

柳暗花明，拐点就在眼前

——金风科技（002202）点评报告

买入（维持）

日期：2019年08月27日

事件：

2019年8月23日公司公布了2019年上半年财报，报告期内公司实现营业收入157.33亿元，同比增长42.65%，实现归母净利润11.85亿元，同比下滑22.58%，扣非后归母净利润10.21亿元，同比下滑28.38%，基本符合预期。

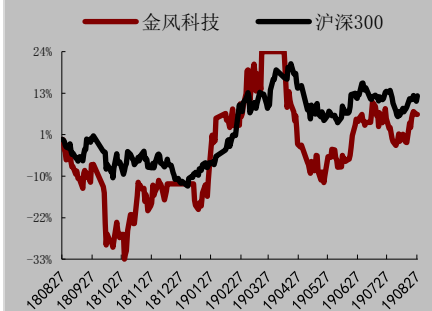
投资要点：

- **低价订单导致风机业务亏损，发电业务稳步增长：**1. 风力发电机组及零部件销售收入为人民币116.4亿元，同比增长45.26%；2019H1实现对外销售容量3.19GW，同比增长50.37%，其中2.5S机组销售容量占比20.68%，同比增长9.5pct。受低价订单影响，风机及零部件毛利率下行9.70pct至11.39%，风机及零部件整体亏损1.6亿元。2. 风电场开发方面，发电量43亿kWh，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1pct。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11pct，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%。
- **在手订单创新高，低价订单将出清：**2019H1国内公开招标量32.3GW，同比增长93.4%，接近18年全年水平，创历史新高。其中，海上风电招标4.4GW，同比增长76%，占比13.6%。公司在手订单21.2GW，其中待执行14.8GW，中标待签6.4GW。主力2.0MW机型交付量2.19GW，执行均价3016元/kW，2.5MW机型交付量0.66GW，执行均价3603元/kW，低价订单预计8-9月将出清，毛利率将恢复至20%以上的正常水平。
- **风电场投资收益亮眼，但并不是所有项目都如德州项目那般高溢价。**公司转让包括德州在内的4座风电场股权，投资收益7.24亿元。其中德州电站溢价率312.3%，其他电站溢价率维持在4%-8%之间。

基础数据

| | |
|------------|------------------------|
| 行业 | 电气设备 |
| 公司网址 | |
| 大股东/持股 | 香港中央结算（代理人）有限公司/18.23% |
| 实际控制人/持股 | |
| 总股本（百万股） | 4,225.07 |
| 流通A股（百万股） | 3,386.95 |
| 收盘价（元） | 12.30 |
| 总市值（亿元） | 519.68 |
| 流通A股市值（亿元） | 416.59 |

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年08月27日

相关研究

万联证券研究所 20190625_金风科技首次覆盖_AAA_风机龙头受益行业复苏，盈利拐点将至

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：010-56508505

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：江维

电话：010-56508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

| | 2017年 | 2018年 | 2019E | 2020E |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 251.29 | 287.31 | 383.46 | 458.83 |
| 增长比率(%) | -4.80% | 14.33% | 33.47% | 19.65% |
| 净利润(亿元) | 30.55 | 32.17 | 29.83 | 51.68 |
| 增长比率(%) | 1.72% | 5.30% | -7.26% | 73.24% |
| 每股收益(元) | 0.84 | 0.88 | 0.71 | 1.22 |
| 市盈率(倍) | 22.47 | 12.80 | 17.42 | 10.06 |

