

金风科技 (002202)

2021 年年报点评：大机型快速放量，盈利改善 买入（维持）

2022 年 03 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 胡佳怡

执业证书：S0600122030030

hujiaiyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	50,571	45,497	47,609	53,028
同比 (%)	-10.12	-10.03	4.64	11.38
归属母公司净利润 (百万元)	3,457	3,607	4,035	4,591
同比 (%)	16.65	4.35	11.87	13.76
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.82	0.85	0.96	1.09
P/E (现价&最新股本摊薄)	16.01	15.34	13.72	12.06

投资要点

- **2021 年归母净利润同比+16.65%，盈利改善，若剔除减值影响，同比+65.6%**：公司发布 2021 年年报，实现营收 505.71 亿元，同比-10.12%；归母净利润 34.57 亿元，同比+16.65%。毛利率 22.55%，同比+4.82pct；净利率 6.84%，同比+1.57pct。其中 2021Q4 实现营收 170.2 亿元，同比-11.51%，环比+8.78%；归母净利润 4.44 亿元，同比-50.34%，环比-61.85%。Q4 净利润下降主要系计提资产减值 9.63 亿元、信用减值 1.43 亿元，全年计提资产和信用减值合计 17.58 亿元，减少归母净利润 14.51 亿元。大幅计提减值后，风险充分释放。若剔除减值影响，全年实现归母净利润 49.08 亿元，同比+65.6%。
- **风机制造与销售、风电场开发贡献主要利润**：2021 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 25.26、0.09、26.46、2.55、-19.45 亿元净利润。其中风机制造与销售、风电场开发贡献净利润同增 89%、46%。风机销售利润大幅上升主要系海上大机型出货占比提升，高毛利带动整体盈利改善。2021 年国内外自营风电场新增权益并网装机容量 1.41GW，转让权益并网容量 0.83GW，实现发电收入 53.27 亿元，同比+32.56%，转让风电场项目股权投资收益 4.99 亿元，同比-8.3%。
- **2021 年风机外销下滑 17.39%，主要系抢装潮后国内新增装机阶段性下降**。2021 年全国新增风电吊装 55.8GW，同降 3%。公司风机外销 10.68GW，同降 17%，装机 11.38GW，同降 8%，市占率 20%，小幅下滑 1.3%，连续 11 年保持国内第一。从外销结构来看，6S/8S、3S/4S 机组销量明显增加，分别同比+305.01%和 210.27%，占比分别提升 14.54pct、30.56pct 至 18.26%、41.65%。MSPM 销量 108.50MW，实现零的突破。1.5MW 和 2S 销量大幅下降，占比分别降至 0.56%、38.51%。
- **在手订单充足，2022 年销量有保障**。2021 年风机招标价格大幅下降，驱动行业招标放量，其中陆风招标 51.37GW，同比+106.3%。截至 2021 年底，公司在手外部订单共计 16.87GW，同比+17.20%，包括已中标订单 3.60GW，已签合同待执行订单 13.27GW。从结构来看，MSPM 在手外部订单共 4.82GW，我们预计 2022 年出货占比超 50%，将成为业绩新增长点。
- **积极推进双海战略，效果显著**：2021 年海上“抢装潮”中，公司完成全部订单交付、并网，交付量 1.95GW，同比+305.01%，超过历年总和。公司积极推进海上产品自主研发，随着海上平价在即有望充分收益。海外方面，除了在澳洲、欧洲等重点市场取得多项突破，同时积极布局非洲、亚洲等新兴市场。2021 年海外销售收入 60.6 亿元，同比+31.90%，截至 2021 年底，在手订单 2.28GW，同比+14.31%。
- **费用下降明显，费用率略上行**：公司 2021 年三费同比下降 3.63%至 75.6 亿元，期间费用率上升 1.01pct 至 14.94%。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.21pct、上升 0.23pct、上升 0.50pct、上升 0.49pct 至 6.28%、3.40%、3.13%、2.14%。
- **现金流略降，存货下降明显**：2021 年经营活动现金流量净流入 48.87 亿元，同比-9.13%，其中 Q4 现金流量净额 71.16 亿元，同比+132.76%；2021 年销售商品取得现金 488.05 亿元，同比-8.47%。2021 年末存货 48.18 亿元，较年初下降 9 亿元，2021 年存货周转天数 48.42 天，同比下降 10.03%。
- **盈利预测与投资评级**：由于风机价格大幅下滑，公司盈利承压，我们将 2022-2023 年公司归母净利润从 41.63/48.08 亿元下调至 36.07/40.35 亿元，预计 2024 年归母净利润 45.91 亿元，2022-2024 年同比+4.35%/11.87%/13.76%，EPS 分别为 0.85/0.96/1.09 元，当前股价对应 PE 分别为 15.34/13.72/12.06 倍，考虑公司龙头地位，给予 2022 年 20 倍 PE，对应目标价 17 元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：价格竞争加剧，需求不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.44
一年最低/最高价	11.36/20.56
市净率(倍)	1.69
流通 A 股市值(百万元)	45,609.92
总市值(百万元)	56,784.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.94
资本负债率(% ,LF)	69.48
总股本(百万股)	4,225.07
流通 A 股(百万股)	3,393.60

相关研究

《金风科技(002202)：金风科技
三季报点评：Q3 销量环比大幅
提升，3-4S 平台机组已成主流》

2021-10-27

《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

内容目录

1. 营收下滑，盈利显著改善	3
2. 风机销量下滑，大风机+海外战略持续推进	6
3. 风电场开发、风电服务业务稳健增长	9
4. 销售费用下降，现金流略降，存货下降明显	10
5. 投资建议	12

