

毛利率拐点已现，业绩不达预期
买入（维持）

2020年05月01日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	38,245	49,898	52,279	50,242
同比（%）	33.1%	30.5%	4.8%	-3.9%
归母净利润（百万元）	2210	3633	3810	4010
同比（%）	-31.3%	64.4%	4.9%	5.2%
每股收益（元/股）	0.52	0.86	0.90	0.95
P/E（倍）	19.08	11.61	11.07	10.52

投资要点

- **20Q1 公司业绩 8.95 亿元，同比增长 291.46%：**20Q1，实现营业收入 54.67 亿元，同比增长 1.33%，环比下降 59.53%；实现归属母公司净利润 8.95 亿元，同比增长 291.46%，环比上升 44.56%。20Q1 对应 EPS 为 0.21 元。20Q1 毛利率为 21.53%，同比下降 5.09pct，环比上升 4.82pct；20Q1 归母净利率为 16.37%，同比上升 12.13pct，环比上升 11.79pct。
- **风场转让及参股公司减持的投资收益贡献 Q1 主要业绩：**2020Q1 公司投资收益税前为 11.2 亿元，同比增长 669.0%，主要因为 Q1 公司子公司持有的 Stockyard Hill Wind Farm (Holding) Pty Ltd.、朔州市平鲁区天石风电有限公司和朔州市平鲁区天润风电有限公司 49%股权完成交割所致。此外，2020Q1 公司减持金力永磁股份约 640.42 万股，对应投资收益约 2.35 亿元（税前），后续公司还将根据市场变化和业务发展灵活把握交易机会，适时处置所持有金力永磁剩余 5359.6 万股股份，持续为公司贡献投资收益。
- **风机业务在手订单充裕，大型化趋势明显。**截至 2020Q1，在手外部订单共计 20.16GW，同比增长 4.8%，其中已中标订单共计 3,335MW，已签合同待执行订单共计 16,826MW。从在手订单和外销的结构来看，风机大型化趋势显著：1) 从在手订单来看，1.5MW 机组 344MW，占比 2%，2S 平台产品 3719MW 占比 18%，2.5S 平台产品 8000MW，占比 40%，3S 平台产品 5842MW，占比 29%，6S 平台机组订单容量 2,249MW，同比增长 336%，为销量增速最快的机型，占比为 11%，2.5S、3S、6S 平台占比分别同比提升 7pct、21pct、10pct。2) 从 20Q1 销量上看，公司外销 847.56MW，其中 1.5MW 销量 7.50MW，占比 0.89%；2S 销量 316.50MW，占比 37.34%；2.5S 销量 402.50MW，占比 47.49%；3S 销量 100.96MW，占比 11.91%；6S 销量 20.10MW，占比 2.37%。2.5S、3S、6S 平台占比分别同比提升 30pct、6pct、1pct。同时截至 2019 年底公司海外在手外部订单共计 1,454.8MW，同比增长 68.8%，大型订单及海外订单占比的双重提升都将有利于公司毛利率修复。
- **风机价格回升，盈利修复：**面对风电补贴退坡、行业进入加快建设期，供需关系变化使各机组投标均价逐渐走高。2019 年 12 月，2.5MW 级别机组的投标均价为 4,157 元/千瓦，较上年同期价格上升 20.5%。2019 年 12 月，3.0MW 级别机组的投标均价均为 4,004 元/千瓦，较 7 月上升 7.7%。招标价格上涨有望带动公司风机毛利率修复。
- **招标量价创历史新高，风电加速复苏：**2019 年 1-12 月，国内公开招标量达 65.2GW，同比增长 94.6%，创历史新高，说明行业订单饱满，风电行业装机将持续复苏，我们预计 2020 年行业装机有望达到 30~35GW，同比增长 25%~45%。Q1 全国平均弃风率 4%，同比下降 3 个百分点，风电消纳比例 7.3%，同比提升 2 个百分点，但相较于海外风电发展成熟的国家仍有较大发展空间，2019 年，欧盟 28 国的风电消纳比例高达 15%，其中丹麦 48%、爱尔兰 33%、葡萄牙 27%。
- **现金流、收现比同比改善显著，预收款大增保证业绩高增长：**20Q1 经营活动现金流量净额 2.27 亿元（19Q1 为负值），同比增长 110.81%，改善显著，亦是上市以来首个经营性现金流净额为正的一季度，收现比 182.64%，创历史新高；预收款 141 亿元，同比+191%，预收款大幅增长说明公司订单饱满，后期风机交付确定性强，业绩高增长有保障。存货环比上升 11.03 亿元至 92.27 亿元；应收账款环比增加 5.62 亿元至 161.25 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：36.33、38.10、40.10 亿元，同比+64.4%、+4.9%、+5.2%，对应 EPS 为 0.86/0.90/0.95 元。目标价 12.9 元，对应 20 年 15 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.98
一年最低/最高价	8.92/14.14
市净率(倍)	1.43
流通 A 股市值(百万元)	33808.28

