

# 风机低价订单拖累业绩 一季度迎来高增

——金风科技（002202.SZ）年报点评

电气设备/电源设备



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件：

2020年4月1日公司发布年报，全年实现营收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31.30%；实现扣非归母净利润16.21亿元，同比下降43.53%。

## 投资摘要：

**风机盈利承压导致净利润下降超30%，业绩不及预期，一季度业绩大幅预增。**2019年公司对外销售机组容量8.17GW，同比增长39.41%，风机及零部件销售业务实现营收28.9亿，同比增长29.81%，同时营业成本同比增长40%，使得全年风机销售毛利率仅为12.3%，同比下降6.9pct，风机销售增收不增利。风电抢装导致上游企业供不应求纷纷提高价格，作为整机生产厂商的金风科技成本增加，加之受消化2018H2低价订单的影响，风机销售盈利承压较大。公司发布2020Q1业绩预测，预计可以实现8-9.1亿净利润，同比增长250%-300%，主要来源是风电场处置收益。

受疫情影响，2020年初产能供给未能完全释放，全年装机目标存在风险，部分项目转平价，同时海外出口需求受挫，将给全年出货量带来很大不确定性。

**低价订单基本消化，订单结构将有所优化，缓解盈利压力。**由于政策调整带来的抢装效应，风电行业进入高速发展期，2019年9月3MW风机已涨至3900元/KW，同比增长超20%。截至2019年，公司外部待执行订单总量为14.44GW，外部中标未签订单5.84GW，在手外部订单共计20.28GW。

前期订单基本消化完成，后续高价订单增加，兑现后提升公司盈利水平。公司继续坚持大兆瓦发展方向，2019年2.5S机组销量2.35GW，同比增长215.8%，销售容量占比增至28.8%，同比增长16.1pct；同期3S机组销量0.7GW，同比增长105%。公司平均单台机组容量由2018年的2.06MW增长至2.32MW，同时2019~20年持续加大平价风电场和分散式风电的项目开发和核准力度，为2020年之后的完全平价时代做出保障市场容量的战略部署。

**运维服务营收占比提升，公司看好未来利润空间重点布局。**2019年公司实现风电服务收入35.8亿元，同比上升116.5%，风电服务收入占公司营业收入的9.4%，同比提高3.6pct。报告期末国内外后服务业务在运项目容量10.99GW，同比增长58%。风电装机持续增长，保有量已达到一定规模，同时第一波换机潮即将来临，为风电服务市场带来巨大潜力空间。

**自建风电场贡献重要利润增量。**2019年公司自营风电场新增装机291MW，总装机4.69GW，并且拥有2.92GW在建项目，2.1GW已核准未开工项目。报告期内公司风力发电业务实现营收42.7亿元，同比增长9%。在风电场投资与开发方面，得益于限电改善及产品性能技术改造，机组平均发电利用小时数2212小时，高出全国平均水平130小时。

**“两海战略”顺利推进，市场前景广阔，具备增长潜力。**报告期内国际业务实现销售收入34.3亿元，同比增长67.7%，毛利率12.68%，同比下降6.59pct。海外市场是公司重点发展方向，重点覆盖欧洲、北美及东南亚市场。2019年国际业务新增销售订单1.4GW，成功进入加拿大、意大利、越南市场。截止报告期末，公司海外在手外部订单共计1.52GW，同比增长132%，主要分布在越南、加拿大、美国、巴基斯坦、智利、澳大利亚等国家，海外在建及待开发项目权益容量合计达到1.28GW，集中在阿根廷和澳大利亚。

海上风电方面，公司全年交付156台海上机组，总容量超600MW，GW6S平

评级

买入（维持）

2020年04月03日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

贺朝晖

研究助理

hezhaohui@shgsec.com

010-56931952

## 交易数据

时间 2020.04.03

总市值/流通市值（亿元）	329.62/323.52
总股本（万股）	345,149.52
资产负债率（%）	68.73
每股净资产（元）	6.79
收盘价（元）	9.55
一年内最低价/最高价（元）	8.92/14.14