数据来源：WIND，万联证券研究所

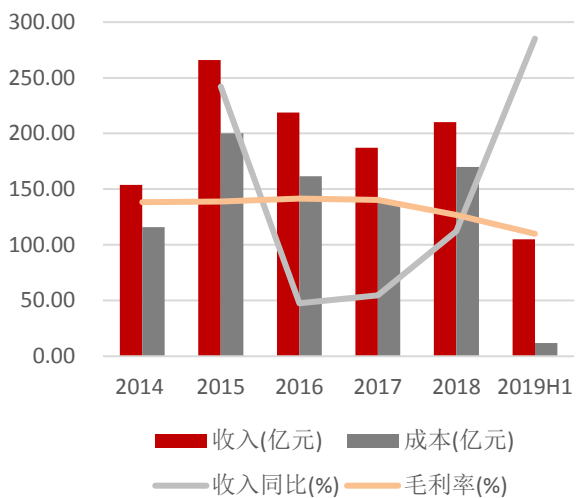
- **盈利预测与投资建议：**考虑19H1毛利率下滑超预期，下半年将恢复至正常水平，此外我们认为公司建电站高溢价转让模式可持续，调整预测，2019-2020年分别实现营收383.46/458.83/亿（前值372.72/446.26），归母净利润29.83、51.68亿元（前值35.43/46.12），同比增长-7.26%/73.124%。按照当前股本计算，2019-2020EPS分别为0.71/1.22元/股。19/20年PE分别为17.42/10.06倍，考虑下半年抢装毛利改善，给予2020年15倍PE，目标价18.3元，维持买入评级。
- **风险因素：**1. 风电行业复苏不及预期；2. 风机价格上涨不及预期；3. 原材料和零部件价格上涨风险；4. 弃风限电改善不及预期；5. 公司后续订单量不及预期。

万联证券

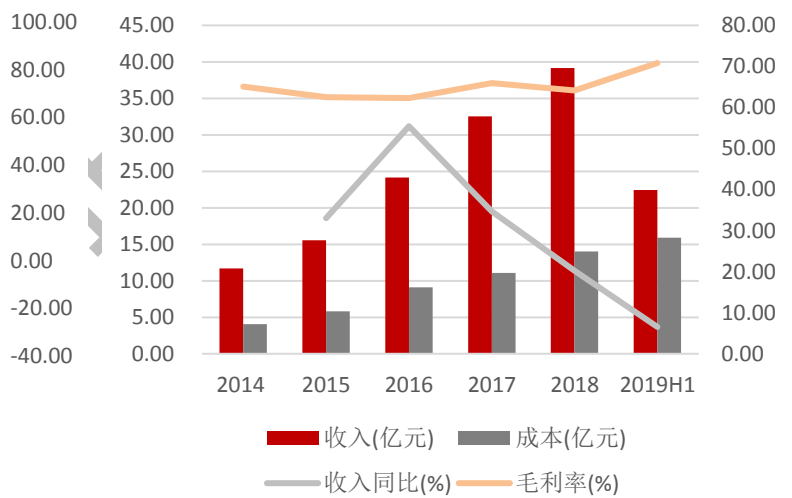
1.1 公司几大业务收入和成本情况

风力发电机组销售是占比2/3的主营业务，低价订单导致毛利率骤降。风力发电机组收入及零部件收入116.4亿元，同比增长45.26%，其中风力发电机组收入104.94亿元，占总营收的66.7%，同比增长93.07%，毛利率11.31%，同比下降9.70pct；零部件收入11.45亿元，毛利率12.15%。如此低的毛利率是由于18Q3非正常水平的低价订单，考虑14-17年风机销售毛利率分别为24.53%、24.78%、26.07%、25.54%。18年下半年部分低价订单交付导致全年毛利率下滑至19.19%，我们测算18下半年低价订单大概交付3GW，考虑低价订单总量为8GW左右，19H1交付了3.19GW，剩下未交付的低价订单不到2GW，叠加下半年行业抢装，7-8两个月基本可以消耗完毕，因此我们认为风力发电机组毛利率基本触底。