基础数据

每股净资产(元)	6.98
资产负债率(%)	67.63
总股本(百万股)	4225.07
流通 A 股(百万股)	3387.60

相关研究

- 1、《金风科技（002202）：拐点或已出现，招标量价齐升》2019-10-28
- 2、《金风科技（002202）：抢装起量，毛利率探底》2019-08-26
- 3、《金风科技（002202）：短期业绩承压，招标量价齐升》2019-05-05

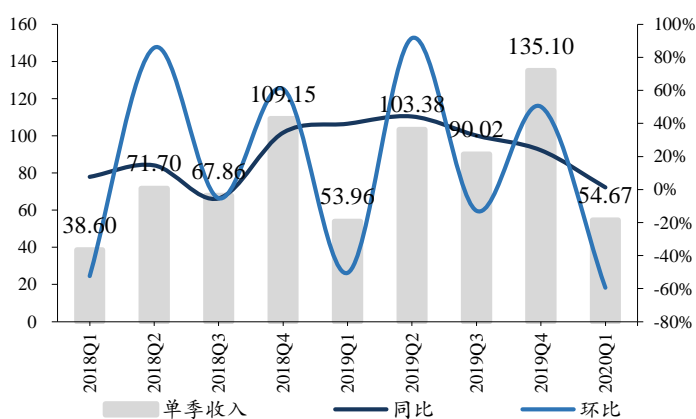
20Q1 公司业绩 8.95 亿元，同比增长 291.46%：20Q1，实现营业收入 54.67 亿元，同比增长 1.33%，环比下降 59.53%；实现归属母公司净利润 8.95 亿元，同比增长 291.46%，环比上升 44.56%。20Q1 对应 EPS 为 0.21 元。20Q1 毛利率为 21.53%，同比下降 5.09pct，环比上升 4.82pct；20Q1 归母净利率为 16.37%，同比上升 12.13pct，环比上升 11.79pct。

表 1：2020 年 Q1 收入 54.67 亿元，同比上升 1.33%；盈利 8.95 亿元，同比上升 291.46%

金风科技	2020Q1	2019Q1	同比	2020Q1	2019Q4	环比
营业收入	54.67	53.96	1.3%	54.67	135.10	-59.5%
毛利率	21.5%	26.6%	-5.1pct	21.5%	16.7%	4.8pct
营业利润	10.09	2.59	289.1%	10.09	7.33	37.8%
利润总额	10.06	264.9%	279.9%	10.06	7.03	43.2%
归属母公司净利润	8.95	2.29	291.5%	8.95	6.19	44.6%
扣非归母净利润	7.72	187.7%	311.2%	7.72	1.92	301.2%
归母净利率	16.4%	4.2%	12.1pct	16.4%	4.6%	11.8pct
股本	42.25	3556.2%	-	42.25	42.25	-
EPS	0.21	0.06	229.5%	0.21	0.15	44.6%

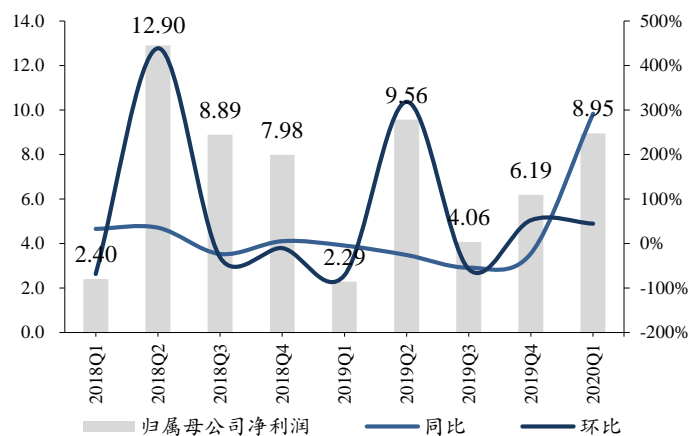
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：20Q1 收入 54.67 亿元，同比+1.33%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：20Q1 归母净利润 8.95 亿元，同比+291.46%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

