

金风科技 (002202)

2022 年一季报点评：毛利率小幅下滑，电站转让收益颇丰

买入（维持）

2022 年 04 月 27 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

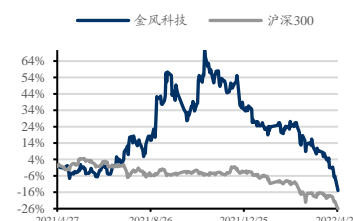
chenyao@dwzq.com.cn

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%	-10%	5%	11%
归属母公司净利润（百万元）	3,457	3,607	4,036	4,591
同比	17%	4%	12%	14%
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）	12.54	12.02	10.74	9.44

投资要点

- **2022Q1 归母净利润 12.65 亿元，同/环比+30%/+185%。毛利率同比小幅下滑，符合预期。**2022Q1 公司实现营收 63.83 亿元，同/环比-6.43%/-62.5%；归母净利润 12.65 亿元，同/环比+30.17%/+184.91%，报告期内，转让子公司股权实现投资收益 13.42 亿元，同/环比+131%/+83%。综合毛利率 26.51%，同/环比-1.88pct/+11.3pct；归母净利率 19.82%，同/环比+5.57pct/+17.2pct。毛利率同比下滑主要系执行风机订单价格同比下降、高毛利率发电业务受风电利用小时数降低拖累等，环比大幅提升系 Q1 发电业务占比较高。
- **2022Q1 风机销售同/环比+29.7%/-67.5%，在手订单充足，3/4S 占主导，MSPM 快速提升：**公司 2022Q1 实现风机销售 1.41GW，同/环比+29.7%/-67.5%。其中 2S 机型销售 479MW，同环比-18%/-74%，占比 34%；3S/4S 机型销售 780MW，同环比+145%/-60%，占比 55%，依旧是占比最高的平台产品；MSPM 机型销售 152MW，继 21Q4 实现首次销售后环比+39%，占比 11%。截止 2022Q1，风机在手订单 16.97GW，其中外部订单 16.5 GW。分机型来看，3/4S 机型约 8.45GW，占比同增 4.2pct 至 51.2%；2S 机型约 2.58GW，占比同降 25.4pct 至 15.6%；MSPM 机型约 5.45GW，占比较 2021 年底提升 4pct 至 33%。分地区来看，海外在手订单 2.73GW，同比+37.7%，主要分布在越南、智利、澳大利亚、巴西等，2022 年海外出货预计 1.2GW。
- **招标热度不减，6MW 或成陆上风电主流投标机型：**2022Q1 国内公开招标新增 24.7GW，同增 74%，其中陆上 19.3GW，海上 5.4GW。全年招标量有望超 60GW。2021 年 12 月，3/4S 机型公开投标均价反弹至 2798/2359 元/kW。2022 年 3 月，全市场风电整机商风电机组投标均价为 1876 元/kW，主要系 2022 年主流投标机型升级为 6MW，大兆瓦带动风机价格下降。从近期招标业态来看，不再一味打价格战，我们预计全年均价维持 1700-2000 元/kW。公司一贯坚持风机品质，随着价格企稳，订单量预计进一步提升。
- **风电场自营规模稳健增长，同时推进轻资产运营模式：**2022Q1 公司自营风电场权益装机容量新增 51.3MW，销售 232MW，累计达 5.89GW；权益在建容量 2.55GW，预计全年权益新增装机 1.5GW 左右，销售 1GW 左右。自营风电场平均利用小时数 571h，同比-20%，高于行业平均水平 16h。
- **期间费用率整体稳定，历年来看 Q1 费用率为全年高点。**2022Q1 公司期间费用率同比+0.06pct 至 19.53%。销售、管理（含研发）、研发、财务费用率分别同比+0.77pct/+1.38pct/+1.01pct/-2.09pct 至 7.60%/10.58%/4.60%/1.35%。Q1 历年基本都是费用率高点，随着收入规模提升，呈现逐季递减趋势。经营性现金流净流出为 37.47 亿，同比基本持平。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2022/2023/2024 年归母净利润预测 36.07/40.36/45.91 亿元，同比+4.35%/11.87%/13.76%，EPS 分别为 0.85/0.96/1.09 元，PE 分别为 12.02/10.74/9.44 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**价格竞争加剧、原材料涨价、需求不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.26
一年最低/最高价	10.26/20.56
市净率(倍)	1.23
流通 A 股市值(百万元)	34,818.29
总市值(百万元)	43,349.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.34
资产负债率(% ,LF)	68.61
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)：2021 年年报点评：大机型快速放量，盈利改善》