图表1：风力发电机组收入和成本情况



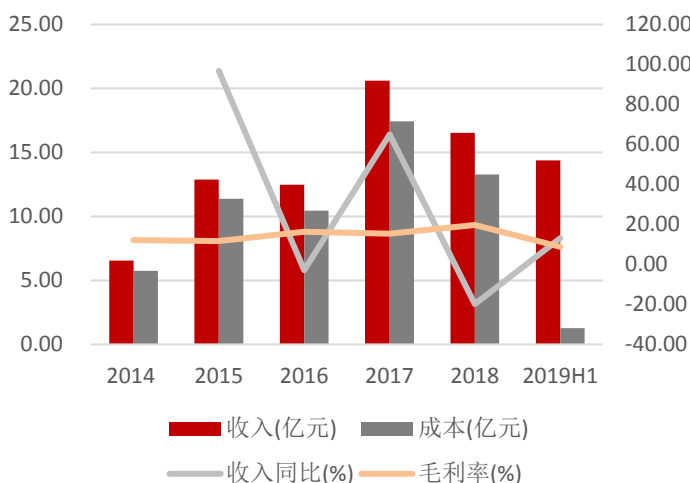
图表2：风电场开发收入和成本情况



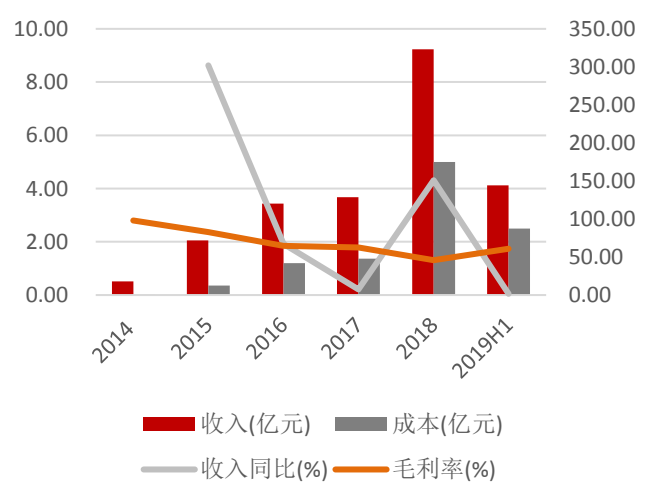
资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

图表3：风电服务收入和成本情况



图表4：其他收入和成本情况



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

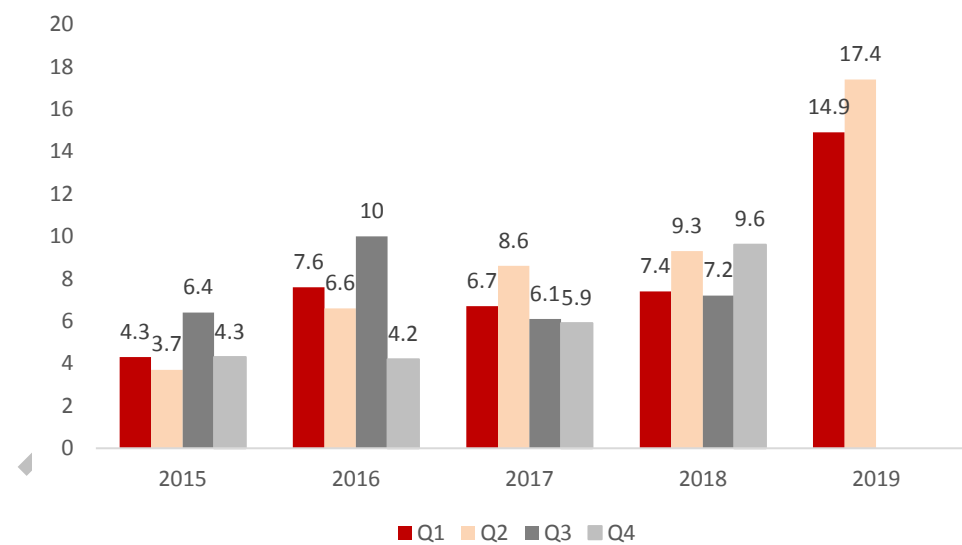
风电场开发维持高毛利率，投资收益显著。风电场开发方面，发电量43亿kWh，同比增长6.8%，实现收入22.43亿元，同比增长11.11%；风电场开发盈利10.32亿元，同比增长31.98%。风电场销售投资收益7.24亿元，毛利率70.83%，同比下降1pct。

风电服务高速增长，毛利率大幅下滑。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11pct，贡献利润0.11亿元。水务、投资收益等业务收入4.12亿元，同比增长9.11%。

