

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: 2020年04月09日

行业: 电气设备和新能源



低价订单致使盈利承压, 风机招标量价齐升

分析师: 孙克遥
Tel: 021-53686135
E-mail: sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870520010001

基本数据 (截至 2020 年 03 月 31 日)

| | |
|-------------------|------------|
| 报告日股价 (元) | 9.50 |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 8.92-14.95 |
| 总股本 (百万股) | 4225.07 |
| 无限售 A 股/总股本 | 81.69% |
| 流通市值 (百万元) | 32182.23 |
| 每股净资产 (元) | 6.79 |

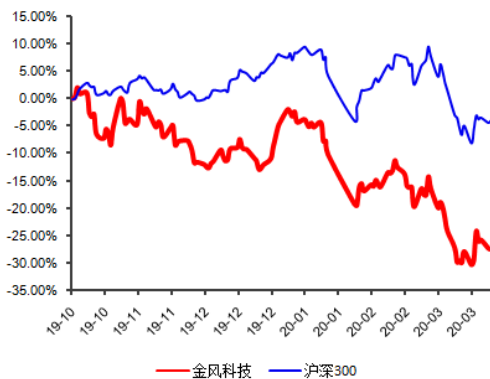
主要股东 (2019A)

| | |
|------------|--------|
| 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 (2019A)

| | |
|--------|--------|
| 风力发电机组 | 71.00% |
| 风电场开发 | 11.16% |
| 风电服务 | 9.35% |

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: SKY20-GW01

首次报告日期:

■ 公司动态事项

公司发布2019年年报。2019年公司营业总收入382.45亿元,同比增长33.11%;实现归母净利润22.10亿元,同比下降31.30%。经营性现金流净额59.29亿元,同比增长89.70%。公司拟每10股派息1.6元。

公司发布2020年一季度业绩预告。2020年Q1公司预计实现净利润8-9.14亿元,同比增长250%-300%,主要由于公司转让子公司股权完成交割,投资收益同比增加。

■ 事项点评

风机销量高速增长, 低价订单释放盈利承压

2019年全年公司风电机组及零部件销售收入约288.70亿元,同比增长29.8%,其中风机销售额271.52亿元,同比增长29.2%。2019年公司对外销售风机容量约8.17GW,同比增长39.41%,其中2.0S产品依旧是主力,占比近58%。2.5S机组销量2.35GW,同比增近216%,销售容量占比由2018年的12.71%增至28.80%。2019年公司风机业务毛利率约12.29%,同比下滑6.89个百分点,主要系前期低价订单释放所致,公司2019年风机单位售价约3323元/kw,同比下滑7.33%。截至2019年底,公司2.0S、2.5S、3.0S招标价均超4000元/kw,2.0S、2.5S产品招标价较2018年底提升幅度超20%。随着低价订单消化,公司盈利能力有望回暖。

在手订单饱满, 2.5S 平台产品成 2020 年主流

2019年,公司在手订单稳步增长。截至2019年12月31日,公司外部待执行订单总量为14.44GW,分别为:1.5MW机组372.3MW,2S平台产品3.83GW,2.5S平台产品7.40GW,3S平台产品2.37MW,6S平台产品457.50MW,8MW机组8MW;公司外部中标未签订单5.84GW,包括2S平台产品257.6MW,2.5S平台产品910.8MW,3S平台产品3462.21MW,6S平台产品1205.3MW;在手外部订单共计20.28GW。

发电业务稳步增长, 海外市场拓展良好

2019年,公司风电项目实现发电收入42.67亿元,同比增长8.98%;售电总量36.21亿千瓦时,风电场投资收益约7.21亿元。2019年,公司国内新增并网装机容量303.45MW,新增并网权益装机容量291.10MW;在建风电场项目容量2007.70MW,权益容量1956.61MW。2019年国内已核准未开工的权益容量为2057.32MW。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。

