

推荐（维持）

## 金风科技（002202）深度报告

风险评级：中风险

行业需求旺盛，业绩拐点已现

2019年12月26日

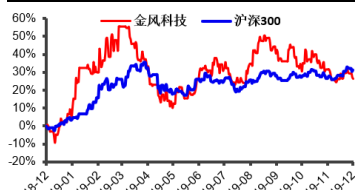
### 投资要点：

分析师：卢立亭  
 SAC 执业证书编号：  
 S0340518040001  
 电话：0769-22110925  
 邮箱：luliting@dgzq.com.cn

#### 主要数据 2019年12月25日

收盘价(元)	11.62
总市值(亿元)	490.95
总股本(百万股)	4225.07
流通股本(百万股)	3386.95
ROE (TTM)	8.01%
12月最高价(元)	14.31
12月最低价(元)	8.03

#### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

#### 相关报告

■ **在手订单、预收款快速增长，订单风机大型化趋势明显。**截止2019年三季度末，公司在手外部订单22.78GW，同比快速增长25.05%。其中，2.5S平台机组订单容量为9.7GW，同比大幅增长142%，该机型订单占比42%，同比提升20个百分点，成为公司在手外部订单中的主要平台机型；在手外部订单中3S平台机组订单容量是5.8GW，同比大增315%；该平台机型订单占比26%，同比提升18个百分点，公司风机大型化趋势明显。预收款方面，2019年以来公司合同负债明显增加，反映公司预收账款大幅增长。2019年一季度、二季度和三季度末，公司的合同负债金额分别是48.53亿元、69.79亿元和89.64亿元，相比2018年年底的40.62亿元明显增加。由于公司风机业务交付周期较长，预收款的增长印证了公司订单大增的情况。随着后续订单的进一步执行，收入的确认将推动公司业绩快速增长。

■ **投资建议：**公司是国内风机龙头企业，2018年新增风电装机量占比国内排名第一，市场份额超过30%。公司今年前三季度利润明显下滑，主要是由于今年仍在消化去年的低价风机订单，导致风机毛利率下滑明显。进入第三季度，随着去年低价订单的逐渐消化，新签订单价格的回升以及订单结构的改善，公司风机业务毛利率上行，业绩拐点已现。我们认为，在今年风机招标价格上行的背景下，公司2020年风机毛利率仍将继续改善，叠加公司费用管控能力的提升，公司明年业绩弹性大。结合公司最新情况，调整盈利预测，预计公司2019-2020年的基本每股收益是0.62元和1.03元，对应的市盈率是19倍和11倍，维持推荐评级。

■ **风险提示：**风电消纳能力下降，弃风率上升的风险；订单执行受阻风险；风机价格下降风险；市场竞争加剧风险等。

#### 主要财务指标预测表（2019/12/25）

单位（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,731	40,797	57,116	59,972
YOY (%)	14.33%	42.00%	40.00%	5.00%
归母净利润	3,217	2,625	4,335	4,629
YOY (%)	5.30%	-18.38%	65.10%	6.79%
EPS (元)	0.76	0.62	1.03	1.10
PE	15.26	18.70	11.33	10.61

资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 目 录

1 风机行业龙头公司，业绩拐点已至 .....	4
1.1 A+H 股上市的风机制造商，股权较为分散 .....	4
1.2 公司业绩周期性明显，风电场开发收入提升有助平滑波动 .....	5
1.3 国内风机龙头厂商，业绩拐点已现 .....	7
2 风电抢装进行时，风机招标价格上行 .....	8
2.1 政策调整，风电行业迎来抢装潮 .....	8
2.2 已核准项目规模巨大，海上风电潜力无限 .....	9
2.3 “红六省”变“红二省”，全国弃风率持续下降 .....	10
2.4 前三季度风机招标量大幅提升，为明年新增并网量快增奠定基础 .....	11
3 在手订单充足，明年业绩弹性大 .....	12
3.1 在手外部订单创历史新高，风机结构改善明显 .....	12
3.2 风机招标价格快速增长，明年毛利率将改善 .....	14
4 风电场投资：业绩增长调节器，有助于降低公司业绩波动性 .....	15
5 投资建议 .....	16
6 风险提示 .....	17

## 插图目录

图 1：公司股权结构图 .....	4
图 2：2007-2018 年我国风电新增装机容量情况，2010 年和 2015 年是相对高点 .....	5
图 3：2007-2018 年公司归母净利润增长情况 .....	6
图 4：2007-2018 年公司归母净利润增长情况 .....	6
图 5：2007-2018 年公司扣非归母净利润增长情况 .....	6
图 6：2009-2019 年上半年各业务占比变化情况 .....	6
图 7：2019 年上半年公司各业务收入构成情况 .....	7
图 8：2009-2019 年上半年风机业务和风电场开发业务毛利率情况 .....	7
图 9：2013-2018 年我国新增风电装机市场集中度提高，CR5 和 CR10 均上升 .....	7
图 10：2018 年我国新增风电装机企业市场份额情况 .....	7
图 11：2013-2018 年我国海上风电累计装机容量（MW） .....	9
图 12：2013-2018 年我国海上风电新增装机容量（MW） .....	9
图 13：2018 年我国核准的海上风电项目集中在广东、江苏、浙江、福建和上海 .....	10
图 14：2018 年我国核准的海上风电项目省市占比 .....	10
图 15：2013 年-2019 年前三季度我国弃风率情况 .....	11
图 16：我国风电利用小时数 .....	11
图 17：2012 年-2019 年前三季度我国风机招标量情况 .....	12
图 18：风机新增并网容量滞后于风机招标量 .....	12
图 19：截止 2019 年三季度末公司在手订单情况 .....	13
图 20：公司今年前三季度在手订单增长情况 .....	13
图 21：截止 2019 年三季度末，在手外部订单中，2.5S 平台机型占比同比明显提升，2S 平台机型占比显著下降 .....	13
图 22：截止 2019 年三季度末，公司在手外部订单各平台机型占比情况 .....	13

图 23：2019 年前三季度公司预收款大幅增加 .....	14
图 24：2018 年末和 2019 年三季度末公司合同负债结构情况 .....	14
图 25：2018 年下半年以来，三种机型的风机招标价格呈上升趋势 .....	14
图 26：2014 年以来，公司累计并网风电装机量持续增长 .....	15
图 27：截止 2019 年三季度末，公司权益并网容量区域分布情况 .....	15
图 28：截止 2019 年三季度末，公司权益在建容量区域分布情况 .....	15
图 29：公司自营风场平均利用小时数高于全国平均水平 .....	16
图 30：2019 年前三季度，公司合并报表口径发电量是 59.23 亿度，同比略增 2% .....	16