图表目录

图 1: 2021 年收入 505.71 亿元，同比-10.12% (亿元，%)	3
图 2: 2021 年归母净利润 34.57 亿元，同比+16.65% (亿元，%)	3
图 3: 2021Q4 收入 170.2 亿元，同比-11.51% (亿元，%)	4
图 4: 2021Q4 归母净利润 4.44 亿元，同比-50.34% (亿元，%)	4
图 5: 2021 年毛利率、归母净利率同比+4.82pct、+1.57pct	4
图 6: 2021Q4 毛利率、归母净利率同比-3.42pct、-2.04pct	4
图 7: 公司 2021 年风机销量 10.68GW	7
图 8: 公司销售风机结构占比	7
图 9: 风机销售价格 (元/KW)	8
图 10: 公司不同机型毛利率	8
图 11: 国内季度公开招标量 (GW)	8
图 12: 季度公开投标均价 (元/kW)	8
图 13: 公司海外订单情况 (MW)	9
图 14: 2021 风场收入 53.27 亿元，同比上升 33% (亿元，%)	9
图 15: 2021 风场盈利 26.5 亿元，同比上升 46.38% (亿元，%)	9
图 16: 截至 2021 年末并网权益装机容量 6.07GW (GW)	10
图 17: 截至 2021 年末在运容量 23.14GW，同比+63.9% (GW，%)	10
图 18: 2021Q4 现金净流入 71.16 亿元，同比+132.76% (亿元，%)	11
图 19: 2021Q4 末预收款项 0.15 亿元，同比+128.32% (亿元，%)	11
图 20: 2021 年末存货 48.18 亿元，较年初-9 亿元 (亿元)	12
图 21: 2021 年末应收账款 235.85 亿元，较年初+27.7 亿元 (亿元)	12
表 1: 2021 年收入 505.71 亿元，同比下降 10.1%；盈利 34.6 亿元，同比增长 16.7%	3
表 2: 公司分业务情况 (亿元)	5
表 3: 公司分部利润拆分 (亿元)	5
表 4: 公司风机销量及外部订单结构	7
表 5: 公司质保金 (亿元)	11

1. 营收下滑，盈利显著改善

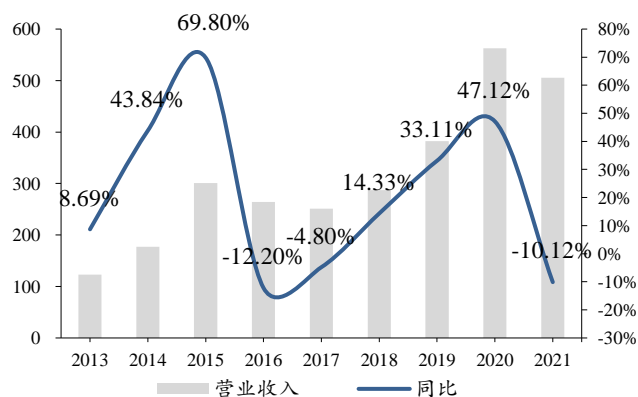
2021 年公司归属母公司净利润 34.6 亿元，同比增长 16.65%： 公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 505.71 亿元，同比下降 10.12%；实现利润总额 43.39 亿元，同比增长 32.55%；实现归属母公司净利润 34.57 亿元，同比增长 16.65%。其中 2021Q4，实现营业收入 170.2 亿元，同比下降 11.51%，环比增长 8.78%；实现归属母公司净利润 4.44 亿元，同比下降 50.34%，环比下降 61.85%。2021 年毛利率为 22.55%，同比增长 4.82pct，2021Q4 毛利率 15.21%，同比下降 3.42pct，环比下降 9.14pct；2021 年归母净利率为 6.84%，同比增长 1.57pct，2021Q4 归母净利率 2.61%，同比下降 2.04pct，环比下降 4.83pct。

表1：2021 年收入 505.71 亿元，同比下降 10.1%；盈利 34.6 亿元，同比增长 16.7%

金风科技	2021	2020	同比	2021Q4	2020Q4	同比	2021Q3	环比
营业收入 (亿元)	505.71	562.65	-10.1%	170.20	192.34	-11.5%	156.47	8.8%
毛利率	22.55%	17.73%	4.8pct	15.21%	18.63%	-3.4pct	24.34%	-9.1pct
营业利润 (亿元)	43.32	32.75	32.3%	5.92	8.90	-33.5%	13.96	-57.6%
利润总额 (亿元)	43.39	32.74	32.6%	6.08	8.97	-32.2%	13.99	-56.6%
归属母公司净利润 (亿元)	34.57	29.64	16.7%	4.44	8.94	-50.3%	11.64	-61.9%
扣非归母净利润 (亿元)	29.93	27.63	8.3%	1.40	9.07	-84.5%	11.30	-87.6%
归母净利率	6.84%	5.27%	1.6pct	2.61%	4.65%	-2.0pct	7.44%	-4.8pct
股本 (亿股)	42.25	42.25	-	42.25	42.25	-	42.25	-
EPS (元/股)	0.82	0.70	16.7%	0.11	0.21	-50.3%	0.28	-61.9%

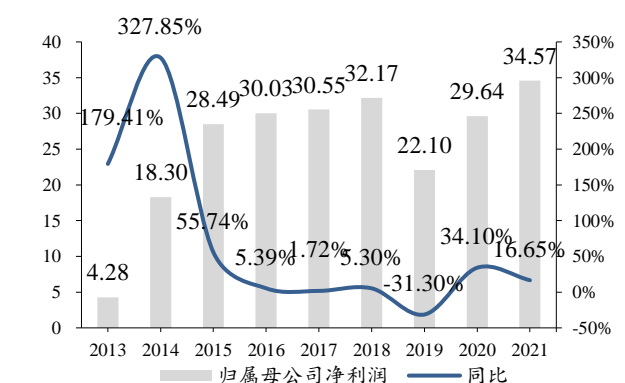
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图1：2021 年收入 505.71 亿元，同比-10.12% (亿元，%)



