

金风科技 (002202) 2022年中报点评：业绩同比小幅下滑，中速永磁有望成公司业绩新增长点

2022年8月30日

强烈推荐/维持

金风科技 公司报告

事件：公司发布2022年半年报，报告期内公司实现营业收入166.63亿元，同比下降8.09%；实现归属母公司净利润19.20亿元，同比下降5.92%。

公司上半年风机及零部件销售业务营业收入同比下降，风电场开发、风电服务及水务业务表现亮眼。上半年公司实现营业收入166.63亿元，同比下降8.09%，其中风机及零部件销售业务实现营业收入108.29亿元，同比减少15.87%，占公司营业收入比例达65%。我们认为，风机及零部件销售业务的同比下降或成营业总收入的主要拖累项：1) 风电抢装潮褪去，行业整体装机需求上半年同比出现一定程度下滑；2) 二季度国内疫情扰动导致上半年下游有效开工率不足，影响公司产品销售节奏。3) 公司不断推进产品技术迭代和更新，上半年公司进行产品线调整，一定程度影响营业收入释放节奏。我们认为，伴随下半年风电传统装机旺季的到来及行业景气度的上行，公司出货节奏或将加快。**风电场开发、风电服务及水务业务表现亮眼。**报告期内公司风电场开发业务实现营收32.94亿元，同增9.54%，占营业收入比重由16.6%提升到19.8%；风电服务业务实现营收19.34亿元，同增17.61%，营收占比由9.1%提升到11.6%。我们认为，得益于公司自营风电场装机容量的增长(报告期内公司实现新增装机容量350MW)及高于行业平均的利用小时数(同比增114h)，公司风电运营业务同比实现9.54%的收入增长，贡献毛利约22.5亿元，成为业绩贡献的重要来源。

风电主机大型化持续降本及行业竞争加剧等因素影响公司产品毛利率，待中速永磁产品形成规模优势后或将一定程度带来风机销售毛利率的回升。风电行业大型化降本仍在途中，从风电市场月度公开投标均价来看，2021年以来大兆瓦机组推出加速，风机投标均价持续下行，大型化降本成效明显。从公司销售产品价格来看，2S、3S/4S、6S/8S、MSPM机型均较前期交付均价有所下行，一定程度压低主机毛利率。上半年公司中速永磁系列产品合计销售127台，合计销售容量701.55MW(22Q1为152.3MW)，因公司中速永磁产品处于推出阶段，尚未形成生产规模优势，仅实现毛利率10.17%，一定程度影响风机整体毛利率。展望下半年，我们预计公司伴随销售规模扩大，MSPM规模优势有望进一步凸显，风机产品毛利率或有望回升至15%。

公司深耕风电主机研发，中速永磁系列产品有望成为公司业绩新增长点，同时风电场开发与风电服务业务加持下，公司综合竞争力有望进一步提升。公司作为行业龙头，技术实力雄厚，持续坚持直驱永磁技术路线并坚持研发半直驱技术路线。公司在中速永磁领域深耕数十年，已形成GWHV11、GWHV12、GWHV20、GWHV21四大平台，分别应用于陆风及海风领域，当前首批交付的商业项目已陆续进入并网运行阶段。截止22H1，据公司披露外部在手订单中MSPM机组订单容量高达14.7GW，占全部在手订单的比例达62%(21/22Q1分别占比29%/33%)，订单增长迅速，我们预计未来MSPM业务将有望成为公司重要的新业绩增长点，有望为公司贡献重要的盈利来源。同时，伴随公司进一步增强风电场运营资源的投资开发，增强风电后服务市场的智慧运营与水务业务的协同共进，公司综合竞争力有望进一步提升。我们持续看好公司在风电整机领域的龙头地位，伴随下半年行业装机速度的加

公司简介：

据2021年年报披露，公司拥有风机制造、风电服务、风电场投资与开发三大主营业务以及水务等其他业务，其中风机业务在国内市场连续十一年排名第一，2021年在全球市场排名第二。

资料来源：公司公告、WIND

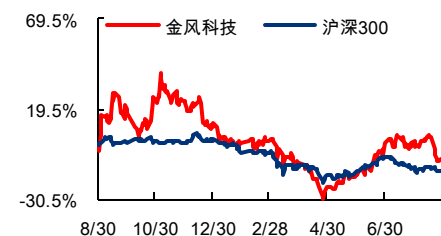
未来3-6个月重大事项提示：

无

交易数据

52周股价区间(元)	20.56-10.26
总市值(亿元)	563.62
流通市值(亿元)	452.71
总股本/流通A股(万股)	422,507/345,150
流通B股/H股(万股)	-/77,357
52周日均换手率	4.69

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：耿梓瑜

010-66554045

gengzy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070028

快，预计公司三四季度风电主机出货量将明显提升，对公司业务形成稳定支撑。

公司盈利预测及投资评级：公司是风机制造领域龙头，整机制造、风电场开发及风电服务构筑公司综合竞争力。受上半年疫情扰动、行业新增装机需求减弱及公司产品调整影响，我们对公司盈利预测进行调整。我们预计公司2022-2024年净利润分别为38.2、47.1、53.7亿元，对应EPS分别为0.9、1.11和1.27元。当前股价对应2022-2024年PE值分别为14.8、12和10.5倍。我们看好公司在风电整机领域的龙头地位，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情扰动超预期，装机需求弱于预期，公司产品销售不及预期，原材料价格上行超预期等。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	56,265.11	50,570.72	49,200.68	54,285.11	59,996.68
增长率(%)	47.12%	-10.12%	-2.71%	10.33%	10.52%
归母净利润(百万元)	2,963.51	3,456.95	3,818.88	4,709.85	5,373.63
增长率(%)	33.00%	17.74%	10.37%	23.12%	13.99%
净资产收益率(%)	8.67%	9.73%	10.24%	11.25%	11.41%
每股收益(元)	0.67	0.79	0.90	1.11	1.27
PE	19.82	16.91	14.76	11.97	10.49
PB	2.20	1.66	1.44	1.26	1.08