## 表格目录

表 1：截止 2019 年三季度末，公司十大股东情况 .....	4
表 2：风电上网电价调整情况 .....	8
表 3：部分省份海上风电装机规划 .....	9
表 4：风电投资监测预警标准 .....	10
表 5：公司盈利预测简表 .....	18

## 1 风机行业龙头公司，业绩拐点已至

### 1.1 A+H 股上市的风机制造商，股权较为分散

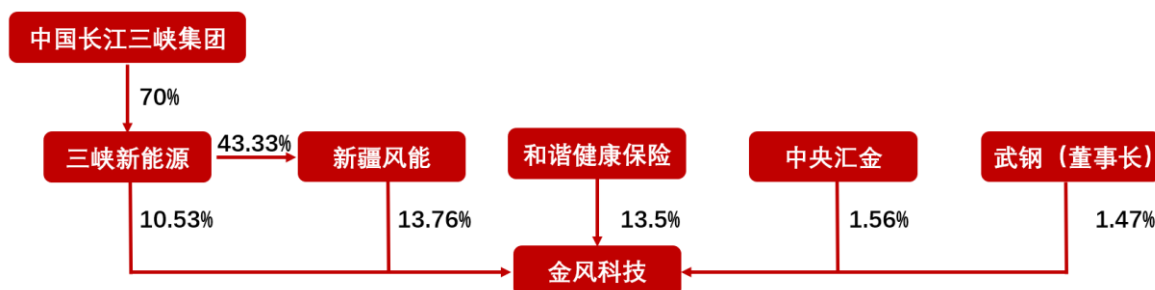
公司成立于 2001 年 3 月，发行的 A 股和 H 股股票分别在 2007 年于深交所和 2010 年于港交所上市。公司拥有风机制造、风电服务、风电场投资与开发三大主要业务。公司目前无控股股东、无实际控制人。截止 2019 年三季度末，公司股权结构中，持股比例最高的是香港中央结算（代理人）有限公司，持股占比 18.27%，以 H 股的形式存在。此外，持有公司股权比例超过 10% 的股东还有新疆风能有限责任公司（13.76%）、和谐健康保险股份有限公司-万能产品（13.5%）、中国三峡新能源（集团）股份有限公司（10.53%）。事实上，由于中国三峡新能源（集团）股份有限公司（以下简称“三峡新能源”）持有新疆风能有限责任公司（以下简称“新疆风能”）43.33% 的股权，因此中国三峡新能源是金风科技的第一大股东

表 1：截止 2019 年三季度末，公司十大股东情况

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	香港中央结算(代理人)有限公司	不变	772,073,967	14,285	18.27	0.00	H股流通股
2	新疆风能有限责任公司	不变	581,548,837	0	13.76	0.00	A股流通股
3	和谐健康保险股份有限公司-万能产品	不变	570,585,542	0	13.50	0.00	A股流通股
4	中国三峡新能源(集团)股份有限公司	不变	445,008,917	0	10.53	0.00	A股流通股
5	香港中央结算有限公司(陆股通)	新进	66,718,970		1.58		A股流通股
6	中央汇金资产管理有限责任公司	减少	65,980,653	-5,273,703	1.56	-0.13	A股流通股
7	武钢	不变	62,138,411	0	1.47	0.00	限售流通A股, A股流通股
8	全国社保基金一一八组合	增加	54,525,648	9,536,502	1.29	0.23	A股流通股
9	全国社保基金一一五组合	不变	50,999,901	0	1.21	0.00	A股流通股
10	全国社保基金一一三组合	减少	45,000,033	-10,769,650	1.07	-0.25	A股流通股
	合计		2,714,580,879		64.24		

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 1：公司股权结构图



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

截止 2019 年三季度末，公司共有控股子公司 401 家，其中直接控股子公司 42 家，间接控股子公司 359 家；另外，公司还有 20 家合营公司、27 家联营公司及 23 家参股公司。这些公司按照业务方向可分为四类，分别是风电设备研发与制造、风电服务、风电场开发及其它业务。风机制造的收入主要来自风机及零部件销售。公司的风电机组采用直驱永磁技术，拥有 1.5MW、2S、2.5S、3S 和 6S 系列化机组，可适用于高温、低温、

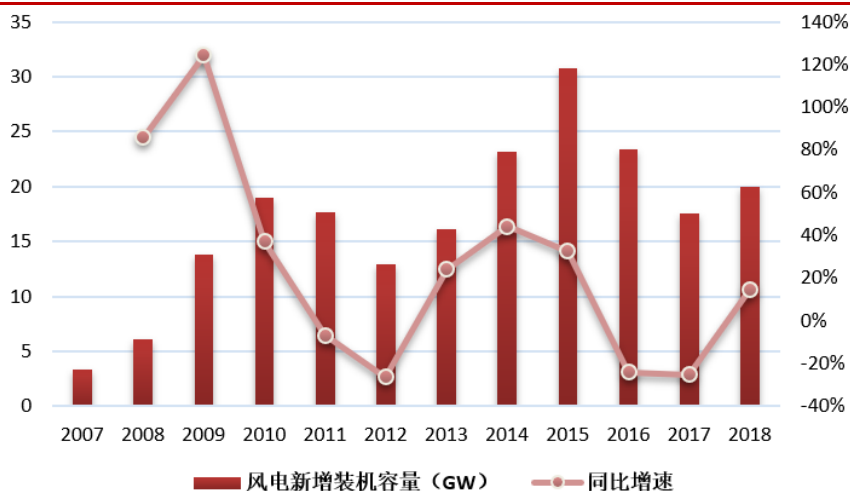
高海拔、低风速、沿海等不同运行环境。在市场拓展方面，公司在巩固国内市场的同时积极拓展全球风电市场，发展足迹已遍布全球六大洲。此外，风电服务的收入主要来自风电场 EPC 及维修等服务。风电场投资与开发收入主要来自本公司经营的风电场产生的发电收入。其他业务的收入主要来自水务、融资租赁收入等。

## 1.2 公司业绩周期性明显，风电场开发收入提升有助平滑波动

公司业绩增长周期性明显。公司 A 股 2007 年上市以来，营业收入从 2007 年的 31.03 亿元增长至 2018 年的 287.31 亿元，年均复合增速为 22.42%；归母净利润从 6.3 亿元增长至 32.17 亿元，年均复合增速是 15.98%；扣非归母净利润从 6.13 亿元增长至 28.71 亿元，年均复合增速是 15.07%。虽然公司 A 股上市以来业绩总体呈上升趋势，但是增长周期性特征明显，2010 年和 2015 年是明显的业绩周期性高点，这与风电行业风机新增装机量的周期性相吻合。

