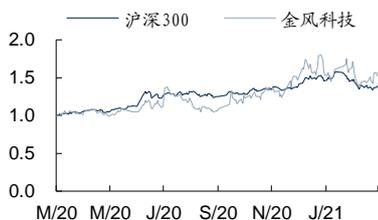


证券研究报告—动态报告
电气设备新能源
新能源
金风科技(002202)
增持
2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 31 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	4,225/4,167
总市值/流通(百万元)	60,334/48,459
上证综指/深圳成指	3,457/13,888
12 个月最高/最低(元)	17.91/9.35

相关研究报告:

《金风科技-002202-2020 年三季度报告点评: 毛利率触底反弹, 主营业务高速增长》——2020-10-30

《金风科技-002202-2020 年半年报点评: 海外大额亏损不掩风机盈利提升, 下半年业绩弹性可期》——2020-08-31

 《金风科技-002202-深度报告: 风电终极抢装年, 且看龙头如何华丽蜕变》——2020-04-08
 《金风科技-002202-2019 年三季度业绩点评-风机毛利率回升, 8 亿电站投资收益将归入囊中》——2019-10-28

《金风科技-002202-2019 年半年报业绩点评-风机毛利率已见底, 销售量加速提升》——2019-08-27

证券分析师: 王蔚祺

 E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

风机毛利率继续上行, 两海业务驱动增长

● 风机销量大增带动营收同比增长 47%, 毛利率持续回升

公司 20 年营收 562.65 亿元(+47%), 归母净利润 29.64 亿元(+34%), 扣非归母净利润 27.63 亿元(+70%), 全年毛利率为 17.7%(-1.28pct), 净利率为 5.27%(-0.56pct)。其中四季度单季营收 192.34 亿元(+42%), 归母净利润 8.94 亿元(+44%), 扣非归母净利润 9.07 亿元(+372%), Q4 综合毛利率环比上升 1.5 个百分点至 18.6%。营收与毛利率符合预期, 整体业绩因 Q4 研发费用大幅增长超过 4 亿元, 低于预期。公司拟每 10 股现金分红 2.5 元(含税), 分红方案符合预期。

● 风机销售量同比增长 58%达到 12.9GW, 创历史新高

2020 年公司实现风机销售 12.9GW, 其中国内吊装市占率 21%, 连续十年全国第一, 公司全球新增装机容量 13.06GW, 全球市场份额 13.51%, 全球排名第二, 外部在手订单合计 14.4GW。

● 开发业务提速, 2.8GW 在建装机确保未来高成长

公司目前投产风电场 5.49GW, 国内外在建规模 2.8GW。公司 2021 年计划建成 1.5GW 左右, 出售 0.7GW, 加快海外资产的转让和资金回笼。

● 风险提示: 十四五风电规划不达预期; 外汇敞口形成减值风险, 海外疫情对国际业务造成影响, 短期风电消纳空间不足阻碍装机进度。
● 投资建议: 下调盈利预测, 维持“增持”评级

考虑到风机价格下跌、大宗原材料涨价, 可能挤压公司制造业务利润率, 同时新冠疫情和地缘政治持续给公司海外业务构成风险。下调公司 2021-22 年盈利预测至 35.68/39.10 亿元(原预测值 43.04/40.84 亿元), 预期 2023 年为 48.27 亿元, 同比增速 20.4%/9.6%/23.5%, EPS 为 0.84/0.93/1.14 元, 合理估值区间 13.78-15.74 元, 较当前股价溢价 -3-10%, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

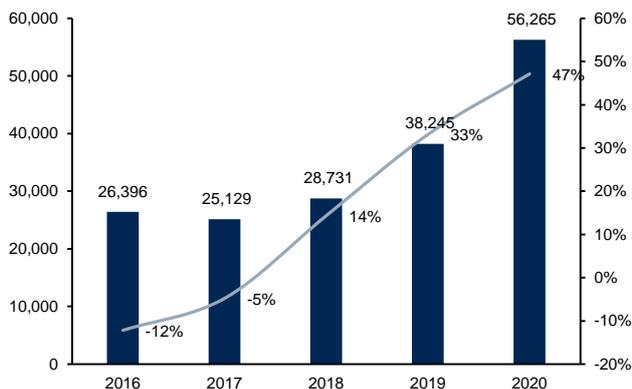
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	56,265	47,121	42,657	47,302	51,631
(+/-%)	47.1%	-16.3%	-9.5%	10.9%	9.2%
净利润(百万元)	2,964	3,568	3,910	4,827	5,624
(+/-%)	34.1%	20.4%	9.6%	23.5%	16.5%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.84	0.93	1.14	1.33
EBIT Margin	7.7%	7.8%	9.1%	9.7%	10.4%
净资产收益率(ROE)	8.7%	9.5%	9.4%	10.5%	11.8%
市盈率(PE)	20.4	16.9	15.4	12.5	10.7
EV/EBITDA	21.9	27.9	25.2	22.7	20.6
市净率(PB)	1.8	1.6	1.4	1.3	1.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

