

金风科技三季度报点评：Q3 销量环比大幅提升，3-4S 平台机组已成主流 买入（维持）

2021年10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 郭亚男

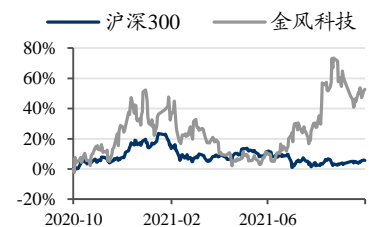
guoyn@dwzq.com.cn

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

- **2021Q3 公司归母净利润 11.64 亿元，同比增长 47%，环比增长 33%，符合市场预期。**公司发布 2021 年三季度报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 335.5 亿元，同比下降 9.40%；实现归属母公司净利润 30.13 亿元，同比增长 45.61%。其中 2021Q3，实现营业收入 156.47 亿元，同比下降 11.13%，环比增长 41.20%；实现归属母公司净利润 11.64 亿元，同比增长 46.58%，环比增长 32.84%。公司在原材料成本上涨及信用减值较大的压力下，公司三季度出货量快速增长带动归母净利润环比同比快速增长。
- **风机销售环比快速提升+大机型占比持续提升，毛利率实现同比上升。**2021 年 Q1-Q3 公司实现对外销售机组容量 6.35GW，同比下降 23.67%；其中 Q3 公司对外销售机组容量 3.38GW，同比下降 19.78%，环比上升 80.40%，销售环比大幅提升。Q1-3 综合毛利率为 26.28%，同比上升 9.02pct，Q3 毛利率 24.34%，同比上升 7.23pct，环比下降 3.38pct。毛利率同比上升，主要原因：1）出货结构改善，Q1-3 公司大机型 3S/4S、6S/8S 机型占比 39.56%、23.42%，较去年同比提升 30.25pct、19.28pct，大机型毛利率更高，带来盈利结构改善；2）成本快速下降，陆风退补驱动产业链降本，部分零部件采购价格回落，叠加公司增强产品设计技术，实现成本快速下降。
- **风机业务在手订单上升，后续业绩增量可期。**今年以来风机招标价格持续下跌，截至 2021 年 9 月公开投标市场均价已跌至 2300-2400 元/KW，充分刺激需求起量，公司在手订单持续提升。截至 2021 年 Q3 末公司在手订单 16.3GW，其中外部订单合计 15.1GW，外部已签合同待执行的订单 13.3GW，外部中标未签合同订单为 1.75GW。且外部订单中仍以 3S/4S 平台为主，占比 63%，是公司占比最大的平台产品。MSPM(中速永磁产品)在短时间内获得市场认可，在手订单规模超过 670MW，占比 5%左右。我们认为风机价格短期内下跌空间不大，二三线企业盈利或因此有所下滑，公司通过提升大机型产品占比、规模化生产、去冗余等方式加速降本，后续业绩增量可期。
- **销售风机收到账款增加+原材料预付款减少，公司经营活动现金流回归正常水平。**公司 2021Q1-3 经营活动现金流量净流出 22.29 亿元，同比下降 196.09%，其中 Q3 经营活动现金流量净额 18.59 亿元；销售商品取得现金 322.44 亿元，同比下降 15.27%。期末合同负债 76.96 亿元，比期初下降 1.85%。期末应收账款 225.66 亿元，较期初增长 17.17 亿元，应收账款周转天数下降 34.89 天至 174.55 天。期末存货 76.76 亿元，较期初下降 5.13 亿元；存货周转天数下降 21.52 天至 73.11 天。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司风机销售环比快速提升，龙头地位巩固。我们维持 2021-2023 年净利润预测 37.90/41.63/48.08 亿元，同比增长 27.9%/9.8%/15.5%，对应 EPS 为 0.90/0.99/1.14 元/股，我们给予 2022 年 22 倍 PE，对应目标价 21.78 元，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)	16.67
一年最低/最高价	10.61/19.65
市净率(倍)	2.21
流通 A 股市值(百万元)	56571.23

