

金风科技（002202）：风机龙头地位巩固，业务结构趋于优化

——2020 年年报点评

2021 年 03 月 31 日

强烈推荐/维持

金风科技 公司报告

财报要点：2020 年业绩：公司实现营业收入 562.65 亿元，同比增长 47.12%；归属上市公司股东净利润 29.64 亿元，同比增长 34.10%。其中，风机及零部件业务实现收入 466.59 亿元，为营业收入贡献 82.93%。截至 2020 年底，公司在手外部订单共 14.4GW（含 2.0GW 海外订单），另有 1.7GW 内部订单。

风机市场龙头地位巩固。2020 年风机对外销售容量同比增长 58.26%至 12.93GW，总销售量（含对内销量）同比增长 49.96%至 13.85GW，排名风机市场全球第二（年报引述彭博新能源财经统计，份额 13.5%）、国内市场第一。结合国际销售额占比（8.17%）等披露，我们判断，2020 年风机出口销量超过 1GW。展望未来，我们持续看好公司在产品研制、市场拓展、质量管理等方面的综合竞争力。

高端新产品研制顺利。年报披露，公司研制的国内首台具有完全自主知识产权的国产 8MW 机组（GW175-8.0MW 样机）2020 年在福建兴化湾成功吊装并实现满功率并网发电，另中标三峡福建长乐 A 区海上风电项目 100MW 订单。我们看好海上风电市场发展，以及公司大容量产品的竞争力。

业务结构逐步优化，主要体现在：1) 公司近年来积极推进风电服务、风电场开发、智慧水务等业务的发展，以降低对风机及零部件业务的依赖。2) 风机订单结构有所优化。公司风机产品中，6S/8S 产品单台容量大，用于海上风电领域，2020 年毛利率（20.16%）高于 3S/4S、2S 产品，体现了较强的产品议价能力，其在公司 2020 年底风机外部在手订单中占比 15.3%，较其 2020 年对外销售容量占比（3.72%）显著提高。我们认为，如订单执行顺利，且成本管控得当，一定程度上有助改善风机业务盈利水平。

盈利预测：预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 34.48 亿元、39.60 亿元和 44.68 亿元，对应当前股本下 EPS 0.82 元、0.94 元和 1.06 元，对应 2021.3.30 收盘价 17.5 倍、15.2 倍和 13.5 倍 P/E。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：风电建设或不达预期；公司业务发展与成本管控或低预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	38,244.55	56,265.11	58,003.40	65,279.18	69,903.53
增长率（%）	33.11%	47.12%	3.09%	12.54%	7.08%
归母净利润（百万元）	2,209.85	2,963.51	3,448.49	3,959.59	4,468.10
增长率（%）	-31.30%	34.10%	16.36%	14.82%	12.84%
净资产收益率（%）	7.94%	9.14%	10.27%	11.54%	12.01%
每股收益（元）	0.52	0.70	0.82	0.94	1.06
P/E	27.30	20.36	17.50	15.24	13.50
P/B	1.97	1.77	1.83	1.69	1.56

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

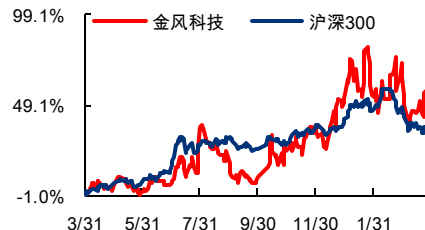
公司简介：

据 2020 年年报披露，公司拥有风机制造、风电服务、风电场投资与开发三大主营业务，以及水务等其他业务，风机业务在国内市场连续十年排名第一，2020 年在全球市场排名第二。

交易数据

52 周股价区间（元）	16.94-9.28
总市值（亿元）	603.34
流通市值（亿元）	484.59
总股本/流通 A 股（万股）	422,507/339,348
流通 B 股/H 股（万股）	/77,357
52 周日均换手率	2.18

52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

研究助理：张阳

010-66554016

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070043

1. 收入与成本预测

我们对公司 2020-2023 年的收入与毛利率统计与预测，如表 1 所示。

其中，对于风机业务，我们预计，具有较高附加值的 6S/8S 平台产品在风机对外销售容量中的占比将较 2020 年（3.72%）显著提升，2021~2023 年分别为 15.3%、18.9%、15.9%，一定程度上有助优化风机及零部件业务结构，改善盈利水平。