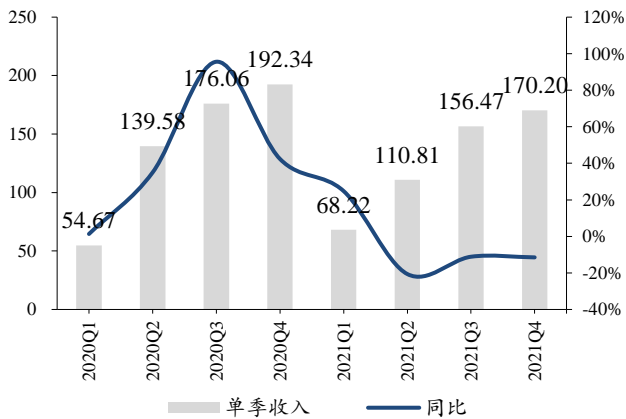
数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：2021 年归母净利润 34.57 亿元，同比+16.65% (亿元，%)



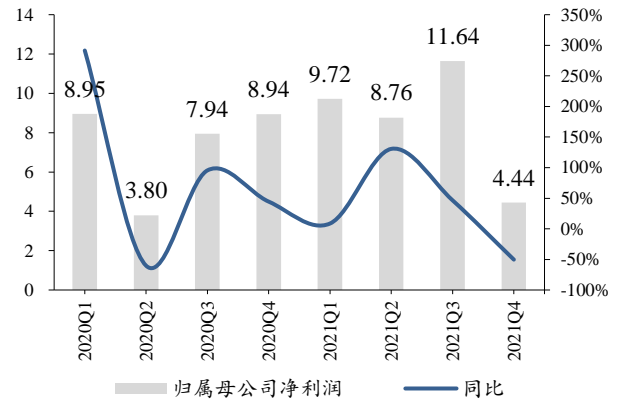
数据来源：wind、东吴证券研究所

图3: 2021Q4 收入 170.2 亿元, 同比-11.51% (亿元, %)



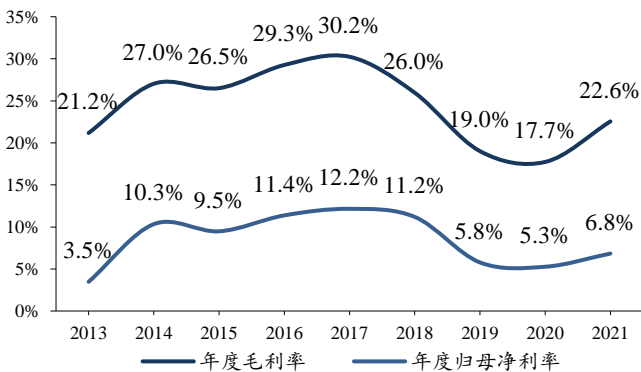
数据来源: wind、东吴证券研究所

图4: 2021Q4 归母净利润 4.44 亿元, 同比-50.34% (亿元, %)



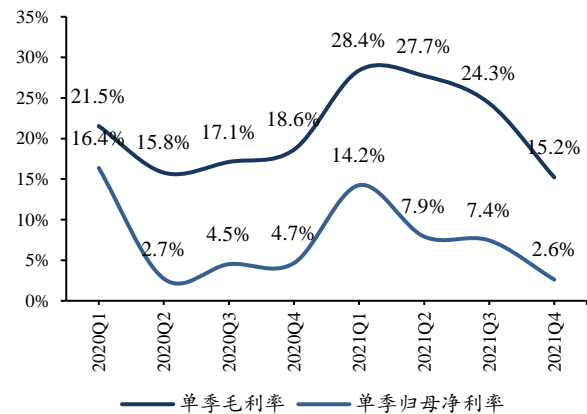
数据来源: wind、东吴证券研究所

图5: 2021 年毛利率、归母净利率同比+4.82pct、+1.57pct



数据来源: wind、东吴证券研究所

图6: 2021Q4 毛利率、归母净利率同比-3.42pct、-2.04pct



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 399.32 亿元, 同比下降 14.42% (其中风机收入 389.26 亿元, 同比下降 11.49%)。风机及零部件毛利率 17.71%, 同比上升 3.30pct (其中风机毛利率 17.99%, 同比上升 3.41pct), 风机及零部件整体毛利收入 70.72 亿元。

2) 风电场投资与开发, 实现收入 53.27 亿元, 同比增长 32.56%; 风电场开发毛利 35.78 亿元, 同比增长 31.83%。毛利率 67.17%, 同比下降 0.37pct。

3) 风电服务收入 40.82 亿元, 同比降低 7.93%。毛利率 12.04%, 同比上升 14.78pct, 毛利 4.91 亿元, 实现扭亏为盈。

4) 水务、投资收益等其他业务收入 12.29 亿元, 同比增加 6.53%。

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
分行业						
风机及零部件销售	399.32	328.60	17.71%	-14.42%	-17.72%	3.30pct
风电服务	40.82	35.91	12.04%	-7.93%	-21.18%	14.78pct
风电场投资与开发	53.27	7.67	67.17%	32.56%	34.06%	-0.37pct
其他	12.29	9.66	21.44%	6.53%	95.79%	-35.81 pct
分产品						
MSPM	2.10	1.95	7.26%	-	-	-
6S/8S	121.42	87.45	27.98%	312.18%	271.82%	7.82 pct
3S/4S	130.72	113.50	13.17%	121.89%	124.31%	-0.94 pct
2S	132.46	114.37	13.66%	-61.25%	-61.16%	-0.19 pct
1.5MW	2.56	1.98	22.57%	-73.42%	-72.12%	-3.62 pct
风机零部件销售	10.06	9.34	7.13%	-62.43%	-60.52%	-4.51 pct
风电服务	40.82	35.91	12.04%	-7.93%	-21.18%	14.78 pct
风电场投资与开发	53.27	17.49	67.17%	32.56%	34.06%	-0.37 pct
其他	12.29	9.66	21.44%	6.53%	95.79%	-35.81 pct
分地区						
国内销售	445.10	115.22	23.09%	-13.86%	-17.09%	3.00 pct
国际销售	60.60	13.73	18.60%	31.90%	-1.35%	27.45 pct