2022-03-29

《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

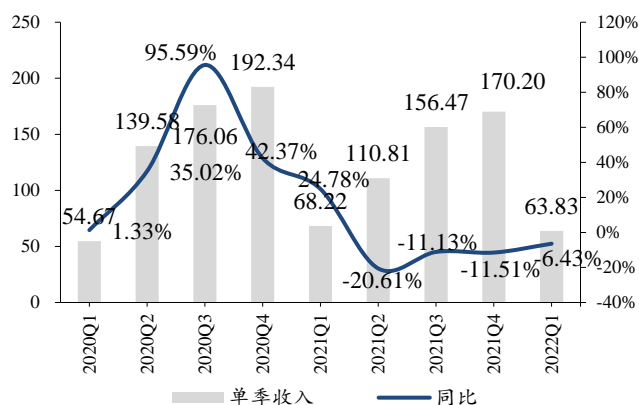
公司公布 2022 年一季报，实现归母净利润 12.65 亿元，同/环比+30%/+185%。毛利率同比小幅下滑，符合预期。2022Q1 公司实现营收 63.83 亿元，同/环比-6.43%/-62.5%；归母净利润 12.65 亿元，同/环比+30.17%/+184.91%，报告期内，转让子公司股权实现投资收益 13.42 亿元，同/环比+131%/+83%。综合毛利率 26.51%，同/环比-1.88pct/+11.3pct；归母净利率 19.82%，同/环比+5.57pct/+17.2pct。毛利率同比下滑主要系执行风机订单价格同比下降、高毛利率发电业务受风电利用小时数降低拖累等，环比大幅提升系 Q1 发电业务占比较高。

表1: 公司 2022Q1 收入 63.83 亿元，同比下降 6.43%；盈利 12.65 亿元，同比增长 30.17%

金风科技	2021	2020	同比	2022Q1	同比	环比
营业收入	505.71	562.65	-10.1%	63.83	-6.4%	-62.5%
毛利率	22.6%	17.7%	4.8%	26.5%	-1.9%	11.3%
营业利润	43.32	32.75	32.3%	16.00	33.5%	170.2%
利润总额	43.39	32.74	32.6%	16.01	33.2%	163.5%
归属母公司净利润	34.57	29.64	16.7%	12.65	30.2%	184.9%
扣非归母净利润	29.93	27.63	8.3%	14.27	55.6%	915.9%
归母净利率	6.8%	5.3%	1.6%	19.8%	5.6%	17.2%
股本（亿股）	42.25	42.25	-	42.25	-	-
EPS（元/股）	0.82	0.70	16.7%	0.30	30.2%	184.9%

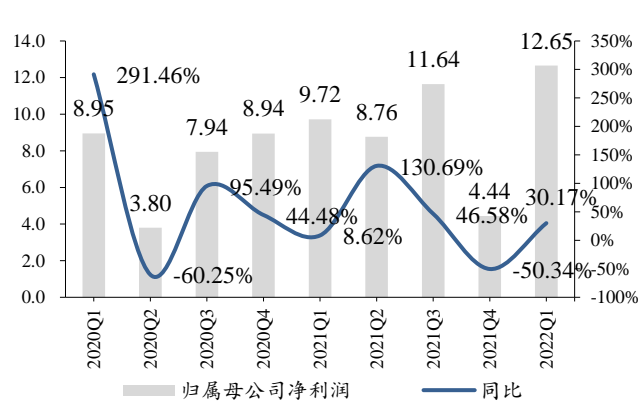
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1: 22Q1 收入 63.83 亿元，同比-6.43%（亿元，%）



