

增持

——维持

金风科技 (002202)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2019年10月30日
行业: 电气设备和新能源



盈利拐点显现，风机招标量价齐升

分析师: 洪麟翔
Tel: 021-53686178
E-mail: honglinxiang@shzq.com
SAC 证书编号: S0870518070001
研究助理: 孙克遥
Tel: 021-53686135
E-mail: sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870118050004

■ 公司动态事项

公司发布2019年三季报。2019年前三季度公司实现营业总收入247.35亿元，同比增长38.84%；实现归母净利润15.91亿元，同比下滑34.24%，实现扣非后净利润14.29亿元，同比下滑37.91%。

■ 事项点评

Q3 毛利率环比回升，费用率持续改善，现金流向好

2019年三季度公司实现营业收入90.02亿元，环比下滑13%，同比增长33%；归母净利润4.06亿元，环比下滑57%，同比下滑54%。若剔除出售电站投资收益的影响，Q3营业利润环比提升15%。Q3公司整体毛利率19.12%，环比提升1.17个百分点，随着低价订单的逐步消化及公司风机订单的持续优化，我们预计公司风机业务毛利率已有所回暖。Q3公司整体费用率13.69%，环比减少1.39个百分点，同比减少6.6个百分点，改善明显。公司Q3经营性现金流净额达35.88亿元，同比增长120.23%。

订单结构不断优化，大风机趋势明显

2019年前三季度，公司实现风机对外销售容量5244.75MW，其中2S平台机组销量3398.30MW，占比达64.79%；2.5S机组销量1155.50MW，占比22.03%；3S机组销量506.40MW，占比9.66%，均出现明显增长。单从三季度来看，公司风机对外销售2054MW，环比下滑9.19%，其中1.5MW机组销量12MW，环比下滑50%，占比0.58%；2S机组销量1204.7MW，环比下滑20.31%，占比58.65%；2.5S机组销量495.5MW，环比下滑1.39%，占比24.12%；3S机组销量263.9MW，环比增长37.95%，占比12.85%；6S机组销量77.9MW，环比提升141.55%，占比3.79%，公司订单结构不断优化，大机型销量环比提升。

在手订单方面，截至三季度末，公司在手订单合计22.78GW，同比增长25.1%。其中2.5S平台机组订单量达9.65GW，较年中时增长9.4%，占比达42.37%，成为主要品牌机型；3S平台机组订单量5.82GW，较年中时增长61.6%，占比提升至25.54%，反映出市场需求加速迭代，大型化趋势显现。

国内风电招标量价齐升

2019年1-9月份，国内风电公开招标量约49.9GW，同比大幅增长108.5%，其中三季度招标量17.6GW。投标价格亦增长明显，具体来看，9月2.5MW机组投标均价3898元/kw，比去年8月份的低点增长了17%，较今年年中增长8.8%，3.0MW机组投标均价达3900元/kw，均显著回

基本数据 (截至 2019 年 10 月 25 日)

报告日股价 (元)	12.42
12mth A 股价格区间 (元)	8.42-16.20
总股本 (百万股)	4225.07
无限售 A 股/总股本	98.13%
流通市值 (百万元)	42065.88
每股净资产 (元)	6.59

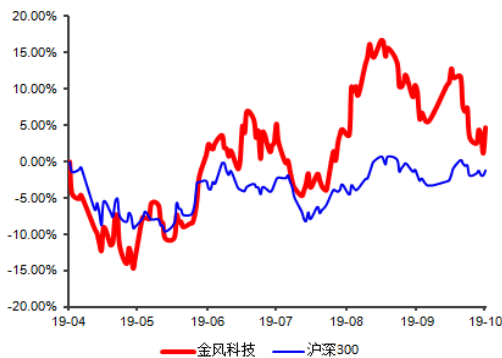
主要股东 (2019Q3)

香港中央结算有限公司	18.27%
新疆风能有限责任公司	13.76%

收入结构 (2019H1)

风力发电机组	66.70%
风电场开发	14.26%
风电服务	9.15%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: SKY19-GW02

首次报告日期:

暖。随着下游抢装行情，公司前期低价订单加速消化，公司风机盈利拐点已至。

发电业务稳步增长，海外市场拓展良好

截至 9 月末，公司权益装机容量 4596MW，在建权益容量 1390MW。1-9 月份，公司自营风电场平均标准利用小时数为 1645 小时，比行业平均高出 126 小时。今年前三季度公司合并报表发电量 59.23 亿度，同比增长 2%。

公司海外市场拓展顺利。截至 9 月末，公司海外在手订单约 1.2GW，预计今年海外交付量达 1.4GW，2020 年提升至约 2GW。2021 年国内风电平价上网，海外订单将是重要支撑。公司海外大客户取得突破，明后年交付的项目体量都将高于 200MW，同时会绑定 10-15 年的运维服务合同。公司海外业务布局广，体现公司海外竞争力不断提升。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020 和 2021 年营业收入分别为 388.23 亿元、512.86 亿元和 593.27 亿元，增速分别为 35.13%、32.10% 和 15.68%；归属于母公司股东净利润分别为 30.19 亿元、45.16 亿元和 53.54 亿元，增速分别为 -6.51%、49.58% 和 18.57%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.71 元、1.07 元和 1.27 元，对应 PE 为 17.38 倍、11.62 倍和 9.80 倍。公司前期低价订单加速消化，风机盈利拐点已至，风机招标迎量价齐升走势，我们看好公司未来成长性。未来六个月内，维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

风电需求复苏不达预期，上游钢材等原材料价格波动超预期，风机招标价格回暖不达预期，海外贸易不确定性等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	28730.61	38822.51	51285.79	59326.61
增长率(%)	14.33%	35.13%	32.10%	15.68%
归属母公司股东净利润	3216.60	3018.85	4515.72	5354.29
增长率(%)	21.75%	-6.15%	49.58%	18.57%
每股收益(元)	0.72	0.71	1.07	1.27
市盈率(X)	17.25	17.38	11.62	9.80

数据来源：Wind 上海证券研究所（2019 年 10 月 25 日收盘价）

■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1209	776	1026	1659
应收和预付款项	19864	25630	33034	34460
存货	4997	6671	8485	8750
其他流动资产	2531	2531	2531	2531
长期股权投资	3660	3972	3972	3972
投资性房地产	120	104	88	71
固定资产和在建工程	25509	24218	22508	20581
无形资产和开发支出	1397	4275	4247	4172
其他非流动资产	87	11827	11788	11788
资产总计	24042	80005	87678	87984
短期借款	2038	3963	10185	0
应付和预收款项	21164	36271	34649	44456
长期借款	18560	2508	2715	0
其他负债	6617	6617	6617	6617
负债合计	13024	49359	54165	51073
股本	3556	3556	3556	3556
资本公积	8168	8168	8168	8168
留存收益	13237	15063	17795	21034
归属母公司股东权益	24961	26787	29519	32758
少数股东权益	1514	1604	1739	1899
股东权益合计	26475	28391	31258	34657
负债和股东权益合计	24042	80005	87678	87984

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	1579	13600	-3236	17264
投资活动产生现金流量	-6114	-1076	-644	-1284
融资活动产生现金流量	1201	-16052	4129	-15346
现金流量净额	-133	-3528	249	633

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	28731	38823	51286	59327
营业成本	21271	30140	39150	44521
营业税金及附加	160	216	285	330
营业费用	1666	2679	3487	3916
管理费用	1612	2523	3334	3856
财务费用	957	822	632	467
资产减值损失	11	161	161	161
投资收益	1346	1320	1200	500
其他收益	665	0	0	0
营业利润	3718	3602	5437	6576
营业外收支净额	-36	70	70	70
利润总额	3682	3374	5209	6348
所得税	400	265	558	834
净利润	3283	3109	4651	5514
少数股东损益	66	90	135	160
归属母公司股东净利润	3217	3019	4516	5354

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	25.96%	22.36%	23.66%	24.96%
EBIT/销售收入	14.94%	10.58%	11.16%	11.26%
销售净利率	10.67%	8.01%	9.07%	9.29%
ROE	12.02%	11.27%	15.30%	16.35%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.21	0.82	0.94	1.00
速动比率	0.92	0.61	0.71	0.76
总资产周转率	0.37	0.49	0.58	0.67
应收账款周转率	1.70	1.62	1.79	1.86
存货周转率	4.26	4.52	4.61	5.09

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

洪麟翔 孙克遥

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。