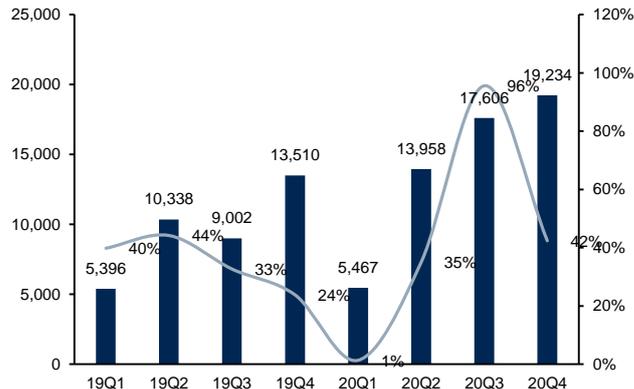
风机销量大增带动营收同比增长 47%，下半年毛利率持续反弹：公司 2020 年实现营收 562.65 亿元 (+47%)，归母净利润 29.64 亿元 (+34%)，扣非归母净利润 27.63 亿元 (+70%)，全年毛利率为 17.7% (-1.28pct)，净利率为 5.27% (-0.56pct)。其中四季度单季营收 192.34 亿元 (+42%)，归母净利润 8.94 亿元 (+44%)，扣非归母净利润 9.07 亿元 (+372%)，Q4 综合毛利率环比上升 1.5 个百分点至 18.6%。

图 1：公司营业收入及增速（单位：百万元、%）



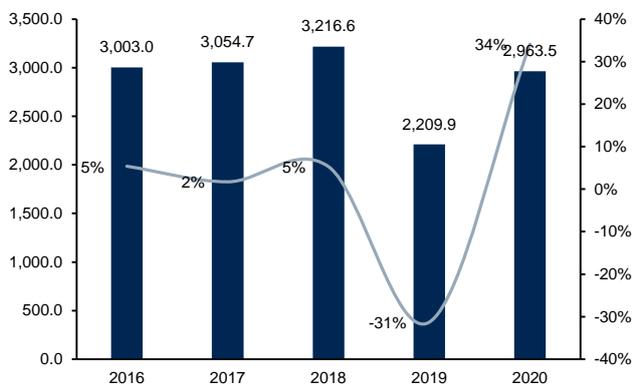
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



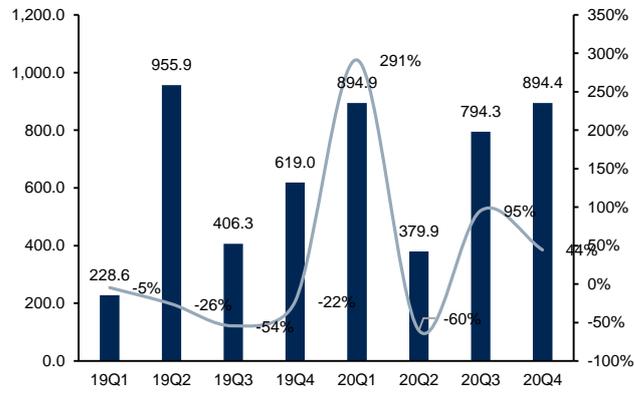
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速（单位：百万元、%）



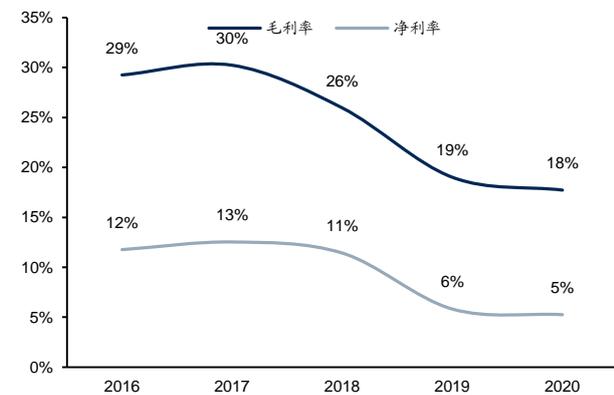
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



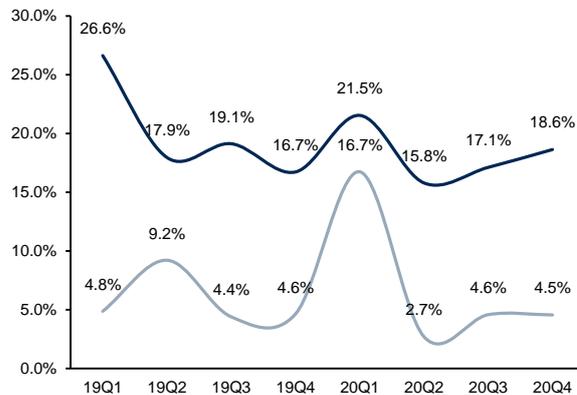
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：公司历史毛利率、净利率情况 (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

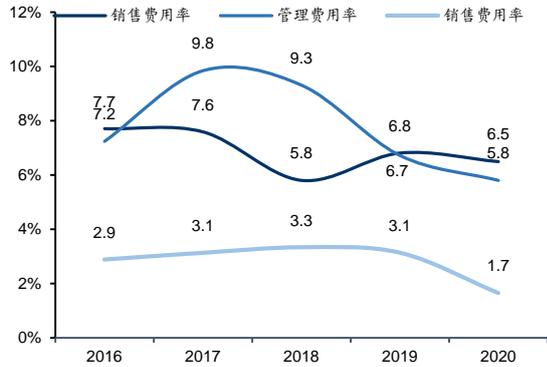
图 6：公司季度毛利率、净利率 (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

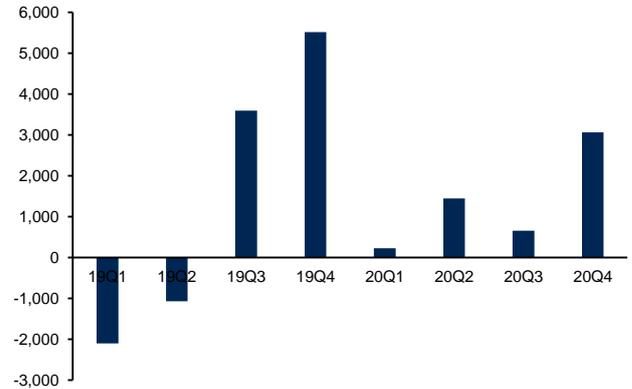
三项费用率继续优化, 2020 年公司销售费用率下降 1.5 个百分点达到 0.3%, 管理(含研发)费用率下降 0.9 个百分点至 5.8%, 销售费用率下降 1.5 个百分点至 1.7%。公司全年经营活动现金净流量为 53.77 亿元, 同比下降 9.3%, 其中 Q4 为下半年回款高峰, 经营活动现金流净额环比重新提升至 30.57 亿元。公司应收账款周转天数逐季度下降, 主要是营收持续增长, 资产负债率降至 68%。

图 7: 公司期间费用率 (%)



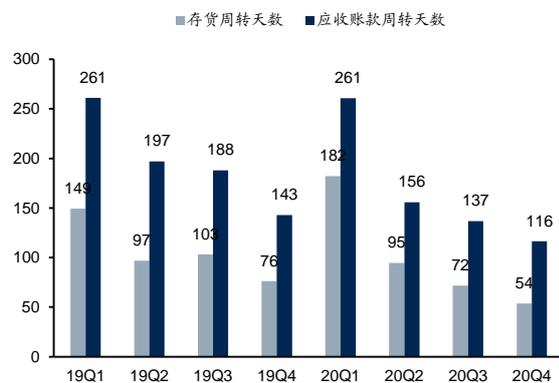
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司经营活动产生现金流净额 (百万元)



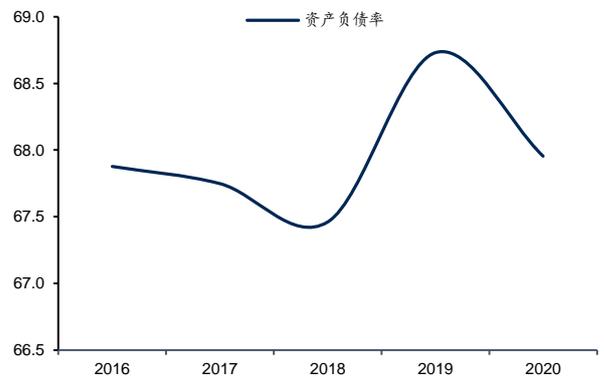
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司应收账款周转率和周转天数



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

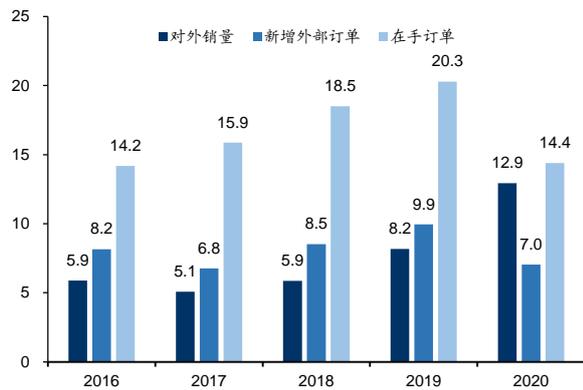
图 10: 公司资产负债率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

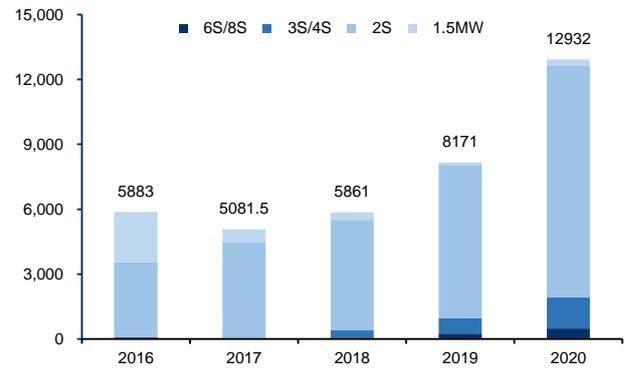
2020 年公司国内新增装机容量 12.33GW, 国内市占率 21%, 连续十年全国第一; 公司全球新增装机容量 13.06GW, 全球市场份额 13.51%, 全球排名第二。公司全年风力发电机组及零部件收入 466.59 亿元, 同比增长 62%, 全年对外销售机组容量 12.93GW, 同比上升 58%, 单四季度风电销售容量 4.6GW。全年 3S/4S 机组销售容量增长显著, 同比增长 104%至 1.43GW, 2S 仍是主力机型, 全年销售容量 10.7GW。截至 2020 年年底, 公司外部在手订单合计 14.4GW。

图 11: 公司风力发电机组销售情况 (GW)



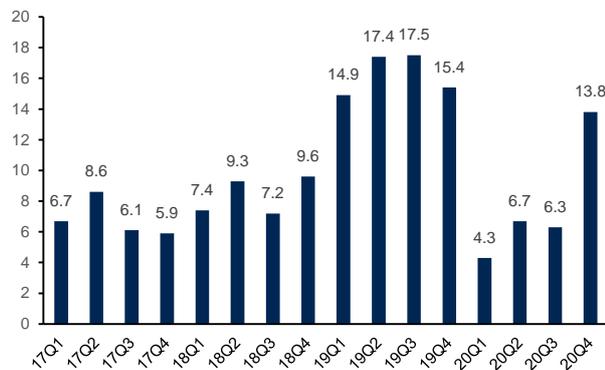
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司风电发电机组对外销售容量 (MW)



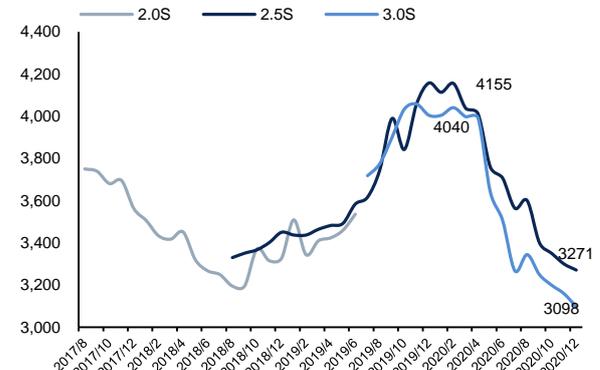
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 季度公开招标容量 (GW)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

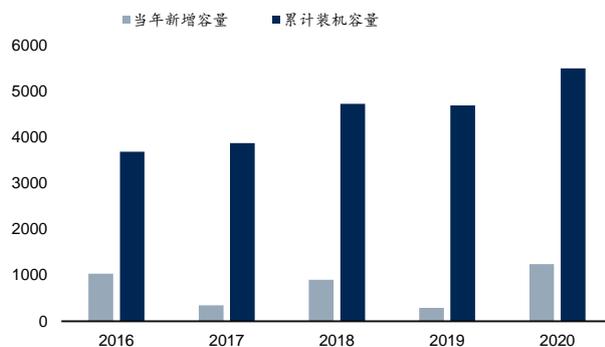
图 14: 行业月度公开投标均价 (元/kW)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

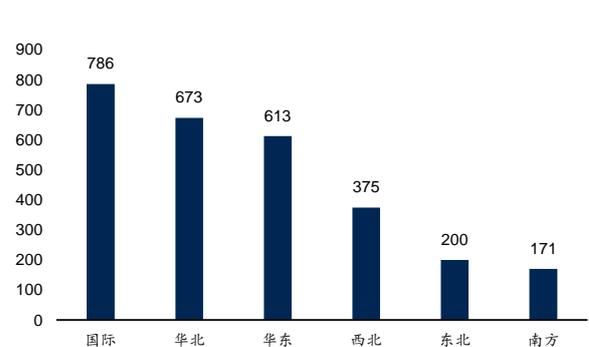
2020 年公司实现风电收入 40 亿元，风电场投资收益为 10.6 亿元。截至 2020 年底，公司国内外自营风电场权益装机容量合计 5.5GW，其中只有 32% 位于西北地区，整体区域分布较“十三五”初期更为均衡。2020 年，公司国内外风电项目新增权益并网装机容量 1.24GW，其中国内新增权益容量 1.06GW；同时销售风电场规模 437MW。截至 2020 年底，公司国内外风电场权益在建容量 2.82GW；国内核准未开工风电资源权益容量为 2,301MW。

图 15: 公司自营当年新增/累计权益风电装机容量 (MW)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16: 公司在建容量区域分布 (MW)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司预期 2021 年风电行业抢装过后国内吊装预期在 35~40GW，其中海上风电 8-10GW。我们预计 2021 年公司对外销售 10GW，2021 年风机制造及零部件销售业务风机毛利率从 15% 继续提升至 17%。公司自营风电场 2021 年新增并网规模接近 1.5GW，未来随着风电市场新核准规模的增加，公司每年新开发规模也将跟随行业稳步增长，同时新增项目利用小时数快速带动整体利用小时数抬升。我们估计公司 2021 年计划转让风电场为 700MW，可实现投资收益超过 11 亿元（税前）。

表 1：公司未来几年主营业务预测

	2021E	2022E	2023E	2024E
风机销售容量 (MW)	10,000	10,000	11,000	12,000
陆上风机销量 (MW)	8,000	9,200	9,500	10,200
海上风机销量 (MW)	2,000	800	1,500	1,800
陆上风机均价 (元/kW)	2,832	2,750	2,750	2,750
海上风机均价 (元/kW)	6,116	5,200	4,800	4,800
并网权益装机容量 (MW)	5,487	6,287	7,087	8,087
利用小时数	2,223	2,300	2,400	2,400
营业总收入(百万元)	47,121	42,657	47,302	51,631
风机与零部件制造	37,588	32,161	36,026	39,391
风电服务	3,500	3,500	3,500	3,500
风电场开发	4,879	5,784	6,504	7,404
水务&融资租赁&投资	1,154	1,212	1,272	1,336
综合毛利率	22%	23%	24%	24%
风机与零部件制造	17%	17%	17%	17%
风电服务	4%	8%	10%	12%
风电场开发	64%	62%	62%	62%
水务&融资租赁&投资	50%	50%	50%	50%

资料来源:金风科技, 国信证券经济研究所预测

投资建议:

考虑到风机价格下跌、大宗原材料涨价，可能挤压公司制造业务利润率，同时新冠疫情和地缘政治持续给公司海外业务构成风险。下调公司 2021-22 年盈利预测至 35.68/39.10 亿元(原预测值 43.04/40.84 亿元)，预期 2023 年为 48.27 亿元，同比增速 20.4%/9.6%/23.5%，EPS 为 0.84/0.93/1.14 元，合理估值区间 13.78-15.74 元，较当前股价溢价-3-10%，维持“增持”评级。

表 2：公司未来几年主营业务预测

代码	公司简称	股价 21.03.30	总市值 亿元	EPS			PE			PB (19A)	投资评级		
				19A	20E	21E	22E	19A	20E			21E	22E
601615	明阳智能	17.78	347	0.52	0.76	0.92	0.66	48.6	23.4	19.2	26.8	5.48	增持
002202	金风科技	14.28	603	0.52	0.70	0.84	0.93	27.3	20.4	16.9	15.4	2.10	增持
300772	运达股份	15.09	44	0.36	0.46	1.37	1.93	41.6	32.6	11.0	7.8	2.92	买入

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	8274	6361	16895	28863	营业收入	56265	47121	42657	47302
应收款项	22327	24529	21036	23327	营业成本	46289	36891	32717	36159
存货净额	5718	13676	11089	6586	营业税金及附加	225	188	171	189
其他流动资产	6394	5384	4266	4730	销售费用	3651	3759	3216	3603
流动资产合计	44038	50353	53640	63810	管理费用	1782	2763	2843	2927
固定资产	33380	38199	38097	39953	财务费用	929	1011	949	828
无形资产及其他	4078	4415	4452	4489	投资收益	1685	1620	1620	1720
投资性房地产	21239	21239	21239	21239	资产减值及公允价值变动	435	(250)	(100)	(100)
长期股权投资	6403	6403	6403	6403	其他收入	(2233)	163	163	163
资产总计	109138	120608	123831	135893	营业利润	3275	4041	4444	5379
短期借款及交易性金融负债	5616	3500	3500	3500	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	28610	30282	26444	29167	利润总额	3274	4041	4444	5379
其他流动负债	13619	16805	18516	20354	所得税费用	308	471	532	549
流动负债合计	47845	50587	48460	53022	少数股东损益	2	2	3	3
长期借款及应付债券	18038	23198	24638	27838	归属于母公司净利润	2964	3568	3910	4827
其他长期负债	8282	8282	8282	8282					
长期负债合计	26320	31480	32920	36120					
负债合计	74165	82068	81380	89142					
少数股东权益	805	805	805	805					
股东权益	34168	37736	41645	45946					
负债和股东权益总计	109138	120608	123831	135893					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2964	3568	3910	4827
资产减值准备	283	(44)	49	38
折旧摊销	1837	1588	1915	2169
公允价值变动损失	(435)	250	100	100
财务费用	929	1011	949	828
营运资本变动	1842	(4335)	5119	6348
其它	(282)	44	(49)	(38)
经营活动现金流	6208	1071	11044	13444
资本开支	(6703)	(6950)	(2000)	(4200)
其它投资现金流	1078	922	50	50
投资活动现金流	(7536)	(6028)	(1950)	(4150)
权益性融资	1054	0	0	0
负债净变化	2992	5160	1440	3200
支付股利、利息	(1761)	0	0	(526)
其它融资现金流	(1160)	(2116)	0	0
融资活动现金流	2355	3044	1440	2674
现金净变动	1026	(1913)	10534	11968
货币资金的期初余额	7248	8274	6361	16895
货币资金的期末余额	8274	6361	16895	28863
企业自由现金流	886	(6444)	8444	8436
权益自由现金流	2718	(4293)	9049	10892

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.70	0.84	0.93	1.14
每股红利	0.42	0.00	0.00	0.12
每股净资产	8.09	8.93	9.86	10.87
ROIC	8%	6%	6%	8%
ROE	9%	9%	9%	11%
毛利率	18%	22%	23%	24%
EBIT Margin	8%	8%	9%	10%
EBITDA Margin	11%	11%	13%	14%
收入增长	47%	-16%	-9%	11%
净利润增长率	34%	20%	10%	23%
资产负债率	69%	69%	66%	66%
息率	2.9%	0.0%	0.0%	0.9%
P/E	20.4	16.9	15.4	12.5
P/B	1.77	1.60	1.4	1.3
EV/EBITDA	21.9	27.9	25.2	22.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20% 以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20% 之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10% 以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10% 以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032