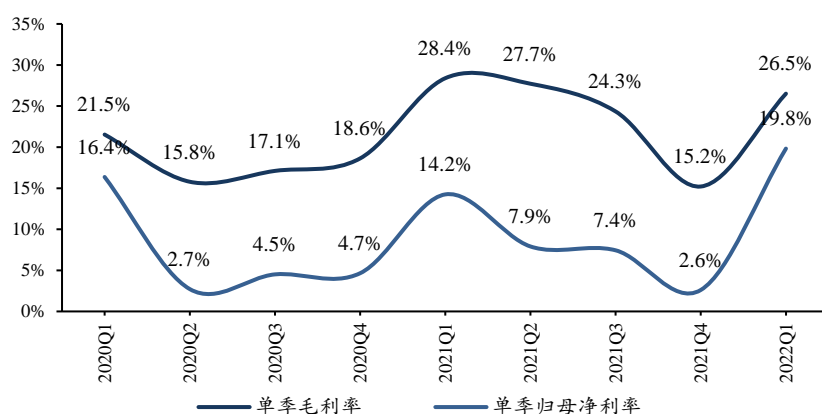
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 22Q1 归母净利润 12.65 亿元，同比+30.17%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

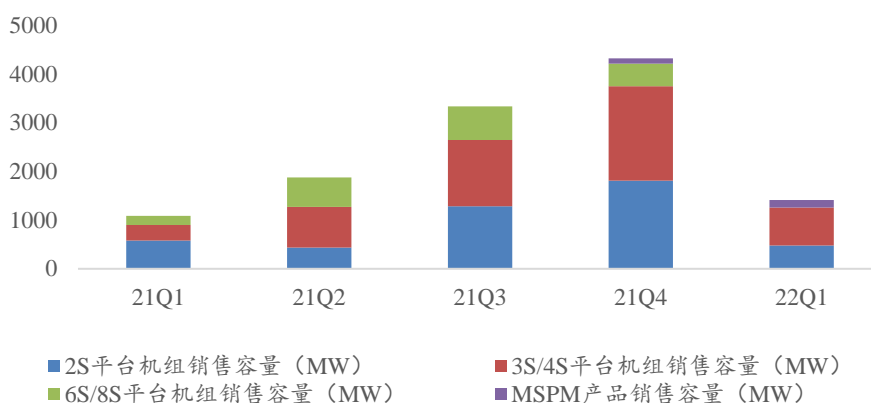
图3: 22Q1 毛利率、净利率同比-1.88pct、+5.57pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2022Q1 公司实现风机销售 1.41GW, 同/环比+29.7%/-67.5%: 其中 2S 机型销售 479MW, 同环比-18%/-74%, 占比 34%; 3S/4S 机型销售 780MW, 同环比+145%/-60%, 占比 55%, 依旧是占比最高的平台产品; MSPM 机型销售 152MW, 继 21Q4 实现首次销售后环比+39%, 占比 11%。

图4: 公司分季度分机型销量



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 平台机型占主导, 海外业务拓展顺利: 截至 2022Q1, 公司风机在手订单 16.97GW, 其中外部订单 16.5GW。分机型来看, 3/4S 机型约 8.45GW, 占比同增 4.2pct 至 51.2%; 2S 机型约 2.58GW, 占比同降 25.4pct 至 15.6%; MSPM 机型约 5.45GW, 占比较 2021 年底提升 4pct 至 33%。分地区来看, 海外在手外部订单 2.73GW, 同比+37.7%, 主要分布在越南、智利、澳大利亚、巴西等国, 2022 年海外出货预计 1.2GW, 市场稳步开拓。

