

## 金风科技(002202.SZ)

## 风机毛利率大幅提升，新机型批量推出

## 推荐（维持）

现价：13.65元

## 主要数据

行业	电气设备
公司网址	www.goldwind.com.cn
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司 /18.27%
实际控制人	
总股本(百万股)	4,225
流通A股(百万股)	3,394
流通B/H股(百万股)	774
总市值(亿元)	556
流通A股市值(亿元)	463
每股净资产(元)	7.56
资产负债率(%)	68.9

## 行情走势图



## 证券分析师

皮秀	投资咨询资格编号 S1060517070004 010-56800184 PIXIU809@pingan.com.cn
朱栋	投资咨询资格编号 S1060516080002 021-20661645 ZHUDONG615@pingan.com.cn
王霖	投资咨询资格编号 S1060520120002 WANGLIN272@pingan.com.cn

## 研究助理

王子越	一般证券从业资格编号 S1060120090038 WANGZIYUE395@pingan.com.cn
-----	------------------------------------------------------------



## 事项：

公司发布 2021 半年报，实现营业收入 179.04 亿元，同比下降 7.83%，归母净利润 18.49 亿元，同比增长 45.0%，扣非后净利润 17.23 亿元，同比增长 50.58%，EPS 0.44 元。

## 平安观点：

- **业绩较快增长，风机盈利水平超预期。**上半年，公司实现营业收入 179.04 亿元，同比下降 7.83%，归母净利润 18.49 亿元，同比增长 45.0%；二季度，公司营收 110.81 亿元，同比下降 20.61%，归母净利润 8.76 亿元，同比增长 130.69%。上半年尽管营收因风机销量下滑而呈现一定幅度下滑，但利润规模在投资收益下降、费用率提升的背景下却实现较大幅度的增长，主要得益于风机业务毛利率的大幅提升；上半年公司风机业务毛利率达 20.54%，同比提升 8.35 个百分点，毛利率提升幅度超出市场预期。
- **风机出货结构明显改善，大型风机毛利率明显更高，推动风机业务整体毛利率大幅提升。**上半年，公司对外风机销量 2966MW，同比下降约 27.66%，主要因为去年陆上风机抢装导致出货基数较高。上半年公司风机毛利率呈现明显提升，主要因为大兆瓦产品的占比明显提升，且大兆瓦产品的毛利率明显更高。上半年 3/4S、6/8S 产品合计的容量占比达到 66%左右，销量规模明显超过 2S 产品，尤其是海上风机产品毛利率达到 25.94%，对风机业务整体毛利率的提升效果明显。截至上半年，公司在手的对外风机订单 15.04GW，较年初略有增加，推算上半年净新增的风机订单约 3.6GW。
- **新产品大量涌现，公司竞争力持续提升。**上半年，公司 GP21 平台在 GW165-4.0 机组基础上升级推出 GW165-4.2 以及 GW171-3.6/3.85 机组，有助于公司拓展低风速市场；面向中高速风资源，公司推出 3S/4S 平台 GW165-5.0 机组，将该平台功率等级推升至 5MW；公司面向全球市场推出 5S 平台系列产品，该平台包含 GW165-5.2、GW165-5.6、GW165-6.0 等机型，基于该新平台，公司大功率机组最大功率提升到 6MW；公司自主研发并安装的 155m 预制装配式钢混塔架顺利在国电恒罡白桥项目并网

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	38,245	56,265	50,223	55,615	61,214
YOY(%)	33.1	47.1	-10.7	10.7	10.1
净利润(百万元)	2,210	2,964	4,415	5,380	6,703
YOY(%)	-31.3	34.1	49.0	21.8	24.6
毛利率(%)	19.0	17.7	24.0	23.5	24.7
净利率(%)	5.8	5.3	8.8	9.7	11.0
ROE(%)	7.2	8.7	11.8	13.0	14.5
EPS(摊薄/元)	0.52	0.70	1.05	1.27	1.59
P/E(倍)	26.1	19.5	13.1	10.7	8.6
P/B(倍)	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3