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: 2021 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 25.26、0.09、26.46、2.55、-19.45 亿元净利润。投资收益为 19.83 亿元, 同比增长 17.7%。

表3: 公司分部利润拆分 (亿元)

2021 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	399.32	40.82	53.27	10.75	0.00	504.16
分部间交易收入	41.69	8.95	0.18	0.14	-50.96	0.00
收入小计	441.01	49.77	53.45	10.89	-50.96	504.16
其他业务收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
对外交易收入	0.33	0.23	0.35	0.64	0.00	1.55
分部间交易收入	2.16	1.53	0.07	0.00	-3.75	0.00

	2.48	1.76	0.41	0.64	-3.75	1.55
收入合计	443.50	51.53	53.87	11.53	54.71	505.71
对合营和联营企业的投资收益/(损失)	-0.13	0.00	2.86	0.27	0.09	3.09
资产减值损失	8.49	0.00	1.84	0.77	0.04	11.15
信用减值损失/(转回)	4.75	0.36	0.28	1.10	-0.05	6.43
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	7.42	2.27	13.80	1.32	-1.21	23.60
利润总额	27.45	0.16	32.13	3.95	-20.30	43.39
所得税费用	2.20	0.06	5.66	1.41	-0.85	8.48
净利润	25.26	0.09	26.46	2.55	-19.45	34.91
净利率	5.70%	0.18%	49.13%	22.09%	35.55%	6.90%
资产总额	902.50	155.37	531.25	219.45	-614.96	1193.60
负债总额	572.00	123.44	382.45	134.98	-383.50	829.37
资产负债率	63.38%	79.45%	71.99%	61.51%	62.36%	69.48%
其他披露						
质量保证金	26.78	0.00	0.00	0.00	0.00	26.78
长期股权投资	3.18	0.10	49.91	5.83	0.00	59.03
资本性支出(注)	17.00	2.92	92.66	17.66	-11.94	118.30

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 风机销量下滑，大风机+海外战略持续推进

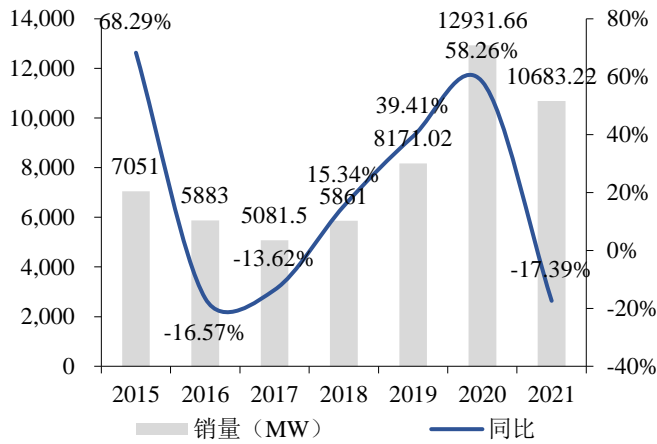
2021年风机销售 10.68GW，同比下降 17.39%，主要系国内整体装机下滑。2021年全国新增风电并网装机容量 47.57GW，同比下降 33.63%，公司实现风机销售 10.68GW，同比下降 17.39%。根据 BNEF 统计，2021年全国新增风电吊装 55.8GW，同降 3%。公司装机 11.38GW，同降 8%，市占率 20%，小幅下滑 1.3%，连续 11 年保持国内第一。

3S/4S 风机贡献主要销量，6S/8S 大风机占比提升，MSPM 实现突破。外销风机结构来看，1.5MW 销量 60.15MW，占比 0.56%；2S 销量 4.11GW，占比 38.51%；3S/4S 销量 4.45GW，占比 41.65%；6S/8S 销量 1.95GW，占比 18.26%，同增 305.01%。3S/4S、6S/8S 平台占比分别同比提升 30.56 pct、14.54pct。MSPM 机组销量 108.50MW 实现零的突破。

在手订单充足，MSPM 有望贡献增量，我们预计 6S/8S 海风产品 2022 年大幅下滑。截至 2021 年末，在手外部订单共计 16.87GW，同比增加 17.20%。其中，已签合同待执行订单共计 13.27GW，分别为 1.5MW 机组 25.50MW，2S 平台产品 2.85GW，3S/4S 平台产品 7.86GW，MSPM 机组 2.54GW；外部中标未签订单为 3.60GW，包括

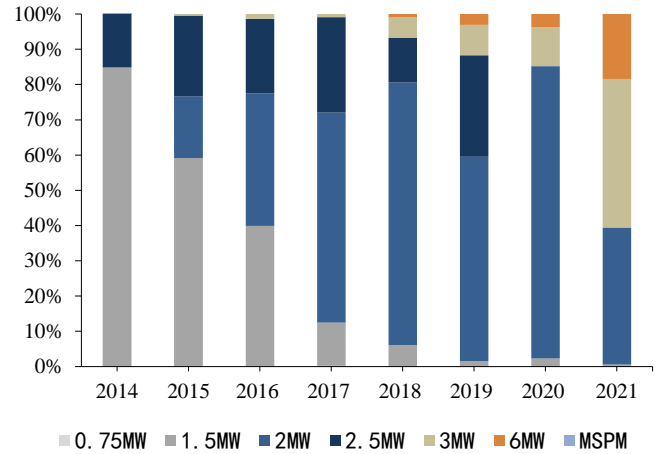
2S 平台产品 0.35GW, 3S/4S 平台产品 0.97GW, MSPM 机组 2.28GW。截止 2021 年底, MSPM 在手外部订单合计 4.82GW, 未来将成为公司风机业务新的增长点。从在手订单来看, 没有 6S/8S 订单, 主要系 2021 年海上 6S/8S 订单全额交付完毕, 且只有少量非平价项目招标, 公司没有参与。2022 年公司海上机型将以半直驱为主, 截至目前已有订单在手。