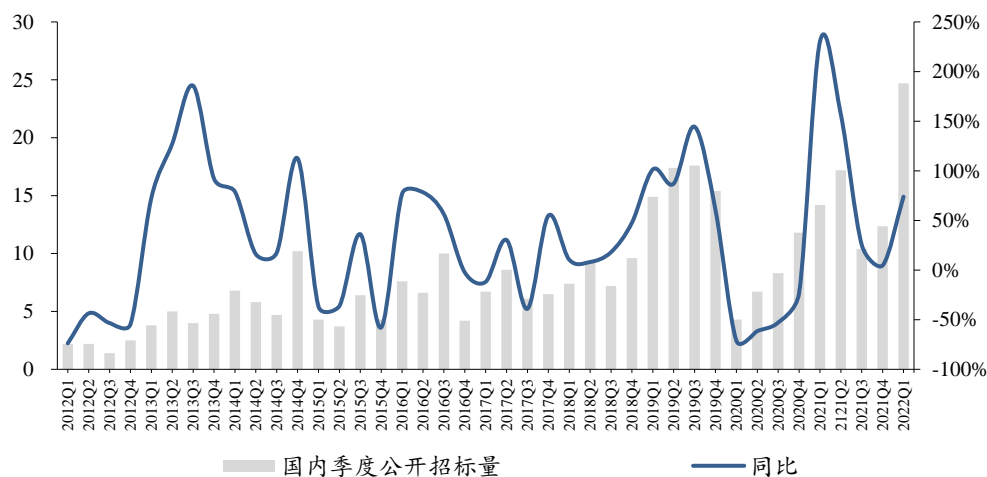
表2: 公司风机销量及外部订单结构

	1.5MW	2S	3S/4S	6S/8S	MSPM	合计
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%
2022Q1 销量 (MW)		479.40	779.50		152.30	1,411.20
占比		33.97%	55.24%		10.79%	100.00%
2021 外部订单 (MW)	25.5	3199.8	8832.45		4816.95	16874.7
占比	0.15%	18.96%	52.34%		28.55%	100.00%
2022Q1 外部订单 (MW)	25.5	2,580.90	8,447.00		5450.1	16503.5
占比	0.15%	15.64%	51.18%		33.02%	100.00%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

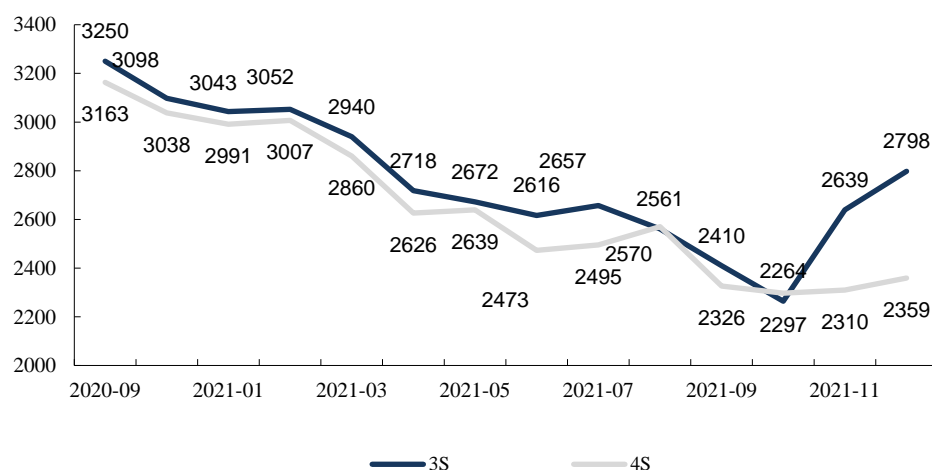
招标热度不减, 6MW 或成陆上风电主流投标机型: 2022Q1 国内公开招标新增 24.7GW, 同增 74%, 其中陆上 19.3GW, 海上 5.4GW。2021 年 12 月, 3/4S 机型公开投标均价反弹至 2798/2359 元/kW。2022 年 3 月, 全市场风电整机商风电机组投标均价为 1876 元/kW, 主要系 2022 年主流投标机型升级为 6MW, 大兆瓦带动风机价格下降。从近期招标业态来看, 不再一味打价格战, 我们预计全年均价维持 1700-2000 元/kW。公司一贯坚持风机品质, 随着价格企稳, 订单量预计进一步提升。