运行，标志着 155m 高度钢混塔架进入商业化运行阶段。这些新的技术进展有助于推升公司整体竞争力并获取更多的订单。

- **风电运营量利齐升，后服务在运规模较快增长。**风电运营方面，上半年公司新投产的权益风电场规模 302MW，截至上半年公司在运的权益装机规模达 5617MW；由于 2020 年新投产的风电场规模较大，上半年风电运营业务收入达 27.8 亿元，同比增长 32.3%，且毛利率同比提升 1.2 个百分点至 72.4%；截至上半年在建规模约 2.5GW，未来自营风电场规模有望进一步提升。风电服务方面，上半年实现收入 16.4 亿元，其中后服务收入 7.5 亿元，毛利率明显提升，风电服务业务明显减亏；中长期看，风电后服务业务具有广阔的成长空间，截至上半年公司后服务业务在运项目容量约 17.2GW，较年初增加 22%，未来后服务业务有望成长成为公司重要增长点。
- **投资建议。**基于当前风机业务盈利情况以及风机价格走势，小幅调整盈利预测，预计 2021-2022 年归母净利润 44.15、53.80 亿元（原预测值 42.71、56.14 亿元），对应 EPS 1.05、1.27 元，动态 PE 13.1、10.7 倍。风电行业景气向上，公司风机业务具有较强的竞争力，盈利水平持续提升，维持“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）国内风电市场需求与宏观经济、政策以及风电自身的降本能力等因素有关，可能存在国内市场需求不及预期的风险。（2）公司正在积极地拓展海外市场，如果海外疫情控制不及预期，或者海外贸易保护问题加剧，可能对公司海外业务产生不利影响。（3）当前风机行业竞争激烈，如果公司不能通过持续的技术进步提升风机产品竞争力，风机业务盈利水平可能不及预期。

图表1 2021H1 公司主要业务情况概览

	营业收入 (亿元)			毛利率	
	2021H1	2020H1	同比增速	2021H1	2020H1
风机销售	125.1	136.9	-8.6%	20.5%	12.2%
风机零部件	3.6	8.8	-58.7%	13.6%	11.3%
风电服务	16.4	22.3	-26.2%	6.9%	-8.6%
风电场开发	27.8	21.0	32.3%	72.4%	71.2%
其他	6.1	5.3	14.1%	43.5%	58.3%
合计	179.0	194.3	-7.8%	28.0%	17.4%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 公司 2021H1 及 2020H1 分部业务概览 (亿元)

2021 上半年分部业务情况						
	风机制造与销售	风电服务	风电场开发	其他	未分配及调整和抵销	合计
对外交易收入	128.9	16.7	27.8	5.6	0.0	179.0
分部间交易收入	13.4	3.2	0.1	1.2	-17.9	0.0
营业收入合计	142.2	19.9	27.9	6.9	-17.9	179.0
资产减值损失	0.6	0.0	0.5	0.0	0.0	1.0
信用减值损失(转回)	0.4	0.3	0.0	0.3	0.1	1.1
利润(亏损)总额	5.9	-0.6	15.5	5.8	-3.3	23.3
所得税费用	1.4	-0.1	2.0	1.7	-0.7	4.3
<b>净利润</b>	<b>4.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>13.5</b>	<b>4.1</b>	<b>-2.7</b>	<b>19.0</b>

2020 上半年分部业务情况						
	风机制造与销售	风电服务	风电场开发	其他	未分配及调整和抵销	合计
对外交易收入	145.8	22.5	21.2	4.7	0.0	194.3
分部间交易收入	9.7	2.9	0.0	1.1	-13.7	0.0
营业收入合计	155.6	25.4	21.2	5.8	-13.7	194.3
资产减值损失	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
信用减值损失(转回)	1.4	0.5	0.0	0.1	0.3	2.3
利润(亏损)总额	1.9	-3.6	11.7	2.3	2.1	14.4
所得税费用	0.5	-0.9	0.9	0.7	0.3	1.5
<b>净利润</b>	<b>1.4</b>	<b>-2.7</b>	<b>10.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>12.9</b>