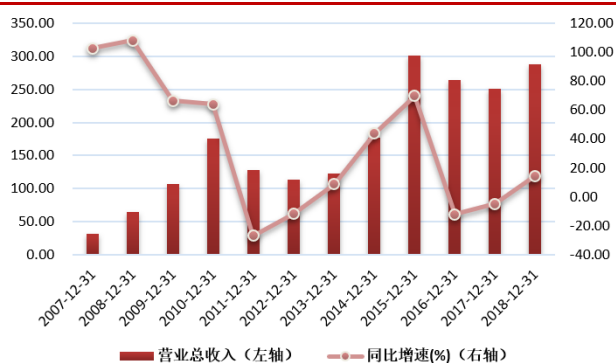
2010 年，我国风电新增装机 18.93GW，同比增长 37.17%，装机量为阶段性高点，而公司当年业绩也达到了上市以来的高点。2011-2012 年，在行业需求走弱、竞争加剧致产品价格下滑、原材料成本上升的情况下，公司业绩大幅下滑。2013 年，行业需求回暖，国内风电新增装机同比增长 24.15%，公司业绩反弹明显，扣非归母净利润同比增长 2.27 倍。2014-2015 年，由于 2015 年补贴电价将下调，行业出现抢装潮，风电装机需求爆发，这两年的新增装机增速分别是 44.19% 和 32.54%。相应的，公司 2014-2015 年业绩高速增长，扣非归母净利润分别同比增长 4.36 倍和 55.59%。2015 年的抢装之后，风电装机需求有所透支，2016-2017 年行业整体需求下滑，公司业绩增速也相应出现下降，营收分别同比下降 12.2% 和 4.8%，扣非归母净利润分别同比低增 5.61% 和 1.72%。公司利润端业绩增速下滑幅度小于收入端，且小于 2011-2012 年的利润下降幅度。这主要是由于公司风电场开发业务的占比提升，该业务现金流稳定，且可通过出售风电场获得投资收益以平滑风机业务业绩波动。

图2：2007-2018年我国风电新增装机容量情况，2010年和2015年是相对高点



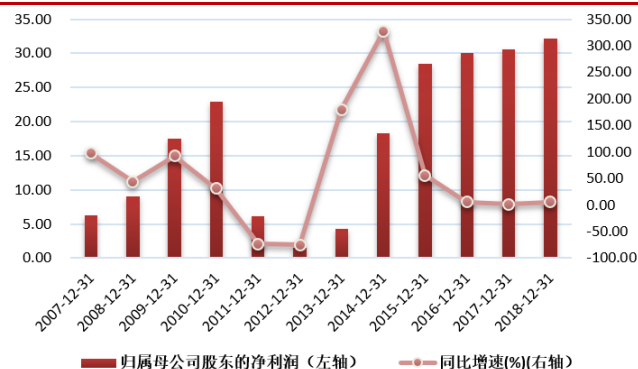
数据来源：CWEA，东莞证券研究所

图3：2007-2018年公司归母净利增长情况



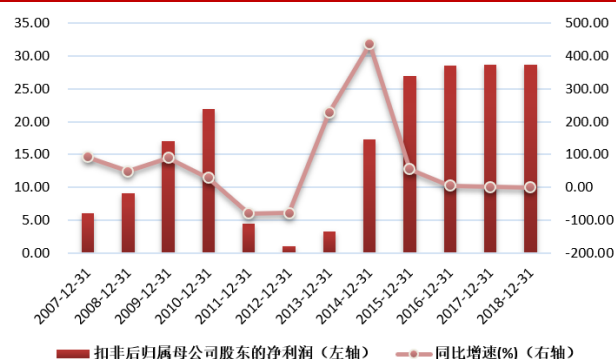
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图4：2007-2018年公司归母净利增长情况



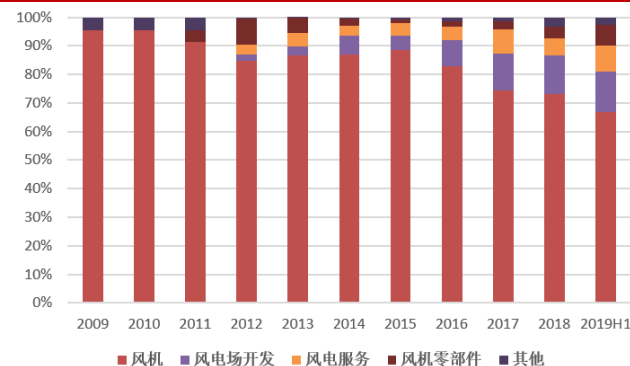
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图5：2007-2018年公司扣非归母净利增长情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

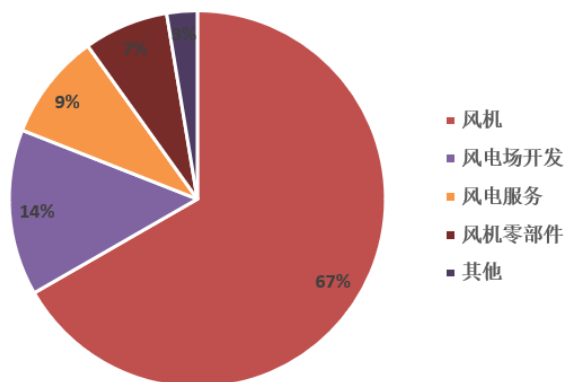
图6：2009-2019年上半年各业务占比变化情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

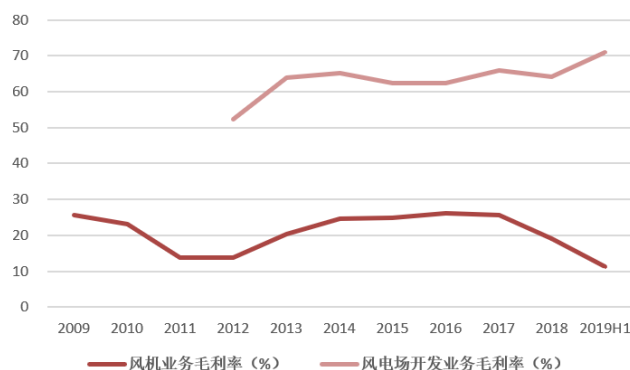
业务构成方面，公司的风机业务收入占比下降，风电场开发业务收入占比提升。公司风机业务的收入占比从2009年的95.33%下降至2019年上半年的66.7%。2015年之前，公司风电场开发业务占比较低，2017年以来占比均在10%以上。2019年上半年，公司风电场开发业务的收入占比提升至14.26%，对公司业绩贡献的重要程度提升。从盈利能力的角度，风电场开发业务毛利率2012年以来均高于50%，明显高于风机业务。此外，风电场开发业务的盈利来源主要是售电收入和出售风电场带来的投资收益，因此该业务现金流较好，且波动性低，对于公司各年业绩增速具有平滑作用。