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

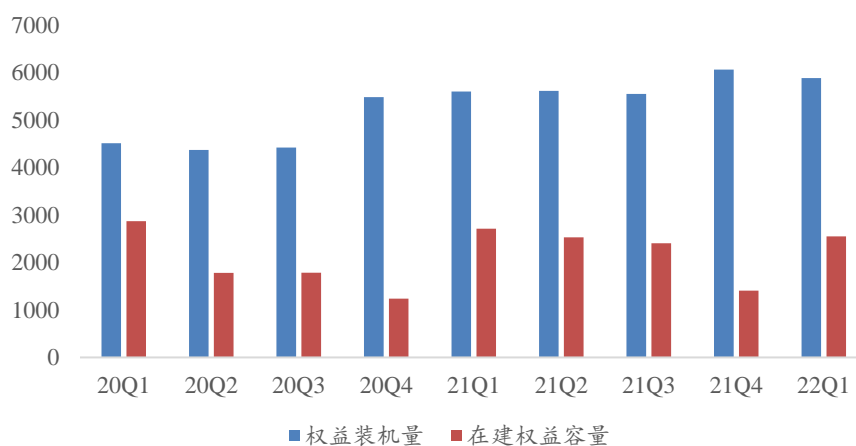
图6: 风机月度公开投标市场均价 (元/kW)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

风电场自营规模稳健增长, 同时推进轻资产运营模式: 2022Q1 公司自营风电场权益装机容量新增 51.3MW, 销售 232MW, 累计达 5.89GW。权益在建容量 2.55GW, 预计全年权益新增装机 1.5GW 左右, 销售 1GW 左右。自营风电场平均利用小时数 571h, 同比-20%, 高于行业平均水平 16h。

图7: 公司权益装机容量及在建容量 (MW)

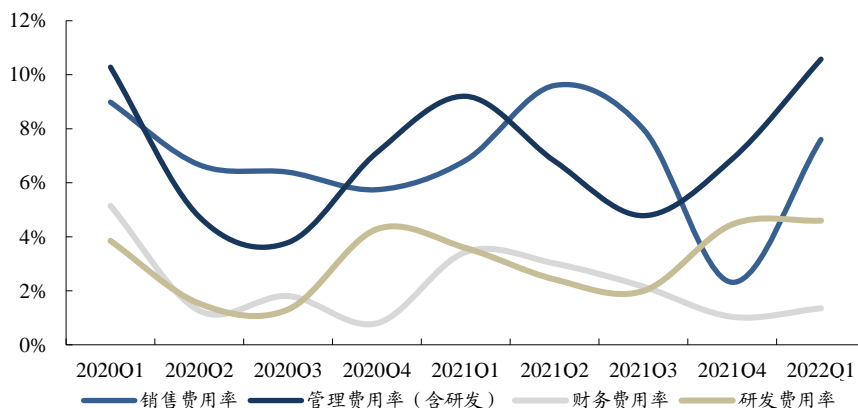


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

期间费用率整体稳定, 历年来看 Q1 费用率为全年高点。 2022Q1 公司期间费用率同比上升 0.06pct 至 19.53%。销售、管理(含研发)、研发、财务费用率分别同比 +0.77pct/+1.37pct/+1.01pct/-2.08pct, 费用率分别为 7.60%/10.58%/4.60%/1.35%。Q1 历年

