

## 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, 2019.04.01

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

《金风科技 (002202.SZ 行业需求回暖, 风机龙头强者恒强)》2019.04

《电价较温和竞争, 地方支持权重差异大》2018.12

《金风科技 (002202): 风机制造业务承压, 风电场运营持续向好》2018.11

《金风科技 (002202.SZ) 大风起兮, 金风飞扬》2018.09

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

## 受益行业景气向上, 风机龙头现盈利拐点

2019年10月29日

## 事件:

- 1、公司发布2019年第三季度报告。2019年前三季度公司实现营业收入247.35亿元, 同比增长38.84%; 归属于上市公司股东的净利润15.91亿元, 同比下降34.24%; 归属于上市公司股东的扣非净利润14.29亿元, 同比下降37.91%。基本每股收益0.3713元/股, 同比下降40.05%。
- 2、其中, 2019年第三季度公司实现营业收入90.02亿元, 同比增长32.65%, 环比下降12.92%; 归属于上市公司股东的净利润4.06亿元, 同比下降54.30%, 环比下降57.49%。

## 点评:

- **行业景气向上推动风机销量快速增长, 金风受益于行业大型化趋势。**2019年前三季度, 公司风机对外销售5.25GW, 占2018年全年销量的89%, 推动公司前三季度实现营收247.35亿元, 同比增长38.84%。随着四季度进入装机旺季, 公司全年装机规模有望持续高增长。从风机产品销售结构看, 大型化趋势明显。其中主流2MW机型销量占比由Q1/Q2单季度的73%和67%降至Q3的59%, 2.5MW和3MW合计占比由Q1/Q2单季度的22%和31%提升至37%。从待执行订单及中标未签订单看, 2.5MW及以上机型订单占比分别由2018年的38%和39%提升至2019年第三季度的65%和90%, 大型化趋势也将进一步改善公司盈利能力。
- **看好公司盈利后续几个季度向上趋势: 风电抢装持续, 招标价格触底回升。**2019年前三季度, 全国风电新增装机规模13.08GW, 同比增长47%, 补贴政策变化带来的风电抢装效应明显。而从招标情况看, 2019年前三季度, 国内风电设备公开招标量达49.9GW, 同比增长109%, 其中三季度招标17.6GW, 同比增长144%, 环比增长1%, 招标数据验证抢装将大概率持续至2020年, 风电装机规模将持续增长, 截至三季度, 公司待执行订单和中标未签订单规模分别为15.6GW和7.2GW, 同比增长20.2%和37.0%。受需求旺盛刺激, 2019年风机招标价格持续触底回升, 截至2019年9月, 2.5MW级别机组投标均价3898元/KW, 相比去年8月低点价格回升17%, 3MW机型3季度涨幅也超8%, 招标价格回升将推动公司盈利能力改善。从我们跟踪的情况看, 低价订单逐步执行完毕, 未来风机盈利情况转好; 从毛利率看, 公司2019年三季度单季毛利率19.12%, 环比提升1.17ppt; 预计盈利能力转好趋势将持续。
- **风电消纳向好推动自营风电场发电量增长, 未来提供较好的现金流基础。**2019年前三季度全国弃风电量同比减少94亿

千瓦时至 128 亿千瓦时，平均弃风率同比下降 3.5ppt 至 4.2%，风电消纳比例由去年同期的 5.2% 提升至 5.4%，全国风电消纳持续向好。截至 2019 年三季度，公司国内外累计并网的自营风电场权益装机容量 4596MW，同比增长 10%，发电量 5923GWh，同比增长 2%，为公司提供较为稳定的现金流规模。