基础数据

每股净资产(元)	7.79
资产负债率(%)	69.79
总股本(百万股)	4225.07
流通 A 股(百万股)	3393.60

相关研究

- 1、《金风科技（002202）：21Q1 报点评：毛利率显著修复，招标量持续提升》2021-04-27
- 2、《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
- 3、《金风科技（002202）：经营性业绩环比改善，大机型占比提升》2020-10-29

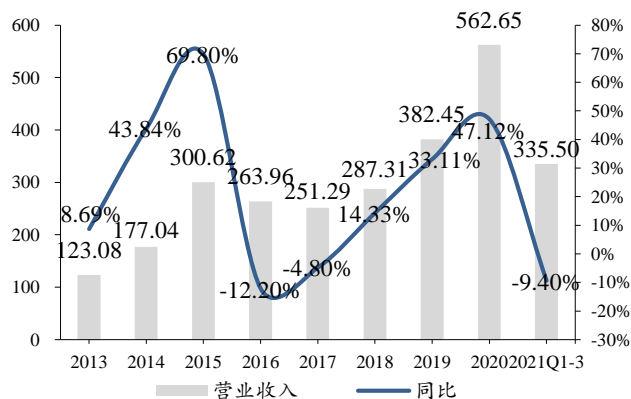
2021Q3 公司归母净利润 11.64 亿元，同比增长 47%，环比增长 33%，符合市场预期。公司发布 2021 年三季报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 335.5 亿元，同比下降 9.40%；实现归属母公司净利润 30.13 亿元，同比增长 45.61%。其中 2021Q3，实现营业收入 156.47 亿元，同比下降 11.13%，环比增长 41.20%；实现归属母公司净利润 11.64 亿元，同比增长 46.58%，环比增长 32.84%。公司在原材料成本上涨及信用减值较大的压力下，公司三季度出货量快速增长带动归母净利润环比同比快速增长。

表 1: 金风科技 2021Q1-Q3 核心财务数据

金风科技	2021Q1-3	2020Q1-3	同比	2021Q3	2020Q3	同比	2021Q2	环比
营业收入	335.50	370.31	-9.4%	156.47	176.06	-11.1%	110.81	41.2%
毛利率	26.3%	17.3%	+9.0pct	24.3%	17.1%	+7.2pct	27.7%	-3.4pct
营业利润	37.40	23.85	56.8%	13.96	9.45	47.8%	11.46	21.8%
利润总额	37.31	23.77	57.0%	13.99	9.42	48.6%	11.30	23.8%
归属母公司净利润	30.13	20.69	45.6%	11.64	7.94	46.6%	8.76	32.8%
扣非归母净利润	28.53	18.56	53.7%	11.30	7.11	58.8%	8.06	40.1%
归母净利率	9.0%	5.6%	+3.4pct	7.4%	4.5%	+2.9pct	7.9%	-0.5pct
股本	42.25	42.25	-	42.25	42.25	-	42.25	-
EPS	0.71	0.49	45.6%	0.28	0.19	46.6%	0.21	32.8%

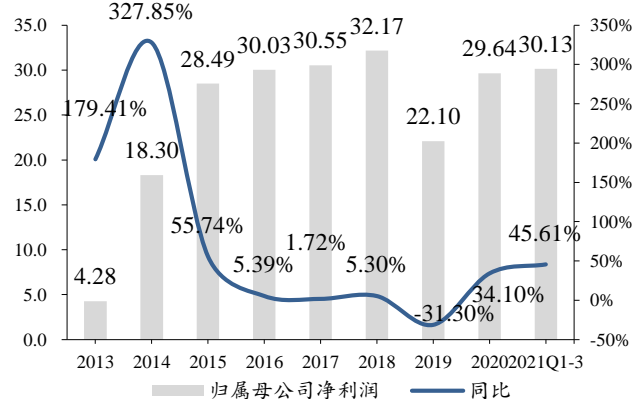
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1: 2021Q1-3 收入 335.5 亿元，同比-9.40%