基本都是费用率高点，随着收入规模提升，呈现逐季递减趋势。

图8：22Q1 期间费用率 19.53%，同比+0.06pct



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

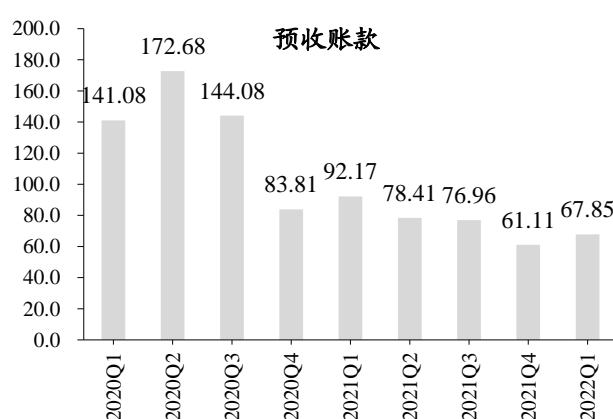
应收账款、存货周转天数上升。公司 2022Q1 经营活动现金流量净流出 37.47 亿元，同比上升 1.77%；销售商品取得现金 81.93 亿元，同比上升 8.38%。期末预收账款 67.85 亿元，较期初增加 6.74 亿元。期末应收账款 234.57 亿元，较期初减少 1.28 亿元，应收账款周转天数增加 173.57 天至 331.61 天。期末存货 61.87 亿元，较期初增加 13.69 亿元；存货周转天数上升 57.14 天至 105.56 天。

图9：22Q1 现金净流出 37.47 亿元，同比+1.77%（亿元）



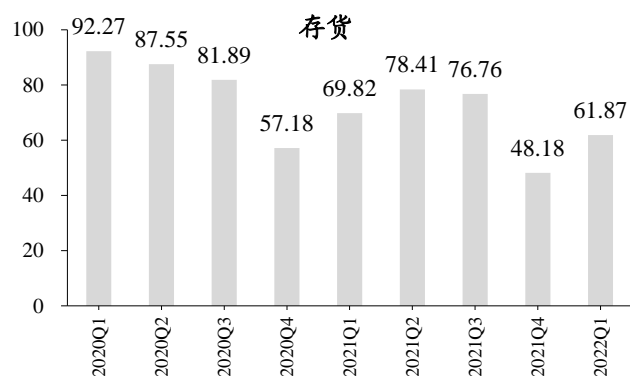
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图10：22Q1 期末预收账款 67.85 亿元，较期初+6.74 亿元（亿元）



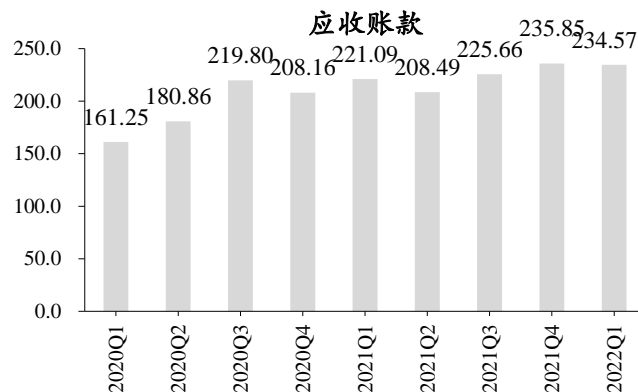
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 11: 22Q1 期末存货 61.87 亿元, 较期初+13.69 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 12: 22Q1 期末应收账款 234.57 亿元, 较期初-1.28 亿元 (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们维持 2022/2023/2024 年归母净利润预测 36.07/40.36/45.91 亿元, 同比+4.35%/11.88%/13.76%, EPS 分别为 0.85/0.96/1.09 元, PE 分别为 12.02/10.74/9.44 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 价格竞争加剧、原材料涨价、需求不及预期等。

金风科技三大财务预测表（2021 年为调整后数据）

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	47,936	58,425	58,955	64,692	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	31,245	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	4,464	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	4,040	4,596
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	4,036	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	11.88	13.76
归属母公司股东权益	35,542	38,647	42,683	47,274					
少数股东权益	882	885	889	894					
所有者权益合计	36,424	39,532	43,572	48,168					
负债和股东权益	119,360	139,099	146,893	161,171					

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	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	-8,269	-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）	12.54	12.02	10.74	9.44
营运资本变动	-4,333	1,515	-257	3,485	P/B（现价）	1.29	1.17	1.05	0.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