图7: 公司 2021 年风机销量 10.68GW



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图8: 公司销售风机结构占比



数据来源: 公司公告、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	MSPM	合计
2020 销量 (MW)	301.65	10714.3	1434.06	481.65		12931.66
占比	2.33%	82.85%	11.09%	3.72%		100.00%
2021 销量 (MW)	60.15	4,114.40	4,449.42	1,950.75	108.50	10683.22
占比	0.56%	38.51%	41.65%	18.26%	1.02%	100.00%
2020 外部订单 (MW)	77	6440.9	5674.52	2206.4		14398.82
占比	0.53%	44.73%	39.41%	15.32%		100.00%
2021 外部订单 (MW)	25.5	3,199.80	8,832.45		4816.95	16874.7
占比	0.15%	18.96%	52.34%		28.55%	100.00%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

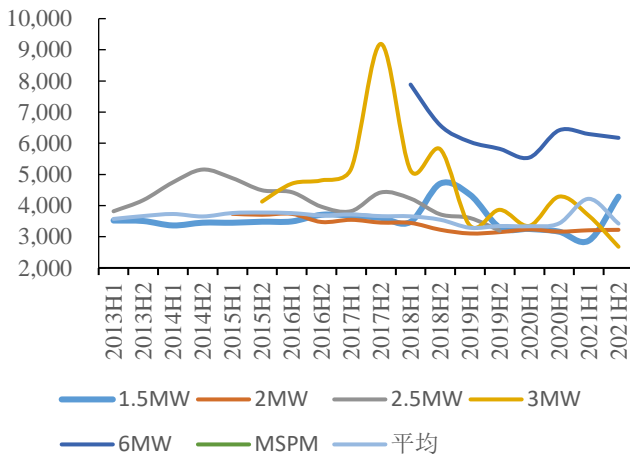
2021 年高毛利大机型出货量提升, 公司盈利修复, 但行业招标价格明显回落, 2022 年盈利承压。

1) 从价格看: 2021 年风机平均销售单价 3644 元/kW, 同比增长 7.14%, 其中: 1.5MW 风机销售单价 4250 元/kW, 同比增长 33.29%; 2MW 风机销售单价 3219 元

/kW，同比增长 0.92%；3MW 风机销售单价 2938 元/kW，同比下降 28.49%；6MW 风机销售单价 6224 元/kW，同比增长 1.77%；

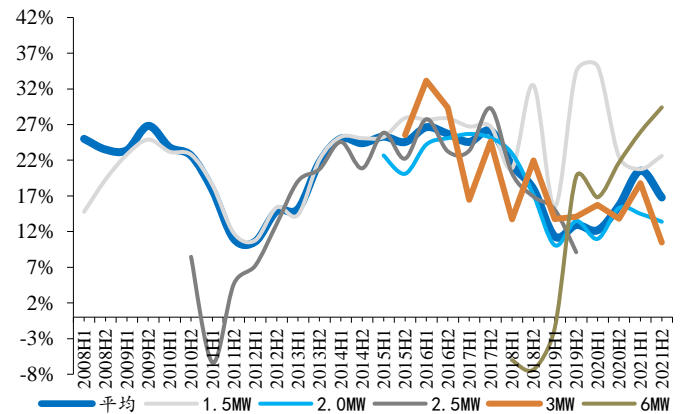
2) 从盈利能力看：2021 年风机平均毛利率 17.99%，同比增长 3.41pct。其中：1.5MW 风机毛利率 22.57%，同比下降 3.62 pct；2MW 风机毛利率 13.66%，同比下降 0.19 pct；3MW 风机毛利率 13.17%，同比下降 0.94 pct。6MW 风机毛利率 27.98%，同比增长 7.82 pct，大机型出货量提升带动公司盈利修复。2021 年国内风机价格持续下降，招标量快速提升，其中陆风招标 51.37GW，同比+106.3%。12 月 3.0MW 级别机组的投标均价从 10 月底反弹至 2798 元/kW，较上年同期价格下降 8.2%。4.0MW 级别机组的投标均价均为 2359 元/kW，同比下降 21.84%。虽然 12 月风机价格有一定回暖趋势，但在 2021 年整体降价背景下，2022 年公司盈利或承压。2023 年则有望在海风驱动下，收入和盈利迎来改善。