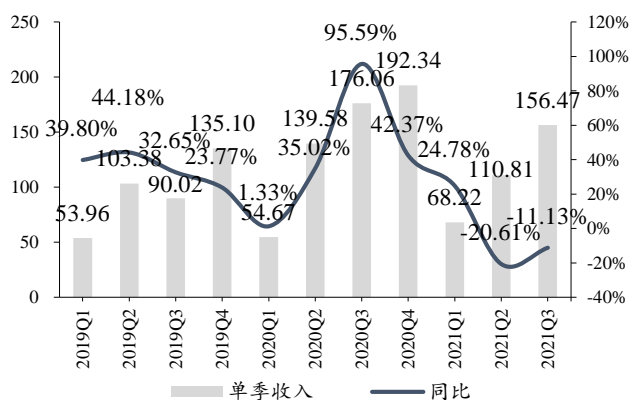
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2: 2021Q1-3 归母净利润 30.13 亿元，同比+45.61%



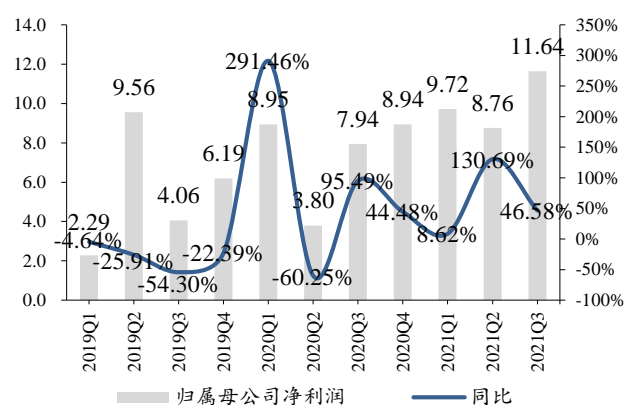
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3: 2021Q3 收入 156.47 亿元, 同比-11.13%



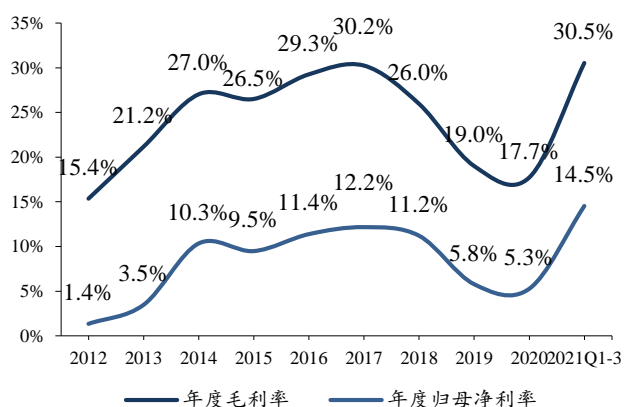
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q3 归母净利润 11.64 亿元, 同比+46.58%



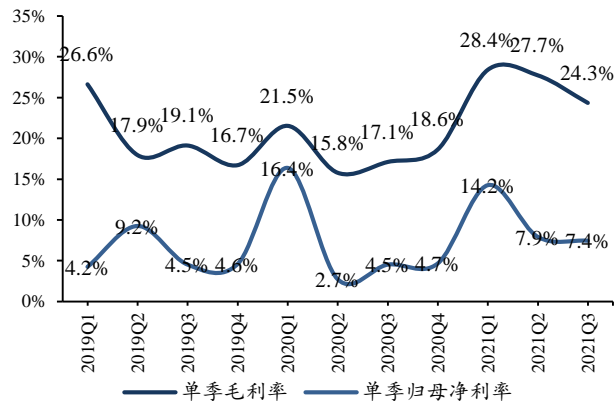
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021Q1-3 毛利率、净利率同比+9.02、+3.39pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