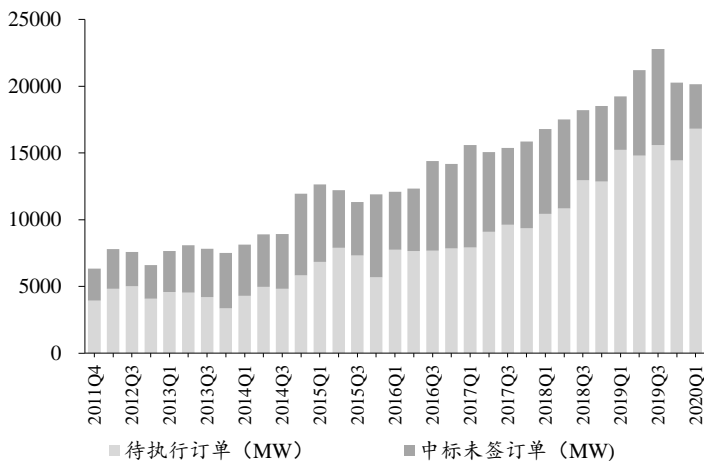
风场转让及参股公司减持的投资收益贡献 Q1 主要业绩：2020Q1 公司投资收益税前为 11.2 亿元，同比增长 669.0%，主要因为 Q1 公司子公司持有的 Stockyard Hill Wind Farm (Holding) Pty Ltd.、朔州市平鲁区天石风电有限公司和朔州市平鲁区天润风电有限公司 49% 股权完成交割所致。此外，2020Q1 公司减持金力永磁股份约 640.42 万股，对应投资收益约 2.35 亿元（税前），后续公司还将根据市场变化和业务发展灵活把握交易机会，适时处置所持有金力永磁剩余 5359.6 万股股份，持续为公司贡献投资收益。

Q1 风机销量同比下滑略有下滑。2020 年 Q1, 全国新增风电并网装机容量 2.36GW, 同比下降 50.6% 受此影响, 公司实现风机销售 847.6MW, 同比下降 8.8%。

Q1 发电小时数同比提升 10 小时: 截至 2020Q1, 公司国内外累计并网的自营风电场权益装机容量 4,516MW, 其中 31%位于华北地区、34%位于西北地区、23%位于华东及南方地区。并报表范围发电量为 18.3 亿度, 发电小时数 547 小时, 同比上升 10 小时。

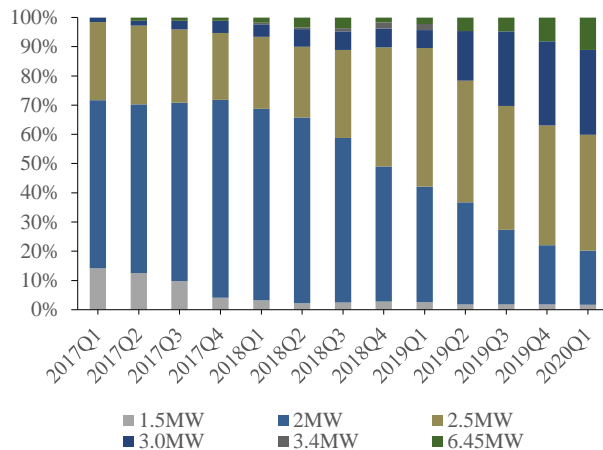
风机业务在手订单充裕, 大型化趋势明显。截至 2020Q1, 在手外部订单共计 20.16GW, 同比增长 4.8%, 其中已中标订单共计 3,335MW, 已签合同待执行订单共计 16,826MW。从在手订单和外销的结构来看, 风机大型化趋势显著: 1) 从在手订单来看, 1.5MW 机组 344MW, 占比 2%, 2S 平台产品 3719MW 占比 18%, 2.5S 平台产品 8000MW, 占比 40%, 3S 平台产品 5842MW, 占比 29%, 6S 平台机组订单容量 2,249MW, 同比增长 336%, 为销量增速最快的机型, 占比为 11%, 2.5S、3S、6S 平台占比分别同比提升 7 pct、21pct、10pct。2) 从 20Q1 销量上看, 公司外销 847.56MW, 其中 1.5MW 销量 7.50MW, 占比 0.89%; 2S 销量 316.50MW, 占比 37.34%; 2.5S 销量 402.50MW, 占比 47.49%; 3S 销量 100.96MW, 占比 11.91%; 6S 销量 20.10MW, 占比 2.37%。2.5S、3S、6S 平台占比分别同比提升 30 pct、6pct、1pct。同时截至 2019 年底公司海外在手外部订单共计 1,454.8MW, 同比增长 68.8%, 大机型订单及海外订单占比的双重提升都将有利于公司毛利率修复。

