

## 在手订单饱满，风机毛利大幅提升

### ——金风科技（002202）点评报告

买入（维持）

2021年08月25日

#### 报告关键要素：

公司发布21年中报，上半年实现营收179.04亿元，同比-7.83%；归母净利润18.49亿元；同比+45%。营收下滑主要是风机销售容量下降所致，净利高增主要是公司毛利率水平同比大幅提升。

#### 投资要点：

**风机销量有所下滑，大型风机占比提升降低成本：**公司上半年实现风机销量2.97GW，同比-27.66%，销量下滑导致收入下降，21H1实现风机销售收入128.72亿元，同比-11.63%。尽管销量下滑，但公司成本大幅下降，利润率提升明显。公司上半年综合毛利率28%，同比+10.6pct，其中风机及零部件毛利率20.34%，同比+8.2pct。分机型来看，3S/4S及6S/8S毛利率分别是18.80%（同比+3.06pct）及25.94%（同比+9.14pct），2S毛利14.5%（同比+3.52pct）。公司大风机占比激增，进一步拉高毛利率，3S/4S占比由去年的6.74%增至38.84%；6S/8S占比由去年的4.04%增至26.80%。

**在手订单饱满，未来三年业绩可期：**截至报告期，公司外部待执行订单总量为12.95GW，分别为：1.5MW机组75.00MW，2S平台4,850.00MW，3S/4S平台7,196.92MW，6S/8S平台831.30MW；公司外部中标未签订单2,085.10MW，包括2S平台606.50MW，3S/4S平台1,478.60MW；公司在手外部订单共计15.04GW。在手订单充沛，公司未来业绩有望持续增长。

**大数据支持风电运营，逐步向资管业务转变：**公司十年布局人工智能大数据统运统维，H1自营风电场新增权益并网装机容量302MW，转让权益并网容量273MW，发电收入27.8亿元，同比+32.34%。公司把握可再生能源资产一体化的必然趋势，由运维向资管转变。风电服务收入16.45亿元，其中后服务收入7.49亿元，同比+29.05%，管理风电场资产规模979.79万千瓦，同比+70.24%。公司风电服务板块盈利水平大幅改善，上半年毛利率6.9%，同比+15.5pct。

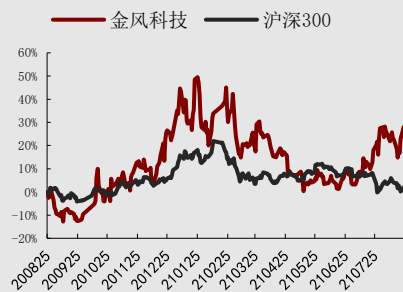
**盈利预测与投资建议：**预计公司21-23年实现营业收入分别为596.10/604.62/673.66亿元，归母净利润37.19/45.33/57.88亿元，EPS分别为0.88/1.07/1.37元/股，今年风电行业景气度超出市场预期，基于公司在风电整机商中的龙头地位，我们维持买入评级。

**风险因素：**风机价格上涨不及预期；原材料和零部件价格上涨风险；公司后续订单量不及预期。

#### 基础数据

总股本(百万股)	4,225.07
流通A股(百万股)	3,393.60
收盘价(元)	14.13
总市值(亿元)	597.00
流通A股市值(亿元)	479.51

#### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

#### 相关研究

一季度业绩稳定，毛利率大幅改善  
风机业务高增，盈利能力提升  
万联证券研究所 20201029-公司季报点评  
-AAA-金风科技（002202）季报点评报告

**分析师：**江维  
执业证书编号：S0270520090001  
电话：01056508507  
邮箱：jiangwei@wlzq.com

**研究助理：**郝占一  
电话：01056508507  
邮箱：haozy@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	56265.11	59610.39	60462.19	67365.63
增长比率(%)	47	6	1	11
净利润(百万元)	2963.51	3718.57	4533.25	5788.40
增长比率(%)	34	25	22	28
每股收益(元)	0.70	0.88	1.07	1.37
市盈率(倍)	20.15	16.05	13.17	10.31
市净率(倍)	1.75	1.40	1.13	0.92