1.2 上半年招标量接近18年全年，公司在手订单创新高

2019年上半年，国内风电设备行业公开招标量已达到32.3GW，同比增长93.4%，创半年度招标量历史最高纪录，与18年全年招标量33.5GW接近。

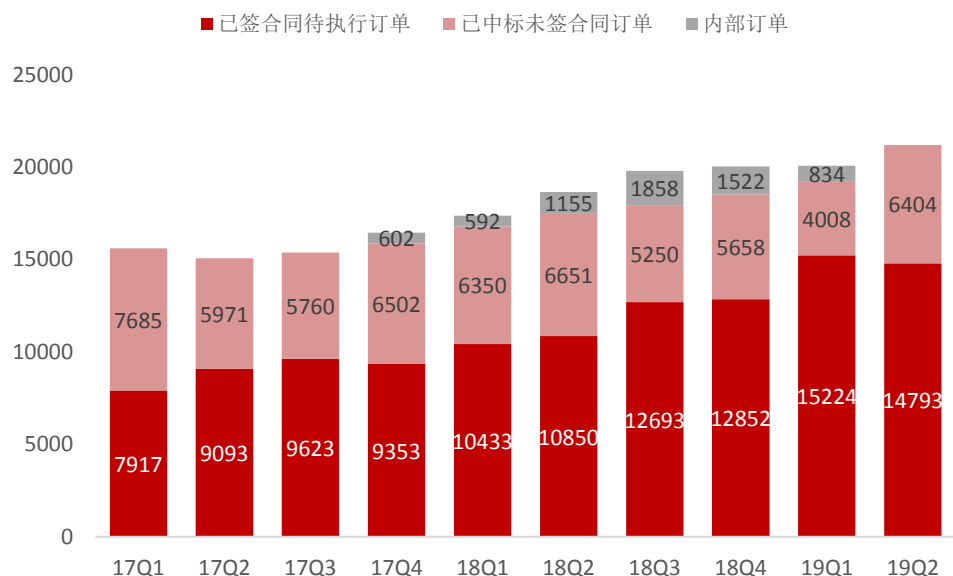
图表5：19H1招标量接近18年全年



资料来源：公司公告，万联证券研究所

从公司订单来看，在手订单维持高位，已签合同待执行订单14.79GW；已中标未签合同订单6.40GW，内部订单0.71GW，外部订单合计21.20GW。

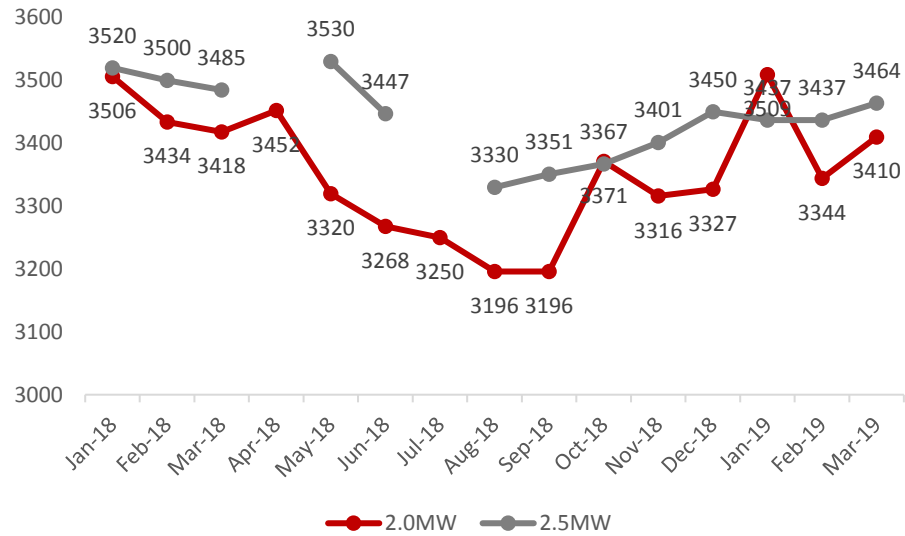
图表6：公司在手订单情况 (MW)



资料来源：公司公告，万联证券研究所

招标价格方面,公司主力机型2.0MW机组和2.5MW机组招标均价风机设备的月度公开投标均价也呈现稳定的回暖态势,其中6月份2.0MW机组投标均价为3536元/千瓦,比18年9月份的价格低点回升12.1%。2.5MW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%。

