12	9.79	9.09	2.65	11.58	-23.37%	337.27%
所得税	0.14	1.34	1.53	0.40	-0.01	1.91	0.86	1.24	0.03	2.08	8.89%	5971.13%
归母净利	1.81	9.52	11.63	7.58	2.40	12.90	8.89	7.98	2.29	9.56	-25.91%	318.13%
净利率	5.04%	15.22%	16.23%	9.34%	6.21%	18.00%	13.10%	7.31%	4.24%	9.25%	-8.75%	5.01%
存货	38.08	39.85	49.02	40.83	41.12	36.64	54.13	49.97	81.27	84.06	129.42%	3.43%
股本	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	35.56	42.25		
EPS	0.05	0.27	0.33	0.21	0.07	0.36	0.25	0.22	0.06	0.23	-36.11%	283.33%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	32917.5	48882.2	58735.9	75622.7	营业收入	28730.6	41722.4	52076.7	70044.7
现金	5065.9	4000.0	11468.4	7151.5	减:营业成本	21271.2	33177.3	41854.6	56181.0
应收账款	18126.8	30863.1	32815.4	46714.8	营业税金及附加	159.7	250.3	312.5	420.3
存货	4996.7	7726.2	7109.5	11941.1	营业费用	1665.7	2419.9	2864.2	3712.4
其他流动资产	4728.1	6292.9	7342.6	9815.2	管理费用	1746.7	3448.0	3755.6	5153.4
非流动资产	48446.6	54356.9	59545.7	64669.0	财务费用	956.8	993.9	926.9	878.3
长期股权投资	3660.4	4930.0	6199.7	7469.3	资产减值损失				
固定资产	25508.7	30259.6	34289.0	38252.9	加:投资净收益	1346.4	1500.0	1500.0	1300.0
在建工程					其他收益	-558.4	410.6	472.7	580.5
无形资产	3306.9	3196.6	3086.4	2976.2	营业利润	3718.4	3343.6	4335.6	5579.9
其他非流动资产	15970.6	15970.6	15970.6	15970.6	加:营业外净收支	-36.0	-10.0	20.0	20.0
资产总计	81364.1	103239.1	118281.6	140291.7	利润总额	3682.4	3333.6	4355.6	5599.9
流动负债	31600.6	46637.9	58853.7	76762.6	减:所得税费用	399.8	333.4	435.6	560.0
短期借款	3470.1	4527.8	4529.2	4023.3	少数股东损益	66.0	93.0	117.6	151.2
应付账款	19999.8	28595.1	37284.3	50430.3	归属母公司净利润	3216.6	2907.2	3802.4	4888.7
其他流动负债	8130.7	13515.1	17040.1	22309.0	EBIT	4181.7	2787.4	3712.5	5108.1
非流动负债	23288.3	23710.2	24208.1	25315.1	EBITDA	5530.1	4098.4	5397.1	7108.1
长期借款	18000.5	18000.5	18000.5	18000.5					
其他非流动负债	5287.8	5709.7	6207.6	7314.6	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	54888.9	70348.1	83061.8	102077.7	每股收益(元)	0.90	0.69	0.90	1.16
少数股东权益	1513.9	1551.4	1598.8	1659.7	每股净资产(元)	7.02	7.42	7.96	8.65
归属母公司股东权益	24961.2	31339.6	33621.0	36554.2	发行在外股份(百万股)	3556.2	4225.1	4225.1	4225.1
负债和股东权益	81364.1	103239.1	118281.6	140291.7	ROIC(%)	8.3%	4.9%	6.5%	9.0%
					ROE(%)	12.9%	9.3%	11.3%	13.4%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	26.0%	20.5%	19.6%	19.8%
经营活动现金流	3125.4	1565.1	15811.2	4717.9	销售净利率(%)	11.2%	7.0%	7.3%	7.0%
投资活动现金流	-6113.9	-7159.8	-6823.4	-7073.3	资产负债率(%)	67.5%	68.1%	70.2%	72.8%
筹资活动现金流	1201.4	4528.8	-1519.5	-1961.4	收入增长率(%)	14.3%	45.2%	24.8%	34.5%
现金净增加额	-1734.2	-1065.9	7468.4	-4316.9	净利润增长率(%)	5.3%	-9.6%	30.8%	28.6%
折旧和摊销	1348.5	1310.9	1684.6	2000.0	P/E	13.70	18.01	13.77	10.71
资本开支	-3828.8	-5890.2	-5553.7	-5803.7	P/B	2.10	1.67	1.56	1.43
营运资本变动	-727.2	-2640.6	10326.9	-2181.7	EV/EBITDA	17.89	27.92	23.55	20.56

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>