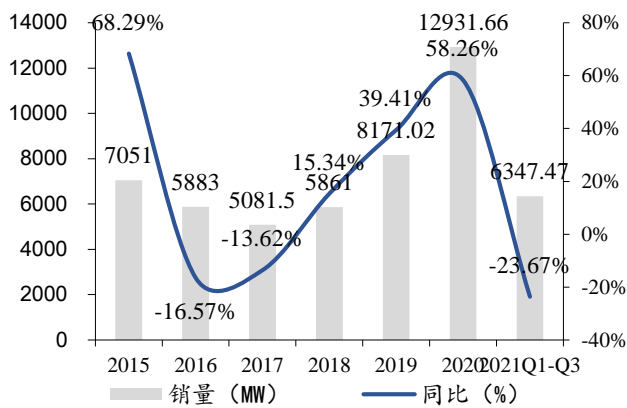
图 6: 2021Q3 毛利率、净利率同比+7.23、+2.93pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

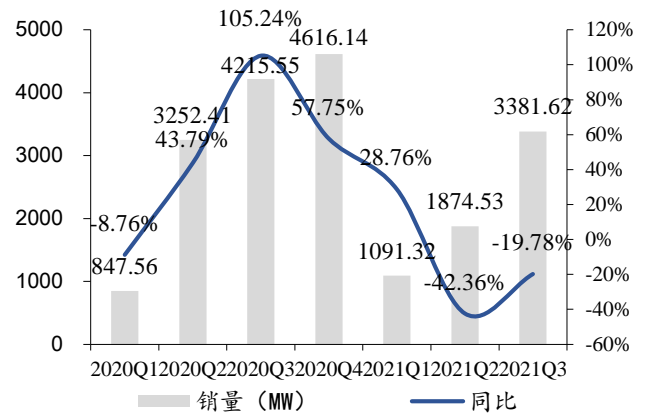
风机销售环比快速提升+大机型占比持续提升, 毛利率实现同比上升。2021 年 Q1-Q3 公司实现对外销售机组容量 6.35GW, 同比下降 23.67%; 其中 Q3 公司对外销售机组容量 3.38GW, 同比下降 19.78%, 环比上升 80.40%, 销售环比大幅提升。Q1-3 综合毛利率为 26.28%, 同比上升 9.02pct, Q3 毛利率 24.34%, 同比上升 7.23pct, 环比下降 3.38pct。毛利率同比上升, 主要原因: 1) 出货结构改善, Q1-3 公司大机型 3S/4S、6S/8S 机型占比 39.56%、23.42%, 较去年同比提升 30.25pct、19.28pct, 大机型毛利率更高, 带来盈利结构改善; 2) 成本快速下降, 陆风退补驱动产业链降本, 部分零部件采购价格回落, 叠加公司增强产品设计技术, 实现成本快速下降。

图 7: 公司风机销量 (MW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 8: 公司风机销量-分季度 (MW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

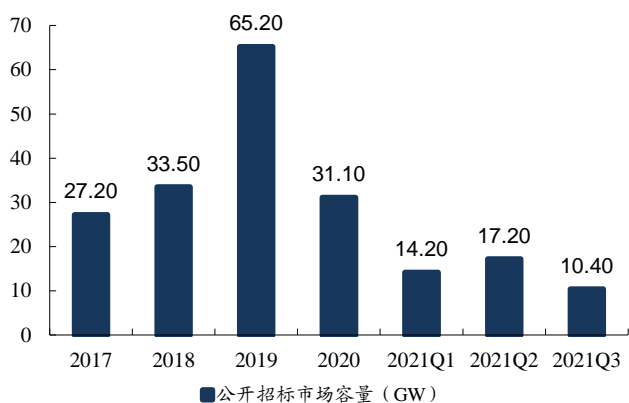
风机业务在手订单上升, 后续业绩增量可期。今年以来风机招标价格持续下跌, 截至 2021 年 9 月公开投标市场均价已跌至 2300-2400 元/KW, 充分刺激需求起量, 公司在手订单持续提升。截至 2021 年 Q3 末公司在手订单 16.3GW, 其中外部订单合计 15.1GW, 外部已签合同待执行的订单 13.3GW, 外部中标未签合同订单为 1.75GW。且外部订单中仍以 3S/4S 平台为主, 占比 63%, 是公司占比最大的平台产品。MSPM(中速永磁产品)在短时间内获得市场认可, 在手订单规模超过 670MW, 占比 5%左右。我们认为风机价格短期内下跌空间不大, 二三线企业盈利或因此有所下滑, 公司通过提升大机型产品占比、规模化生产、去冗余等方式加速降本, 后续业绩增量可期。