图7：2019年上半年公司各业务收入构成情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图8：2009-2019年上半年风机业务和风电场开发业务毛利率情况

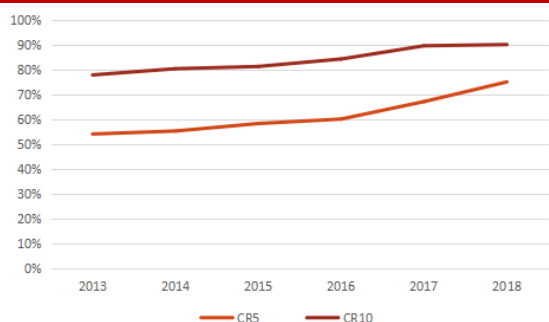


资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

### 1.3 国内风机龙头厂商，业绩拐点已现

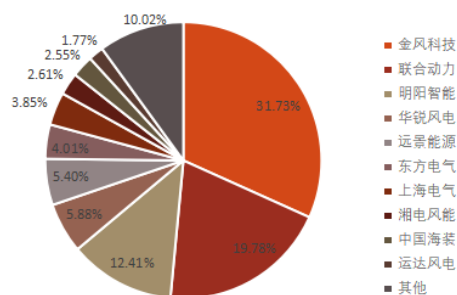
根据中国风能协会相关数据显示，2014-2018 年，风电整机制造企业的市场份额逐渐趋于集中。排名前五的风电机组制造企业（以当年风电新增装机量为统计标准）市场份额由 2014 年的 55.3%增加到 2018 年的 75.0%，排名前十的风电制造企业市场份额由 2014 年的 80.3%增长到 2018 年的 90.0%。风机制造业目前属于行业集中度较高的行业。2018 年，行业中新增风电装机量占比排名第一的金风科技，市场份额是 31.72%，联合动力、明阳智能分别排名第二和第三，市场份额分别是 19.78%和 12.41%。

图 9：2013-2018 年我国新增风电装机市场集中度提高，CR5 和 CR10 均上升



数据来源：CWEA，东莞证券研究所

图 10：2018 年我国新增风电装机企业市场份额情况



数据来源：CWEA，东莞证券研究所

2019 年前三季度，公司实现营业收入 247.35 亿元，同比增长 38.84%；实现归母净利润 15.91 亿元，同比下降 34.24%；实现扣非归母净利 14.29 亿元，同比下降 37.91%。公司今年前三季度利润明显下滑，主要是由于今年仍在消化去年的低价风机订单，导致风机毛利率下滑明显。进入第三季度，随着去年低价订单的逐渐消化，新签订单价格的回升以及订单结构的改善，公司风机业务毛利率上行，业绩拐点已现。我们认为，在今年

风机招标价格上行的背景下，公司 2020 年风机毛利率仍将继续改善，叠加公司费用管控能力的提升，公司明年业绩弹性大。

## 2 风电抢装进行时，风机招标价格上行

### 2.1 政策调整，风电行业迎来抢装潮

适时调整价格补贴政策，引导行业有序发展，推动风电成本下降。我国于 2009 年起实行风电标杆电价制度，各类资源区的风电标杆电价呈下降趋势。2018 年，一类、二类、三类和四类资源区的风电标杆电价分别是 0.4 元/KWH、0.45 元/KWH、0.49 元/KWH 和 0.57 元/KWH，相比 2009 年分别下降 21.57%、16.67%、15.52%和 6.56%。2019 年和 2020 年，我国陆上风电上网电价继续下降，且以上网电价为指导价，新核准的集中式陆上风电项目上网电价全部通过竞争方式确定，不得高于项目所在资源区的指导价。上网电价的下调，对于推动风电产业链技术进步，促进风电成本下降具有重要意义。根据国网能源研究院发布的《中国电源发展分析报告》，2018 年我国陆上风电度电成本已降至 0.38 元左右，预计到 2020 年将下降至 0.3-0.4 元；2018 年海上风电度电成本已降至 0.64 元，到 2020 年将下降至 0.56 元。

表 2：风电上网电价调整情况

资源区	风电上网电价（元/千瓦时）					
	2009-2014	2015	2016-2017	2018	2019（指导价）	2020（指导价）
I类资源区	0.51	0.49	0.47	0.4	0.34	0.29
II类资源区	0.54	0.52	0.50	0.45	0.39	0.34
III类资源区	0.58	0.56	0.54	0.49	0.43	0.38
IV类资源区	0.61	0.61	0.6	0.57	0.52	0.47
近海风电				0.85	0.8	0.75
潮间带风电				0.75	所在资源区陆上风电指导价	

数据来源：国家发改委，东莞证券研究所

2019 年 5 月，国家发改委发布的《关于完善风电上网电价政策的通知》（以下简称“《通知》”）中明确，2018 年底之前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底前核准的陆上风电项目，2021 年底前仍未完成并网的，国家不再补贴。自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴。海上风电方面，跟陆上风电一样，将海上风电标杆上网电价改为指导价，新核准海上风电项目全部通过竞争方式确定上网电价。2019 年符合规划、纳入财政补贴年度规模管理的新核准近海风电指导价调整为每千瓦时 0.8 元，2020 年调整为每千瓦时 0.75 元。新核准近海风电项目通过竞争方式确定的上网电价，不得高于上述

指导价。对 2018 年底前已核准的海上风电项目，如在 2021 年底前全部机组完成并网的，执行核准时的上网电价；2022 年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价。因此，《通知》明确了以完成并网为标准的补贴时间节点，预计我国风电行业将在 2019-2021 年进入确定性较强的抢装潮。