- **海外市场开拓见成效，将提供有效增量。**公司持续推进海外市场开拓，截至 2019 年 9 月，公司海外在手外部订单 1.21GW，同比增长 62.5%，主要分布于加拿大、菲律宾、巴基斯坦、南非、澳大利亚等国。其中三季度订单新增 238.8MW，主要来自北美、南美等新增订单。公司当前拥有海外在建及待开发项目权益容量 1.54GW，主要集中于阿根廷及澳大利亚等国。随着公司海外市场规模逐步扩大，将更好平滑国内政策变化对风机需求影响。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2019-2021 年分别实现营收 407.32、503.70 和 565.27 亿元，同比增长 41.77%、23.66% 和 12.23%；归母净利润 30.04、41.92 和 50.75 亿元，同比增长-6.61%、39.55%和 21.07%，摊薄每股收益为 0.71、0.99 和 1.20 元/股，以 2019 年 10 月 25 日收盘价计算，对应 2019-2021 年 PE 为 17x、13x 和 10x。2019-2020 年国内风电抢装明确，公司作为风机龙头有望最先受益。同时，风机招标价格企稳回升将有效改善公司盈利能力，基于此，维持对公司“买入”评级。
- **风险因素：**风电行业相关政策变化风险；原材料价格波动风险；风电消纳不及预期风险；海外市场开拓不及预期风险；行业竞争加剧风险等。

#### ➤ 公司财务数据

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	25,129.46	28,730.61	40,732.09	50,369.50	56,527.20
增长率 YoY %	-4.80%	14.33%	41.77%	23.66%	12.23%
归属母公司净利润(百万元)	3,054.66	3,216.60	3,003.85	4,191.76	5,074.89
增长率 YoY%	1.72%	5.30%	-6.61%	39.55%	21.07%
毛利率%	30.24%	25.96%	22.05%	23.26%	24.04%
净资产收益率 ROE%	14.32%	13.50%	10.78%	12.76%	13.56%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.76	0.71	0.99	1.20
市盈率 P/E(倍)	17	16	17	13	10
市净率 P/B(倍)	2.31	2.10	1.70	1.50	1.31

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2019 年 10 月 25 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	33,081.33	32,917.50	49,224.47	56,266.19	60,809.68
货币资金	7,739.53	5,065.94	9,032.26	9,352.93	12,951.92
应收票据	2,046.94	2,072.23	2,851.25	3,525.86	3,956.90
应收账款	15,001.28	14,823.00	20,366.05	25,184.75	25,437.24
预付账款	701.10	1,736.81	2,592.35	3,156.25	3,506.01
存货	4,083.01	4,996.68	10,159.74	10,823.55	10,734.77
其他	3,509.46	4,222.84	4,222.84	4,222.84	4,222.84
<b>非流动资产</b>	39,706.51	48,446.55	53,131.15	58,928.07	65,259.04
长期股权投资	2,390.74	3,660.39	3,660.39	3,660.39	3,660.39
固定资产(合计)	18,079.68	19,792.04	24,158.86	31,205.95	36,235.09
无形资产	2,469.29	3,306.87	4,155.42	5,177.00	5,973.33
其他	16,766.80	21,687.25	21,156.48	18,884.72	19,390.23
<b>资产总计</b>	72,787.84	81,364.05	102,355.62	115,194.25	126,068.72
<b>流动负债</b>	29,600.32	31,600.59	45,709.84	53,322.39	58,064.87
短期借款	2,054.93	2,037.50	2,037.50	2,037.50	2,037.50
应付票据	4,665.72	6,221.49	9,286.12	11,306.12	12,558.99
应付账款	10,591.16	13,778.27	20,565.27	25,038.81	27,813.44
其他	12,288.51	9,563.33	13,820.94	14,939.96	15,654.95
<b>非流动负债</b>	19,712.52	23,288.34	24,288.34	25,288.34	26,288.34
长期借款	15,076.04	18,000.54	19,000.54	20,000.54	21,000.54
其他	4,636.48	5,287.81	5,287.81	5,287.81	5,287.81
<b>负债合计</b>	49,312.84	54,888.93	69,998.18	78,610.73	84,353.22
少数股东权益	788.31	1,513.91	1,575.54	1,661.54	1,765.66
归属母公司股东权益	22,686.69	24,961.22	30,781.90	34,921.98	39,949.84
<b>负债和股东权益</b>	72,787.84	81,364.05	102,355.62	115,194.25	126,068.72