资料来源: WIND, 平安证券研究所

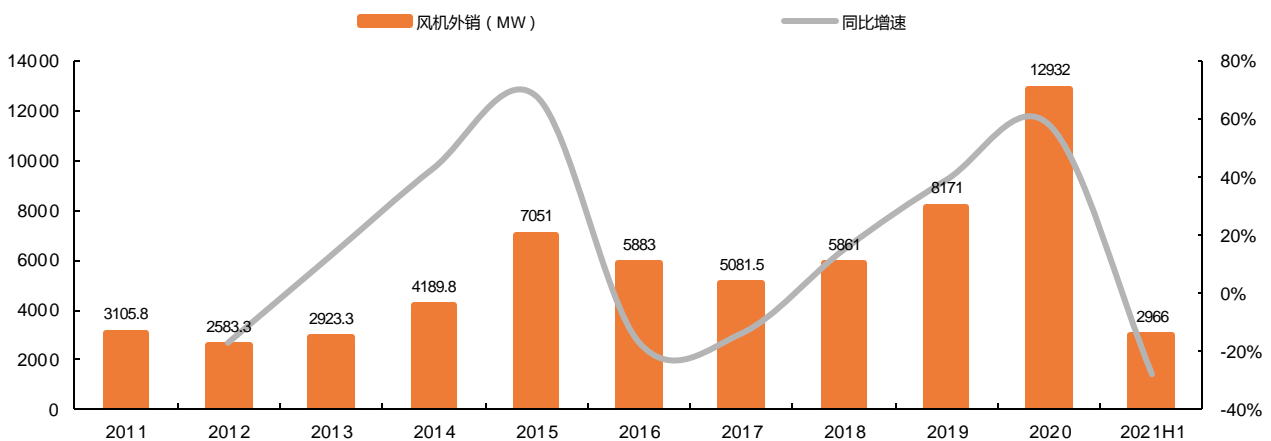
图表3 公司各类风机产品的销量、营收、毛利率情况

产品类型		2018	2019	2020	2020H1	2020H2	2021H1
1.5MW	收入 (亿元)	14.49	4.84	9.62	2.8	6.82	0.047
	毛利率(%)	26.93	25.58	26.19	35.21	22.49	20.75
	销量 (MW)	360	130.8	301.7	86.1	215.6	1.65
	每瓦成本 (元)	2.94	2.75	2.35	2.11	2.45	2.26
	每瓦收入 (元)	4.03	3.70	3.19	3.25	3.16	2.85
2S	收入 (亿元)	172.89	225.98	341.81	115.64	226.17	32.65

	毛利率(%)	18.96	11.58	13.85	10.98	15.32	14.50
	销量(MW)	5105	7085.9	10714.3	3571.7	7142.6	1017.4
	每瓦成本(元)	2.74	2.82	2.75	2.88	2.68	2.74
	每瓦收入(元)	3.39	3.19	3.19	3.24	3.17	3.21
	收入(亿元)	19.07	25.86	58.91	9.26	49.65	42.35
3/4S	毛利率(%)	19.38	13.98	14.11	15.74	13.81	18.80
	销量(MW)	342	701.0	1434.06	276.4	1157.69	1151.9
	每瓦成本(元)	4.5	3.17	3.53	2.82	3.70	2.99
	每瓦收入(元)	5.58	3.69	4.11	3.35	4.29	3.68
6/8S	收入(亿元)	3.71	14.85	29.46	9.19	20.27	50.05
	毛利率(%)	-7.01	15.8	20.16	16.8	21.68	25.94
	销量(MW)	54	253.3	481.65	165.8	315.85	794.9
	每瓦成本(元)	7.35	4.94	4.88	4.61	5.03	4.66
	每瓦收入(元)	6.87	5.86	6.12	5.54	6.42	6.30