表 2: 公司风机销量及外部订单结构

	1.5MW	2S	3S/4S	6S/8S	MSPM	合计
2020 销量 (MW)	301.65	10714.3	1434.06	481.65		12932
占比	2.33%	82.85%	11.09%	3.72%		100.00%
2021Q1-Q3 销量 (MW)	46.65	2,303.00	2,511.22	1,486.60		6347.47
占比	0.73%	36.28%	39.56%	23.42%		100.00%
2020 外部订单 (MW)	77	6440.9	5674.52	2206.4		14398
占比	0.53%	44.73%	39.41%	15.32%		100.00%
2021Q1-Q3 外部订单 (MW)	31.5	4,351.40	8,499.50	143.45	318.5	13344.35
占比	0.24%	32.61%	63.69%	1.07%	2.39%	100.00%

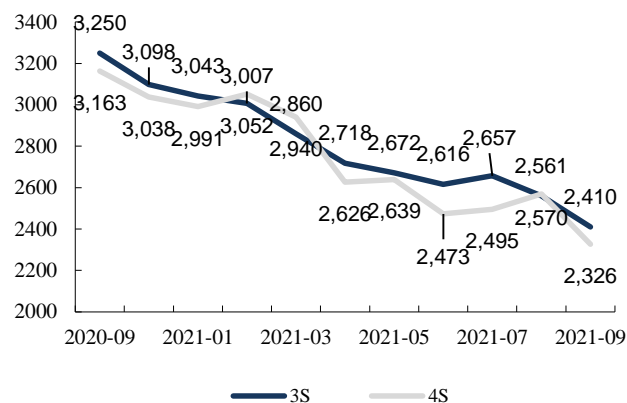
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 9: 风机公开招标市场容量 (GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

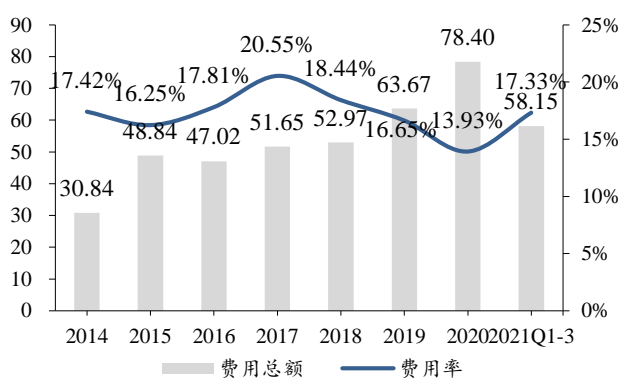
图 10: 风机月度公开招标市场均价 (元/KW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

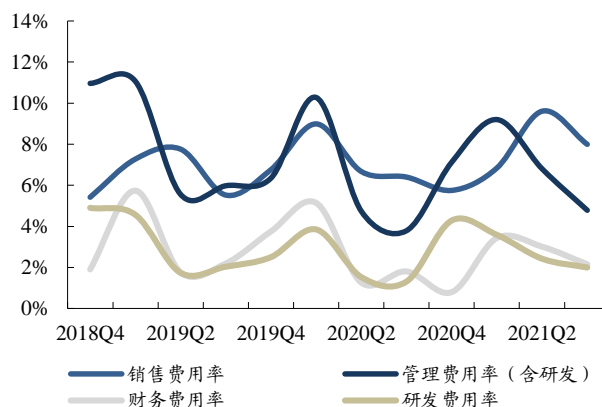
三费控制能力强, 2021 年管理费用率持续下降。公司 2021Q1-3 费用同比增长 11.55% 至 58.15 亿元, 期间费用率上升 3.26 个百分点至 17.33%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比上升 9.15%、上升 12.69%、上升 26.13%、上升 16.65% 至 27.8 亿元、21.3 亿元、8.25 亿元、9.05 亿元; 费用率分别上升 1.41、上升 1.24、上升 0.69、上升 0.6 个百分点至 8.29%、6.35%、2.46%、2.70%。Q3, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比 +11.03%/+12.23%/+35.41%/+5.88%, 费用率分别为 7.99%/4.78%/1.99%/2.15%。