公司海外市场拓展顺利,在多个海外市场及国际客户拓展方面实

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

现突破。2019年，公司国际业务实现销售收入34.36亿元，同比增长67.73%。国际业务新增销售订单1.4GW，创历史新高。公司在越南近海项目签订297MW订单，实现近海业务突破。加拿大、意大利、越南三个市场实现首单突破。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2020年、2021年和2022年营业收入分别为519.04亿元、545.70亿元和552.34亿元，增速分别为35.71%、5.14%和1.22%；归属于母公司股东净利润分别为39.30亿元、43.59亿元和40.52亿元，增速分别为77.86%、10.90%和-7.03%；全面摊薄每股EPS分别为0.93元、1.03元和0.96元，对应PE为10.21倍、9.21倍和9.90倍。公司前期低价订单加速消化，风机盈利拐点已近，风机招标迎量价齐升走势。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，海外贸易不确定性等。

■ 数据预测与估值：

| 单位:百万元 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 38244.55 | 51903.53 | 54569.76 | 55234.24 |
| 增长率(%) | 33.11% | 35.71% | 5.14% | 1.22% |
| 归属母公司股东净利润 | 2209.85 | 3930.37 | 4358.63 | 4052.43 |
| 增长率(%) | -31.30% | 77.86% | 10.90% | -7.03% |
| 每股收益(元) | 0.51 | 0.93 | 1.03 | 0.96 |
| 市盈率(X) | 18.63 | 10.21 | 9.21 | 9.90 |

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2020年03月31日收盘价)

■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1209 | 1038 | 1091 | 1105 |
| 应收和预付款项 | 18665 | 23414 | 25680 | 24847 |
| 存货 | 8124 | 8620 | 9194 | 8982 |
| 其他流动资产 | 4623 | 4623 | 4623 | 4623 |
| 长期股权投资 | 4491 | 5811 | 7131 | 8451 |
| 投资性房地产 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| 固定资产和在建工程 | 29010 | 34593 | 38530 | 39573 |
| 无形资产和开发支出 | 1397 | 4436 | 4371 | 4307 |
| 其他非流动资产 | 87 | 12568 | 12528 | 12528 |
| 资产总计 | 24042 | 95137 | 103183 | 104450 |
| 短期借款 | 1974 | 3917 | 7272 | 9539 |
| 应付和预收款项 | 26925 | 29049 | 30313 | 26602 |
| 长期借款 | 15335 | 14455 | 14515 | 14095 |
| 其他负债 | 9430 | 9430 | 9430 | 9430 |
| 负债合计 | 13024 | 56851 | 61530 | 59666 |
| 股本 | 4225 | 4225 | 4225 | 4225 |
| 资本公积 | 12084 | 12084 | 12084 | 12084 |
| 留存收益 | 14366 | 17316 | 20588 | 23630 |
| 归属母公司股东权益 | 30675 | 33626 | 36897 | 39939 |
| 少数股东权益 | 1549 | 1635 | 1730 | 1819 |
| 股东权益合计 | 32224 | 35261 | 38628 | 41758 |
| 负债和股东权益合计 | 24042 | 95137 | 103183 | 104450 |

现金流量表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------------|--------------|-----------|-----------|
| 经营活动产生现金流量 | 1579 | 1604 | 4399 | 3655 |
| 投资活动产生现金流量 | -10267 | -6544 | -5557 | -3222 |
| 融资活动产生现金流量 | 6131 | -880 | 1211 | -420 |
| 现金流量净额 | -133 | -5820 | 53 | 13 |

利润表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 38245 | 51904 | 54570 | 55234 |
| 营业成本 | 30973 | 39700 | 42239 | 43096 |
| 营业税金及附加 | 109 | 148 | 156 | 158 |
| 营业费用 | 2602 | 3478 | 3602 | 3590 |
| 管理费用 | 1621 | 3478 | 3602 | 3645 |
| 财务费用 | 1197 | 1128 | 1291 | 1432 |
| 资产减值损失 | -167 | 34 | 34 | 34 |
| 投资收益 | 1340 | 1320 | 1320 | 1320 |
| 其他收益 | 231 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2571 | 5258 | 4967 | 4599 |
| 营业外收支净额 | -10 | -21 | -21 | -21 |
| 利润总额 | 2561 | 4431 | 4945 | 4577 |
| 所得税 | 331 | 414 | 491 | 436 |
| 净利润 | 2230 | 4016 | 4454 | 4141 |
| 少数股东损益 | 20 | 86 | 95 | 89 |
| 归属母公司股东净利润 | 2210 | 3930 | 4359 | 4052 |

财务比率分析

| 指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 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

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。