图 3: 公司 20Q1 在手订单 20161MW



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: 公司在手订单风机结构占比



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

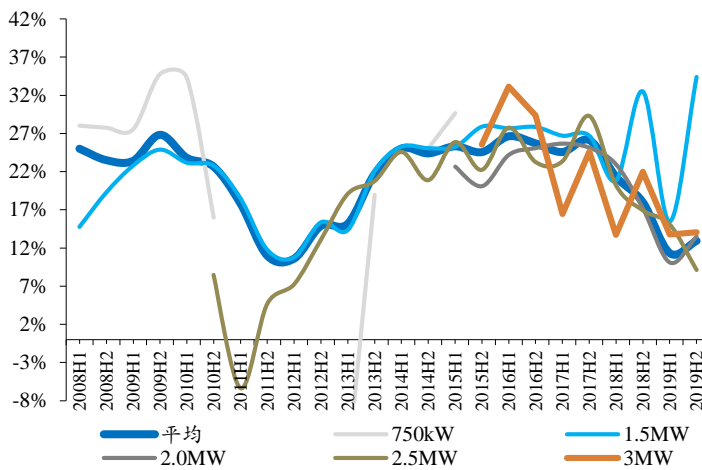
表 2：公司风机销量大型化趋势显著

	1.5MW	2MW	2.5MW	3MW	6MW	合计
2019Q1 销量(MW)	25.5	681.8	157.5	51.2	12.9	928.9
占比	3%	73%	17%	6%	1%	100%
2020Q1 销量(MW)	7.5	316.5	402.5	100.96	20.1	847.56
占比	1%	37%	47%	12%	2%	100%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

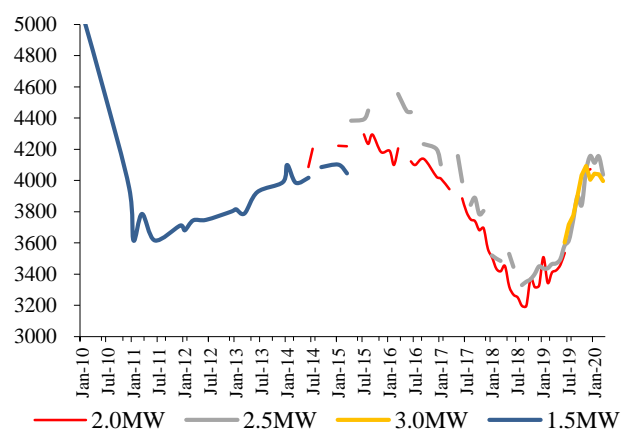
风机价格回升，盈利修复：面对风电补贴退坡、行业进入加快建设期，供需关系变化使各机组投标均价逐渐走高。2019 年 12 月，2.5MW 级别机组的投标均价为 4,157 元/千瓦，较上年同期价格上升 20.5%。2019 年 12 月，3.0MW 级别机组的投标均价均为 4,004 元/千瓦，较 7 月上升 7.7%。招标价格上涨有望带动公司风机毛利率修复。

图 5：公司不同机型毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

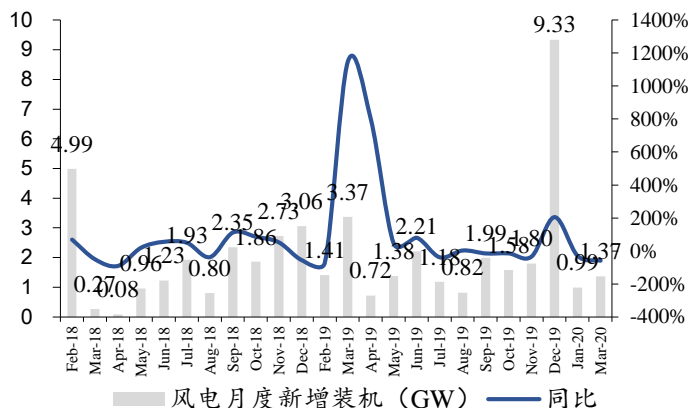
图 6：公司风机招标价格（元/千瓦）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