表 1：公司分项业务收入与成本预测（至 2023 年）

业务分项	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	56,265.11	58,003.40	65,279.18	69,903.53
年增速	47.12%	3.09%	12.54%	7.08%
综合毛利率	17.73%	18.64%	18.50%	18.28%
风机及零部件				
营业收入（百万元）	46,658.57	47,351.97	53,519.69	57,009.87
年增速	61.62%	1.49%	13.03%	6.52%
毛利率	14.41%	15.26%	15.49%	15.23%
风电服务				
营业收入（百万元）	4,433.70	5,231.77	6,068.85	6,918.49
年增速	23.93%	18.00%	16.00%	14.00%
毛利率	-2.74%	3.50%	3.50%	5.00%
风电场开发				
营业收入（百万元）	4,018.72	4,219.66	4,430.64	4,652.17
年增速	-5.82%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	67.54%	65.00%	65.00%	65.00%
其他				
营业收入（百万元）	1,154.11	1,200.00	1,260.00	1,323.00
年增速	-24.57%	3.98%	5.0%	5.0%
毛利率	57.25%	55.00%	55.00%	55.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所预测

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,247.51	8,273.88	5,921.86	5,342.08	5,366.75	营业收入	38,244.55	56,265.11	58,003.40	65,279.18	69,908.53
交易性金融资产	400.00	500.00	500.00	500.00	500.00	营业成本	30,972.77	46,289.35	47,189.58	53,204.31	57,125.10
衍生金融资产	99.71	299.37	200.00	200.00	200.00	营业税金及附加	109.08	225.41	232.38	261.52	280.05
应收账款	15,562.57	20,815.51	21,458.60	24,150.31	25,861.11	营业费用	2,602.42	3,651.45	3,764.26	4,236.43	4,536.54
应收款项融资	2,430.65	2,161.39	2,000.00	1,600.00	1,200.00	管理费用	1,621.31	1,781.63	1,836.67	2,067.06	2,213.49
预付款项	1,914.06	1,520.27	1,549.83	1,747.37	1,876.14	财务费用	1,197.36	929.26	1,285.80	1,251.25	1,060.27
其他应收款合计	1,305.24	1,791.93	1,847.29	2,079.01	2,226.29	研发费用	946.15	1,478.10	1,523.77	1,714.91	1,836.39
存货	8,123.84	5,717.60	5,828.79	6,571.72	7,056.01	加: 其他收益	230.81	229.75	236.85	266.56	285.44
合同资产	923.81	1,008.42	966.11	987.27	976.69	投资收益	1,339.54	1,685.22	1,887.45	2,113.94	2,367.61
划分为持有待售的资产	6,213.78	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	174.78	9.46	0.00	0.00	0.00
一年内到期非流动资产	2,004.11	825.99	600.00	600.00	600.00	减: 资产及信用减值损失	142.76	574.84	360.00	405.16	433.86
其他流动资产	2,218.90	1,123.91	1,070.43	1,146.52	1,201.13	资产处置收益	173.57	15.92	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	48,444.17	44,038.26	41,942.92	44,924.28	47,064.12	营业利润	2,571.40	3,275.42	3,935.24	4,519.05	5,070.90
非流动资产合计	54,612.92	65,099.92	68,424.08	76,635.08	83,042.03	营业外收入	55.45	17.04	25.00	28.00	30.00
资产总计	103,057.08	109,138.18	110,366.99	121,559.35	130,126.15	营业外支出	65.74	18.92	16.50	18.80	20.15
短期借款	1,974.07	2,640.52	2,691.87	3,034.97	3,258.63	利润总额	2,561.11	3,273.54	3,943.74	4,528.25	5,080.75
衍生金融负债	15.75	275.86	300.00	360.00	420.00	所得税	331.35	308.06	492.77	566.03	609.69
应付票据	9,763.57	11,790.77	12,020.08	13,552.14	14,550.84	净利润	2,229.75	2,965.48	3,450.77	3,962.22	4,471.06
应付账款	15,664.40	16,819.27	17,146.37	19,331.82	20,756.44	少数股东损益	19.90	1.96	2.28	2.62	2.96
预收款项	5.04	6.69	6.90	7.77	8.32	归属母公司净利润	2,209.85	2,963.51	3,448.49	3,959.59	4,468.10