图表7: 公司主力机型招标价格 (元/kW)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

1.3 风电场投资收益亮眼, 并不是所有项目都如德州项目那般高溢价

19H1投资收益合计9.66亿, 同比增长175.2%, 主要系出售风电场股权得到, 其中9.31亿元出售德州润津新能源有限公司100%股权给第三方, 产生投资收益7.05亿元, 溢价率312.3%; 1.73亿元出售托克逊县风城新能源有限公司股权, 产生投资收益0.07亿元; 分别以0.98亿元出售Mussels hell Wind Project One Holdings和Mussels hell Wind Project TWO Holdings股权, 投资收益0.12亿元。除了德州项目, 企业项目的溢价率都维持在各位数。

图表8: 公司主力机型招标价格 (元/kW)

| 处置资产 | 权益容量 | 资产处置价款 (亿元) | 处置价与净资产差额 (亿元) | 溢价率 |
|--|-------|-------------|----------------|--------|
| 德州德州润津新能源有限公司 | 200MW | 9.31 | 7.05 | 312.3% |
| 托克逊县风城新能源有限公司 | - | 1.73 | 0.07 | 4.3% |
| Mussels hell Wind Project One Holdings | - | 0.98 | 0.05 | 5.4% |
| Mussels hell Wind Project TWO Holdings | - | 0.98 | 0.07 | 7.6% |
| 合计/平均 | - | 13.00 | 7.24 | 125.8% |

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

1.4 预计风机毛利率9月底见底反转

从交付价格来看, 19H1公司主力机型2.0MW和2.5MW交付均价分别为3106元/kW、3603元/kW, 从交付量来看, 2.0MW机型交付2.19GW, 2.5MW机型交付0.66GW。从价格判断,

2. OMW交付的主要为低价订单,考虑到交付周期,总的低价订单大约为7-8GW,考虑18H2交付了3GW左右,以及19H1交付的2.9GW,剩下的低价订单大约在2GW左右,低价订单9月底基本会出清,考虑原材料成本维持不变,届时毛利率将迎来拐点,回升到20%左右的正常水平。

风险提示: 1. 风电行业复苏不及预期; 2. 风机价格上涨不及预期; 3. 原材料和零部件价格上涨风险; 4. 弃风限电改善不及预期; 5. 公司后续订单量不及预期。

万联证券

资产负债表

单位:百万元

| 至12月31日 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 32917 | 41047 | 47139 | 55315 |
| 货币资金 | 5066 | 5303 | 5044 | 7490 |
| 应收及预付 | 18632 | 25473 | 30498 | 35046 |
| 存货 | 4997 | 6057 | 6980 | 7837 |
| 其他流动资产 | 4223 | 4215 | 4617 | 4942 |
| 非流动资产 | 48447 | 52165 | 56306 | 59962 |
| 长期股权投资 | 3660 | 3660 | 3660 | 3660 |
| 固定资产 | 19792 | 23280 | 26462 | 29340 |
| 在建工程 | 5717 | 6138 | 7064 | 7827 |
| 无形资产 | 3307 | 3307 | 3307 | 3307 |
| 其他长期资产 | 15971 | 15779 | 15812 | 15828 |
| 资产总计 | 81364 | 93212 | 103446 | 115278 |
| 流动负债 | 31601 | 36827 | 41763 | 46510 |
| 短期借款 | 2038 | 0 | 0 | 0 |
| 应付及预收 | 20009 | 27697 | 31230 | 34699 |
| 其他流动负债 | 9554 | 9130 | 10533 | 11811 |
| 非流动负债 | 23288 | 22729 | 22729 | 22729 |
| 长期借款 | 18001 | 18001 | 18001 | 18001 |
| 应付债券 | 560 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 4728 | 4728 | 4728 | 4728 |
| 负债合计 | 54889 | 59556 | 64492 | 69238 |
| 股本 | 3556 | 4225 | 4225 | 4225 |
| 资本公积 | 8168 | 12132 | 12132 | 12132 |
| 留存收益 | 16794 | 19932 | 25100 | 32015 |
| 归属母公司股东权益 | 24961 | 32064 | 37232 | 44147 |
| 少数股东权益 | 1514 | 1592 | 1722 | 1892 |
| 负债和股东权益 | 81364 | 93212 | 103446 | 115278 |