图 11: 2021Q1-3 期间费用 58.15 亿元, 同比+11.55%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2021Q3 期间费用率 14.92%, 同比+2.94pct

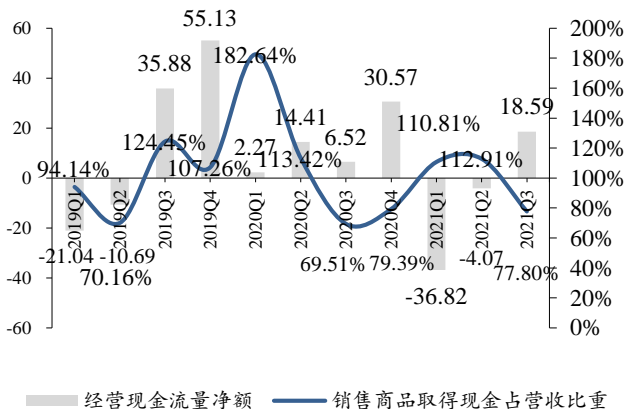


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

销售风机收到账款增加+原材料预付款减少, 公司经营活动现金流回归正常水平。公司 2021Q1-3 经营活动现金流量净流出 22.29 亿元, 同比下降 196.09%, 其中 Q3 经营活动现金流量净额 18.59 亿元; 销售商品取得现金 322.44 亿元, 同比下降 15.27%。期末合同负债 76.96 亿元, 比期初下降 1.85%。期末应收账款 225.66 亿元, 较期初增长 17.17

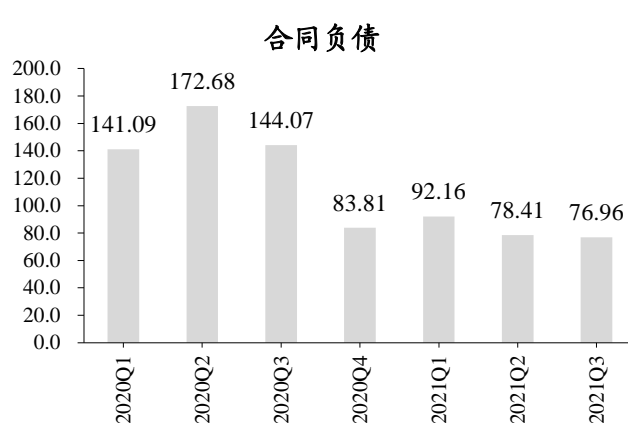
亿元，应收账款周转天数下降 34.89 天至 174.55 天。期末存货 76.76 亿元，较期初下降 5.13 亿元；存货周转天数下降 21.52 天至 73.11 天。

图 13: 2021Q3 现金净流入 18.59 亿元, 同比+185.33%



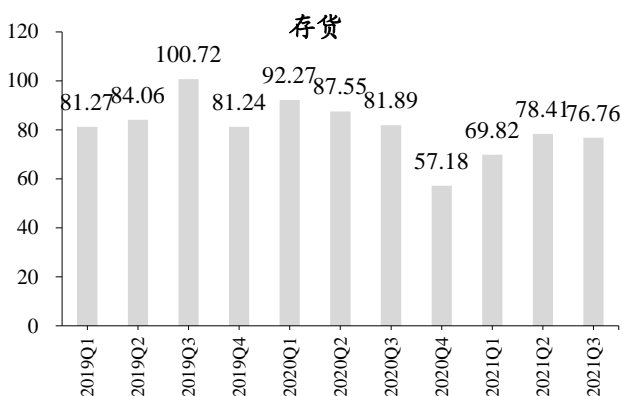
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 2021Q3 期末合同负债 76.96 亿元, 同比-46.58%