## 2.2 已核准项目规模巨大，海上风电潜力无限

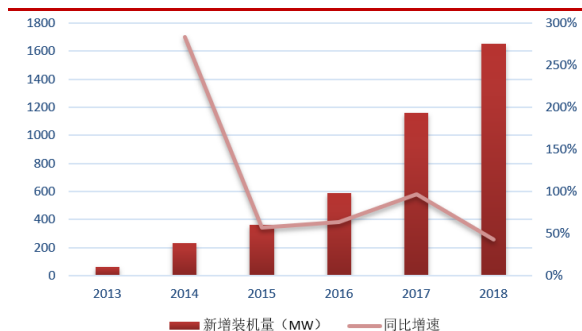
海上风电装机量快速增长，东南沿海发展潜力大。2013-2018 年，我国海上风电累计装机量从 0.45GW 增长至 4.45GW，年均复合增速达到 58%。2018 年，我国海上风电新增装机量为 1.66GW，同比快速增长 42.67%。从我国各省市来看，江苏、福建、浙江、广东风能资源丰富、用电量需求大，是我国发展海上风电的重要阵地，此等省份的海上风电发展规划对于我国未来几年海上风电新增装机的预测具有重要意义。江苏省明确到 2020 年海上风电累计并网 350 万千瓦；福建到 2020 年底海上风电装机规模要达到 200 万千瓦以上、到 2030 年底要达到 500 万千瓦以上；浙江省预计到 2020 年风电规模争取达到 300 万千瓦以上；广东省预计到 2020 年底前要开工建设海上风电装机容量 1200 万千瓦以上，其中建成投产 200 万千瓦以上，到 2030 年底前建成约 3000 万千瓦。

图 11：2013-2018 年我国海上风电累计装机容量 (MW)



数据来源：CWEA，东莞证券研究所

图 12：2013-2018 年我国海上风电新增装机容量 (MW)



数据来源：CWEA，东莞证券研究所

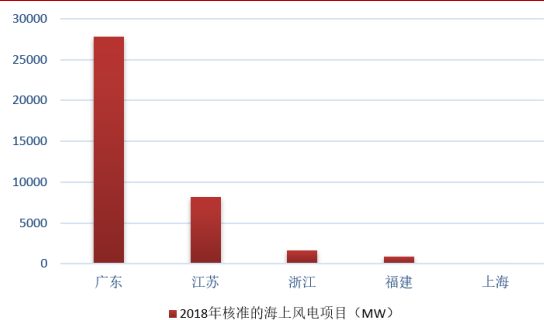
表 3：部分省份海上风电装机规划

省份	政策文件	内容
江苏	《江苏省“十三五”能源发展规划》	到2020年，海上风电累计并网350万千瓦，保持全国领先水平。
福建	《福建省“十三五”能源发展专项规划》	到2020年底，福建省海上风电装机规模要达到200万千瓦以上、到2030年底要达到500万千瓦以上。
广东	《广东省海上风电发展规划（2017—2030年）（修编）》	到2020年底前广东省要开工建设海上风电装机容量1200万千瓦以上，其中建成投产200万千瓦以上；到2030年底前建成约3000万千瓦。

数据来源：公开资料整理，东莞证券研究所

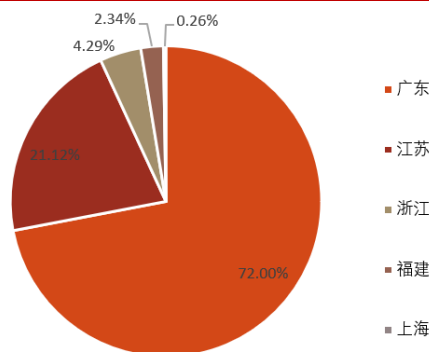
2018 年核准的海上风电项目规模大，海上风电有望继续快速发展。根据北极星风力发电网的统计，2018 年我国沿海大省共计核准 82 个海上风电项目，总装机 38.59GW，涉及福建、广东、江苏、上海、浙江 5 个主要省市。其中，广东省 44 个海上风电项目，总装机 27783MW；江苏省 29 个海上风电项目，总装机 8150MW；浙江省 5 个海上风电项目，总装机 1654MW；福建省 3 个海上风电项目，总装机 902MW；上海市 1 个海上风电项目，总装机 100MW。

图 13：2018 年我国核准的海上风电项目集中在广东、江苏、浙江、福建和上海



数据来源：北极星风力发电网，东莞证券研究所

图 14：2018 年我国核准的海上风电项目省市占比



数据来源：北极星风力发电网，东莞证券研究所

### 2.3 “红六省”变“红二省”，全国弃风率持续下降

早在 2016 年 7 月，为了引导风电企业理性投资，促进风电产业持续健康发展，我国建立了风电投资监测预警机制，预警程度由高到低分为红色、橙色、绿色三个等级。监测预警指标在 2019 年进行了调整，调整后的指标体系包括并网消纳指标、经济性指标和投资环境指标，三者权重分别是 50%、25%和 25%。预警结果为红色的省（区、市），表示风电开发投资风险较大，国家能源局在发布预警结果的当年不下达年度开发建设规模，地方暂缓核准新的风电项目（含已纳入年度开发建设规模的项目），建议风电开发企业慎重决策建设风电项目，电网企业不再办理新的接网手续。预警结果为橙色，表示风电开发投资具有一定风险，国家能源局原则上在发布预警结果的当年不下达年度开发建设规模。预警结果为绿色表示正常，地方政府和企业可根据市场条件合理推进风电项目开发投资建设。

表 4：风电投资监测预警标准

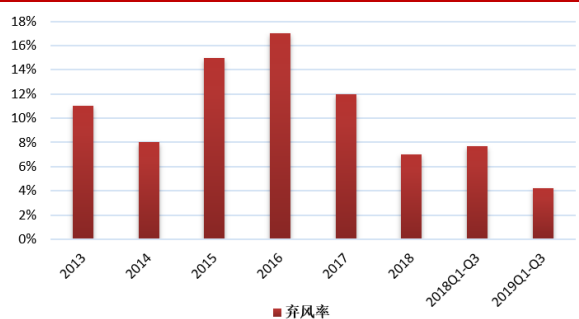
	并网消纳	经济性	投资环境
权重	50%	25%	25%
具体内容	上年度消纳水平、下年度消纳预测水平、电网并网条件	保障性收购电价落实情况、竞争性配置项目补贴降幅	非技术成本、资源环境约束

数据来源：全国新能源消纳监测预警中心，北极星电力网，东莞证券研究所

2017年，我国北部六个省区（甘肃、新疆、宁夏、黑龙江、吉林、内蒙古）的风电投资检测预警为红色，简称“红六省”。“红六省”的风能丰富，但由于当地负荷有限，风电外送通道不顺畅，导致这些区域弃风率高企，风电投资预警为红色。2018年，内蒙古、黑龙江的红色预警转为橙色，宁夏转为绿色，甘肃、新疆、吉林继续为红色预警，“红六省”变为“红三省”。2019年，吉林解除了红色预警，由红色转为绿色，“红三省”变为“红二省”。