图9：风机销售价格（元/KW）



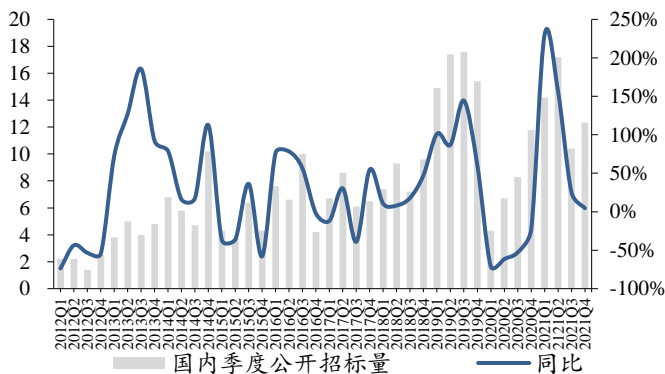
数据来源：金风科技，东吴证券研究所

图10：公司不同机型毛利率



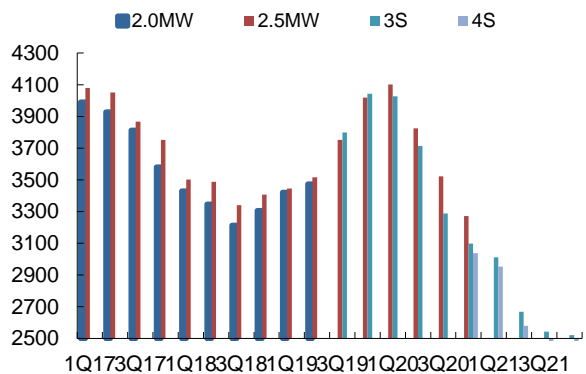
数据来源：金风科技，东吴证券研究所

图11：国内季度公开招标量（GW）



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

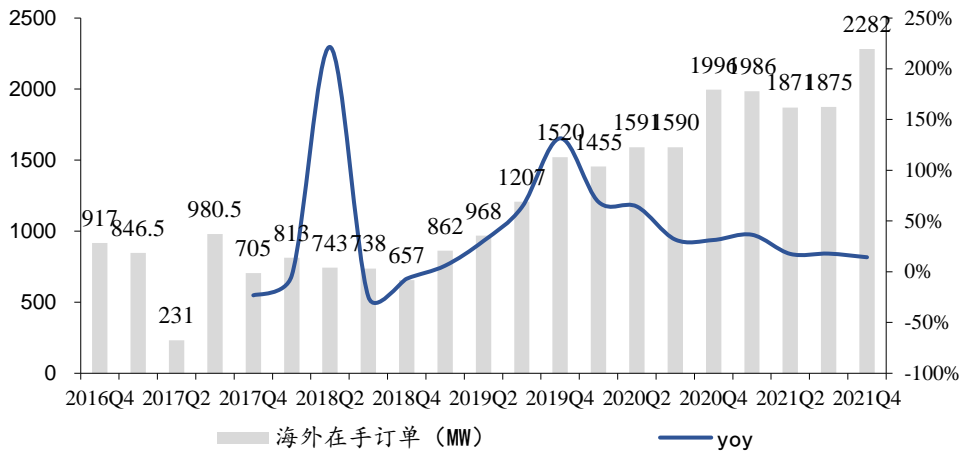
图12：季度公开投标均价（元/kW）



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

海外业务持续突破。2021 年除了在澳洲、欧洲等重点市场取得多项突破，同时积极布局非洲、亚洲等新兴市场，国际业务已遍布全球六大洲，实现海外销售收入 60.6 亿元，同比+31.90%，截至 2021 年底，在手订单量 2.28GW，同比+14.31%。

图13: 公司海外订单情况 (MW)

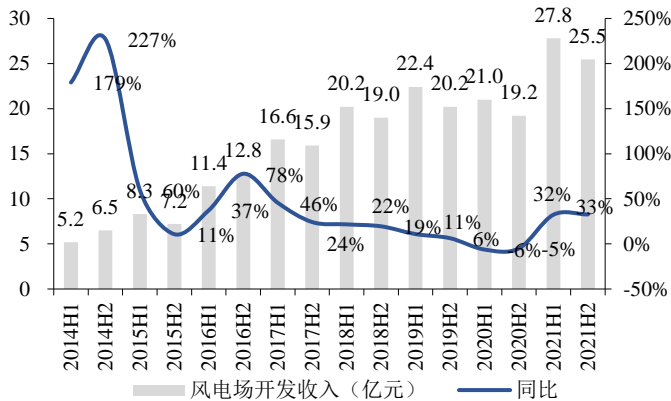


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 风电场开发、风电服务业务稳健增长

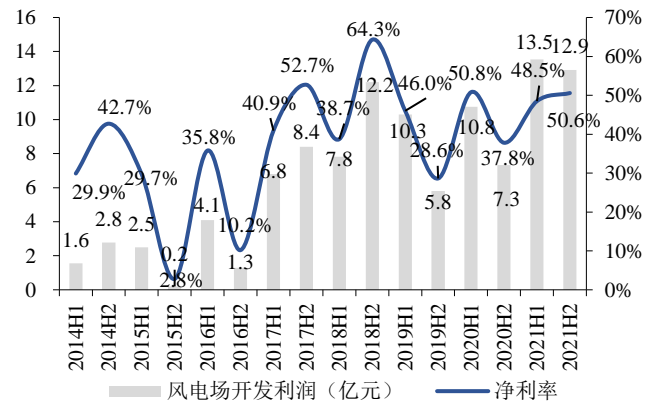
2021 年风电场开发实现收入 53.27 亿元，同比上升 33%，其中 2021H2 风电场运营收入 25.5 亿元，同比+33.21%；2021 年风电场开发盈利 26.5 亿元，同比上升 46.38%，其中 2021H2 盈利 12.9 亿元，同比上升 50.6%。

图14: 2021 风场收入 53.27 亿元, 同比上升 33% (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 2021 风场盈利 26.5 亿元, 同比上升 46.38% (亿元, %)

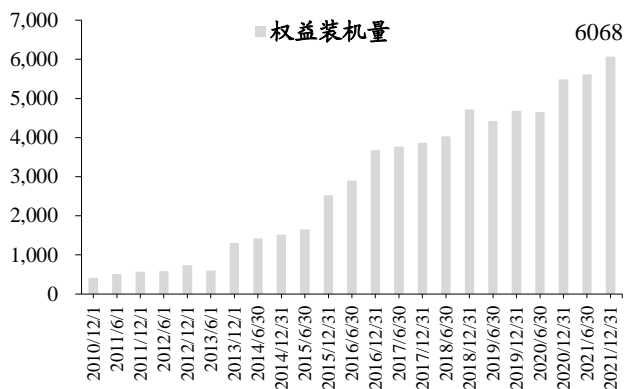


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2021年国内外自营风电场新增权益并网装机容量1.41GW,转让权益并网容量0.83GW,实现发电收入53.27亿元,同比增长32.56%,转让风电场项目股权投资收益9.49亿,同比下滑8.3%。截止2021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6.07GW,权益在建风电场容量2.59GW。