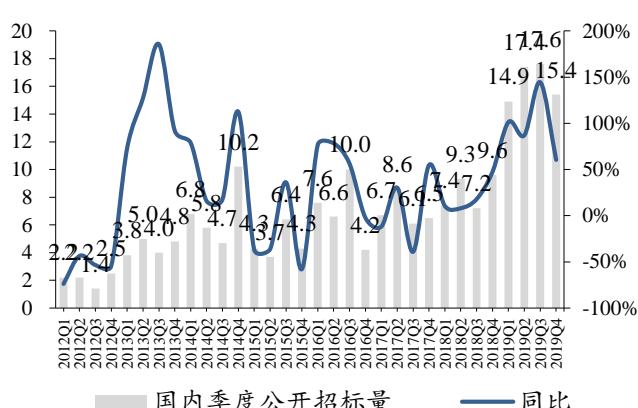
招标量价创历史新高，风电加速复苏：2019 年 1-12 月，国内公开招标量达 65.2GW，同比增长 94.6%，创历史新高，说明行业订单饱满，风电行业装机将持续复苏，我们预计 2020 年行业装机将有望达到 30~35GW，同比增长 25%~45%。Q1 全国平均弃风率 4%，同比下降 3 个百分点，风电消纳比例 7.3%，同比提升 2 个百分点，但相较于海外风电发展成熟的国家仍有较大发展空间，2019 年，欧盟 28 国的风电消纳比例高达 15%，其中丹麦 48%、爱尔兰 33%、葡萄牙 27%。

图 7：风电月度新增装机 (GW)



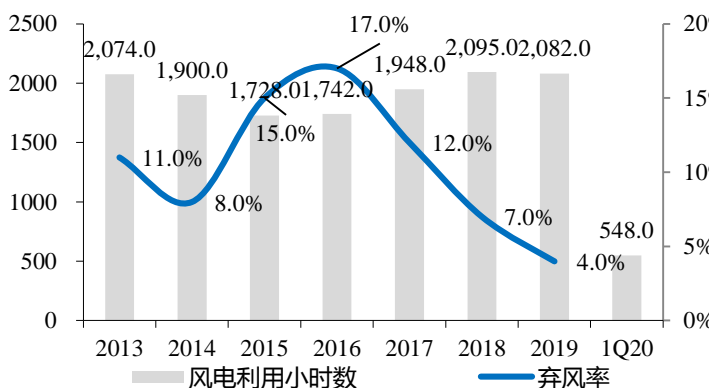
数据来源：中电联，东吴证券研究所

图 8：国内季度公开招标量 (GW)



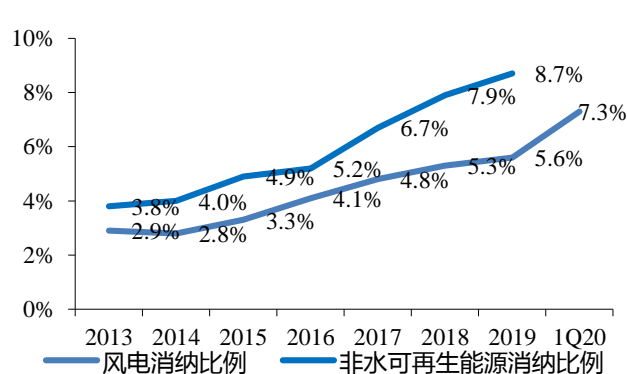
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：风电利用小时数 (hr) 及弃风率



数据来源：中电联，东吴证券研究所

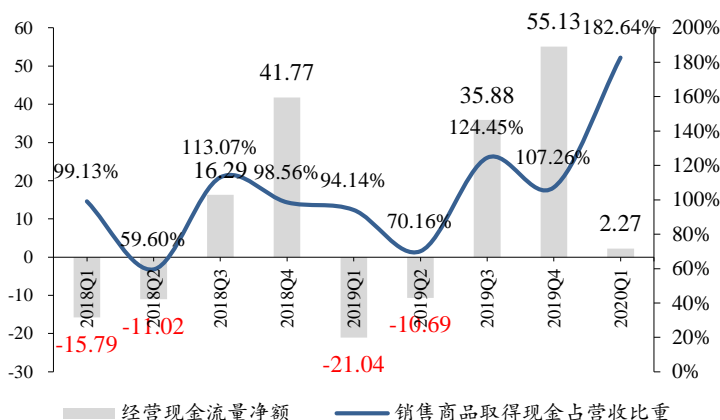
图 10：风电消纳比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

