

盈利不及预期，静待毛利率改善

——金风科技（002202）年报点评报告

买入（维持）

日期：2020年04月03日

报告关键要素：

公司发布年报，19年营业收入382.5亿元，同比增长33.1%；归母净利润22.10亿元，同比下滑31.3%，业绩略低于预期。

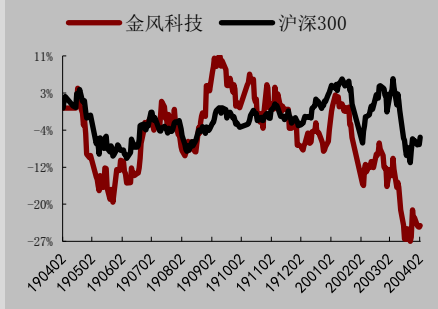
投资要点：

- **风机业务盈利微弱，风电场开发和投资业务表现亮眼：**1. 风机及零部件销售收入为288.7亿元，同比增长29.8%；实现对外销售容量8.17GW，同比增长39%，其中2S机组占比57.9%，同比下降16.5pct，2.5S占比29%，同比增长16.1pct，19年毛利率12.3%，同比下降6.9pct，净利润2.14亿；2. 风电场开发方面，实现收入42.67亿元，同比增长9.0%，毛利率62.3%，利用小时数2122h，高于全国平均130h；风电场开发贡献利润16.14亿元，其中风电场投资收益7.2亿元。3. 风电服务收入35.78亿元，同比增长116.5%，毛利率6.4%，同比下降13.3pct，贡献利润0.33亿元。4. 水务、投资收益等业务收入15.3亿元，同比增长65.8%，贡献利润5.73亿元。
- **风机毛利率12.5%，20年预期提升至15%。**19年风机毛利率12.5%不及预期，20年将提升至15%左右，原因1. 订单结构持续优化，前期低价订单不断消化，2020年占比减少；2. 新产品交付，如3S、2.5和6S平台占比提升，毛利改善；3. 与供应商共同通过研发降本。
- **销售费用大增，现金流大大改善：**销售费用增加56%，由于产品质量保障金和运输费用提高导致，经营性现金流净额59.3亿，盈利质量优良。研发费用9.5亿元，同比减少10.9%，研发人员同比减少9.8%，减费增效在路上。
- **盈利预测与投资建议：**预计20-23年营收分别为565.4、557.8、524.0亿元，归母净利润46.2、55.5、55.7亿元，同比增长108.9%、20.2%、0.4%，EPS分别为1.09、1.31、1.32元/股。考虑风电抢装，今年有望装机30-35GW，盈利能力有望改善，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。

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）	3,387.60
收盘价（元）	9.53
总市值（亿元）	402.65
流通A股市值（亿元）	322.84

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：2020年04月02日

相关研究

万联证券研究所 20190828_金风科技（002202）半年报点评_AAA_柳暗花明，拐点就在眼前
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：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

研究助理：江维

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

	2018年	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	382.45	565.44	557.75	524.04
增长比率(%)	33.11	47.8%	-1.4%	-6.0%
净利润(百万元)	22.10	46.17	55.49	55.73
增长比率(%)	-31.30	108.9%	20.2%	0.4%
每股收益(元)	0.51	1.09	1.31	1.32
市盈率(倍)	23.34	8.7	7.2	7.2