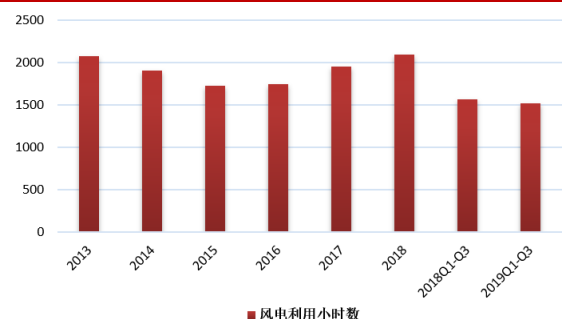
总的来看，风电红色预警区域的减少表明三北地区风电的消纳状况好转，弃风率下降。从全国数据来看，经过2015-2016年弃风率连续提高之后，2017年以来我国弃风率明显下降。2018年弃风率下降至7%，2019年前三季度的弃风率是4.2%，同比下降3.5个百分点。相应的，2017年以来，我国风电利用小时数呈上升趋势，2018年风电利用小时数同比增加7.55%。弃风率的下降意味着我国电网对风电消纳能力的提升，有助于更多风电并网。我们认为，三北地区风能丰富，随着红色预警区域的减少，该地区风电投资有望回升，为我国风电装机贡献增量。

图 15：2013 年-2019 年前三季度我国弃风率情况



数据来源：国家能源局，中国电力企业联合会，东莞证券研究所

图 16：我国风电利用小时数



数据来源：国家能源局，中国电力企业联合会，东莞证券研究所

## 2.4 前三季度风机招标量大幅提升，为明年新增并网量快增奠定基础

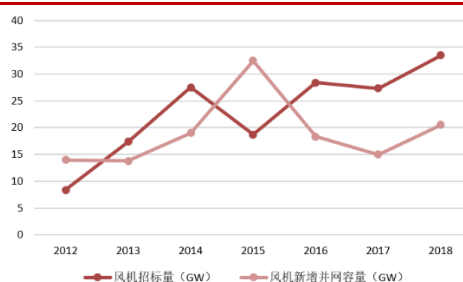
回顾过去几年的风机招标量和新增并网量的关系，可以得出风机招标量是新增风机并网量的先行指标，且先行约一年的结论。2014年，我国风机招标量达到阶段性的高点，而新增风机并网量在2015年，即滞后于招标量一年的时间达到相对高点。2016年我国风机招标量较2015年回升，但新增并网量并未在2017年回升，我们认为主要是2017年三北地区风电消纳情况较差，影响了当年风机并网量的增加。2018年，“红六省”中有三省解禁，我国整体弃风率同比明显下降，推动当年新增风机并网量提升。2019年前三季度，我国风机招标量是49.9GW，同比增长108.5%，超过2018年全年水平，也超过过去所有年份的全年招标量，行业景气度极高。我们认为今年风机招标量高增将推动2020年我国风电新增并网量实现快速增长。

图 17：2012 年-2019 前三季度我国风机招标量情况



数据来源：国家能源局，东莞证券研究所

图 18：风机新增并网容量滞后于风机招标量



数据来源：国家能源局，东莞证券研究所

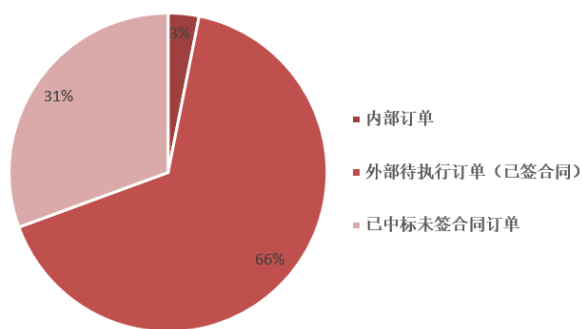
总的来看，我们认为 2020 年将是风电抢装确定性很高的一年，产业链需求旺盛，行业景气度高。首先，上网电价调整、并网节点限制带来风电行业抢装；其次，“三北”解禁为新项目的落地提供消纳空间；最后，2019 年风机招标量大幅增长，预示我国明年风电新增并网装机量有望快速增长。部分业内人士预计，目前我国已核准但未并网的风电项目或超过 100GW，其中约一半在建。由于这些已核准项目全部在 2020-2021 年前并网难度大，预计部分要在 2021 年之后才能并网。我们预计 2019-2021 年的风电新增装机量为 26GW，35GW 和 30GW，因此预计我国明年风电装机量将会明显提升。个股方面，我们建议关注风机龙头金风科技、明阳智能，风机铸件龙头日月股份。

### 3 在手订单充足，明年业绩弹性大

#### 3.1 在手外部订单创历史新高，风机结构改善明显

截止 2019 年三季度末，公司在手订单 23.51GW，同比增长 17.15%；其中在手外部订单 22.78GW，同比增长 25.05%；在手内部订单 738MW，同比下降 60.28%。公司的在手外部订单中，已签合同的待执行订单有 15.59GW，同比增长 20.23%；已中标未签合同订单 7189MW，同比增长 36.93%。总的来看，公司在手订单刷新历史记录。除了外部订单规模快速增长之外，公司外部订单结构也得到优化。2019 年前三季度，公司在手外部订单中，2.5S 平台机组订单容量为 9.7GW，同比大幅增长 142%，该机型订单占比 42%，同比提升 20 个百分点，成为公司在手外部订单中的主要平台机型。此外，在手外部订单中 3S 平台机组订单容量是 5.8GW，同比大增 315%；该平台机型订单占比 26%，同比提升 18 个百分点。大型机组方面，公司的 6S 机组外部订单容量 1.1GW，同比高速增长 125%；该机型订单占比 5%，同比提升 2 个百分点。相反，公司的 2S 平台机组订单量同比明显下降，占比从去年同期的 66%下降至 26%。

图19：截止2019年三季度末公司在手订单情况



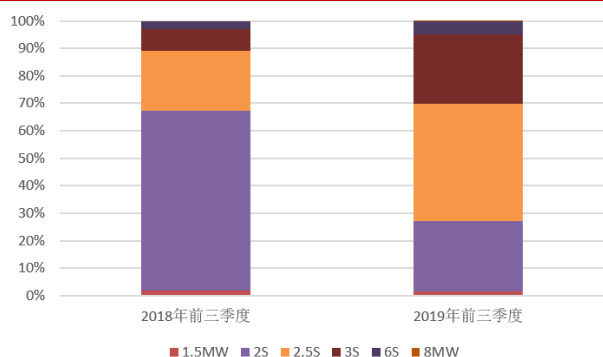
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图20：公司今年前三季度在手订单增长情况