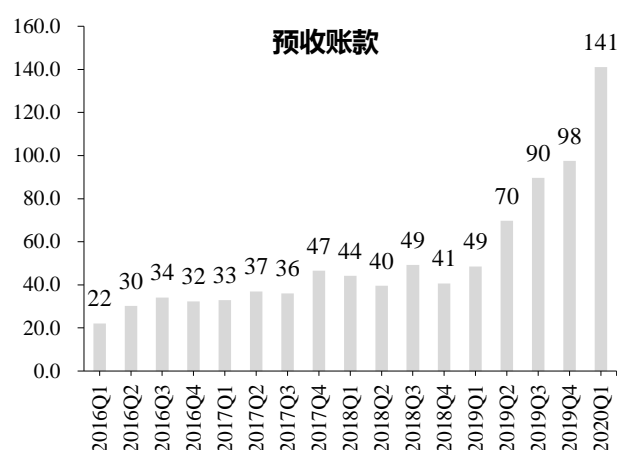
现金流、收现比同比改善显著，预收款大增保证业绩高增长：20Q1 经营活动现金流量净额 2.27 亿元 (19Q1 为负值)，同比增长 110.81%，改善显著，亦是上市以来首个经营性现金流净额为正的一季度，收现比 182.64%，创历史新高；预收款 141 亿元，同比+191%，预收款大幅增长说明公司订单饱满，后期风机交付确定性强，业绩高增长有保障。存货环比上升 11.03 亿元至 92.27 亿元；应收账款环比增加 5.62 亿元至 161.25 亿元。

图 11: 20 年 Q1 现金净流入 2.27 亿元, 同比+110.81%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 12: 20Q1 期末预收款项 141 亿元, 同比+139.10%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 13: 20Q1 期末存货 92.27 亿元, 同比+11.03 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

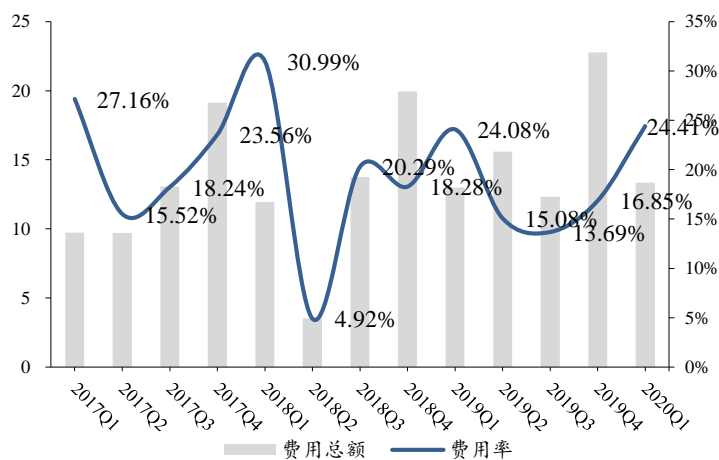
图 14: 期末应收账款 161.25 亿元, 同比-3.44 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

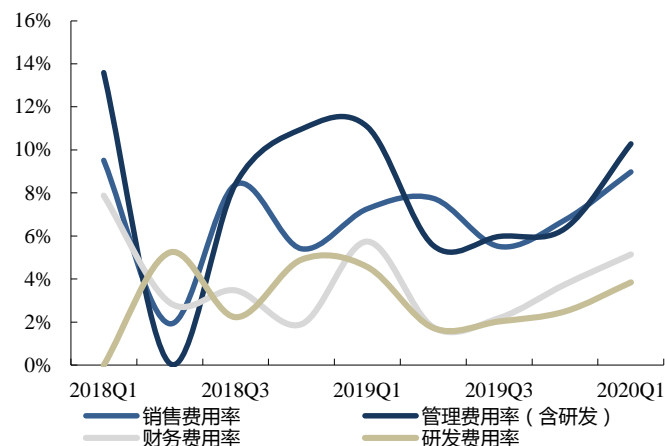
20Q1 期间费用 13.35 亿元, 同比+2.70%, 费用率 24.41%。销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别为 4.91 亿元、5.62 亿元、2.10 亿元、2.81 亿元, 同比+25.23%/-5.91%/-14.54%/-9.21%, 费用率分别为 8.98%/10.28%/3.85%/5.15%。

