

# 2020 年年报点评: 风机销量大增, 海外+大风机顺利拓展

2021 年 04 月 06 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证号: S0600520070006  
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

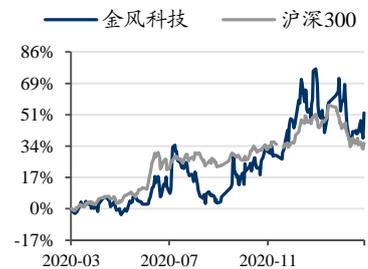
huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	56,265	50,380	55,271	62,322
同比 (%)	47.1%	-10.5%	9.7%	12.8%
归母净利润 (百万元)	2964	3790	4163	4808
同比 (%)	34.1%	27.9%	9.8%	15.5%
每股收益 (元/股)	0.70	0.90	0.99	1.14
P/E (倍)	20.13	15.74	14.33	12.41

## 投资要点

- **20 业绩同增 34.1%，扣非业绩同增 70.4%，符合预期：**公司发布 2020 年年报，20 年内实现营业收入 562.65 亿元，同比增长 47.12%；实现归属母公司净利润 29.64 亿元，同比增长 34.10%。其中 20Q4 实现营业收入 192.34 亿元，同比增长 42.37%，环比增长 9.24%；实现归属母公司净利润 8.94 亿元，同比增长 44.48%，环比增长 12.61%。2020 年毛利率为 17.73%，同比下降 1.28pct；2020 年归母净利率为 5.27%，同比下降 0.51pct，Q4 归母净利率 4.65%，同比上升 0.07pct，环比上升 0.14pct。收入和利润增长总体符合预期。
- **风机制造与销售、风电场开发贡献主要利润：**2020 年公司风机制造与销售、风电服务、风电场开发、其他业务、调整和抵消分别贡献 13.37、-6.31、18.08、5.89、-1.37 亿净利润。公司今年投资收益为 16.85 亿元，同比增长 25.8%。
- **20 年风机销售 12.93GW，同比大增 58.26%。**2020 年全国新增风电并网装机容量 71.67GW，同比增长 178%，12 月装机 47.05GW，同比大增 404.3%。公司实现风机销售 12.93GW，同比上升 58.26%。
- **风机业务在手订单略下滑，2MW 风机贡献主要销量，6MW 大风机占比提升。**截至 2020 年末，在手外部订单共计 14398.47MW，同比减少 29.00%，其中已中标订单共计 3627.2MW，已签订合同待执行订单共计 10771.27MW。从在手订单和外销的结构来看，2S 风机贡献主要销量，6MW 大风机占比提升：1) 从在手订单来看，1.5MW 机组 76.65MW，占比 0.53%，2S 平台产品 6440.9MW，占比 44.73%，3S/4S 平台产品 5674.52MW，占比 39.41%，6S/8S 平台机组订单容量 2206.4MW，占比 15.32%。2) 从 20 年销量上看，公司外销 12931.66MW，其中 1.5MW 销量 301.65MW，占比 2.33%；2S 销量 10714.30MW，占比 82.85%；3S 销量 1434.06MW，占比 11.09%；6S 销量 481.65MW，占比 3.72%。3S/4S、6S 平台占比分别同比提升 2.51 pct、0.62pct。同时截至 2020 年末公司海外在手外部订单共计 1996MW，同比增长 31.32%，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。
- **招标量下滑，但平价项目结果超预期，风电消纳比例仍有上升空间：**2020 年全年，国内公开招标量达 31.1GW，同比下降 52.37%，行业先行指标有所回落；但考虑到：1) 7 月平价结果公布，风电平价上网项目 158 个，共计 11.4GW 装机容量，同比 2019 年大增 153%，超预期；2) 今年开年能源局出台《清洁能源消纳情况综合监管工作方案》，强化监管清洁能源消纳；3) 20 年风电装机 71.7GW，实际吊装约 50GW 左右，仍有部分余量 21 年吊装；我们预计今年仍有 40-50GW 的实际吊装量。
- **20 年风机量价齐升，但风机招标价格明显回落，21 年盈利承压：**19 年风电补贴退坡、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，反映到 20 年公司风机量价齐升，风机平均销售单价 3401 元/kW，同比增长 2.35%。风机招标价格较高点明显回落，同时 21 年通胀致全球大宗商品价格上涨，公司盈利能力承压。
- **国际业务顺利拓展，公司海外战略顺利实施：**截至 2020 年底，公司海外在手外部订单共计 1,996MW，同比增长 31.3%，相较于十三五初期增长 118%，主要分布在越南、哈萨克斯坦、巴基斯坦、智利、菲律宾等国家，海外在建及待开发项目权益容量合计达到 1,097MW，集中于澳大利亚和阿根廷。
- **三费控制能力显著提升：**公司 2020 年费用同比增长 23.14%至 78.4 亿元，期间费用率下降 2.71 个百分点至 13.93%。销售费用大幅上升主要由于销售收入大幅增加，质保金和运输费用增加所致，研发费用大幅上升主要由于进入调试测试阶段的新产品增加以及数字化投入增加所致。
- **现金流略降，预收及存货下降明显，计提减值作风谨慎：**2020 年经营活动现金流量净流入 53.77 亿元，同比下降 9.30%，其中 Q4 经营活动现金流量净额 30.57 亿元；销售商品取得现金 533.23 亿元，同比增长 40.23%。
- **盈利预测与投资评级：**基于风电行业景气度、公司龙头地位提升，我们上调盈利预测，我们预计 21-23 年归母净利润 37.90/41.63/48.08 亿元（前值 21 年为 33.1 亿、22 年为 35.3 亿），同比增长 27.9%/9.8%/15.5%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**若政策不达预期，竞争加剧等

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	14.12
一年最低/最高价	9.23/17.91
市净率(倍)	1.91
流通 A 股市值(百万元)	47915.99

## 基础数据

每股净资产(元)	7.38
资产负债率(%)	67.96
总股本(百万股)	4225.07
流通 A 股(百万股)	3393.48

## 相关研究

- 1、《金风科技 (002202): 经营性业绩环比改善, 大机型占比提升》2020-10-29
- 2、《金风科技 (002202): 毛利率拐点已现, 业绩不达预期》2020-05-03

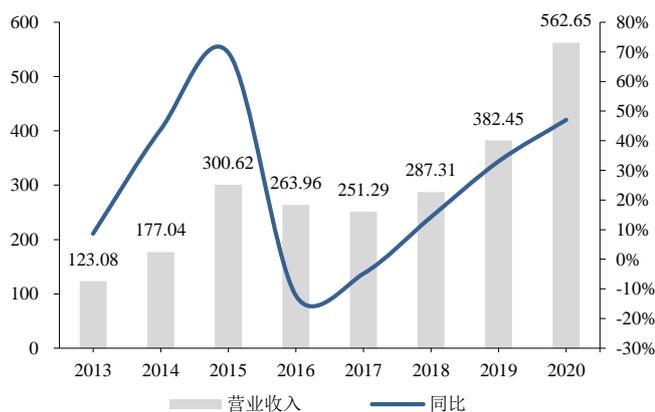
**20 业绩同增 34.1%，扣非业绩同增 70.4%，符合预期：**公司发布 2020 年年报，20 年内实现营业收入 562.65 亿元，同比增长 47.12%；实现利润总额 32.74 亿元，同比增长 27.82%；实现归属母公司净利润 29.64 亿元，同比增长 34.10%。其中 2020Q4，实现营业收入 192.34 亿元，同比增长 42.37%，环比增长 9.24%；实现归属母公司净利润 8.94 亿元，同比增长 44.48%，环比增长 12.61%。2020 年毛利率为 17.73%，同比下降 1.28pct，Q4 毛利率 18.63%，同比上升 1.91pct，环比上升 1.52pct；2020 年归母净利率为 5.27%，同比下降 0.51pct，Q4 归母净利率 4.65%，同比上升 0.07pct，环比上升 0.14pct。收入和利润增长总体符合预期。

表 1: 2020 年收入 562.65 亿元，同比增长 47.12%；盈利 29.64 亿元，同比增长 34.10%

金风科技	2020	2019	同比	2020Q4	2019Q4	同比	2020Q3	环比
营业收入	562.65	382.45	47.1%	192.34	135.10	42.4%	176.06	9.2%
毛利率	17.7%	19.0%	-1.3%	18.6%	16.7%	1.9%	17.1%	1.5%
营业利润	32.75	25.71	27.4%	8.90	7.33	21.5%	9.45	-5.8%
利润总额	32.74	25.61	27.8%	8.97	7.03	27.7%	9.42	-4.7%
归属母公司净利润	29.64	22.10	34.1%	8.94	6.19	44.5%	7.94	12.6%
扣非归母净利润	27.63	16.21	70.4%	9.07	1.92	371.7%	7.11	27.6%
归母净利率	5.3%	5.8%	-0.5%	4.7%	4.6%	0.1%	4.5%	0.1%
股本	42.25	42.25	-	42.25	35.56	-	42.25	-
EPS	0.70	0.52	34.1%	0.21	0.17	21.6%	0.19	12.6%

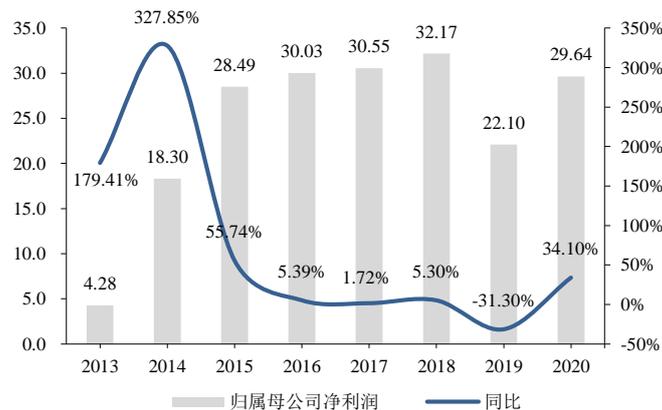
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 2020 年收入 562.65 亿元，同比+47.12% (亿元)



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 29.64 亿元，同比+34.10% (亿元)



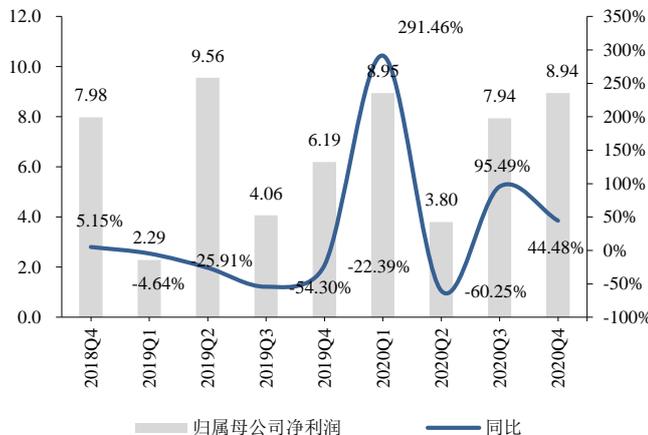
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3: Q4 收入 192.34 亿元, 同比+42.37% (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: Q4 归母净利润 8.94 亿元, 同比+44.48% (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

分业务来看:

1) 风机及零部件, 销售收入 466.59 亿元, 同比增长 61.62% (其中风机收入 439.81 亿元, 同比增长 61.97%)。销量上升, 同时风机及零部件毛利率上行 1.91 个百分点至 14.41% (其中风机毛利率 14.58%, 同比上升 18 个百分点), 风机及零部件整体毛利收入 67.23 亿元。

2) 风电场开发, 实现收入 40.19 亿元, 同比降低 5.82%; 风电场开发毛利 27.14 亿元同比增长 81.54%。毛利率 67.54%, 同比上升 5 个百分点。

3) 风电服务收入 44.34 亿元, 同比增长 23.93%。毛利率-2.74%, 同比下降 9 个百分点, 毛利亏损 1.22 亿元。

4) 水务、投资收益等其他业务收入 11.54 亿元, 同比降低 24.57%。

表 2: 公司分业务情况 (亿元)

金风科技	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比%	成本同比%	毛利率同比
<b>分行业</b>						
风机及零部件销售	466.59	399.36	14.41%	61.62%	58.10%	1.91%
风电服务	44.34	45.55	-2.74%	23.93%	36.08%	-9.17%
风电场开发	40.19	13.04	67.54%	-5.82%	-19.03%	5.29%
其他	11.54	4.93	57.25%	-24.57%	-34.58%	6.53%
<b>分产品</b>						
6.0S	29.46	23.52	20.16%	98.40%	88.12%	4.36%
3.0S	58.91	50.60	14.11%	127.81%	127.45%	0.13%
2.0S	341.81	294.48	13.85%	51.26%	47.38%	2.27%
1.5MW	9.62	7.10	26.19%	98.87%	98.32%	0.21%
风机零部件销售	26.78	23.66	11.64%	55.94%	63.61%	-4.15%
风电服务	44.34	45.55	-2.74%	23.93%	36.08%	-9.17%
风电场开发	40.19	13.04	67.54%	-5.82%	-19.03%	5.29%
其他	11.54	4.93	57.25%	-24.57%	-34.58%	6.53%
<b>分地区</b>						
国内销售	516.71	412.88	20.09%	48.44%	47.60%	0.45%
国际销售	45.94	50.01	-8.85%	33.73%	66.70%	-21.53%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**风机制造与销售、风电场开发贡献主要利润：**2020 年公司风机制造与销售、风电服务、风电场开发、其他业务、调整和抵消分别贡献 13.37、-6.31、18.08、5.89、-1.37 亿净利润。公司今年投资收益为 16.85 亿元，同比增长 25.8%，主要因为公司子公司持有的 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）。

**表 3：公司分部利润拆分（亿元）**

2020年	风机制造与销售	风电服务	风电场开发	其他	调整和抵消	合并
主营业务收入						
对外交易收入	466.59	44.34	40.19	10.35	0.00	561.46
分部间交易收入	52.31	11.84	0.00	2.27	-66.44	0.00
收入小计	518.90	56.18	40.19	12.62	-66.44	561.46
其他业务收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
对外交易收入	0.35	0.42	0.39	0.04	0.00	1.19
分部间交易收入	1.06	0.78	0.00	0.00	-1.83	0.00
	1.40	1.19	0.39	0.04	-1.83	1.19
收入合计	520.30	57.38	40.58	12.66	68.27	562.65
对合营和联营企业的投资收益/(损失)	0.24	-0.06	2.04	0.99	-0.56	2.64
资产减值损失	2.57	0.16	1.34	0.08	0.11	4.25
信用减值损失/(转回)	0.64	0.64	-0.14	0.45	-0.10	1.50
固定资产、使用权资产、投资性房地产、	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用及无形资产折旧与摊销	5.92	0.66	12.98	0.66	-0.07	20.15
利润总额	15.69	-7.80	18.85	7.00	-1.00	32.74
所得税费用	2.32	-1.49	0.77	1.11	0.37	3.08
净利润	13.37	-6.31	18.08	5.89	-1.37	29.65
净利率	2.57%	-11.00%	44.55%	46.49%	2.01%	5.27%
资产总额	906.58	71.10	512.89	270.59	-669.78	1091.38
负债总额	576.74	48.79	371.96	182.14	-437.98	741.65
资产负债率	63.62%	68.62%	72.52%	67.31%	65.39%	67.96%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

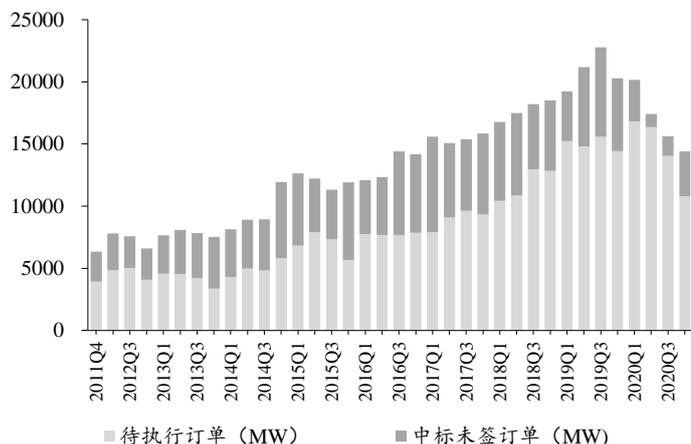
## 1. 风机销售量价齐升，大风机+海外战略顺利实施

**20 年风机销售 12.93GW，同比大增 58.26%。**2020 年全国新增风电并网装机容量 71.67GW，同比增长 178%，12 月装机 47.05GW，同比大增 404.3%。公司实现风机销售 12.93GW，同比上升 58.26%。

**风机业务在手订单略下滑，2MW 风机贡献主要销量，6MW 大风机占比提升。**截至 2020 年末，在手外部订单共计 14398.47MW，同比减少 29.00%，其中已中标订单共计 3627.2MW，已签合同待执行订单共计 10771.27MW。从在手订单和外销的结构来看，2S 风机贡献主要销量，6MW 大风机占比提升：1) 从在手订单来看，1.5MW 机组 76.65MW，占比 0.53%，2S 平台产品 6440.9MW 占比 44.73%，3S/4S 平台产品 5674.52MW，占比 39.41%，6S/8S 平台机组订单容量 2206.4MW，占比 15.32%。2) 从 20 年销量上看，公司外销 12931.66MW，其中 1.5MW 销量 301.65MW，占比 2.33%；2S 销量 10714.30MW，占比 82.85%；3S 销量

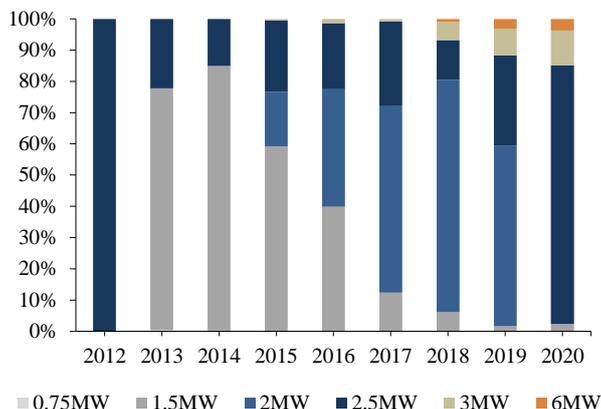
1434.06MW，占比 11.09%；6S 销量 481.65MW，占比 3.72%。3S/4S、6S 平台占比分别同  
比提升 2.51 pct、0.62pct。同时截至 2020 年末公司海外在手外部订单共计 1996MW，  
同比增长 31.32%，大机型订单及海外订单占比的双重提升都将有利于公司毛利率修复。

图 5: 公司 20Q4 在手订单 14398.47MW



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: 公司销售风机结构占比



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

表 4: 公司风机销量及外部订单结构

	1.5MW	2S	3S/4S	6S/8S	合计
2019 销量(MW)	131	7086	701	253	8171
占比	1.60%	86.72%	8.58%	3.10%	100%
<b>2020 销量(MW)</b>	<b>301.65</b>	<b>10714.3</b>	<b>1434.06</b>	<b>481.65</b>	<b>12932</b>
占比	2.33%	82.85%	11.09%	3.72%	100%
2019 外部订单(MW)	372	12403	5834	1671	20281
占比	1.84%	61.16%	28.77%	8.24%	100%
<b>2020 外部订单(MW)</b>	<b>77</b>	<b>6440.9</b>	<b>5,674.52</b>	<b>2,206.4</b>	<b>14398</b>
占比	0.53%	44.73%	39.41%	15.32%	100%

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

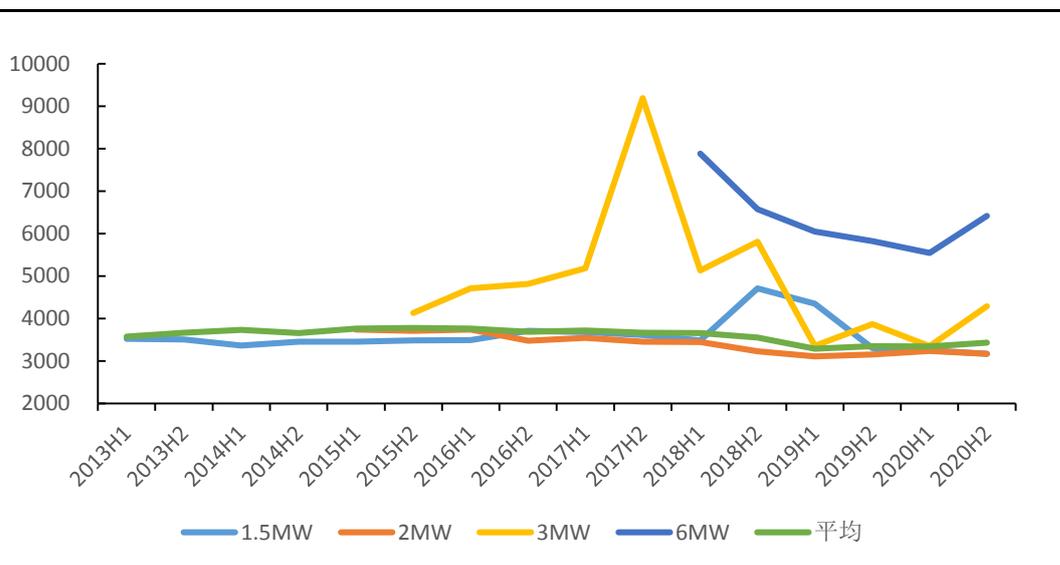
**20 年风机量价齐升，盈利能力有所修复，但风机招标价格明显回落，21 年盈利承压：**19 年风电补贴退坡、行业进入加快建设期，供需关系变化使各机组投标均价逐渐走高，反映到 20 年公司风机量价齐升同时盈利能力有所修复：

**1) 从价格看：**2020 年风机平均销售单价 3401 元/kW，同比增长 2.35%，其中：1.5MW 风机销售单价 3188 元/kW，同比下降 13.77%；2MW 风机销售单价 3190 元/kW，同比增长 1.95%；3MW 风机销售单价 4108 元/kW，同比增长 11.36%；6MW 风机销售单价 6116 元/kW，

同比增长 4.34%;

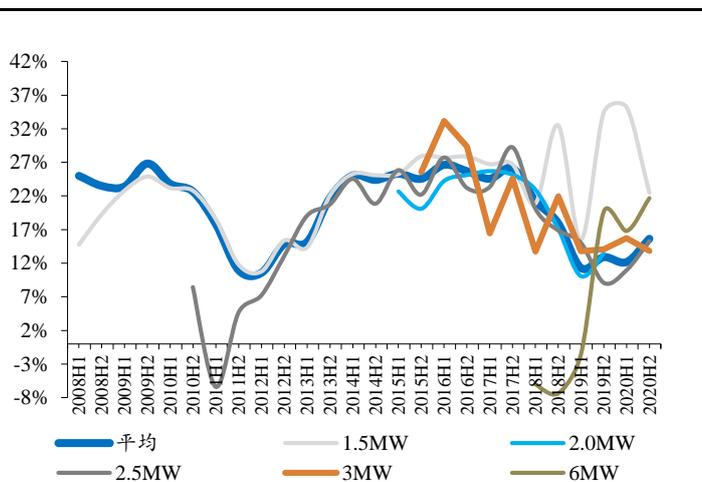
2) 从盈利能力看: 2020 年风机平均毛利率 14.58%, 同比增长 2.28 pct。其中: 1.5MW 风机毛利率 26.19%, 同比增长 0.20 pct; 2.5MW 风机毛利率 13.84%, 同比增长 2.92 pct; 3MW 风机毛利率 14.11%, 同比增长 0.13 pct。6MW 风机毛利率 20.17%, 同比增长 4.37 pct。20 年伊始, 新冠疫情影响叠加季度公开招标量断崖下滑, 风机价格高点回落。2020 年 12 月, 2.5MW 级别机组的投标均价为 3271 元/千瓦, 较上年同期价格下降 21.31%。3.0MW 级别机组的投标均价均为 3098 元/千瓦, 较去年同期下降 2.40%。风机招标价格较高点明显回落, 同时 21 年通胀致全球大宗商品价格上涨, 公司盈利能力承压。

图 7: 风机销售价格 (元/kW)



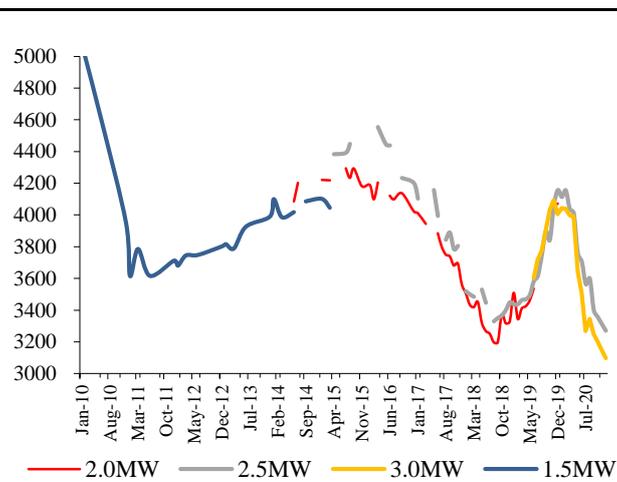
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 8: 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 9: 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

**国际业务顺利拓展，公司海外战略顺利实施：**截至 2020 年底，公司海外在手外部订单共计 1,996MW，同比增长 31.3%，相较十三五初期增长 118%，主要分布在越南、哈萨克斯坦、巴基斯坦、智利、菲律宾等国家，海外在建及待开发项目权益容量合计达到 1,097MW，集中于澳大利亚和阿根廷。

图 10: 公司国际机组订单 (个)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

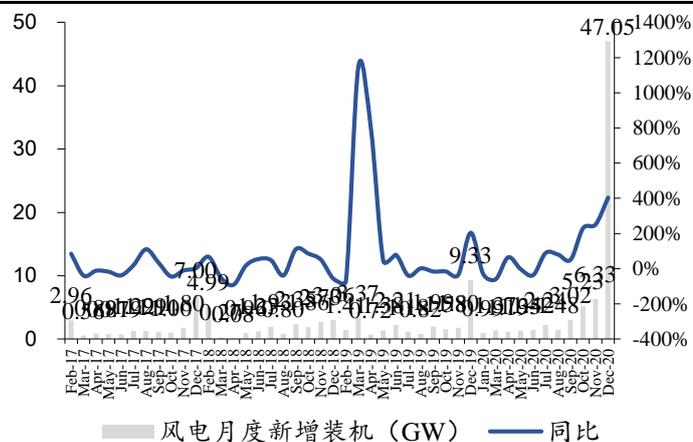
图 11: 公司海外订单情况 (MW)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

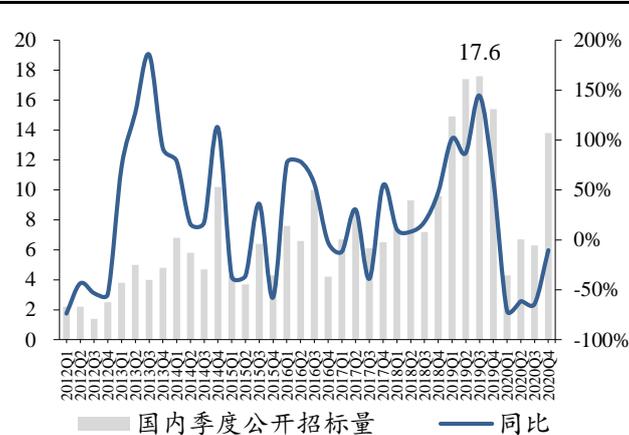
**招标量下滑，但平价项目结果超预期，风电消纳比例仍有上升空间：**2020 年全年，国内公开招标量达 31.1GW，同比下降 52.37%，行业先行指标有所回落；但考虑到：1) 7 月平价结果公布，风电平价上网项目 158 个，共计 11.4GW 装机容量，同比 2019 年大增 153%，超预期；2) 今年开年能源局出台《清洁能源消纳情况综合监管工作方案》，强化监管清洁能源消纳；3) 20 年风电装机 71.7GW，实际吊装约 50GW 左右，仍有部分余量 21 年吊装；我们预计今年仍有 40-50GW 的实际吊装量。20 年全国平均弃风率 3.5%，风电消纳比例 6.2%，同比提升 0.6 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 12: 风电月度新增装机 (GW)



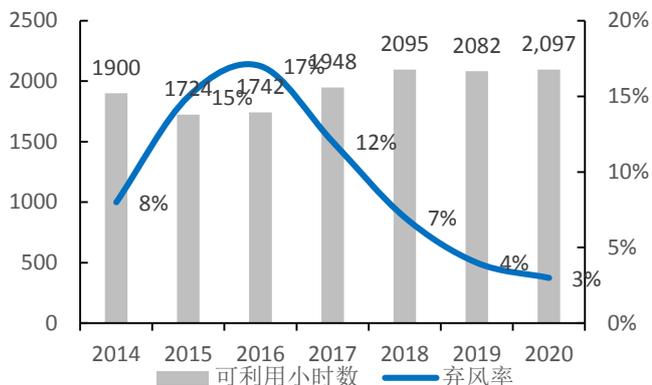
数据来源：中电联，东吴证券研究所

图 13: 国内季度公开招标量 (GW)



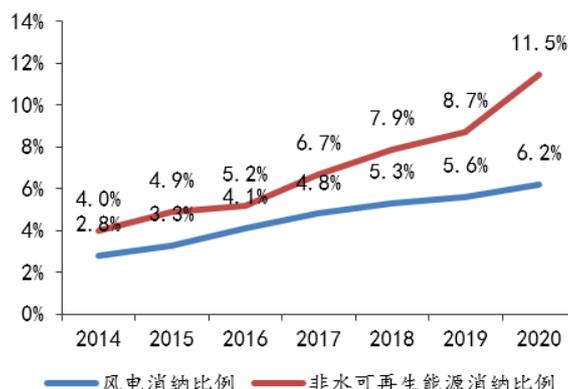
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14: 风电利用小时数 (hr) 及弃风率



数据来源: 能源局, 东吴证券研究所

图 15: 风电消纳比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 风电场运营、风电服务业务稳健增长

20 年风电场运营实现收入 40.2 亿元, 同比下降 5.6%, 其中 20H2 风电场运营收入 22.4 亿元, 同比-5%; 20 年风电场开发盈利 18.1 亿元, 同比增长 12.04%, 其中 20H2 盈利 7.33 亿元, 同比 37.8%。

图 16: 2020 风场收入 42.2 亿元, 同比下降 5.6%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

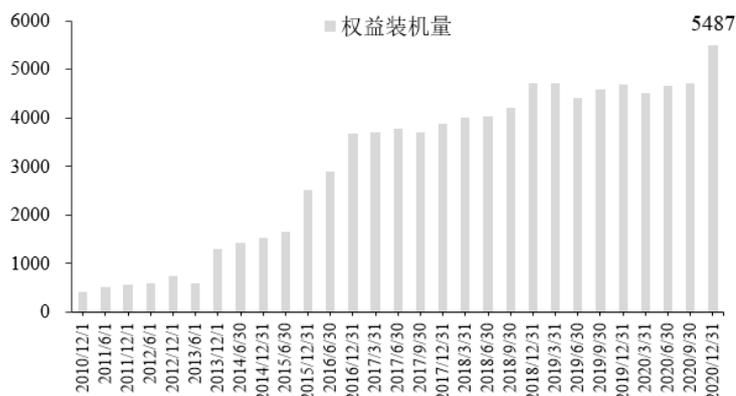
图 17: 2020 风场盈利 18.1 亿元, 同比增长 12.04%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

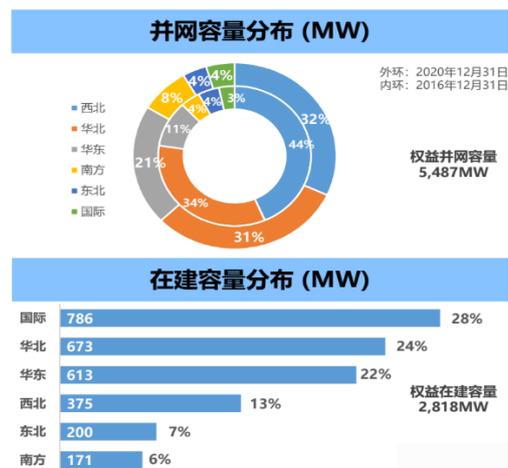
截止 2020 年 12 月 31 日, 公司国内外累计并网的自营风电场权益装机容量 5487MW, 其中 32% 位于西北地区, 较 16 年降低 12 个百分点; 31% 位于华北地区; 21% 位于华东及南方地区。截至 2020 年末, 公司国内权益在建容量 2818MW, 其中华北和华东等消纳较好地区占比近半; 国际权益在建容量 786MW。

图 18: 截至 2020 年期末并网权益装机容量 5487MW



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 19: 权益在建容量 2818MW



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

得益于公司多年的机组产品规模及运维技术积累, 公司运维服务业务稳健增, 截止 2020 年末, 公司国内外在运容量达 14121MW, 同比增长 28.5%。在运容量规模稳健增长, 近四年增长率均保持 25% 以上。公司风电服务收入稳步增加, 20 年收入 44.34 亿元, 同比 22.93%, 历年收入增长大于 19%, 平均复合增长率 37.26%

图 20: 2020 国内外在运容量达 14121MW



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 21: 2020 风电服务收入 44.34 亿元, 同比 23.93%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 销售费用上升、存货、预收账款下降

**三费控制能力显著提升:** 公司 2020 年费用同比增长 23.14% 至 78.4 亿元, 期间费用率下降 2.71 个百分点至 13.93%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 40.31%、上升 26.96%、上升 56.22%、下降 22.39% 至 36.51 亿元、32.6 亿元、14.78 亿元、9.29 亿元; 费用率分别下降 0.31、下降 0.92、上升 0.15、下降 1.48 个百

分点至 6.49%、5.79%、2.63%、1.65%。Q4，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+21.11%/+59.77%/+144.13%/-69.79%，费用率分别为 5.74%/7.12%/4.28%/0.80%。销售费用大幅上升主要由于销售收入大幅增加，导致质保金和运输费用增加所致，研发费用大幅上升主要由于进入调试测试阶段的新产品增加以及数字化投入增加所致。

公司销售费用同比增长 40.31%、销售费用率下降 0.31 个百分点，销售费用的增加主要是因为风机交付量加大，运输及新增质保金增加，20 年新增质保金 26.73 亿元，同比增加 33.9%，新增质保金比例略有下降，为 6.08%。

图 22：公司质保金详情（亿元）

质量保证金（亿元）	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
年初数	12.70	13.55	15.98	20.98	34.93	39.66	38.70	35.52	36.65
本年增加	4.62	5.18	9.50	21.10	15.57	15.85	15.66	19.97	26.73
本年转回	0.88	0.47	1.00	1.31	2.08	6.25	7.93	4.44	4.52
销售费用-产品质量保证准备	3.74	4.71	8.49	19.79	13.48	9.59	7.73	15.52	22.21
本年消耗	2.89	2.27	3.45	5.82	8.74	10.56	10.97	13.01	14.76
外币报表折算差额	0.01	-0.01	0.04	0.02	-0.02	0.00	0.07	-0.09	-0.02
	13.55	15.98	20.98	34.93	39.66	38.70	35.52	37.95	44.09
减：划分为流动负债的部分	6.71	6.27	8.33	12.90	15.99	17.73	15.70	16.08	19.01
	6.84	9.71	12.66	22.03	23.67	20.97	19.83	21.86	25.07
风机销售收入	95.95	106.53	153.77	266.04	218.68	187.09	210.16	271.52	439.80
新增质保金比例	4.81%	4.86%	6.18%	7.93%	7.12%	8.47%	7.45%	7.35%	6.08%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

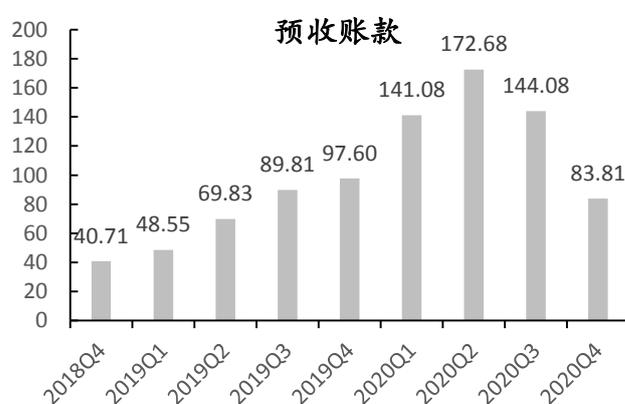
**现金流略降，预收及存货下降明显，计提减值作风谨慎：**2020 年经营活动现金流量净流入 53.77 亿元，同比下降 9.30%，其中 Q4 经营活动现金流量净额 30.57 亿元；销售商品取得现金 533.23 亿元，同比增长 40.23%。期末预收款项 83.81 亿元，比年初降低 14.13%。期末应收账款 208.16 亿元，较期初增长 52.53 亿元，应收账款周转天数下降 26.63 天至 116.38 天。期末存货 57.18 亿元，较期初下降 24.06 亿元；存货周转天数下降 22.43 天至 53.82 天。预收及存货明显下降的原因在于 20 年风机的大量交付。

图 22：Q4 现金净流入 30.57 亿元，同比-44.55%（亿元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 23：Q4 期末预收款项 83.81 亿元，同比-14.13%（亿元）



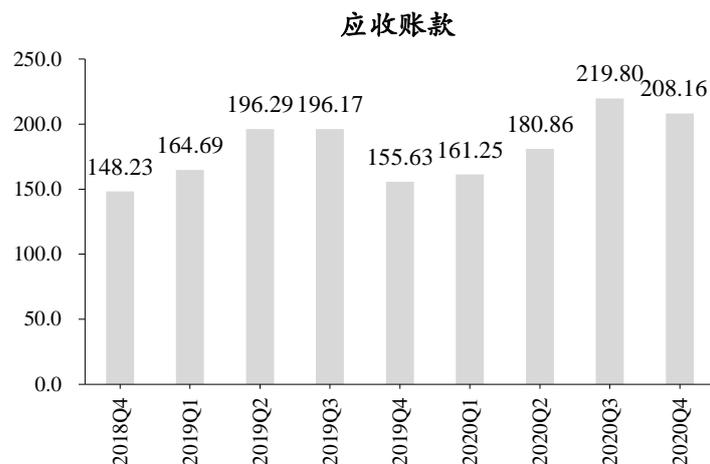
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 24: 期末存货 57.18 亿元, 较期初-24.06 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 25: 期末应收账款 208.16 亿元, 较期初+52.53 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 26: 公司 20 年计提约 5.75 亿减值损失 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于风电行业景气度、公司龙头地位提升, 我们上调盈利预测, 我们预计 21-23 年归母净利润 37.90/41.63/48.08 亿元 (前值 21 年为 33.1 亿、22 年为 35.3 亿), 同比增长 27.9%/9.8%/15.5%, 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>44038.3</b>	<b>50792.3</b>	<b>55605.3</b>	<b>59830.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>56265.1</b>	<b>50380.0</b>	<b>55270.9</b>	<b>62322.4</b>
现金	8273.9	5224.2	5000.0	9132.0	减:营业成本	46289.3	39560.6	43343.1	48847.9
应收账款	22327.3	24845.0	27256.9	28733.2	营业税金及附加	225.4	251.9	276.4	311.6
存货	5717.6	9212.7	9499.9	9371.8	营业费用	3651.4	3476.2	3786.1	4175.6
其他流动资产	7719.5	11510.4	13848.5	12592.9	管理费用	1781.6	3677.7	3869.0	4175.6
<b>非流动资产</b>	<b>65099.9</b>	<b>72499.7</b>	<b>79519.8</b>	<b>86473.0</b>	财务费用	929.3	1004.7	1242.9	1369.8
长期股权投资	6402.5	8313.9	10225.3	12136.7	资产减值损失				
固定资产	33380.4	39004.7	44249.5	49427.2	加:投资净收益	1685.2	1769.5	1804.9	1841.0
在建工程					其他收益	-1797.8	301.9	326.4	361.6
无形资产	4078.0	3942.1	3806.2	3670.2	<b>营业利润</b>	<b>3275.4</b>	<b>4480.2</b>	<b>4884.8</b>	<b>5644.5</b>
其他非流动资产	21238.9	21238.9	21238.9	21238.9	加:营业外净收支	-1.9	-10.0	20.0	20.0
<b>资产总计</b>	<b>109138.2</b>	<b>123292.0</b>	<b>135125.1</b>	<b>146303.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>3273.5</b>	<b>4470.2</b>	<b>4904.8</b>	<b>5664.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>47844.8</b>	<b>54404.9</b>	<b>58161.0</b>	<b>60207.5</b>	减:所得税费用	308.1	558.8	613.1	708.1
短期借款	5616.1	5616.1	6194.9	5616.1	少数股东损益	2.0	121.3	128.8	148.7
应付账款	28610.0	31375.2	32249.3	35092.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2963.5</b>	<b>3790.2</b>	<b>4162.9</b>	<b>4807.7</b>
其他流动负债	13618.7	17413.6	19716.9	19499.0	EBIT	4542.7	3665.4	4272.8	5123.3
<b>非流动负债</b>	<b>26320.1</b>	<b>31652.5</b>	<b>37179.5</b>	<b>43366.0</b>	EBITDA	6379.3	5196.1	6385.3	7675.4
长期借款	18038.4	21885.9	25733.4	29580.9					
其他非流动负债	8281.6	9766.6	11446.2	13785.1	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>74164.9</b>	<b>86057.4</b>	<b>95340.6</b>	<b>103573.5</b>	每股收益(元)	0.70	0.90	0.99	1.14
少数股东权益	805.0	854.2	906.5	966.8	每股净资产(元)	8.09	8.61	9.20	9.88
归属母公司股东权益	34168.3	36380.3	38878.1	41762.7	发行在外股份(百万股)	4225.1	4225.1	4225.1	4225.1
<b>负债和股东权益</b>	<b>109138.2</b>	<b>123292.0</b>	<b>135125.1</b>	<b>146303.0</b>	ROIC(%)	8.0%	5.6%	6.1%	7.0%
					ROE(%)	8.7%	10.4%	10.7%	11.5%
					毛利率(%)	17.7%	21.5%	21.6%	21.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	5.3%	7.5%	7.5%	7.7%
经营活动现金流	5377.4	3136.1	6097.4	11741.6	资产负债率(%)	68.0%	69.8%	70.6%	70.8%
投资活动现金流	-5719.3	-8455.1	-9082.7	-9455.2	收入增长率(%)	47.1%	-10.5%	9.7%	12.8%
筹资活动现金流	1469.9	2269.4	2761.1	1845.6	净利润增长率(%)	34.1%	27.9%	9.8%	15.5%
现金净增加额	897.9	-3049.7	-224.2	4132.0	P/E	20.13	15.74	14.33	12.41
折旧和摊销	1836.7	1530.7	2112.5	2552.1	P/B	1.75	1.64	1.53	1.43
资本开支	-6703.0	-6543.7	-7171.3	-7543.8	EV/EBITDA	20.98	28.04	24.27	21.27
营运资本变动	1841.6	-2184.0	-180.2	4371.5					

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>