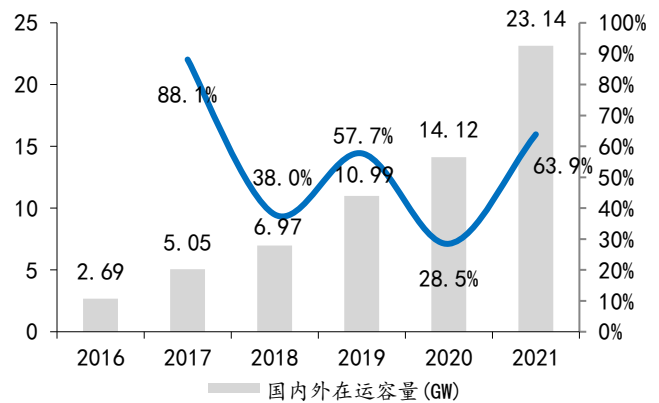
得益于公司多年的机组产品规模及运维技术积累,公司运维服务业务稳健增,截止2021年末,公司国内外在运容量达23.14GW,同比增长63.9%。在运容量规模稳健增长,2017年-2021年增长率均保持25%以上。公司风电服务收入有所回落,2021年收入40.82亿元,同比下降7.93%,风电服务收入下降主要是由于风电场EPC价格下降。

图16: 截至2021年末并网权益装机容量6.07GW (GW)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图17: 截至2021年末在运容量23.14GW, 同比+63.9% (GW, %)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

4. 销售费用下降, 现金流略降, 存货下降明显

公司2021年费用同比降低3.63%至75.6亿元,期间费用率上升1.01pct至14.94%。其中,销售、管理、研发、财务费用分别同比下降13.08%、下降3.61%、上升7.13%、上升16.37%至31.74亿元、17.17亿元、15.84亿元、10.81亿元;费用率分别下降0.21pct、上升0.23pct、上升0.50pct、上升0.49pct至6.28%、3.40%、3.13%、2.14%。2021Q4销售、管理、研发、财务费用分别同比-64.35%/-24.41%/-7.95%/+14.95%,费用率分别为2.31%/2.42%/4.46%/1.03%。销售费用下降主要是由于上年度的延期支出部分减免,产品质量保证金准备仅增加1亿元。财务费用上升主要是因采购零部件及风电场建设支出大量现金,同时因持续加大投资风电项目增加长期借款。

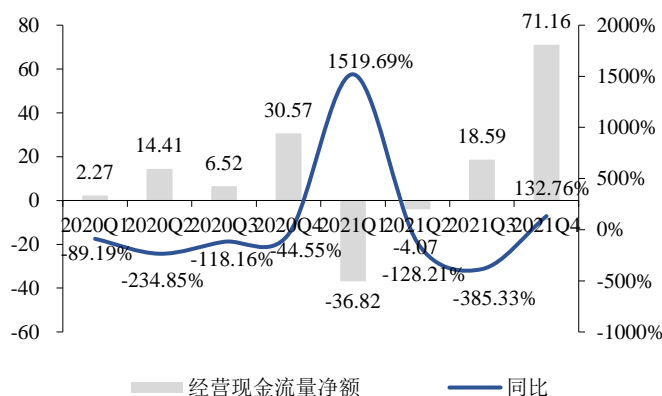
表5: 公司质保金 (亿元)

质量保证金 (亿元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
年初数	12.70	13.55	15.98	20.98	34.93	39.66	38.70	35.52	36.65	44.09
本年增加	4.62	5.18	9.50	21.10	15.57	15.85	15.66	19.97	26.73	33.98
本年转回	0.88	0.47	1.00	1.31	2.08	6.25	7.93	4.44	4.52	7.20
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	23.29
本年消耗	2.89	2.27	3.45	5.82	8.74	10.56	10.97	13.01	14.76	20.95
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	-0.05
	13.55	15.98	20.98	34.93	39.66	38.70	35.52	37.95	44.09	49.87
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	19.16
	6.84	9.71	12.66	22.03	23.67	20.97	19.83	21.86	25.07	30.70
风机销售收入	95.95	106.53	153.77	266.04	218.68	187.09	210.16	271.52	439.80	389.26
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%	8.73%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

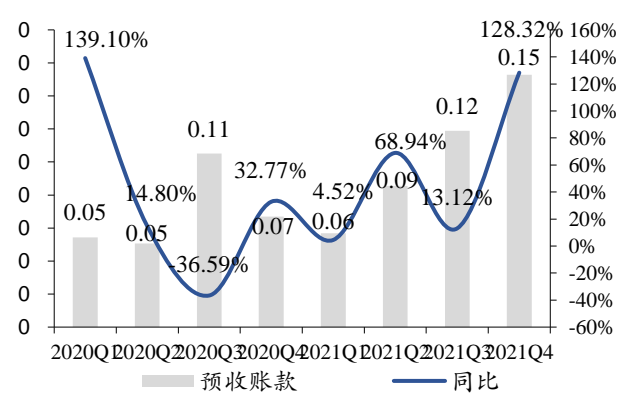
现金流略降, 存货下降明显: 2021 年经营活动现金流量净流入 48.87 亿元, 同比下降 9.13%, 其中 Q4 经营活动现金流量净额 71.16 亿元, 同比上升 132.76%; 销售商品取得现金 488.05 亿元, 同比下降 8.47%。2021 年末预收款项 0.15 亿元, 比 2021 年初增加 128.32%。2021 年末应收账款 235.85 亿元, 较 2021 年初增长 13.31%, 2021 年末应收账款周转天数 158.04 天, 同比增加 41.09%。2021 年末存货 48.18 亿元, 较 2021 年初下降 9 亿元; 2021 年存货周转天数 48.42 天, 同比下降 10.03%。

图18: 2021Q4 现金净流入 71.16 亿元, 同比+132.76% (亿元, %)



