

21Q1 报点评: 毛利率显著修复, 招标量持续提升

买入 (维持)

2021 年 04 月 27 日

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)	18.68	14.60	13.30	11.51

投资要点

- 公司 21Q1 归母净利润 9.72 亿元, 同比+8.62%, 符合我们预期: 21Q1, 实现营收 68.22 亿元, 同环比+24.78%/-64.53%; 实现归母净利润 9.72 亿元, 同环比+8.62%/+8.68%, 其中 5.8 亿元为投资收益。
- 21Q1 公司实现风机销售 1.09GW, 同比+28.8%: 其中 2S 机型销售 582MW, 同环比+84%/-84%, 占比 53%; 3S/4S 机型销售 318MW, 同环比+215%/-52%, 占比 29%; 6S/8S 机型销售 187MW, 同环比+831%/+36%, 占比 17%。21 年来看, 基于平价项目超预期和政策强化风电消纳, 我们预计 21 年行业装机 35-40GW, 公司预计销售 10GW 左右, 市占率目标 25%左右, 较 20 年提升 4pct。
- 招标量提升, 投标价格回落: 21 年 Q1 国内公开新增招标量 14.2GW, 同增 182%, 但风机招标价格较高点明显回落, 21 年 3 月 3S、4S 机组投标均价为 2860 元/kw、2940 元/kw, 较 20 年底分别下降 7.6%、3.2%, 同时全球大宗商品价格上涨, 考虑到订单交付周期一年, 我们预计公司 22 年后毛利率承压。
- 风机在手订单充足, 3/4S 平台机型占比居首, 海外业务拓展顺利: 截止 21Q1 公司在手订单 15.9GW, 其中外部订单 14.5 GW。分结构来看, 3/4S 成为占比最大的平台产品, 容量约 6.73GW, 同比+15%, 占比提升至 47%; 2S 机型容量约 5.94GW, 占比 41%; 6/8S 机型容量约 1.7GW, 占比 12%。分地区来看, 公司海外在手外部订单 1.99GW, 同比+36%, 主要分布在越南、智利、菲律宾等国。公司大机型+海外占比提升, 将利于盈利结构性改善。
- 自营风电场规模稳健增长, 发电业务高效运营: 得益于公司多年的机组产品规模及技术积累, 公司自营风电场规模稳健增长。截至 21 年 3 月底公司自营风电场权益装机容量 5.6GW, 其中 21Q1 新增 116MW, 其中海外新增 102MW, 占比 88%; 风电场权益在建容量 2.7GW, 其中海外占比 25%。公司自营风电场的平均利用小时数 710h, 同比+29.8%, 高于行业平均水平 91h。
- 公司 21Q1 费用控制较好: 21Q1 公司期间费用率同比下降 4.94 个百分点至 19.47%。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-2.15pct/-0.81pct/-0.26pct/-1.71pct, 费用率分别为 6.83%/9.20%/3.59%/3.44%。
- 投资建议: 基于业绩符合预期, 我们维持盈利预测。我们预计公司 21-23 年归母净利润 37.90/41.63/48.08 亿元 (与前值相同), 同比增长 27.9%/9.8%/15.5%, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.10
一年最低/最高价	9.23/17.91
市净率(倍)	1.72
流通 A 股市值(百万元)	44454.63

基础数据

每股净资产(元)	7.60
资产负债率(%)	67.83
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): 2020 年年报点评: 风机销量大增, 海外+大风机顺利拓展》2021-04-06
- 2、《金风科技 (002202): 经营性业绩环比改善, 大机型占比提升》2020-10-29
- 3、《金风科技 (002202): 毛利率拐点已现, 业绩不达预期》2020-05-03

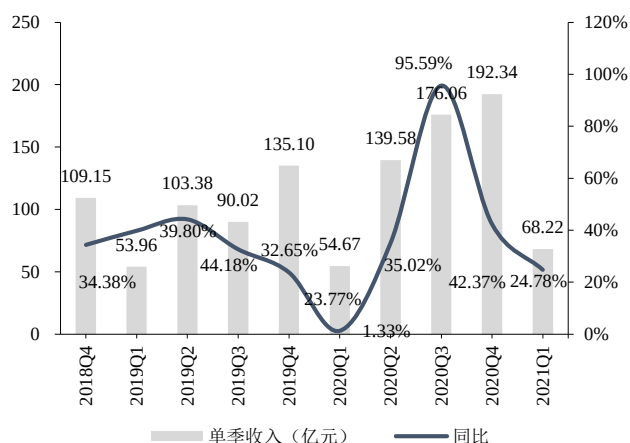
公司 21Q1 归母净利润 9.72 亿元，同比+8.62%，符合我们预期：21Q1，实现营收 68.22 亿元，同环比+24.78%/-64.53%；实现归母净利润 9.72 亿元，同环比+8.62%/+8.68%，其中 5.8 亿元为投资收益。

表 1: 公司 21Q1 收入 68.22 亿元，同比增长 24.78%；盈利 9.72 亿元，同比增长 8.62%

金风科技	2020	2019	同比	2021Q1	同比	环比
营业收入	562.65	382.45	47.1%	68.22	24.8%	-64.5%
毛利率	17.7%	19.0%	-1.3%	28.4%	6.9%	9.8%
营业利润	32.75	25.71	27.4%	11.98	18.7%	34.6%
利润总额	32.74	25.61	27.8%	12.03	19.5%	34.1%
归属母公司净利润	29.64	22.10	34.1%	9.72	8.6%	8.7%
扣非归母净利润	27.63	16.21	70.4%	9.17	18.9%	1.1%
归母净利率	5.3%	5.8%	-0.5%	14.2%	-2.1%	9.6%
股本	42.25	42.25	-	42.25	-	-
EPS	0.70	0.52	34.1%	0.23	8.6%	8.7%

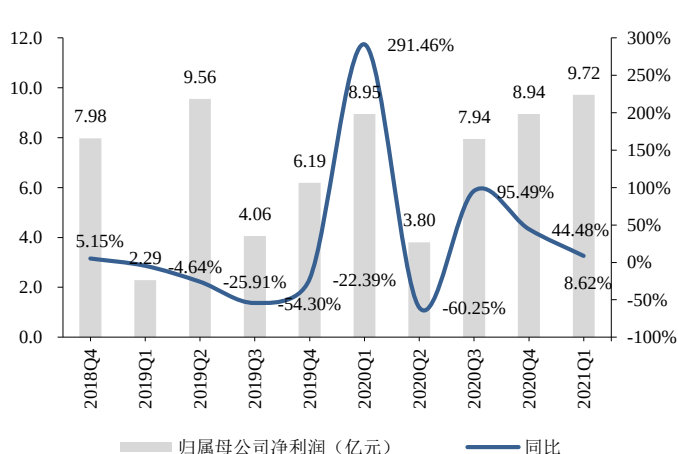
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 1: Q1 收入 68.22 亿元，同比+24.78%（亿元）



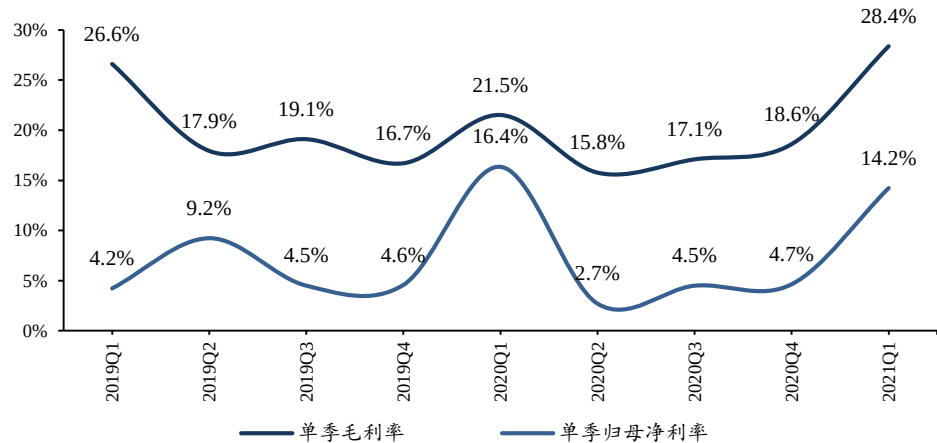
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2: Q1 归母净利润 9.72 亿元，同比+8.62%（亿元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

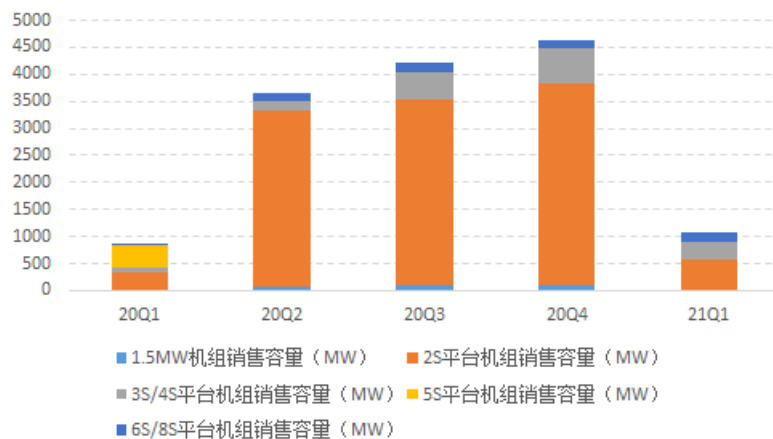
图 3: Q1 毛利率、净利率同比+6.86、-1.12pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

21Q1 公司实现风机销售 1.09GW, 同比+28.8%: 其中 2S 机型销售 582MW, 同环比+84%/-84%, 占比 53%; 3S/4S 机型销售 318MW, 同环比+215%/-52%, 占比 29%; 6S/8S 机型销售 187MW, 同环比+831%/+36%, 占比 17%。21 年来看, 基于平价项目超预期和政策强化风电消纳, 我们预计 21 年行业装机 35-40GW, 公司预计销售 10GW 左右, 市占率目标 25%左右, 较 20 年提升 4pct。

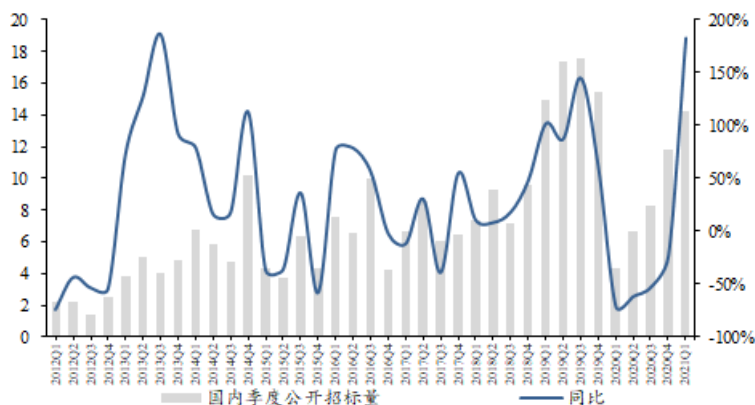
图 4: 公司分季度分机型销量 (MW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

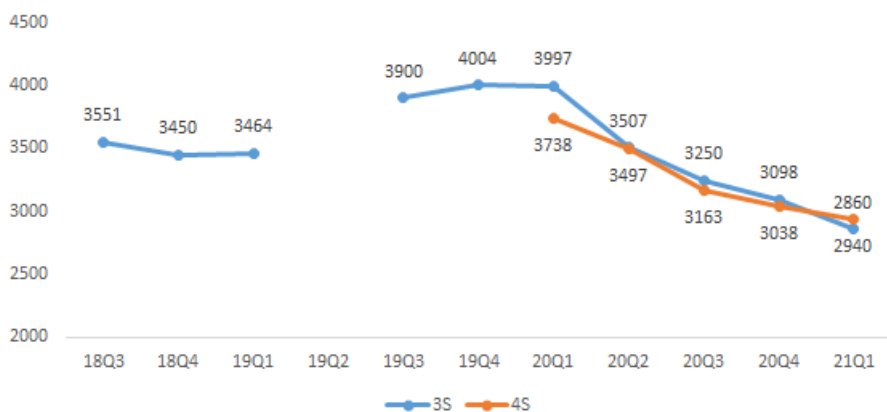
招标量提升, 投标价格回落: 21 年 Q1 国内公开新增招标量 14.2GW, 同增 182%, 但风机招标价格较高点明显回落, 21 年 3 月 3S、4S 机组投标均价为 2860 元/kw、2940 元/kw, 较 20 年底分别下降 7.6%、3.2%, 同时全球大宗商品价格上涨, 考虑到订单交付周期一年, 我们预计公司 22 年后毛利率承压。

图 5: 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

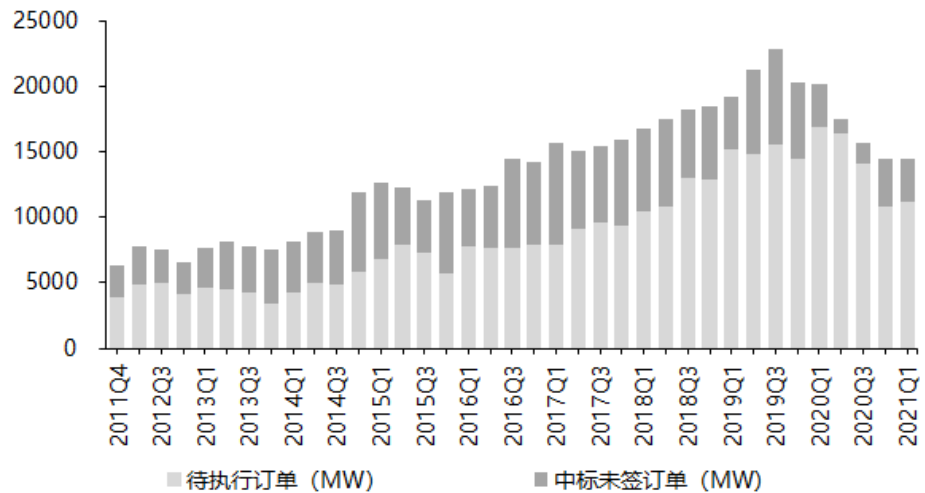
图 6: 月度公开投标均价 (元/kw)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

风机在手订单充足, 3/4S 平台机型占比居首, 海外业务拓展顺利: 截止 21Q1 公司在手订单 15.9GW, 其中外部订单 14.5 GW。分结构来看, 3/4S 成为占比最大的平台产品, 容量约 6.73GW, 同比+15%, 占比提升至 47%; 2S 机型容量约 5.94GW, 占比 41%; 6/8S 机型容量约 1.7GW, 占比 12%。分地区来看, 公司海外在手外部订单 1.99GW, 同比+36%, 主要分布在越南、智利、菲律宾等国。公司大机型+海外占比提升, 将利于盈利结构性改善。

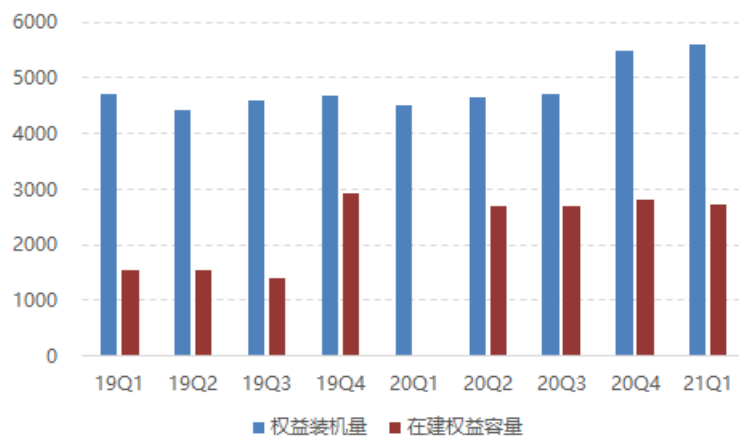
图 7: 公司风机在手订单情况 (MW)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自营风电场规模稳健增长，发电业务高效运营：得益于公司多年的机组产品规模及技术积累，公司自营风电场规模稳健增长。截至 21 年 3 月底公司自营风电场权益装机容量 5.6GW，其中 21Q1 新增 116MW，其中海外新增 102MW，占比 88%；风电场权益在建容量 2.7GW，其中海外占比 25%。公司自营风电场的平均利用小时数 710h，同比 +29.8%，高于行业平均水平 91h。

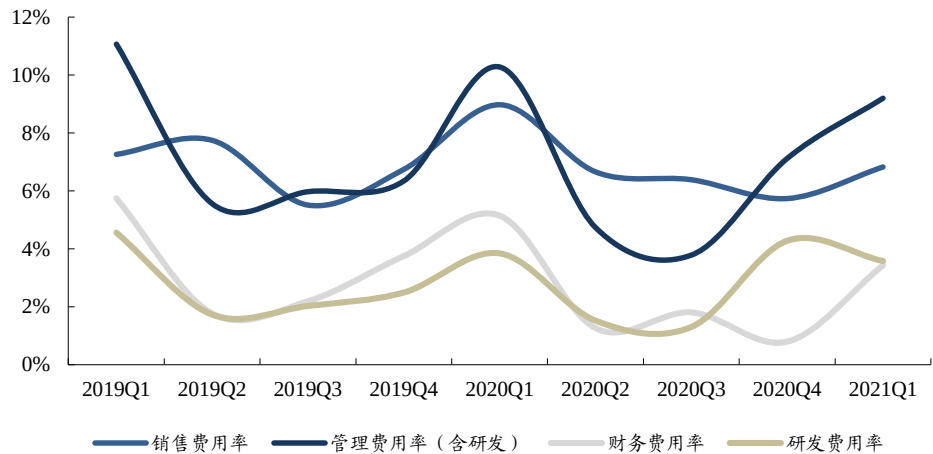
图 8: 公司权益装机容量及在建容量 (MW)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 21Q1 费用控制较好：21Q1 公司期间费用率同比下降 4.94 个百分点至 19.47%。销售、管理、研发、财务费用率分别同比 -2.15pct/-0.81pct/-0.26pct/-1.71pct，费用率分别为 6.83%/9.20%/3.59%/3.44%。

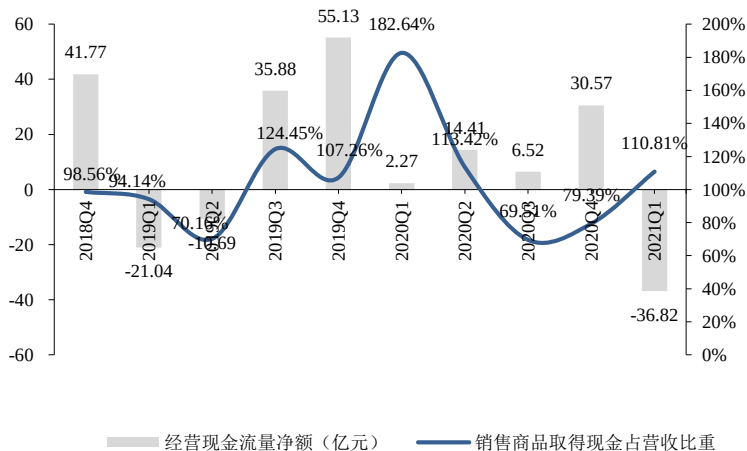
图 9: 21Q1 期间费用率 19.47%，同比-4.94pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

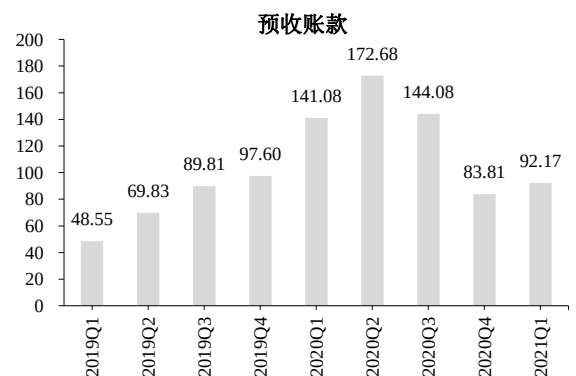
因销售风机收到款项减少+增加原材料预付款, 经营性现金流明显下降: 21Q1 经营活动现金流量净流出 36.82 亿元, 同比由正转负, 主要是公司销售风机收到的款项减少以及为满足订单交付需求导致材料采购预付款增加所致。21Q1 公司筹资活动现金净流入 15.75 亿元, 主要是公司取得用于风电场建设的银行借款增加所致。期末预收款项 92.17 亿元, 同比下降 34.67%。期末应收账款 221.09 亿元, 同比上升 59.84 亿元, 应收账款周转天数同比上升 22.31 天至 283.11 天。期末存货 69.82 亿元, 同比下降 22.44 亿元; 存货周转天数同比下降 65.01 天至 116.99 天。

图 10: Q1 现金净流出 36.82 亿元, 同比-1719.69% (亿元)



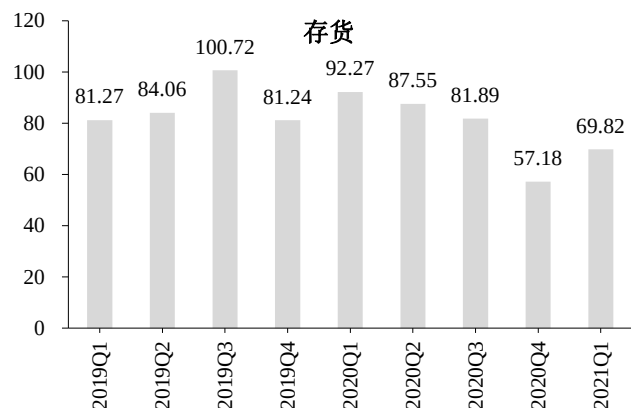
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 11: Q1 期末预收款项 92.17 亿元, 同比-34.67% (亿元)



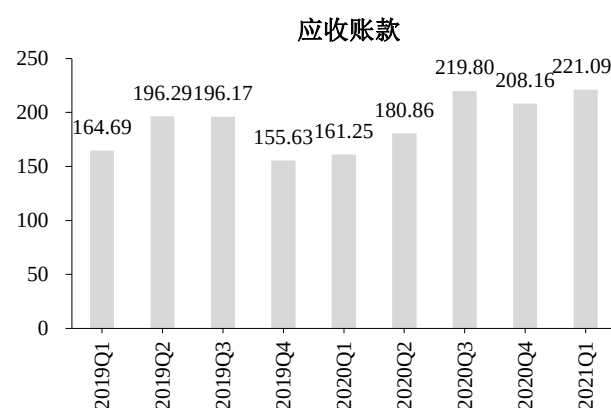
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 12: Q1 期末存货 69.82 亿元, 较同比-22.44 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 13: Q1 期末应收账款 221.09 亿元, 较同比+59.84 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

投资建议: 基于业绩符合预期, 我们维持盈利预测。我们预计公司 21-23 年归母净利润 37.90/41.63/48.08 亿元 (与前值相同), 同比增长 27.9%/9.8%/15.5%, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

金风科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	44038.3	50792.3	55605.3	59830.0	营业收入	56265.1	50380.0	55270.9	62322.4
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
非流动资产	65099.9	72499.7	79519.8	86473.0	财务费用	929.3	1004.7	1242.9	1369.8
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
无形资产	4078.0	3942.1	3806.2	3670.2	营业利润	3275.4	4480.2	4884.8	5644.5
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
资产总计	109138.2	123292.0	135125.1	146303.0	利润总额	3273.5	4470.2	4904.8	5664.5
流动负债	47844.8	54404.9	58161.0	60207.5	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	归属母公司净利润	2963.5	3790.2	4162.9	4807.7
其他流动负债	13618.7	17413.6	19716.9	19499.0	EBIT	4542.7	3665.4	4272.8	5123.3
非流动负债	26320.1	31652.5	37179.5	43366.0	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					
负债合计	74164.9	86057.4	95340.6	103573.5	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	805.0	854.2	906.5	966.8	每股收益(元)	0.70	0.90	0.99	1.14
归属母公司股东权益	34168.3	36380.3	38878.1	41762.7	每股净资产(元)	8.09	8.61	9.20	9.88
负债和股东权益	109138.2	123292.0	135125.1	146303.0	发行在外股份(百万股)	4225.1	4225.1	4225.1	4225.1
					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%
					销售净利率(%)	5.3%	7.5%	7.5%	7.7%
					资产负债率(%)	68.0%	69.8%	70.6%	70.8%
					收入增长率(%)	47.1%	-10.5%	9.7%	12.8%
					净利润增长率(%)	34.1%	27.9%	9.8%	15.5%
					P/E	18.68	14.60	13.30	11.51
					P/B	1.62	1.52	1.42	1.33
					EV/EBITDA	20.30	27.21	23.60	20.71
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	5377.4	3136.1	6097.4	11741.6					
投资活动现金流	-5719.3	-8455.1	-9082.7	-9455.2					
筹资活动现金流	1469.9	2269.4	2761.1	1845.6					
现金净增加额	897.9	-3049.7	-224.2	4132.0					
折旧和摊销	1836.7	1530.7	2112.5	2552.1					
资本开支	-6703.0	-6543.7	-7171.3	-7543.8					
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>