



金风科技 (002202)

——“十四五”风电装机有望超预期，盈利能力将触底回升

报告日期: 2020年12月22日

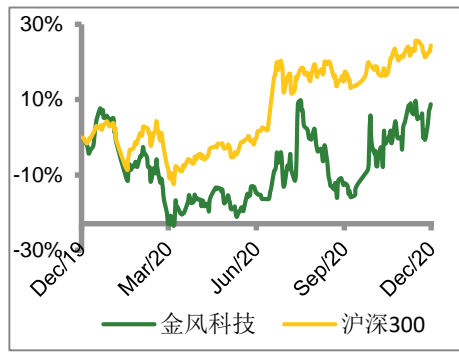
**基础数据**

总股本 (百万股)	4225
总市值 (亿元)	579.26
一年最低/最高 (元)	8.8/13.72
近三月换手率	146.09%

**报告概要:**

- **行业排名稳居前列，国内风电市场占有率第一：**2019年公司国内新增装机容量达8.01GW，国内市场份额28%，连续九年排名全国第一；全球新增装机容量8.25GW，海上装机610MW，全球市场份额14%，全球排名稳居前三位。
- **销售收入稳步增长，订单始终保持高位：**2020Q3公司营收370.31亿元，同比增长49.71%，归母净利润20.69亿元，同比增长30.07%；由于风机价格战时期的订单积累和风电抢装，导致公司营收虽然稳步增长，但毛利率处于底部，预计下半年公司毛利率将触底回升。受益于国内风电政策，近五年公司在手外部订单稳步增长，在手外部订单由2015年的11908MW大幅增长至2019年的20280MW。
- **“十四五”风电装机有望超预期：**预计到2025年，非化石能源发电装机有望达到15.7亿千瓦，占比约54%，其中风电累计装机规模有望达到4.95亿千瓦。“十四五”期间，风电合计新增装机有望达到250GW。未来十年(2021-2030年)，风电合计新增装机有望达到630GW，光伏合计新增装机有望达到830GW。预计2025年国内风机装机规模将有130%的增长，其中陆上风电有120%的增长，海上风电的增幅将达到400%。
- **风险提示：**十四五风电规划不达预期；风机价格战持续，导致盈利能力持续处于底部。

**公司市场表现 (一年)**



电力能源行业 研究员: 国汉芬  
执业编号: S0990511040001  
电话: 010-58381548  
E-mail: [guofh@ydzq.sgc.com.cn](mailto:guofh@ydzq.sgc.com.cn)

## 一、行业排名稳居前列

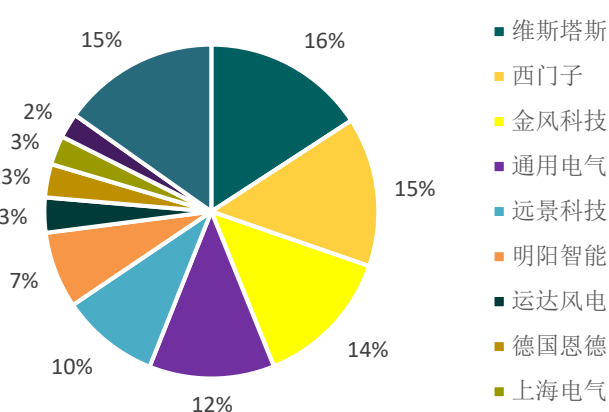
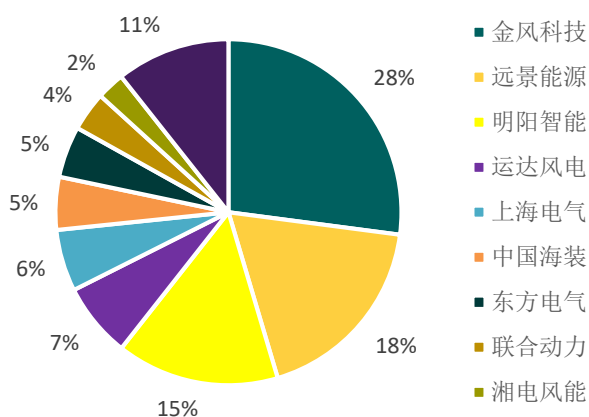
金风科技是国内最早进入风力发电设备制造领域的企业之一，经过二十余年发展逐步成长为国内领军和全球领先的风电整体解决方案提供商。公司拥有自主知识产权的1.5MW、2S、3S/4S和6S/8S永磁直驱系列化机组，代表着全球风力发电领域最具前景的技术路线。金风科技在国内风电市场占有率连续九年排名第一，在2019年全球风电市场排名第三，在行业内多年保持领先地位。

2019年全球陆上风电新增装机容量为53.2GW，海上风电新增装机容量达到7.5GW的历史最高水平。中国占据全球市场半壁江山，2019年新增装机容量为28.9GW，其中陆上风电新增装机26.2GW，海上风电新增装机2.7GW，全球市场占比48%。

2019年公司国内新增装机容量达8.01GW，国内市场份额28%，连续九年排名全国第一；全球新增装机容量8.25GW，海上装机610MW，全球市场份额14%，全球排名稳居前三位。得益于中国风电补贴政策调整促成的市场增长，公司继续位居全球第二大陆上风电整机制造商，在2019年向澳大利亚、美国、及阿根廷等国实现风机出口，出口量占全年新增装机的3%。

图 1：2019 年风机国内市占率情况

图 2：2019 年风机全球市占率情况



数据来源：CWEA，英大证券研究所

数据来源：BloombergNEF，英大证券研究所

## 二、销售收入稳步增长，订单始终保持高位

### （一）销售收入稳步增长

2020Q3公司营收370.31亿元，同比增长49.71%，归母净利润20.69亿元，同比增长30.07%。2019年以来风电抢装，导致公司风机对外销售容量持续提升，2020Q3单季度交付量4.22GW，创历史新高。

2019年营收为382.4亿元，同比增长33.11%；归母净利润为22.1亿元，同比下降31.30%。毛利率19.01%，同比下降6.95pct，净利率5.83%，同比下降5.6pct。

毛利率和净利润率下滑的原因主要是，公司2019年交付的订单主要是2018年及以前市场竞争积累的低价订单，2017年下半年以来的风机价格战导致风机的投标和中标价格呈现明显下降，影响风机企业的单瓦收入以及毛利率水平；2019年以来的风电抢装导致风机零部件处于卖方市场，上游供应链企业出现零部件供不应求局面，使公司面临零部件涨价、采购成本波动的挑战，风机企业的盈利水平进一步被挤压，毛利率出现下降，2019年公司各项业务综合毛利率为19.01%，同比下降6.95个百分点，造成了风机销售业务收入增长但利润下滑的情况。

图 3：公司营收及归母净利润情况

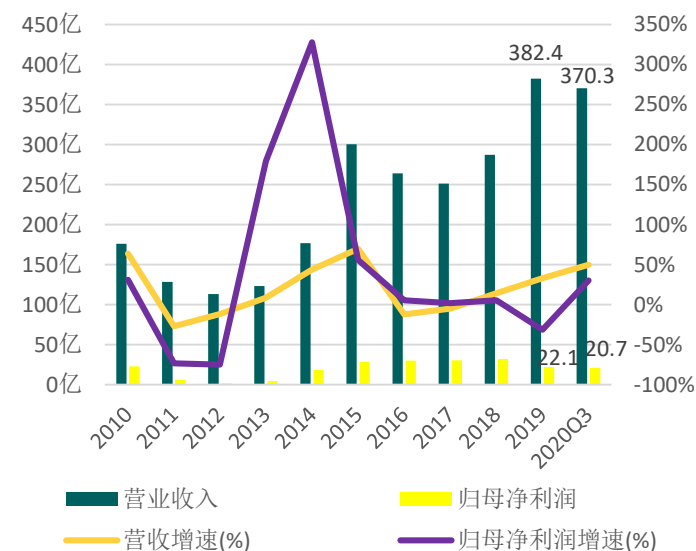
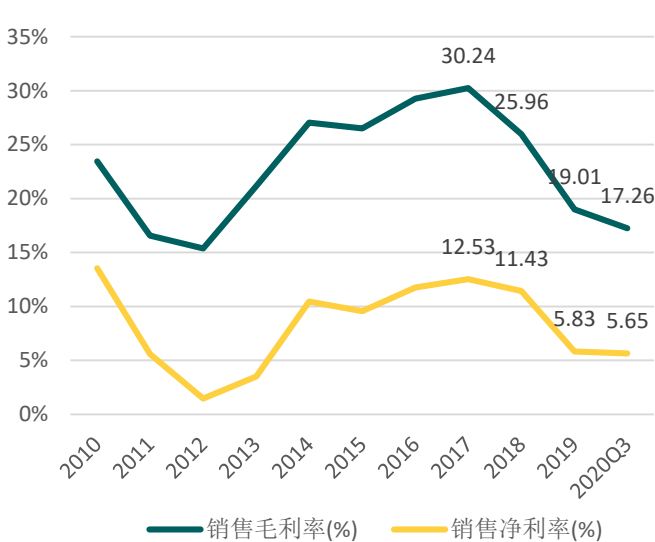


图 4：公司毛利率及净利率情况



数据来源：公司公告，英大证券研究所

数据来源：公司公告，英大证券研究所

公司主要营收由风机业务贡献，2020年上半年风机业务营收136.9亿，占营收的70%，风机营收增速30.44%；毛利率12.19%，处于底部水平，主要是面对新冠肺炎疫情对行业的冲击，以及“平价上网”时代的到来，导致公司风机毛利率触底，接近12%的盈亏平衡线。随着风机价格战期间的订单逐渐交付减少，预计下半年公司风机毛利率将触底回升。

图 5：2020 年上半年公司营业结构

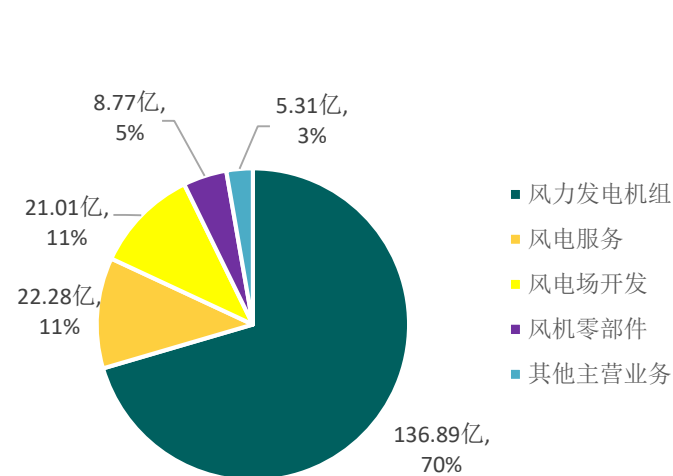


图 6：公司风机营收及毛利率情况



数据来源：公司公告，英大证券研究所

数据来源：公司公告，英大证券研究所

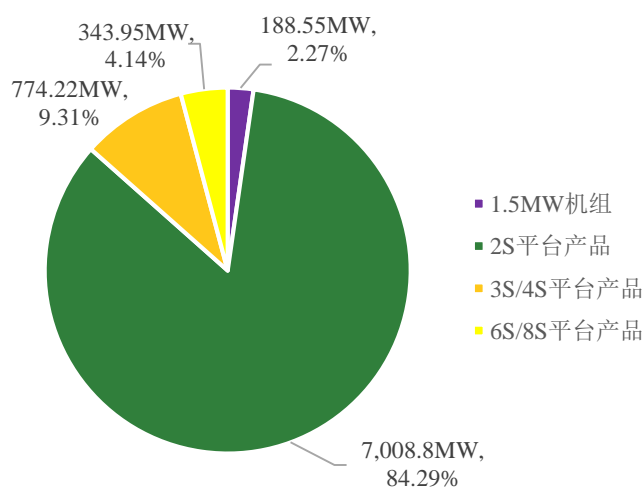
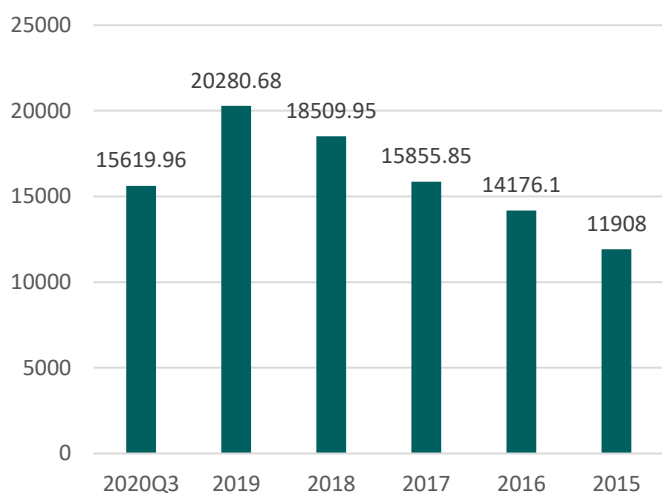
## （二）公司在手订单保持高位

受益于国内风电政策，近五年公司在手外部订单稳步增长，在手外部订单由2015年的11908MW大幅增长至2019年的20280MW。截至2020年9月30日，公司外部待执行订单总量为14,045.96MW；公司外部中标未签订单1,574.00MW；在手外部订单共计15,619.96MW。此外，公司内部订单567.10MW。

公司对外销售容量，以2S平台产品为主；2020年1-9月公司实现对外销售容量8,315.52MW，其中1.5MW机组销售容量188.55MW，占比2.27%；2S平台产品销售容量7,008.80MW，占比84.29%；3S/4S平台产品销售容量774.22MW，占比9.31%；6S/8S平台产品实现销售容量343.95MW，占比4.14%。

图 7：公司在手外部订单情况（MW）

图 8：2019Q3 公司外部订单分部情况



数据来源：公司公告，英大证券研究所

数据来源：公司公告，英大证券研究所

## 三、“十四五”风电装机有望超预期

“十三五”电力规划风电装机目标圆满完成。根据《电力发展“十三五”规划(2016-2020年)》，到2020年，全国发电装机容量达到20亿千瓦，年均增长5.5%；风电累计装机规模达到2.1亿千瓦。根据中电联数据，截至2020年10月，全国发电装机容量达到21.04亿千瓦，风电累计装机规模达到2.30亿千瓦，已经超额完成风电装机目标。

“十四五”风电装机有望超预期。根据《中国“十四五”电力发展规划研究》，预计到2025年，非化石能源发电装机有望达到15.7亿千瓦，占比约54%，其中风电累计装机规模有望达到4.95亿千瓦。“十四五”期间，风电合计新增装机有望达到250GW。未来十年(2021-2030年)，风电合计新增装机有望达到630GW。

预计2025年国内风机装机规模将有130%的增长，其中陆上风电有120%的增长，海上风电的增幅将达到400%。

表 1：“十四五”风电装机规划（万千瓦）

	2019		2025	
	容量	占比	容量	占比
装机合计	20915	-	53602	-
陆上风电	20318	97.2%	50602	94.4%
海上风电	597	2.8%	3000	5.6%

资料来源：《中国“十四五”电力发展规划研究》，英大证券研究所

#### 四、风险分析

“十四五”风电规划不达预期：按照《中国“十四五”电力发展规划研究》预计2025年风电装机将会翻番，风电行业受政策影响较大，如果“十四五”风电规划不及预期，将直接影响公司未来业绩：

风机价格战持续，导致盈利能力持续处于底部：平价上网的预期，风电企业之间的竞争日趋激烈，风机设备价格可能再次进入非理性降低轨道。

## 风险提示及免责声明

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

---