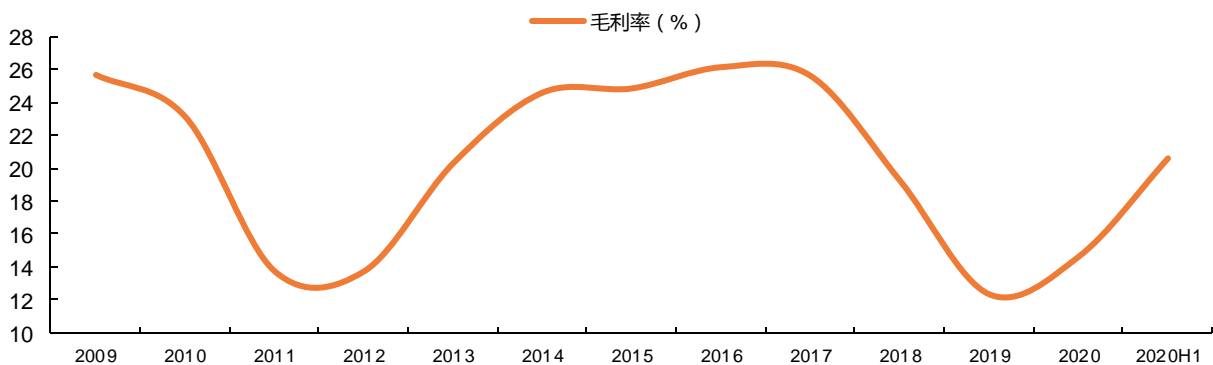
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 公司历年风机业务对外销售情况



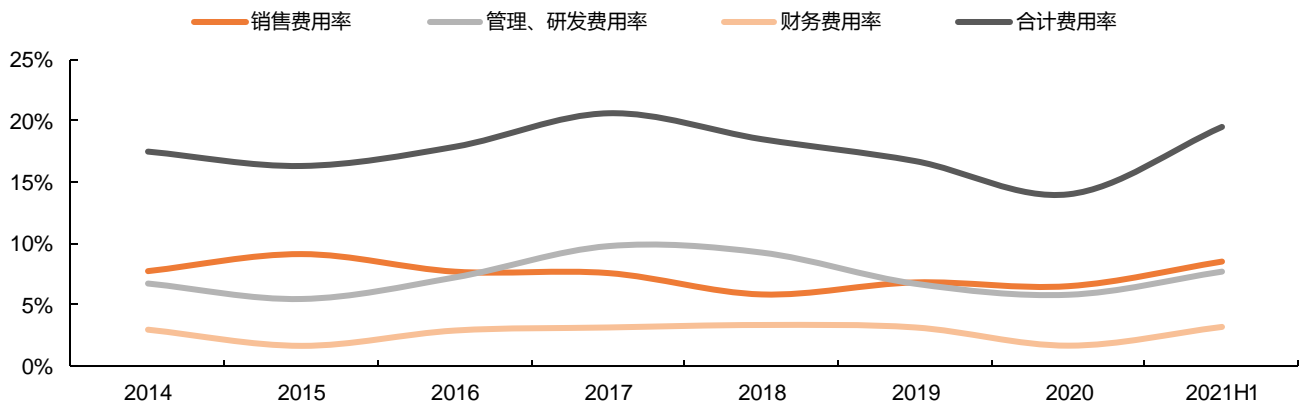
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 历年公司风机业务毛利率情况



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 公司费用率走势



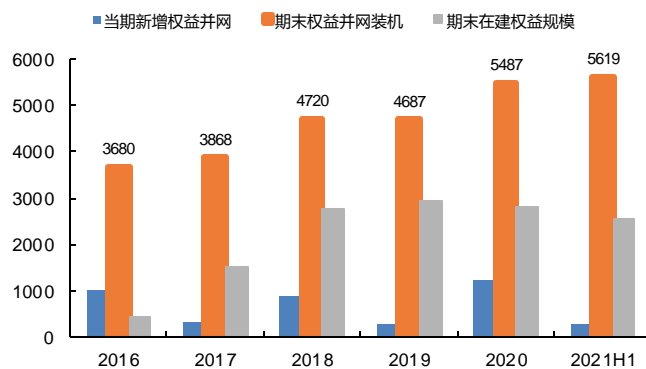
资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表7 公司质量保证准备金计提情况