资料来源：wind，万联证券研究所

至12月31日	单位: 百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	48,444	62,304	58,662	55,263
货币资金	7,248	5,582	3,825	3,383
应收票据及应收账款	15,563	28,022	26,362	24,511
其他应收款	1,305	2,034	1,996	1,861
预付账款	1,914	2,915	2,905	2,639
存货	8,124	9,524	9,247	8,575
其他流动资产	14,291	14,227	14,328	14,295
非流动资产	54,613	64,332	75,723	88,031
长期股权投资	4,491	4,491	4,491	4,491
固定资产	19,397	26,607	35,161	44,534
在建工程	9,613	12,277	15,067	17,999
无形资产	3,385	3,385	3,385	3,385
其他长期资产	17,726	17,573	17,619	17,622
资产总计	103,057	126,636	134,385	143,293
流动负债	49,569	61,134	59,401	57,257
短期借款	1,974	0	0	1,375
应付票据及应付账款	25,428	35,292	33,791	31,207
预收账款	5	1,757	872	953
其他流动负债	22,162	24,085	24,739	23,721
非流动负债	21,264	21,264	21,264	21,264
长期借款	15,046	15,046	15,046	15,046
应付债券	288	288	288	288
其他非流动负债	5,929	5,929	5,929	5,929
负债合计	70,833	82,398	80,665	78,521
股本	4,225	4,894	4,225	4,225
资本公积	12,084	16,111	16,111	16,111
留存收益	12,722	19,965	30,034	41,007
归属母公司股东权益	30,675	42,614	52,014	62,987
少数股东权益	1,549	1,625	1,706	1,785
负债和股东权益	103,057	126,636	134,385	143,293

至12月31日	单位: 百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5,825	3,112	5,633	5,114
净利润	2,230	4,692	5,630	5,653
折旧摊销	1,543	1,473	966	1,027
营运资金变动	2,241	-1,986	152	-562
其它	-189	-1,067	-1,115	-1,003
投资活动现金流	-10,267	-6,379	-6,721	-6,887
资本支出	-11,156	-7,509	-7,837	-7,935
投资变动	1,058	0	0	0
其他	-168	1,131	1,115	1,048
筹资活动现金流	6,131	1,601	-669	1,331
银行借款	11,458	-1,974	0	1,375
债券融资	0	0	0	0
股权融资	4,666	669	-669	0
其他	-9,993	2,906	0	-45
现金净增加额	1,795	-1,665	-1,757	-442
期初现金余额	5,012	7,248	5,582	3,825
期末现金余额	6,807	5,582	3,825	3,383

至12月31日	单位: 百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	38,245	56,544	55,775	52,404
营业成本	30,973	45,001	43,618	40,477
营业税金及附加	109	212	193	186
销售费用	2,602	3,223	3,123	2,935
管理费用	1,621	2,785	2,556	2,491
研发费用	946	1,074	1,004	891
财务费用	1,197	64	0	45
资产减值损失	-167	0	0	0
公允价值变动收益	175	0	0	0
投资净收益	1,340	1,131	1,115	1,048
资产处置收益	174	0	0	0
营业利润	2,571	5,315	6,396	6,428
营业外收入	55	0	0	0
营业外支出	66	0	0	0
利润总额	2,561	5,315	6,396	6,428
所得税	331	623	766	775
净利润	2,230	4,692	5,630	5,653
少数股东损益	20	76	81	80
归属母公司净利润	2,210	4,617	5,549	5,573
EBITDA	3,535	5,722	6,247	6,451
EPS (元)	0.52	1.09	1.31	1.32

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	33.1%	47.8%	-1.4%	-6.0%
营业利润	-30.8%	106.7%	20.3%	0.5%
归属于母公司净利润	-31.3%	108.9%	20.2%	0.4%
获利能力				
毛利率	19.0%	20.4%	21.8%	22.8%
净利率	5.8%	8.3%	10.1%	10.8%
ROE	7.2%	10.8%	10.7%	8.8%
ROIC	3.2%	5.9%	6.3%	5.6%
偿债能力				
资产负债率	68.7%	65.1%	60.0%	54.8%
净负债比率	219.8%	186.3%	150.2%	121.2%
流动比率	0.98	1.02	0.99	0.97
速动比率	0.63	0.70	0.66	0.64
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.45	0.42	0.37
应收账款周转率	2.46	2.02	2.12	2.14
存货周转率	4.71	5.94	6.03	6.11
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	1.09	1.31	1.32
每股经营现金流	1.38	0.74	1.33	1.21
每股净资产	7.26	10.09	12.31	14.91
估值比率				
P/E	18.14	8.69	7.23	7.19
P/B	1.31	0.94	0.77	0.64
EV/EBITDA	18.38	10.60	8.97	8.97

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。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。

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

电话：021-60883482 传真：021-60883484

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