## 公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《金风科技公司深度研究：乘风而起跨过低点迎接新成长》2019-11-12
- 2、《金风科技季报点评：风机盈利拐点已确认 行业景气实现量价齐升》2019-10-27
- 3、《金风科技半年报点评：出货量大幅增长 盈利拐点已至》2019-08-27

台的 GW154-6.7MW 和 GW171-6.45MW 机组实现批量交付, 该平台升级产品 GW184-6.45MW 机组完成样机并网并取得型式认证, GW175-8.0MW 机组于 2019 年 9 月完成样机下线, 技术水平及产业进度领先行业。

**投资建议:** 公司是风电行业国内龙头企业, 行业迎来抢装周期, 订单结构优化带来盈利拐点, 后续成长值得期待。我们预计公司 2020~2022 年的营业收入分别为 484.4 亿元、534.3 亿元、564 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 33.8 亿元、42.5 亿元和 45.8 亿元, 每股收益分别为 0.8 元、1.01 元和 1.08 元, 对应 PE 分别为 11.9、9.5、8.8。给予“买入”评级。

**风险提示:** 政策风险、原材料价格上涨、风电装机不及预期、海外新冠疫情出现变故

### 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28,730.61	38,244.55	48,435.40	53,425.92	56,403.44
增长率(%)	14.33%	33.11%	26.65%	10.30%	5.57%
归母净利润(百万)	3,216.60	2,209.85	3,376.07	4,250.28	4,580.40
增长率(%)	5.30%	-31.30%	52.77%	25.89%	7.77%
净资产收益率(%)	12.89%	7.20%	10.81%	12.50%	12.39%
每股收益(元)	0.88	0.51	0.80	1.01	1.08
PE	10.78	18.61	11.93	9.47	8.79
PB	1.36	1.31	1.29	1.18	1.09

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

### 公司单季度财务指标

指标	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
主营收入(百万元)	7169.99	6785.96	10914.98	5395.75	10337.55	9001.69	13509.57
增长率(%)	14.62%	-5.32%	34.38%	39.80%	44.18%	32.65%	23.77%
毛利率(%)	28.57%	26.89%	20.11%	26.62%	17.95%	19.12%	16.72%
期间费用率(%)	4.92%	25.82%	18.28%	24.08%	15.08%	13.69%	16.85%
净利润(百万元)	1321.00	893.01	784.68	261.52	950.79	394.06	623.39
增长率(%)	34.89%	-23.55%	-1.08%	-7.89%	-28.03%	-55.87%	-20.56%
每股盈利(季度, 元)	0.36	0.25	0.22	0.06	0.23	0.10	0.15
资产负债率(%)	68.08%	69.28%	67.46%	69.46%	67.89%	69.55%	68.73%
净资产收益率(%)	5.53%	3.50%	2.96%	0.99%	3.06%	1.26%	1.93%