合同负债	9,755.12	8,373.91	8,632.62	9,715.48	10,403.72	主要财务比率	单位: 百万元				
应付职工薪酬	679.27	892.45	920.02	1,035.42	1,108.77		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应交税费	440.30	805.21	830.08	934.21	1,000.38	成长能力					
其他应付款	1,559.17	1,244.07	1,268.27	1,429.92	1,535.29	营业收入增速	33.11%	47.12%	3.09%	12.54%	7.08%
持有待售负债	4,325.76	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增速	-30.85%	27.38%	20.14%	14.84%	12.21%
一年内到期非流动负债	3,731.25	2,975.60	3,353.42	3,353.42	3,227.48	归母净利润增速	-31.30%	34.10%	16.36%	14.82%	12.84%
其他流动负债	46.71	36.52	36.52	36.52	36.52	获利能力					
流动负债差额	1,608.49	1,983.97	2,600.00	2,600.00	2,600.00	毛利率(%)	19.01%	17.73%	18.64%	18.50%	18.28%
流动负债合计	49,568.90	47,844.83	49,806.15	55,391.67	58,906.39	净利率(%)	5.83%	5.27%	5.95%	6.07%	6.40%
非流动负债合计	21,263.94	26,320.06	26,800.54	29,701.44	31,545.19	总资产净利率(%)	2.42%	2.80%	3.14%	3.42%	3.55%
负债合计	70,832.83	74,164.89	76,606.69	85,093.10	90,451.58	ROE(%)	7.94%	9.14%	10.27%	11.54%	12.01%
股本	4,225.07	4,225.07	4,225.07	4,225.07	4,225.07	偿债能力					
其他权益工具	1,993.62	2,990.62	2,990.62	2,990.62	2,990.62	资产负债率(%)	68.73%	67.96%	69.41%	70.00%	69.51%
资本公积	12,084.39	12,115.07	12,115.07	12,115.07	12,115.07	流动比率	0.98	0.92	0.84	0.81	0.80
其他综合收益	-349.96	-89.53	-219.75	-219.75	-219.75	速动比率	0.81	0.80	0.73	0.69	0.68
盈余公积	1,438.51	1,533.69	1,533.69	1,533.69	1,533.69	营运能力					
未分配利润	11,283.50	13,393.34	15,329.11	17,972.77	21,107.23	总资产周转率	0.41	0.53	0.53	0.56	0.56
归母所有者权益合计	30,675.12	34,168.25	32,983.19	35,626.85	38,761.31	应收账款周转率	2.52	3.09	2.74	2.86	2.80
少数股东权益	1,549.13	805.04	777.12	839.40	913.26	应付账款周转率	2.10	4.30	3.96	4.16	4.07
所有者权益合计	32,224.25	34,973.29	33,760.31	36,466.25	39,674.57	每股指标(元)					
负债和所有者权益总计	103,057.08	109,138.18	110,366.99	121,559.35	130,126.15	每股收益(摊薄)	0.52	0.70	0.82	0.94	1.06
现金流量表	单位: 百万元					每股净现金流(摊薄)	0.42	0.21	-0.12	-0.02	0.19
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	每股净资产(摊薄)	7.26	8.09	7.81	8.43	9.17
经营活动产生净现金流	5,928.78	5,377.45	5,976.82	6,499.12	6,745.76	估值比率					
投资活动产生净现金流	-10,266.00	-5,719.20	-8,359.50	-7,726.30	-7,462.70	P/E	27.30	20.36	17.50	15.24	13.50
筹资活动产生净现金流	6,131.06	1,469.88	1,860.21	1,138.23	1,499.22	P/B	1.97	1.77	1.83	1.69	1.56
汇率变动影响	2.16	-230.17	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	14.94	13.14	11.45	10.79	10.17
现金及等价物净增加额	1,795.40	897.91	-522.51	-88.97	782.20						
期初现金及等价物余额	5,012.02	6,807.42	7,705.32	7,182.81	7,093.84						
期末现金及等价物余额	6,807.42	7,705.32	7,182.81	7,093.84	7,876.04						

注: 表中“资产及信用减值损失”项目, 损失为正。

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，2020 年 12 月起担任制造组组长。此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

研究助理简介

张阳

北京科技大学材料科学与工程专业学士，中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴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责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526