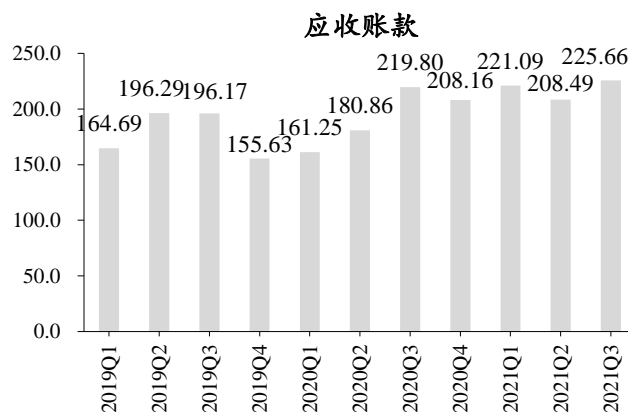
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 15: 2021Q3 期末存货 76.76 亿元, 同比-5.13 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 16: 2021Q3 期末应收账款 225.66 亿元, 较期初+17.17 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司风机销售环比快速提升, 龙头地位巩固。我们维持 2021-2023 年净利润预测 37.90/41.63/48.08 亿元, 同比增长 27.9%/9.8%/15.5%, 对应 EPS 为 0.90/0.99/1.14 元/股, 我们给予 2022 年 20 倍 PE, 对应目标价 19.80 元, 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)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	44038	50792	55605	59830	营业收入	56265	50380	55271	62322
现金	8274	5224	5000	9132	营业成本	46289	39561	43343	48848
应收账款	22327	24845	27257	28733	营业税金及附加	225	252	276	312
存货	5718	9213	9500	9372	营业费用	3651	3476	3786	4176
其他流动资产	7720	11510	13849	12593	管理费用	1782	3678	3869	4176
非流动资产	65100	72500	79520	86473	财务费用	929	1005	1243	1370
长期股权投资	6403	8314	10225	12137	投资净收益	1685	1769	1805	1841
固定资产	33380	39005	44249	49427	其他收益	-1798	302	326	362
无形资产	4078	3942	3806	3670	营业利润	3275	4480	4885	5644
其他非流动资产	21239	21239	21239	21239	加:营业外净收支	-2	-10	20	20
资产总计	109138	123292	135125	146303	利润总额	3274	4470	4905	5664
流动负债	47845	54405	58161	60207	减:所得税费用	308	559	613	708
短期借款	5616	5616	6195	5616	少数股东损益	2	121	129	149
应付账款	28610	31375	32249	35092	归属母公司净利润	2964	3790	4163	4808
其他流动负债	13619	17414	19717	19499	EBIT	4543	3665	4273	5123
非流动负债	26320	31653	37180	43366	EBITDA	6379	5196	6385	7675
长期借款	18038	21886	25733	29581					
其他非流动负债	8282	9767	11446	13785	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	74165	86057	95341	103573	每股收益(元)	0.70	0.90	0.99	1.14
少数股东权益	805	854	906	967	每股净资产(元)	8.09	8.61	9.20	9.88
归属母公司股东权益	34168	36380	38878	41763	发行在外股份(百万股)	4225	4225	4225	4225
负债和股东权益	109138	123292	135125	146303	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%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	5.3%	7.5%	7.5%	7.7%
经营活动现金流	5377	3136	6097	11742	资产负债率(%)	68.0%	69.8%	70.6%	70.8%
投资活动现金流	-5719	-8455	-9083	-9455	收入增长率(%)	47.1%	-10.5%	9.7%	12.8%
筹资活动现金流	1470	2269	2761	1846	净利润增长率(%)	34.1%	27.9%	9.8%	15.5%
现金净增加额	898	-3050	-224	4132	P/E	18.68	14.60	13.30	11.51
折旧和摊销	1837	1531	2113	2552	P/B	1.62	1.52	1.42	1.33
资本开支	-6703	-6544	-7171	-7544	EV/EBITDA	20.30	27.21	23.60	20.71
营运资本变动	1842	-2184	-180	4372					

数据来源: Wind, 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