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	28731	38245	48435	53426	56403	流动资产合计	32917	48444	59830	65631	69648				
营业成本	21271	30973	38018	40952	42919	货币资金	5066	7248	9179	10124	10689				
营业税金及附加	160	109	204	225	237	应收账款	14823	15563	22349	24652	26026				
营业费用	1666	2602	3296	3635	3838	其他应收款	1232	1188	1505	1660	1753				
管理费用	1612	1621	1937	2137	2256	预付款项	1737	1914	2948	4063	5230				
研发费用	1062	946	946	1044	1102	存货	4997	8124	9451	10180	10670				
财务费用	957	1197	1285	1646	1868	其他流动资产	1506	2219	2982	3356	3579				
资产减值损失	11	(167)	300	331	349	非流动资产合计	48447	54613	52569	51071	49579				
公允价值变动收益	204	175	0	0	0	长期股权投资	3660	4491	4491	4491	4491				
投资净收益	1346	1340	1473	1473	1473	固定资产	19792	19397	27632	26254	24876				
营业利润	3718	2571	3923	4931	5307	无形资产	3307	3385	3372	3259	3152				
营业外收入	5	55	55	61	67	商誉	488	470	470	470	470				
营业外支出	41	66	66	66	66	其他非流动资产	3669	4076	4076	4076	4076				
利润总额	3682	2561	3913	4926	5308	资产总计	81364	103057	112399	116702	119227				
所得税	400	331	506	637	687	流动负债合计	31601	49569	63559	69187	73048				
净利润	3283	2230	3406	4289	4622	短期借款	2038	1974	12183	19576	26287				
少数股东损益	66	20	30	38	41	应付账款	13778	15664	21626	23295	24414				
归属母公司净利润	3217	2210	3376	4250	4580	预收款项	9	5	(3916)	(8242)	(12808)				
EBITDA	6024	5279	6722	8090	8684	一年内到期的非流动负债	1433	3731	3731	3731	3731				
EPS (元)	0.88	0.51	0.80	1.01	1.08	非流动负债合计	23288	21264	14388	10262	5905				
主要财务比率						长期借款	18001	15046	11305	7178	2821				
						应付债券	560	288	288	288	288				
成长能力						负债合计	54889	70833	77948	79448	78953				
营业收入增长	14.3%	33.1%	26.6%	10.3%	5.6%	少数股东权益	1514	1549	1580	1618	1659				
营业利润增长	6.0%	-30.8%	52.6%	25.7%	7.6%	实收资本(或股本)	3556	4225	4225	4225	4225				
归属于母公司净利润增长	5.3%	-31.3%	52.8%	25.9%	7.8%	资本公积	8168	12084	12084	12084	12084				
获利能力						未分配利润	10488	11283	13320	15883	18645				
毛利率(%)	26.0%	19.0%	21.5%	23.3%	23.9%	归属母公司股东权益合计	24961	30675	31227	33992	36971				
净利率(%)	11.4%	5.8%	7.0%	8.0%	8.2%	负债和所有者权益	81364	103057	112399	116702	119227				
总资产净利润(%)	4.0%	2.1%	3.0%	3.6%	3.8%	现金流量表					单位:百万元				
ROE(%)	12.9%	7.2%	10.8%	12.5%	12.4%	经营活动现金流	3125	5929	(4101)	(308)	578				
偿债能力						净利润	3283	2230	3406	4289	4622				
资产负债率(%)	67.5%	68.7%	69.3%	68.1%	66.2%	折旧摊销	1348	1510	1514	1513	1509				
流动比率	1.04	0.98	0.94	0.95	0.95	财务费用	957	1197	1285	1646	1868				
速动比率	0.88	0.81	0.79	0.80	0.81	应付账款减少	178	(740)	(6787)	(2303)	(1374)				
营运能力						预收账款增加	(4649)	(4)	(3921)	(4325)	(4567)				
总资产周转率	0.37	0.41	0.45	0.47	0.48	投资活动现金流	(6114)	(10267)	4217	1120	1101				
应收账款周转率	1.93	2.52	2.56	2.27	2.23	公允价值变动收益	204	175	0	0	0				
应付账款周转率	2.36	2.60	2.60	2.38	2.36	长期股权投资减少	(1270)	(831)	0	0	0				
每股指标(元)						投资收益	1346	1340	1473	1473	1473				
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.51	0.80	1.01	1.08	筹资活动现金流	1201	6131	1816	135	(1115)				
每股净现金流(最新摊薄)	-0.50	0.42	0.46	0.22	0.13	应付债券增加	(250)	(272)	0	0	0				
每股净资产(最新摊薄)	7.02	7.26	7.39	8.05	8.75	长期借款增加	2924	(2954)	(3741)	(4127)	(4357)				
估值比率						普通股增加	0	669	0	0	0				
P/E	10.78	18.61	11.93	9.47	8.79	资本公积增加	(7)	3917	0	0	0				
P/B	1.36	1.31	1.29	1.18	1.09	现金净增加额	(1787)	1793	1931	946	564				
EV/EBITDA	8.44	10.24	7.62	7.53	7.22										

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

### 研究助理简介

**贺朝晖**，电力设备与新能源行业首席研究员，清华大学工学学士、硕士，7年能源行业工作经验，2年证券行业研究经验，2019年进门财经最具影响力分析师第3名，2018年Wind平台影响力电新行业第6名。曾在中国核电工程有限公司工作4年，美国能源行业外企工作3年，参与过多个核电、火电、油气、新能源项目建设。对能源行业全产业链有着深刻理解，在电力项目成本分析、行业政策研究等领域拥有丰富经验。曾就职于东兴证券，2019年加入申港证券。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上