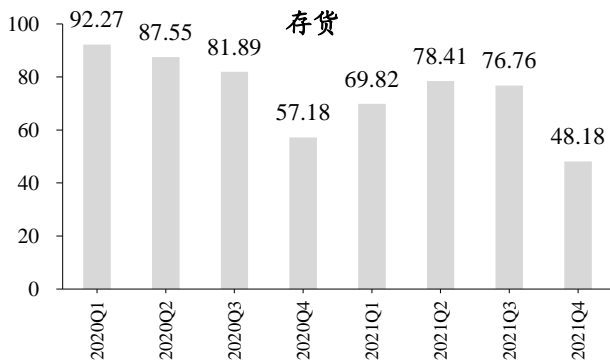
数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

图19: 2021Q4 末预收款项 0.15 亿元, 同比+128.32% (亿元, %)



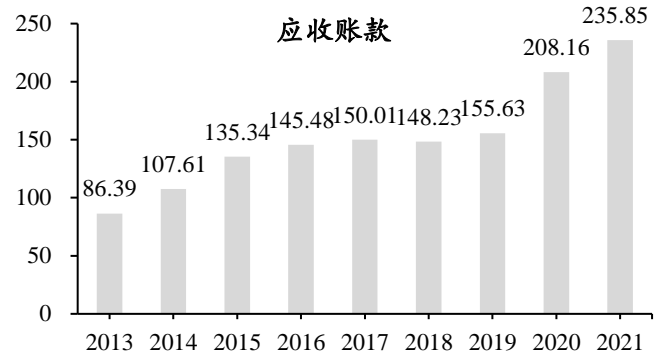
数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

图20: 2021年末存货48.18亿元, 较年初-9亿元(亿元)



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

图21: 2021年末应收账款235.85亿元, 较年初+27.7亿元(亿元)



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

5. 投资建议

由于风机价格大幅下滑, 公司盈利承压, 我们将 2022-2023 年公司归母净利润从 41.63/48.08 亿元下调至 36.07/40.35 亿元, 预计 2024 年归母净利润 45.91 亿元, 2022-2024 年同比+4.35%/11.87%/13.76%, EPS 分别为 0.85/0.96/1.09 元, 当前股价对应 PE 分别为 15.34/13.72/12.06 倍, 考虑公司龙头地位, 给予 2022 年 20 倍 PE, 对应目标价 17 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 价格竞争加剧, 需求不及预期等。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	47,936	58,425	58,955	64,691	营业总收入	50,571	45,497	47,609	53,028
货币资金及交易性金融资产	8,977	25,146	27,397	31,244	营业成本(含金融类)	39,165	35,845	36,875	40,662
经营性应收款项	27,374	21,872	19,975	20,708	税金及附加	229	192	200	225
存货	4,818	4,118	3,711	4,093	销售费用	3,174	2,775	2,904	3,235
合同资产	1,420	1,592	1,619	1,644	管理费用	1,717	1,456	1,523	1,697
其他流动资产	5,348	5,697	6,253	7,002	研发费用	1,584	1,365	1,428	1,591
非流动资产	71,424	80,674	87,938	96,480	财务费用	1,081	1,078	1,335	1,464
长期股权投资	5,903	5,653	5,403	5,153	加:其他收益	418	227	238	228
固定资产及使用权资产	27,528	38,442	43,541	47,000	投资净收益	1,983	1,537	1,621	1,553
在建工程	11,717	4,415	2,225	1,567	公允价值变动	66	85	96	105
无形资产	5,483	5,183	5,083	4,983	减值损失	-1,758	-641	-832	-961
商誉	163	153	143	133	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	61	61	61	61	营业利润	4,332	3,994	4,466	5,081
其他非流动资产	20,569	26,766	31,481	37,582	营业外净收支	7	-4	-3	-3
资产总计	119,360	139,099	146,893	161,171	利润总额	4,339	3,990	4,463	5,078
流动负债	49,886	49,944	48,589	53,117	减:所得税	848	379	424	482
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,285	9,014	9,014	7,014	净利润	3,491	3,611	4,039	4,595
经营性应付款项	31,891	26,927	26,842	31,085	减:少数股东损益	35	4	4	5
合同负债	6,096	7,169	5,531	6,854	归属母公司净利润	3,457	3,607	4,035	4,591
其他流动负债	7,613	6,835	7,202	8,165	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	0.85	0.96	1.09
非流动负债	33,051	49,622	54,732	59,886	EBIT	4,359	3,864	4,678	5,619
长期借款	24,374	40,845	45,845	50,845	EBITDA	6,720	6,277	7,251	8,472
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.55	21.22	22.55	23.32
租赁负债	2,040	2,140	2,250	2,404	归母净利率(%)	6.84	7.93	8.48	8.66
其他非流动负债	6,637	6,637	6,637	6,637	收入增长率(%)	-10.12	-10.03	4.64	11.38
负债合计	82,937	99,566	103,321	113,004	归母净利润增长率(%)	16.65	4.35	11.87	13.76
归属母公司股东权益	35,542	38,647	42,682	47,273					
少数股东权益	882	885	889	894					
所有者权益合计	36,424	39,532	43,572	48,167					
负债和股东权益	119,360	139,099	146,893	161,171					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,887	7,217	7,381	12,713	每股净资产(元)	7.94	8.79	9.75	10.83
投资活动现金流	-7,873	-10,390	-8,270	-9,894	最新发行在外股份(百万股)	4,225	4,225	4,225	4,225
筹资活动现金流	3,471	19,357	3,168	1,054	ROIC(%)	5.50	4.41	4.41	4.86
现金净增加额	435	16,183	2,279	3,872	ROE-摊薄(%)	9.73	9.33	9.45	9.71
折旧和摊销	2,360	2,413	2,573	2,853	资产负债率(%)	69.48	71.58	70.34	70.11
资本开支	-10,572	-5,737	-5,392	-5,564	P/E (现价&最新股本摊薄)	16.01	15.34	13.72	12.06
营运资本变动	-4,333	1,515	-257	3,485	P/B (现价)	1.65	1.49	1.34	1.21

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>