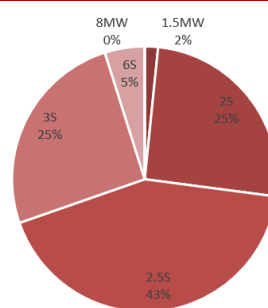
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图21：截止2019年三季度末，在手外部订单中，2.5S平台机型占比同比明显提升，2S平台机型占比显著下降



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图22：截止2019年三季度末，公司在手外部订单各平台机型占比情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

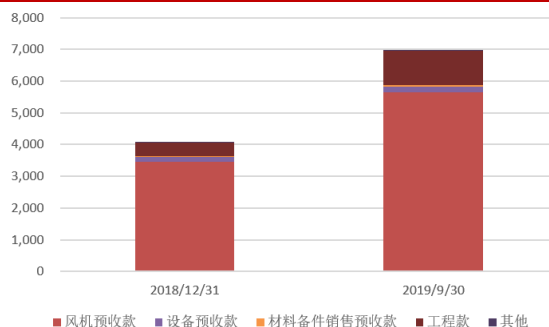
预收款明显增加，公司明年业绩有望快速释放。2018年，公司将原来计入预收款项科目的风机预收款等调整至合同负债科目。2019年以来，公司合同负债明显增加，反映公司预收账款大幅增长。2019年一季度、二季度和三季度末，公司的合同负债金额分别是48.53亿元、69.79亿元和89.64亿元，相比2018年年底的40.62亿元明显增加。由于公司风机业务交付周期较长，预收款的增长能印证公司订单大增的情况。随着后续订单的进一步执行，收入的确认将推动公司业绩快速增长。

图23：2019年前三季度公司预收款大幅增加



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图24：2018年末和2019年三季度末公司合同负债结构情况

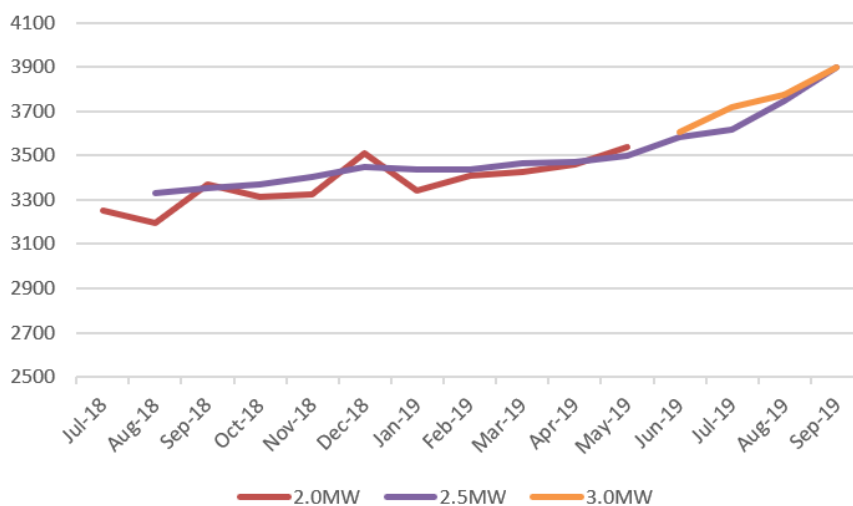


资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

### 3.2 风机招标价格快速增长，明年毛利率将改善

2018年7月份以来，我国风机招标价格持续提升。其中，2.0MW 机型价格2018年7月至2019年6月上漲了约9%；2.5MW 机型2018年8月以来上漲了约17%；3.0MW 机型今年6月份以来上漲了约7%。总的来看，2018年下半年以来，我国各风机机型的招标价格上涨趋势明显。公司2019年上半年业绩明显下滑，主要是由于公司上半年仍在消化2018年低价的风机订单所致。随着今年风机招标价格的回升，公司风机毛利率将提升，预计明年风机业务业绩将明显好转。

图25：2018年下半年以来，三种机型的风机招标价格呈上升趋势

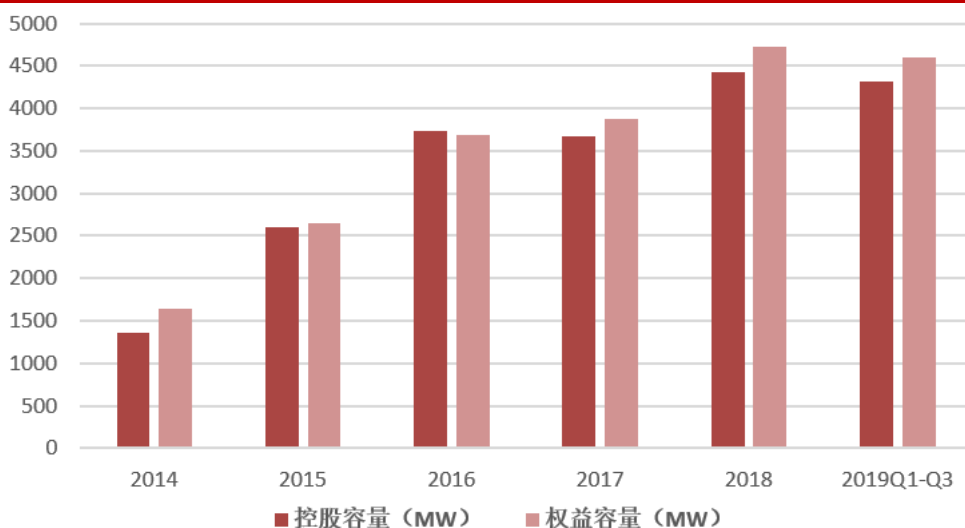


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 4 风电场投资：业绩增长调节器，有助于降低公司业绩波动性

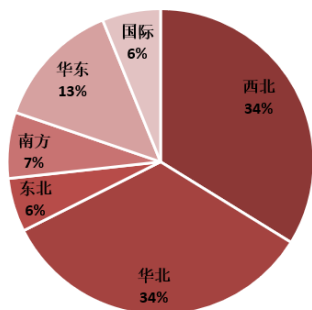
截止2019年9月30日，公司国内外累计并网的自营风电场权益装机容量4596MW，其中34%位于西北地区，同比降低4个百分点；34%位于华北地区；21%位于华东及南方地区。2019年前三季度，公司国内外风电项目新增权益并网装机容量195MW。截止2019年9月30日，公司国内权益在建容量1390MW；国际权益在建容量1224MW。从在建容量分布来看，国际地区占比47%，华东地区占比24%，华北地区占比17%，南方地区占比6%，西北地区占比6%。