现金流量表

单位:百万元

| 至12月31日 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 3125 | 3482 | 5205 | 7728 |
| 净利润 | 3283 | 2983 | 5168 | 6915 |
| 折旧摊销 | 1388 | 1512 | 1817 | 2122 |
| 营运资金变动 | -1389 | -629 | -1414 | -984 |
| 其它 | -156 | -385 | -366 | -325 |
| 投资活动现金流 | -6114 | -4230 | -4959 | -4778 |
| 资本支出 | -6022 | -5230 | -5959 | -5778 |
| 投资变动 | 594 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -686 | 1000 | 1000 | 1000 |
| 筹资活动现金流 | 1201 | 985 | -504 | -504 |
| 银行借款 | 1657 | -2038 | 0 | 0 |
| 债券融资 | 0 | -560 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 1009 | 4633 | 0 | 0 |
| 其他 | -1464 | -1051 | -504 | -504 |
| 现金净增加额 | -1787 | 237 | -258 | 2445 |
| 期初现金余额 | 6746 | 5066 | 5303 | 5044 |
| 期末现金余额 | 5012 | 5303 | 5044 | 7490 |

利润表

单位:百万元

| 至12月31日 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 28731 | 38346 | 45883 | 53099 |
| 营业成本 | 21271 | 29735 | 33629 | 37814 |
| 营业税金及附加 | 160 | 224 | 264 | 307 |
| 销售费用 | 1666 | 2186 | 2569 | 2974 |
| 管理费用 | 1612 | 2183 | 2599 | 3013 |
| 财务费用 | 957 | 369 | 294 | 240 |
| 研发费用 | 1062 | 1218 | 1599 | 1814 |
| 资产减值损失 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 204 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 1346 | 1000 | 1000 | 1000 |
| 营业利润 | 3718 | 3431 | 5928 | 7937 |
| 营业外收入 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 41 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 3682 | 3431 | 5928 | 7937 |
| 所得税 | 400 | 370 | 631 | 851 |
| 净利润 | 3283 | 3061 | 5297 | 7086 |
| 少数股东损益 | 66 | 78 | 130 | 171 |
| 归属母公司净利润 | 3217 | 2983 | 5168 | 6915 |
| EBITDA | 4336 | 4,312 | 7,040 | 9,299 |
| EPS (元) | 0.76 | 0.71 | 1.22 | 1.64 |

主要财务比率

| 至12月31日 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 14.33% | 33.47% | 19.65% | 15.73% |
| 营业利润 | 5.98% | -7.72% | 72.77% | 33.88% |
| 归属于母公司净利润 | 5.30% | -7.26% | 73.24% | 33.81% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 25.96% | 22.46% | 26.71% | 28.79% |
| 净利率 | 12.82% | 8.95% | 12.92% | 14.95% |
| ROE | 12.89% | 9.30% | 13.88% | 15.66% |
| ROIC | 6.07% | 5.23% | 8.75% | 11.05% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 67.46% | 63.89% | 62.34% | 60.06% |
| 净负债比率 | 207.32% | 176.95% | 165.56% | 150.39% |
| 流动比率 | 1.04 | 1.11 | 1.13 | 1.19 |
| 速动比率 | 0.83 | 0.90 | 0.91 | 0.97 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.37 | 0.44 | 0.47 | 0.49 |
| 应收账款周转率 | 1.69 | 1.62 | 1.62 | 1.63 |
| 存货周转率 | 4.69 | 4.91 | 4.82 | 4.83 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.76 | 0.71 | 1.22 | 1.64 |
| 每股经营现金流 | 0.88 | 0.82 | 1.23 | 1.83 |
| 每股净资产 | 7.02 | 7.59 | 8.81 | 10.45 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 11.04 | 17.42 | 10.06 | 7.52 |
| P/B | 1.42 | 1.62 | 1.40 | 1.18 |
| EV/EBITDA | 12.10 | 15.33 | 9.43 | 6.87 |

资料来源: wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场