图 15: 20Q1 期间费用 13.35 亿元, 同比+2.70%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 16: 20Q1 期间费用率 24.41%, 同比+0.33pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 20-22 年业绩为: 36.33、38.10、40.10 亿元, 同比+64.4%、+4.9%、+5.2%, 对应 EPS 为 0.86/0.90/0.95 元。目标价 12.9 元, 对应 20 年 15 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不达预期, 竞争加剧等

金风科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	48444.2	54542.3	59663.2	58337.3	营业收入	38244.6	49898.5	52279.3	50241.6
现金	7247.5	8203.2	10338.7	9271.4	减:营业成本	30972.8	40025.5	41317.9	39834.4
应收款项	16750.9	24607.5	25781.6	23853.0	营业税金及附加	109.1	249.5	261.4	251.2
存货	8123.8	9321.0	9056.0	9485.2	营业费用	2602.4	3243.4	3790.3	3265.7
其他流动资产	16321.9	12410.7	14487.0	15727.8	管理费用	1621.3	3393.1	3528.9	3315.9
非流动资产	54612.9	61190.5	61550.8	65534.4	财务费用	1197.4	816.3	743.7	742.9
长期股权投资	4491.1	5321.8	6152.6	6983.3	资产减值损失				
固定资产	29010.4	34870.1	34512.4	37778.2	加:投资净收益	1339.5	1800.0	1495.3	1545.0
在建工程					其他	-509.7	299.5	311.4	301.2
无形资产	3385.0	3272.2	3159.3	3046.5	营业利润	2571.4	4270.2	4444.0	4677.6
其他非流动资产	17726.4	17726.4	17726.4	17726.4	加:营业外净收支	-10.3	-10.0	20.0	20.0
资产总计	103057.1	115732.8	121213.9	123871.7	利润总额	2561.1	4260.2	4464.0	4697.6
流动负债	49568.9	59371.7	61615.5	60399.1	减:所得税费用	331.4	511.2	535.7	563.7
短期借款	5705.3	5074.2	4749.9	5176.5	少数股东损益	19.9	116.2	117.9	124.0
应付账款	25428.0	35109.2	36337.3	34225.8	归属母公司净利润	2209.9	3632.7	3810.5	4009.9
其他流动负债	18435.6	19188.4	20528.3	20996.8	EBIT	3048.1	3236.5	3642.4	3825.6
非流动负债	21263.9	22021.6	22975.0	24445.9	EBITDA	4557.9	4623.3	5441.7	5866.2
长期借款	15046.4	15046.4	15046.4	15046.4					
其他非流动负债	6217.6	6975.2	7928.7	9399.5	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	70832.8	81393.3	84590.5	84844.9	每股收益(元)	0.52	0.86	0.90	0.95
少数股东权益	1549.1	1546.8	1544.4	1541.9	每股净资产(元)	7.26	7.76	8.30	8.87
归属母公司股东权益	30675.1	32792.7	35079.0	37485.0	发行在外股份(百万股)	4225.1	4225.1	4225.1	4225.1
负债和股东权益	103057.1	115732.8	121213.9	123871.7	ROIC(%)	5.7%	5.9%	7.0%	7.2%
					ROE(%)	7.2%	11.1%	10.9%	10.7%
					毛利率(%)	19.0%	19.8%	21.0%	20.7%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	5.8%	7.3%	7.3%	8.0%
经营活动现金流	5928.8	10873.6	6093.6	5584.4	资产负债率(%)	68.7%	70.3%	69.8%	68.5%
投资活动现金流	-10266.6	-7771.7	-2109.6	-5974.3	收入增长率(%)	33.1%	30.5%	4.8%	-3.9%
筹资活动现金流	6131.1	-2146.3	-1848.5	-677.4	净利润增长率(%)	-31.3%	64.4%	4.9%	5.2%
现金净增加额	1795.4	955.7	2135.5	-1067.3	P/E	19.08	11.61	11.07	10.52
折旧和摊销	1509.9	1386.8	1799.4	2040.6	P/B	1.37	1.29	1.20	1.12
资本开支	-5293.5	-6941.0	-1278.8	-5143.6	EV/EBITDA	24.79	26.73	23.29	21.65
营运资本变动	3344.5	5906.4	536.1	-413.6					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>