

低价订单导致业绩承压，盈利拐点在即

——金风科技 2019 年年报点评

公司点评

● 事件：2019 年归母净利润下滑，2020Q1 归母净利润同增 250%-300%

公司 2019 年全年实现营业收入 382.45 亿元，同比增长 33.11%；实现归母净利润 22.1 亿元，同比下降 31.3%。略低于预期。公司 2019 年 1-4 季度毛利率分别为 26.62%、17.95%、19.12%、16.72%，2-4 季度毛利率下滑。我们分析主要为消化前期低价订单所致。公司预告 2020Q1 归母净利润 8-9.14 亿元，同比增长 250%-300%，主要为转让子公司部分股权交割带来的投资收益增加。

● 风机销售量增利减，在手订单稳步增长

2019 年公司风机及零部件营收 288.7 亿元，同比增长 29.81%（其中风机销售业务营收 271.52 亿元，同比增长 29.2%）。风机外销 8.17GW，同比增长 39.41%。受消化前期低价订单影响，全年风机销售毛利率 12.3%，同比下降 6.9pct。我们认为，随着风电平价大基地的推进，由抢装带来的风电行业景气仍将持续。公司在手外部订单稳步增长，截至 2019 年底待执行订单总量 14.44GW，中标未签订单总量 5.84GW，合计在手外部订单数量 20.28GW。

● 结构优化，低价订单消化较多，盈利拐点在即

2019 全年风机外销 8.17GW，同比增长 39.4%。其中 2.5S 机组销量 2.35GW，同比增长 215.84%，销售容量占比由 2018 年的 12.71% 提升至 28.8%。从价格来看，2018Q3 是行业价格低点，整体订单交付周期一般是 12-18 个月。公司 2019 年整体处在消化前期低价订单的过程中，随着低价订单的逐渐交付完毕，以及毛利率更高的大功率机型销售的增加，公司盈利拐点在即。

● 风场开发业务稳健，风电服务增长明显

2019 年风电场开发业务营收 42.67 亿元，同比增长 8.98%，2019 年售电量 36.21 亿千瓦时，风场转让投资收益 7.21 亿元。2019 年风电服务营收 35.78 亿元，同比增长 116.5%。截至 2019 年底，公司国内外后服务在运项目 10.99GW，同比增长 58%，超过 21000 台机组接入公司全球监控中心。随着风电装机保有量的稳步增长，风电后服务市场空间广阔。

● 维持“推荐”评级

我们看好公司的风机龙头地位稳固，随着低价订单的逐渐交付完毕以及高功率机组出货增加，公司即将迎来盈利拐点。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 38.83/50.48/61.28 亿元，同比分别增长 75.7%/30%/21.4%，对应 EPS 分别为 0.92/1.19/1.45 元，当前股价对应 PE 分别为 10.4/8/6.6 倍。维持“推荐”评级。

● 风险提示：风电装机不及预期，在手订单执行价格低于预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28,731	38,245	48,999	59,337	72,202
增长率(%)	14.3	33.1	28.1	21.1	21.7
净利润(百万元)	3,217	2,210	3,883	5,048	6,128
增长率(%)	5.3	-31.3	75.7	30.0	21.4
毛利率(%)	26.0	19.0	20.5	21.9	21.8
净利率(%)	11.2	5.8	7.9	8.5	8.5
ROE(%)	12.4	6.9	11.2	12.9	13.8
EPS(摊薄/元)	0.76	0.52	0.92	1.19	1.45
P/E(倍)	12.5	18.2	10.4	8.0	6.6
P/B(倍)	1.8	1.4	1.3	1.1	1.0

推荐（维持评级）

开文明（分析师）

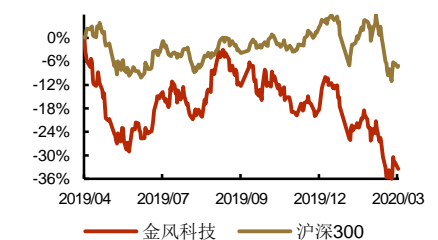
021-68865582
kaiwenming@xsdzq.cn
证书编号：S0280517100002

丁亚（联系人）

dingya@xsdzq.cn
证书编号：S0280119060013

市场数据	时间 2020.03.31
收盘价(元):	9.5
一年最低/最高(元):	8.92/14.95
总股本(亿股):	34.51
总市值(亿元):	327.89
流通股本(亿股):	33.87
流通市值(亿元):	321.76
近 3 月换手率:	51.95%

股价一年走势



相关报告

- 《业绩基本符合预期，龙头地位稳固，行业集中度或进一步提升》2018-10-27
- 《风电装机回暖，龙头地位稳固，净利润同比增长 35.05%》2018-08-26
- 《乘风破浪，龙头将重回上升通道》2018-03-25
- 《业绩快报基本符合预期，风电正值拐点，等待业绩释放》2018-02-27
- 《风机龙头地位稳固，业绩正在拐点》2017-11-22