年度	计提总规模 (亿元)	计提金额占风机收入比重	转回规模 (亿元)	体现在销售费用里的质保金计提规模 (亿元)	当期消耗 (亿元)
2013	5.2	4.9%	0.5	4.7	2.3
2014	9.5	6.2%	1.0	8.5	3.5
2015	21.1	7.9%	1.3	19.8	5.8
2016	15.6	7.1%	2.1	13.5	8.7
2017	15.9	8.5%	6.3	9.6	10.6
2018	14.6	6.9%	7.9	6.7	11.0
2019	19.4	7.1%	4.1	15.2	12.9
2020	26.7	6.1%	4.5	22.2	14.8
2021H1	13.6	10.9%	3.2	9.6	5.0

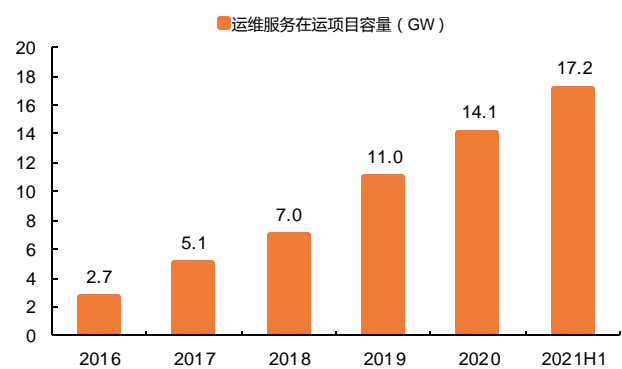
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表8 公司在运风场权益装机规模较快增长 (MW)



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表9 公司后服务在运项目容量 (GW)



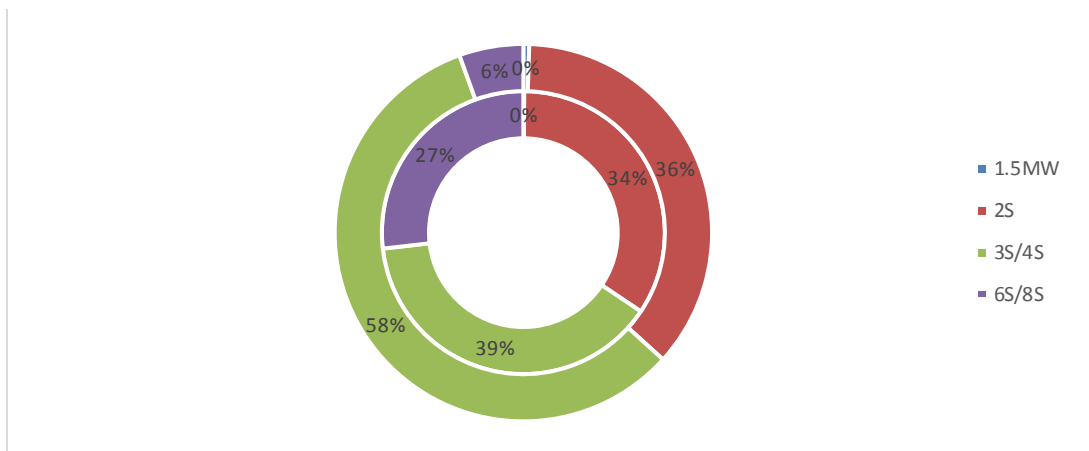
资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表10 近年的风机在手订单及净新增订单情况 ( MW )

年份	截至期末在手订单	当期交付	当期净新增订单
2015	11908	7051	7012
2016	14176	5883	8151
2017	15856	5082	6762
2018	18510	5861	8515
2019	20281	8171	9942
2020	14398	12932	7049
2021H1	15038	2966	3606

资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表11 2021H1 风机出货结构 ( 内圈 ) 与截至 2021H1 在手订单结构 ( 外圈 ) 的比较