图26：2014年以来，公司累计并网风电装机量持续增长



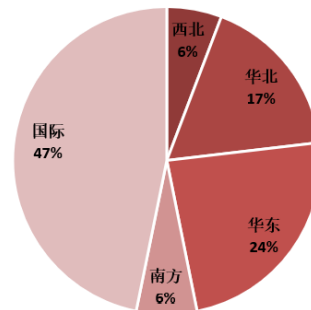
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图27：截止2019年三季度末，公司权益并网容量区域分布情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

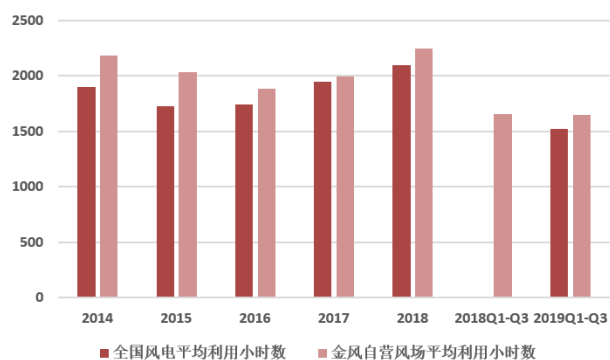
图28：截止2019年三季度末，公司权益在建容量区域分布情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

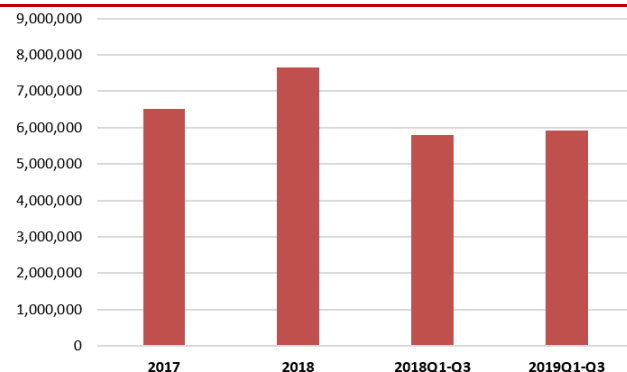
2019年前三季度，公司自营风电场的平均标准运行小时数是1645小时，同比略降0.54%，但仍比行业平均水平高出126小时。公司前三季度合并报表口径的发电量是59.23亿度，同比略增2%。其中，参与直接电力交易量占子公司天润总发电量的34.81%，其中西北地区占比58%，华北地区占比34%，南方地区占比6%，东北地区占比2%。

图29：公司自营风场平均利用小时数高于全国平均水平



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图30：2019年前三季度，公司合并报表口径发电量是59.23亿度，同比略增2%



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2019年6月，公司公告称，将公司全资子公司北京天润新能投资有限公司（简称“北京天润”）持有的德州润津新能源有限公司（简称“德州润津”）100%股权，以人民币93078万元的价格转让给国开新能源科技有限公司（简称“国开新能源”）。本次交易完成后，北京天润将不再持有德州润津的股份。风电场转让带来的投资收益是公司今年业绩的重要支撑。

## 5 投资建议

在手订单、预收款快速增长，订单风机大型化趋势明显。截止2019年三季度末，公司在手外部订单22.78GW，同比增长25.05%。订单结构方面，2.5S平台机组订单容量为9.7GW，同比大幅增长142%，该机型订单占比42%，同比提升20个百分点，成为公司在手外部订单中的主要平台机型；在手外部订单中3S平台机组订单容量是5.8GW，同比大增315%；该平台机型订单占比26%，同比提升18个百分点，公司风机大型化趋势明显。预收款方面，2019年以来公司合同负债明显增加，反映公司预收账款大幅增长。2019年一季度、二三季度末，公司的合同负债金额分别是48.53亿元、69.79亿元和89.64亿元，相比2018年年底的40.62亿元明显增加。由于公司风机业务交付周期较长，预收款的增长印证了公司订单大增的情况。随着后续订单的进一步执行，收入的确认将推动公司业绩快速增长。

公司是国内风机龙头企业，2018年新增风电装机量占比国内排名第一，市场份额超过30%。公司今年前三季度利润明显下滑，主要是由于今年仍在消化去年的低价风机订单，导致风机毛利率下滑明显。进入第三季度，随着去年低价订单的逐渐消化，新签订单价格的回升以及订单结构的改善，公司风机业务毛利率上行，业绩拐点已现。我们认为，在今年风机招标价格上行的背景下，公司2020年风机毛利率仍将继续改善，叠加公

司费用管控能力的提升，公司明年业绩弹性大。预计公司 2019-2020 年的基本每股收益是 0.62 元和 1.03 元，对应的市盈率是 19 倍和 11 倍，维持推荐评级。

## 6 风险提示

- (1) 风电消纳能力下降，弃风率上升的风险；
- (2) 订单执行受阻风险；
- (3) 风机价格下降风险；
- (4) 市场竞争加剧风险。

表 5：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>28,731</b>	<b>40797</b>	<b>57,116</b>	<b>59972</b>
<b>营业总成本</b>	<b>26,739</b>	<b>39003</b>	<b>53,068</b>	<b>55565</b>
营业成本	21,271	32,516	45,122	47,378
营业税金及附加	160	245	371	390
销售费用	1666	2489	2799	2879
管理费用	400	430	550	670
研发费用	1062	1020	1177	1259
财务费用	957	1000	1400	1380
<b>其他经营收益</b>	<b>1727</b>	<b>1200</b>	<b>1000</b>	<b>900</b>
公允价值变动净收益	204	0	0	0
投资净收益	1346	1000	900	800
其他收益	278	200	100	100
<b>营业利润</b>	<b>3718</b>	<b>2995</b>	<b>5049</b>	<b>5307</b>
加 营业外收入	5	2	2	5
减 营业外支出	41	20	30	10
<b>利润总额</b>	<b>3682</b>	<b>2977</b>	<b>5021</b>	<b>5302</b>
减 所得税	400	298	552	530
<b>净利润</b>	<b>3283</b>	<b>2679</b>	<b>4469</b>	<b>4772</b>
减 少数股东损益	66	54	134	143
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>3217</b>	<b>2625</b>	<b>4335</b>	<b>4629</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.76</b>	<b>0.62</b>	<b>1.03</b>	<b>1.10</b>
<b>PE</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>11</b>	<b>11</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn