

公司研究

订单结构优化推动业绩高增长，风电后服务&储能业务前景广阔

——金风科技（002202.SZ & 2208.HK）2020年年度报告点评

要点

事件：公司发布2020年年报，2020年实现营业收入562.65亿元，同比增长47.12%，实现归母净利润29.64亿元，同比增长34.10%。

风机订单结构持续优化，风电场投资收益保障业绩快速增长。根据彭博新能源财经数据，2020年金风科技保持中国整机制造商龙头的领先优势，新增吊装量第一（20年新增吊装容量12.33GW）。公司2020年对外销售机组容量12.83GW，同比上升58.26%，其中大型化风机的销售容量同比快速增长，3S/4S平台产品销售容量同比+104.57%至1434.06MW，毛利率同比+0.13个pct至14.11%；6S/8S平台产品销售容量同比+90.15%至481.65MW，毛利率同比+4.36个pct至20.16%，低价订单的消化完毕和大型化风机销售占比的提升带动公司风机及零部件销售毛利率同比+1.91个pct至14.41%。报告期末公司外部在手订单（包含待执行和中标未签）共14398MW，其中3S/4S平台和6S/8S平台的订单容量占比分别达39.4%（5675MW）和15.3%（2206MW），未来大型化风机销售容量有望持续提升。此外，报告期内公司风电场投资收益为10.35亿元，未来滚动开发模式的风电场投资收益将持续保障公司业绩维持增长。

后服务市场前景广阔，携手三峡集团布局储能业务发展。公司高度重视风电后服务市场的发展与开拓，截至报告期末公司国内外后服务业务在运项目容量达14.12GW（同比+28.5%），已有4.5万台机组计入金风科技全球监控中心；报告期内风电服务板块共实现营业收入44.34亿元，同比+23.93%，但是海外EPC项目受疫情影响较为严重，该板块毛利率同比-9.2个pct至-2.7%，随着疫情缓解风电服务板块盈利能力有望恢复。此外，公司与三峡新能源和新乡市拟签订《战略合作框架协议》，一方面基于新乡市优良的风光资源拟大力开展新能源资产原营业务，计划成立合资公司并带动风光储项目投资150亿元以上，另一方面则利用新乡市完备的电池产业链进行储能产品的开发及业务发展，在“碳中和”背景下布局市场前景广阔的储能业务并与自身的风电场运营业务有机结合，未来该项业务有望成为公司新的业绩增长点。

维持A/H股“增持”评级：根据公司订单结构和滚动开发模式带来的投资收益情况，我们上调公司21/22年盈利预测，引入23年盈利预测，预计公司21-23年实现归母净利润32.63/37.76/42.62亿元（上修35.27%/上修50.34%/新增），对应21-23年EPS分别为0.77/0.89/1.01元，当前A股股价对应21-23年PE为19/16/15倍，当前H股股价对应21-23年PE为17/15/13倍，维持A/H股“增持”评级。

风险提示：大宗商品涨价及供应链安全风险；风机毛利率、价格低于预期；行业政策重大变动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	38,245	56,265	57,256	64,115	74,036
营业收入增长率	33.11%	47.12%	1.76%	11.98%	15.47%
净利润（百万元）	2,210	2,964	3,263	3,776	4,262
净利润增长率	-31.30%	34.10%	10.09%	15.75%	12.85%
EPS（元）	0.52	0.70	0.77	0.89	1.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.20%	8.67%	8.97%	9.64%	10.08%
P/E	28	21	19	16	15
P/E（H股）	25	19	17	15	13

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-26；汇率：按1HKD=0.84141CNY换算

A股：增持（维持）

当前价：14.64元

H股：增持（维持）

当前价：15.54港元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004
010-58452063yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001
021-52523827haopian@ebsec.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001
021-52523850mars@ebsec.com

联系人：陈无忌

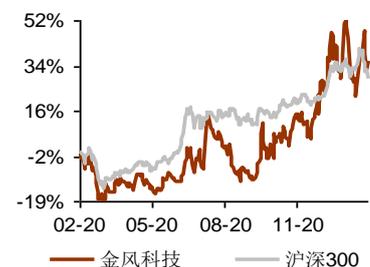
021-52523693

chenwuji@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	42.25
总市值(亿元)	618.55
一年最低/最高(元)	9.35/18.15
近3月换手率	148.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.34	6.22	18.58
绝对	-4.69	5.70	55.70

资料来源：Wind

相关研报

风机订单结构持续优化，后服务业务收入高速增长——金风科技（002202.SZ）2020年半年度报告点评（2020-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	38,245	56,265	57,256	64,115	74,036
营业成本	30,973	46,289	46,647	52,087	60,212
折旧和摊销	1,510	1,837	1,980	2,262	2,531
税金及附加	109	225	229	256	296
销售费用	2,602	3,651	3,664	3,719	4,146
管理费用	1,621	1,782	1,775	1,988	2,295
研发费用	946	1,478	1,546	1,731	1,999
财务费用	1,197	929	1,191	1,488	1,659
投资收益	1,340	1,685	1,300	1,300	1,300
营业利润	2,571	3,275	3,627	4,218	4,758
利润总额	2,561	3,274	3,647	4,218	4,758
所得税	331	308	365	422	476
净利润	2,230	2,965	3,283	3,796	4,282
少数股东损益	20	2	20	20	20
归属母公司净利润	2,210	2,964	3,263	3,776	4,262
EPS(按最新股本计)	0.52	0.70	0.77	0.89	1.01

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,929	5,377	5,278	6,289	7,238
净利润	2,210	2,964	3,263	3,776	4,262
折旧摊销	1,510	1,837	1,980	2,262	2,531
净营运资金增加	-8,189	4,735	-2,617	987	1,422
其他	10,398	-4,158	2,652	-737	-976
投资活动产生现金流	-10,267	-5,719	-8,176	-8,700	-3,700
净资本支出	-11,156	-7,426	-10,000	-10,000	-5,000
长期投资变化	4,491	6,403	0	0	0
其他资产变化	-3,602	-4,696	1,824	1,300	1,300
融资活动现金流	6,131	1,470	3,213	3,440	-2,050
股本变化	669	0	0	0	0
债务净变化	-991	2,615	5,460	5,913	748
无息负债变化	16,934	717	150	3,623	5,287
净现金流	1,795	898	315	1,029	1,488

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	19.0%	17.7%	18.5%	18.8%	18.7%
EBITDA 率	10.3%	9.6%	9.8%	10.7%	10.7%
EBIT 率	6.3%	6.2%	6.3%	7.2%	7.3%
税前净利润率	6.7%	5.8%	6.4%	6.6%	6.4%
归母净利润率	5.8%	5.3%	5.7%	5.9%	5.8%
ROA	2.2%	2.7%	2.8%	2.9%	3.1%
ROE (摊薄)	7.2%	8.7%	9.0%	9.6%	10.1%
经营性 ROIC	5.1%	6.1%	5.7%	6.2%	6.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	69%	68%	68%	69%	69%
流动比率	0.98	0.92	0.82	0.81	0.86
速动比率	0.81	0.80	0.72	0.71	0.75
归母权益/有息债务	1.46	1.44	1.25	1.12	1.18
有形资产/有息债务	4.59	4.30	3.74	3.44	3.60

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	103,057	109,138	116,975	129,322	138,500
货币资金	7,248	8,274	8,588	9,617	11,105
交易性金融资产	400	500	0	0	0
应收帐款	15,563	20,816	21,098	23,626	27,281
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,305	1,792	1,809	1,992	2,257
存货	8,124	5,718	5,373	6,026	7,001
其他流动资产	4,650	3,285	3,285	3,285	3,285
流动资产合计	48,444	44,038	43,855	48,464	55,173
其他权益工具	210	249	249	249	249
长期股权投资	4,491	6,403	6,403	6,403	6,403
固定资产	19,397	20,522	22,576	24,907	26,073
在建工程	9,613	12,859	18,053	22,728	23,335
无形资产	3,385	4,078	4,849	5,582	6,278
商誉	470	355	355	355	355
其他非流动资产	5,022	8,173	8,173	8,173	8,173
非流动资产合计	54,613	65,100	73,120	80,858	83,327
总负债	70,833	74,165	79,775	89,310	95,346
短期借款	1,974	2,641	5,101	8,013	7,262
应付账款	15,664	16,819	17,259	19,272	22,279
应付票据	9,764	11,791	11,662	13,022	15,053
预收账款	5	7	0	0	0
其他流动负债	1,655	2,020	2,020	2,020	2,020
流动负债合计	49,569	47,845	53,372	59,908	64,443
长期借款	15,046	18,038	21,038	24,038	25,538
应付债券	288	0	0	0	0
其他非流动负债	1,238	2,567	2,567	2,567	2,567
非流动负债合计	21,264	26,320	26,403	29,403	30,903
股东权益	32,224	34,973	37,200	40,011	43,154
股本	4,225	4,225	4,225	4,225	4,225
公积金	13,523	13,649	13,975	14,228	14,228
未分配利润	11,283	13,393	15,273	17,813	20,936
归属母公司权益	30,675	34,168	36,375	39,166	42,289
少数股东权益	1,549	805	825	845	865

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	6.80%	6.49%	6.40%	5.80%	5.60%
管理费用率	4.24%	3.17%	3.10%	3.10%	3.10%
财务费用率	3.13%	1.65%	2.08%	2.32%	2.24%
研发费用率	2.47%	2.63%	2.70%	2.70%	2.70%
所得税率	13%	9%	10%	10%	10%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.16	0.25	0.23	0.27	0.30
每股经营现金流	1.40	1.27	1.25	1.49	1.71
每股净资产	7.26	8.09	8.61	9.27	10.01
每股销售收入	9.05	13.32	13.55	15.17	17.52

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE (A股)	28	21	19	16	15
PB (A股)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	20.4	15.1	15.4	13.4	11.7
股息率	1.1%	1.7%	1.6%	1.8%	2.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------