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	44038	47936	47729	51363	55712	营业收入	56265	50571	49201	54285	59997
货币资金	8274	8577	9006	9727	10699	营业成本	46289	39165	38998	41946	45997
应收账款	20816	23585	22946	25318	27981	营业税金及附加	225	229	223	246	272
其他应收款	1512	1646	1602	1767	1953	营业费用	3651	3174	3088	3407	3765
预付款项	1520	1473	1425	1374	1319	管理费用	1782	1717	1671	1844	2037
存货	5718	4818	4797	5160	5658	财务费用	929	1081	1513	1593	1685
其他流动资产	1124	1185	1200	1145	1084	研发费用	1478	1584	1694	1830	1995
非流动资产合计	65100	71424	72989	75974	80300	资产减值损失	-425.2	-1114.5	-300.00	0.00	0.00
长期股权投资	6403	5903	5903	6493	7142	公允价值变动收益	9.46	66.41	66.41	66.41	66.41
固定资产	20522	25241	25347	25792	26538	投资净收益	1685.2	1983.47	1983.47	1983.47	1983.47
无形资产	4078	5483	4945	4460	4024	加：其他收益	229.75	418.48	418.48	418.48	418.48
其他非流动资产	5637	10709	10816	13520	17576	营业利润	3275	4332	4782	5889	6714
资产总计	109138	119360	120718	127337	136011	营业外收入	17.04	67.15	67.15	67.15	67.15
流动负债合计	47845	49886	49505	51862	55127	营业外支出	18.92	59.92	59.92	59.92	59.92
短期借款	2641	472	727	727	727	利润总额	3274	4339	4789	5896	6721
应付账款	16819	20581	20213	21741	23840	所得税	308	848	936	1152	1313
预收款项	7	15	15	15	15	净利润	2965	3491	3853	4744	5408
一年内到期的非流动负债	2976	3814	4181	4161	4157	少数股东损益	2	35	35	35	35
非流动负债合计	26320	33051	31011	30645	30793	归属母公司净利润	2964	3457	3819	4710	5374
长期借款	18038	24374	24374	24374	24374	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	74165	82937	80516	82507	85919	成长能力					
少数股东权益	805	882	916	951	985	营业收入增长	47.12%	-10.12%	-2.71%	10.33%	10.52%
实收资本（或股本）	4225	4225	4225	4225	4225	营业利润增长	27.38%	32.26%	10.38%	23.16%	14.01%
资本公积	12115	12106	12106	12106	12106	归属于母公司净利润增长	34.10%	16.65%	10.47%	23.33%	14.09%
未分配利润	13393	15557	19074	23412	28361	获利能力					
归属母公司股东权益合计	34168	35542	37289	41883	47109	毛利率(%)	17.73%	22.55%	20.74%	22.73%	23.33%
负债和所有者权益	109138	119360	120718	127337	136011	净利率(%)	5.27%	6.90%	7.83%	8.74%	9.01%
现金流量表						总资产净利润(%)	2.72%	2.90%	3.16%	3.70%	3.95%
						ROE(%)	8.67%	9.73%	10.24%	11.25%	11.41%
经营活动现金流	5377	4887	4937	6096	7440	偿债能力					
净利润	2965	3491	3853	4744	5408	资产负债率(%)	68%	69%	67%	65%	63%
折旧摊销	1893.24	2225.59	2447.72	2555.61	2705.03	流动比率	0.92	0.96	0.96	0.99	1.01
财务费用	929	1081	1513	1593	1685	速动比率	0.80	0.86	0.87	0.89	0.91
应收账款减少	-5253	-2770	639	-2371	-2664	营运能力					
预收账款增加	2	9	0	0	0	总资产周转率	0.53	0.44	0.41	0.44	0.46
投资活动现金流	-5719	-7873	-1401	-3079	-4529	应收账款周转率	3	2	2	2	2
公允价值变动收益	9	66	66	66	66	应付账款周转率	3.46	2.70	2.41	2.59	2.63
长期投资减少	0	0	-2570	-711	-837	每股指标(元)					
投资收益	1685	1983	1983	1983	1983	每股收益(最新摊薄)	0.67	0.79	0.90	1.11	1.27
筹资活动现金流	1470	3471	-1795	-3024	-2665	每股净现金流(最新摊薄)	0.27	0.11	0.41	0.00	0.06
应付债券增加	-288	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.09	8.41	8.83	9.91	11.15
长期借款增加	2992	6335	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	19.82	16.91	14.76	11.97	10.49
资本公积增加	31	-9	0	0	0	P/B	2.20	1.66	1.44	1.26	1.08
现金净增加额	1128	485	1741	-7	245	EV/EBITDA	11.87	10.05	7.59	7.57	6.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

研究助理简介

耿梓瑜

金融硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，从事电力设备新能源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526