资料来源:WIND, 平安证券研究所

会计年度	单位: 百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	44,038	49,826	55,123	60,497
现金	8,274	7,533	8,342	9,182
应收票据及应收账款	23,985	25,419	28,148	30,982
其他应收款	1,792	1,852	2,051	2,257
预付账款	1,520	2,302	2,549	2,806
存货	5,718	5,230	5,825	6,316
其他流动资产	2,749	7,489	8,207	8,953
<b>非流动资产</b>	65,100	68,243	70,800	72,706
长期投资	6,403	6,667	6,931	7,195
固定资产	22,754	26,765	32,128	36,841
无形资产	4,078	4,219	4,579	4,909
其他非流动资产	31,865	30,592	27,162	23,761
<b>资产总计</b>	109,138	118,069	125,923	133,203
<b>流动负债</b>	47,845	53,927	58,092	61,836
短期借款	2,641	3,606	2,235	1,140
应付票据及应付账款	28,610	30,278	33,727	36,568
其他流动负债	16,594	20,044	22,130	24,127
<b>非流动负债</b>	26,320	25,900	25,607	24,182
长期借款	19,943	19,523	19,230	17,805
其他非流动负债	6,377	6,377	6,377	6,377
<b>负债合计</b>	74,165	79,827	83,699	86,017
少数股东权益	805	849	903	970
股本	4,225	4,225	4,225	4,225
资本公积	12,115	12,115	12,115	12,115
留存收益	17,828	21,052	24,981	29,876
<b>归属母公司股东权益</b>	34,168	37,392	41,321	46,216
<b>负债和股东权益</b>	109,138	118,069	125,923	133,203

会计年度	单位: 百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	5,377	5,429	9,207	10,354
净利润	2,965	4,459	5,434	6,770
折旧摊销	2,015	2,528	3,207	3,858
财务费用	929	1,065	1,039	941
投资损失	-1,685	-1,424	-1,664	-1,664
营运资金变动	199	-1,411	1,047	305
其他经营现金流	954	212	144	144
<b>投资活动现金流</b>	-5,719	-4,458	-4,244	-4,244
资本支出	6,511	5,500	5,500	5,500
长期投资	-983	0	0	0
其他投资现金流	-11,248	-9,958	-9,744	-9,744
<b>筹资活动现金流</b>	1,470	-1,711	-4,154	-5,269
短期借款	666	965	-1,371	-1,095
长期借款	3,907	-420	-293	-1,425
其他筹资现金流	-3,103	-2,256	-2,490	-2,749
<b>现金净增加额</b>	898	-740	809	840

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

会计年度	单位: 百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	56,265	50,223	55,615	61,214
营业成本	46,289	38,177	42,525	46,109
税金及附加	225	208	230	253
营业费用	3,651	3,666	3,615	3,918
管理费用	1,782	1,808	1,891	2,020
研发费用	1,478	1,557	1,668	1,775
财务费用	929	1,065	1,039	941
资产减值损失	-425	-206	-229	-252
信用减值损失	-150	-251	-278	-306
其他收益	230	246	246	246
公允价值变动收益	9	9	9	9
投资净收益	1,685	1,424	1,664	1,664
资产处置收益	16	62	62	62
<b>营业利润</b>	3,275	5,027	6,121	7,623
营业外收入	17	26	26	26
营业外支出	19	42	42	42
<b>利润总额</b>	3,274	5,011	6,105	7,607
所得税	308	551	672	837
<b>净利润</b>	2,965	4,459	5,434	6,770
少数股东损益	2	44	54	67
<b>归属母公司净利润</b>	2,964	4,415	5,380	6,703
EBITDA	6,218	8,603	10,352	12,405
EPS (元)	0.70	1.05	1.27	1.59

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	47.1	-10.7	10.7	10.1
营业利润(%)	27.4	53.5	21.8	24.5
归属于母公司净利润(%)	34.1	49.0	21.8	24.6
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	17.7	24.0	23.5	24.7
净利率(%)	5.3	8.8	9.7	11.0
ROE(%)	8.7	11.8	13.0	14.5
ROIC(%)	8.1	9.6	10.6	12.2
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	68.0	67.6	66.5	64.6
净负债比率(%)	40.9	40.8	31.1	20.7
流动比率	0.9	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	2.3	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	2.8	2.0	2.0	2.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.70	1.05	1.27	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	1.28	2.18	2.45
每股净资产(最新摊薄)	7.38	8.14	9.07	10.23
<b>估值比率</b>				
P/E	19.5	13.1	10.7	8.6
P/B	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	13.1	9.3	7.5	6.1

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 B 座 25 楼  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 16 层  
邮编：100033