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	32917	48444	46112	46993	51673	营业收入	28731	38245	48999	59337	72202
现金	5066	7248	7070	0	341	营业成本	21271	30973	38969	46365	56451
应收票据及应收账款合计	16895	15563	12437	17232	18870	营业税金及附加	160	109	140	169	206
其他应收款	1283	1305	2248	2070	3050	营业费用	1666	2602	3170	3905	4725
预付账款	1737	1914	1607	3314	2629	管理费用	1612	1621	2077	2515	3061
存货	4997	8124	8459	10087	12493	研发费用	1062	946	1212	1468	1786
其他流动资产	2940	14291	14291	14291	14291	财务费用	957	1197	979	864	761
非流动资产	48447	54613	58108	62134	65372	资产减值损失	11	-167	-214	-259	-316
长期投资	3660	4491	5579	6684	7804	公允价值变动收益	204	175	121	167	154
固定资产	19792	19397	21291	23066	24359	其他收益	278	231	254	243	249
无形资产	3770	4030	4554	5130	5763	投资净收益	1346	1340	1457	1174	1190
其他非流动资产	21225	26695	26684	27255	27445	营业利润	3718	2571	4542	5945	7187
资产总计	81364	103057	104220	109128	117045	营业外收入	5	55	89	40	47
流动负债	31601	49569	53726	60629	69456	营业外支出	41	66	66	66	66
短期借款	2038	1974	0	2162	0	利润总额	3682	2561	4566	5919	7168
应付票据及应付账款合计	20000	25428	31728	36276	46520	所得税	400	331	591	766	927
其他流动负债	9563	22167	21998	22190	22936	净利润	3283	2230	3975	5153	6241
非流动负债	23288	21264	14971	8679	2386	少数股东损益	66	20	91	106	113
长期借款	18560	15335	9042	2749	-3543	归属母公司净利润	3217	2210	3883	5048	6128
其他非流动负债	4728	5929	5929	5929	5929	EBITDA	6255	5018	6565	7932	9144
负债合计	54889	70833	68697	69307	71842	EPS(元)	0.76	0.52	0.92	1.19	1.45
少数股东权益	1514	1549	1641	1746	1859						
股本	3556	4225	4225	4225	4225						
资本公积	8168	12084	12084	12084	12084						
留存收益	11786	12722	15481	19058	23389						
归属母公司股东权益	24961	30675	33882	38074	43344						
负债和股东权益	81364	103057	104220	109128	117045						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3125	5929	13794	3156	14179
净利润	3283	2230	3975	5153	6241
折旧摊销	1376	1543	1511	1742	1936
财务费用	957	1197	979	864	761
投资损失	-1346	-1340	-1457	-1174	-1190
营运资金变动	-1223	3092	8950	-3210	6650
其他经营现金流	79	-793	-163	-219	-221
投资活动现金流	-6114	-10267	-3385	-4376	-3763
资本支出	6026	11289	2407	2922	2117
长期投资	1571	-72	-1088	-1126	-1120
其他投资现金流	1483	950	-2067	-2580	-2767
筹资活动现金流	1201	6131	-10586	-8012	-7912
短期借款	-17	-63	-1974	0	0
长期借款	2675	-3226	-6293	-6293	-6293
普通股增加	0	669	0	0	0
资本公积增加	-7	3917	0	0	0
其他筹资现金流	-1448	4835	-2319	-1720	-1620
现金净增加额	-1734	1795	-177	-9232	2503

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.3	33.1	28.1	21.1	21.7
营业利润(%)	6.0	-30.8	76.6	30.9	20.9
归属于母公司净利润(%)	5.3	-31.3	75.7	30.0	21.4
获利能力					
毛利率(%)	26.0	19.0	20.5	21.9	21.8
净利率(%)	11.2	5.8	7.9	8.5	8.5
ROE(%)	12.4	6.9	11.2	12.9	13.8
ROIC(%)	12.4	8.4	15.0	15.2	20.4
偿债能力					
资产负债率(%)	67.5	68.7	65.9	63.5	61.4
净负债比率(%)	71.4	51.5	22.1	27.1	4.4
流动比率	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
速动比率	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	1.7	2.4	3.5	4.0	4.0
应付账款周转率	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.52	0.92	1.19	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	1.42	3.26	0.75	3.36
每股净资产(最新摊薄)	5.44	6.79	7.55	8.54	9.79
估值比率					
P/E	12.5	18.2	10.4	8.0	6.6
P/B	1.8	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.7	11.6	7.5	6.6	4.8

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>