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>56265</b>	<b>59610</b>	<b>60462</b>	<b>67366</b>
%同比增速	47%	6%	1%	11%
营业成本	46289	46386	47376	52521
毛利	9976	13224	13086	14845
%营业收入	18%	22%	22%	22%
税金及附加	225	204	225	241
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	3651	4769	4232	4513
%营业收入	6%	8%	7%	7%
管理费用	1782	2981	2721	2829
%营业收入	3%	5%	5%	4%
研发费用	1478	1788	1512	1549
%营业收入	3%	3%	3%	2%
财务费用	929	972	974	993
%营业收入	2%	2%	2%	1%
资产减值损失	-425	-100	-100	-100
信用减值损失	-150	0	0	0
其他收益	230	0	0	0
投资收益	1685	1788	1814	2021
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	9	0	0	0
资产处置收益	16	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3275</b>	<b>4198</b>	<b>5136</b>	<b>6640</b>
%营业收入	6%	7%	8%	10%
营业外收支	-2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3274</b>	<b>4198</b>	<b>5136</b>	<b>6640</b>
%营业收入	6%	7%	8%	10%
所得税费用	308	462	591	830
净利润	2965	3736	4546	5810
%营业收入	5%	6%	8%	9%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2964</b>	<b>3719</b>	<b>4533</b>	<b>5788</b>
%同比增速	34%	25%	22%	28%
少数股东损益	2	18	12	22
EPS (元/股)	0.70	0.88	1.07	1.37

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.70	0.88	1.07	1.37
BVPS	8.09	10.09	12.49	15.39
PE	20.15	16.05	13.17	10.31
PEG	0.60	0.63	0.60	0.37
PB	1.75	1.40	1.13	0.92
EV/EBITDA	15.96	15.81	13.99	10.54
ROE	9%	9%	9%	9%
ROIC	4%	5%	5%	5%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	8274	3451	10870	18779
交易性金融资产	500	500	500	500
应收票据及应收账款	20816	29542	28578	31509
存货	5718	8736	8483	9081
预付款项	1520	2348	2206	2397
合同资产	1008	1107	1166	1268
其他流动资产	6203	6479	6445	6681
流动资产合计	44038	52164	58248	70213
长期股权投资	6403	6403	6403	6403
固定资产	20522	24705	29733	35580
在建工程	12859	15522	18312	21245
无形资产	4078	4078	4078	4078
商誉	355	355	355	355
递延所得税资产	2245	2245	2245	2245
其他非流动资产	18639	17961	17961	17961
<b>资产总计</b>	<b>109138</b>	<b>123432</b>	<b>137334</b>	<b>158079</b>
短期借款	2641	0	2000	4000
应付票据及应付账款	28610	34298	33758	37067
预收账款	7	9	8	10
合同负债	8374	10542	10727	11508
应付职工薪酬	892	1042	1010	1122
应交税费	805	815	818	923
其他流动负债	9157	7740	9788	12040
流动负债合计	47845	54446	56109	62669
长期借款	18038	17038	19038	21038
应付债券	0	200	300	200
递延所得税负债	815	815	815	815
其他非流动负债	7467	7467	7467	7467
<b>负债合计</b>	<b>74165</b>	<b>79966</b>	<b>83729</b>	<b>92189</b>
归属于母公司的所有者权益	34168	42643	52770	65032
少数股东权益	805	823	835	857
<b>股东权益</b>	<b>34973</b>	<b>43466</b>	<b>53606</b>	<b>65889</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>109138</b>	<b>123432</b>	<b>137334</b>	<b>158079</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>5377</b>	<b>921</b>	<b>5912</b>	<b>6708</b>
投资	1566	0	0	0
资本性支出	-7426	-2985	-3290	-3432
其他	140	1788	1814	2021
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-5719</b>	<b>-1196</b>	<b>-1476</b>	<b>-1411</b>
债权融资	0	200	100	-100
股权融资	1054	0	0	0
银行贷款增加(减少)	8277	-3641	4000	4000
筹资成本	-1761	-1107	-1116	-1288
其他	-6099	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1470</b>	<b>-4548</b>	<b>2984</b>	<b>2612</b>
<b>现金净流量</b>	<b>898</b>	<b>-4823</b>	<b>7419</b>	<b>7909</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场