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	25,129.46	28,730.61	40,732.09	50,369.50	56,527.20
同比(%)	-4.80%	14.33%	41.77%	23.66%	12.23%
归属母公司净利润	3,054.66	3,216.60	3,003.85	4,191.76	5,074.89
同比(%)	1.72%	5.30%	-6.61%	39.55%	21.07%
毛利率(%)	30.24%	25.96%	22.05%	23.26%	24.04%
ROE%	14.32%	13.50%	10.78%	12.76%	13.56%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.76	0.71	0.99	1.20
P/E	17	16	17	13	10
P/B	2.31	2.10	1.70	1.50	1.31
EV/EBITDA	12.14	10.80	12.04	9.38	7.99

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	25,129.46	28,730.61	40,732.09	50,369.50	56,527.20
营业成本	17,530.46	21,271.23	31,749.18	38,655.53	42,939.07
营业税金及附加	160.93	159.67	226.36	279.92	314.14
销售费用	1,905.78	1,665.73	1,955.14	2,619.21	2,939.41
管理费用	2,473.10	1,611.97	1,914.41	2,367.37	2,656.78
研发费用	0.00	1,062.03	1,262.69	1,561.45	1,752.34
财务费用	785.83	956.85	1,098.05	1,051.37	1,100.56
减值损失合计	259.16	110.78	243.02	264.38	192.73
投资净收益	1,212.91	1,346.44	1,060.40	1,206.58	1,204.48
其他	281.58	479.63	286.40	280.86	283.63
<b>营业利润</b>	3,508.68	3,718.42	3,630.05	5,057.71	6,120.27
营业外收支	-18.12	-35.99	-23.60	-25.05	-27.32
<b>利润总额</b>	3,490.56	3,682.43	3,606.45	5,032.66	6,092.95
所得税	341.75	399.83	540.97	754.90	913.94
<b>净利润</b>	3,148.81	3,282.60	3,065.48	4,277.76	5,179.01
少数股东损益	94.15	65.99	61.63	86.00	104.12
<b>归属母公司净利润</b>	3,054.66	3,216.60	3,003.85	4,191.76	5,074.89
EBITDA	5,444.95	6,130.13	6,272.94	8,160.50	9,694.36
EPS(当年)(元)	0.86	0.90	0.71	0.99	1.20

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	3,023.45	3,125.35	6,366.97	7,008.97	11,307.17
净利润	3,148.81	3,282.60	3,065.48	4,277.76	5,179.01
折旧摊销	1,136.61	1,376.40	1,477.84	1,863.17	2,287.50
财务费用	817.78	1,071.30	1,188.65	1,264.68	1,313.90
投资损失	-1,212.91	-1,346.44	-1,060.40	-1,206.58	-1,204.48
营运资金变动	-1,415.07	-1,223.03	1,538.41	639.96	3,618.08
其它	548.23	-35.46	156.99	169.99	113.15
<b>投资活动现金流</b>	-7,097.95	-6,113.91	-5,113.04	-6,423.62	-7,394.29
资本支出	-4,900.82	-6,021.54	-6,173.44	-7,630.20	-8,598.76
长期投资	-1,253.93	1,305.17	1,060.40	1,206.58	1,204.48
其他	-943.20	-1,397.55	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	3,381.89	1,201.42	2,712.39	-264.68	-313.90
吸收投资	64.90	1,008.89	3,790.09	0.00	0.00
借款	4,811.74	1,656.70	1,000.00	1,000.00	1,000.00
支付利息或股息	1,457.16	1,920.26	2,077.70	1,264.68	1,313.90
<b>现金流净增加额</b>	-780.28	-1,734.17	3,966.32	320.67	3,598.98

## 研究团队简介

**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。