

金风科技 (002202.SZ)

优于大市

上半年业绩同比增长 10.8%，国际业务高增近九成

核心观点

上半年业绩 13.9 亿元, 同比+10.8%。2024 年上半年, 公司实现营业收入 202.0 亿元, 同比+6.3%; 实现归母净利润 13.9 亿元, 同比+10.8%; 实现扣非归母净利润 13.7 亿元, 同比+33.0%, 主要得益于风电板块业务毛利率有较大幅度改善以及所得税费用的减少。分业务来看, 风机与零部件销售/风电场开发/风电服务业务销售收入分别为 127.7/44.0/23.7 亿元, 同比+0.2%/+31.5%/+2.6%; 毛利率分别为 3.75%/56.4%/24.8%, 同比变动+6.3pct./-12.9pct./+9.6pct.。2024 年第二季度, 公司实现营业收入 132.2 亿元, 同比-1.6%, 环比+89.5%; 实现归母净利润 10.5 亿元, 同比+6252%, 环比+217%; 实现扣非归母净利润 10.4 亿元, 同比+9789%, 环比+217%。

全球化战略成效逐步显现。公司业务已遍布全球六大洲、42 个国家, 在北美洲、大洋洲、亚洲 (除中国) 及南美洲的装机量均已超过 1GW。2024 年上半年, 公司实现海外业务收入 47.8 亿元, 同比+83.9%, 在整体收入中的占比为 23.7%, 同比+10.0pct.; 海外销售毛利率为 17.0%, 同比+6.0pct.。

上半年风机销售 5.15GW, 在手外部订单 35.6GW。2024 年上半年, 公司风电机组对外销售容量 5.15GW, 同比-10.9%; 实现风机销售收入 127.7 亿元, 同比+0.2%。风电机组大型化持续加速, 上半年 6MW 及以上机组销售容量占比达到 59%。截至 2024 年 6 月末, 公司在手外部订单 35.6GW, 同比+26.4%; 其中海外订单 5.2GW, 同比+12.4%。

技改推动风机销售毛利率改善。随着公司技术路线逐步转向半直驱及双馈路线, 公司风电机组销售业务盈利能力持续改善。2024 年上半年, 公司风机销售均价 2479 元/KW, 同比+12.5%; 单位毛利 479 元/KW, 同比实现毛利转正 (经追溯调整); 毛利率为 3.75%, 同比+6.3pct.。

风电场投资开发稳步推进。2024 年上半年, 国内外新增权益并网装机容量 1.08GW, 转让权益并网容量 225MW, 转让收入 9.3 亿元, 转让风电场项目股权投资收益 1.1 亿元; 国内机组发电量 72.84 亿 KWh, 同比+12.9%, 国内外合计发电收入 34.7 亿元, 同比+3.7%, 子公司天润新能实现净利润 13.1 亿元, 同比-29.5%。公司上半年风电场投资开发业务实现销售收入 44.0 亿元, 同比+31.5%。截至 2024 年 6 月末, 公司国内外累计权益并网装机容量 8.14GW, 权益在建风电场容量 3.69GW。

风险提示: 原材料价格上涨; 行业装机需求不及预期; 公司风电开发板块业务发展不及预期; 市场竞争加剧; 地缘政治风险。

投资建议: 上调盈利预测, 维持 “优于大市” 评级。

考虑到风机销售减亏进度超预期以及海外业务拓展成效显著, 我们上调盈利预测, 预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 19.2/27.5/32.7 亿元, 同比增长 44.0%/43.4%/18.9%。当前股价对应 PE 分别为 16.3/11.4/9.6 倍, 维持 “优于大市” 评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	46,437	50,457	48,658	55,729	61,834
(+/-%)	-8.2%	8.7%	-3.6%	14.5%	11.0%
净利润 (百万元)	2383	1331	1917	2748	3267
(+/-%)	-31.1%	-44.2%	44.0%	43.4%	18.9%
每股收益 (元)	6.22	0.32	0.45	0.65	0.77
EBIT Margin	2.8%	2.8%	6.4%	8.8%	9.1%
净资产收益率 (ROE)	6.3%	3.8%	5.1%	7.0%	7.8%
市盈率 (PE)	1.2	23.5	16.3	11.4	9.6
EV/EBITDA	26.0	33.5	18.8	14.6	13.9
市净率 (PB)	0.07	0.78	0.75	0.71	0.66

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电力设备 · 风电设备

证券分析师: 王蔚祺 010-88005313
wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003

证券分析师: 王晓声 010-88005231
wangxiaosheng@guosen.com.cn
S0980523050002

证券分析师: 袁阳 0755-22940078
yuanyang2@guosen.com.cn
S0980524030002

基础数据

投资评级 优于大市 (维持)
合理估值
收盘价 7.39 元
总市值/流通市值 31223/30800 百万元
52 周最高价/最低价 9.83/6.37 元
近 3 个月日均成交额 236.00 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《金风科技 (002202.SZ) - 风机龙头地位稳固, 静待海风和出口业务放量》——2024-06-19

业绩回顾

2024年上半年，公司实现营业收入202.0亿元，同比+6.3%。分业务来看，风机与零部件销售/风电场开发/风电服务业务销售收入分别为127.7/44.0/23.7亿元，同比+0.2%/+31.5%/+2.6%。2024年第二季度，公司实现营业收入132.2亿元，同比-1.6%，环比+89.5%。

2024年上半年，公司实现归母净利润13.9亿元，同比+10.8%，主要得益于公司风电板块业务毛利率有较大幅度改善以及所得税费用的减少。2024年第二季度，公司实现归母净利润10.5亿元，同比+6252%，环比+217%。

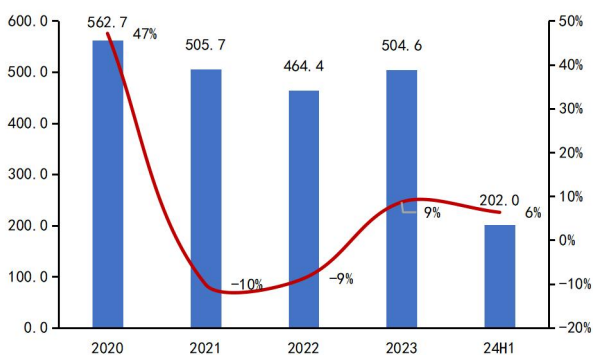
全球化战略成效逐步显现。公司业务已遍布全球六大洲、42个国家，在北美洲、大洋洲、亚洲（除中国）及南美洲的装机量均已超过1GW。2024年上半年，公司实现海外业务收入47.8亿元，同比+83.9%，在整体收入中的占比为23.7%，同比+10.0pct.；海外销售毛利率为17.0%，同比+6.0pct.

根据财政部会计司于2024年3月发行的《企业会计准则应用指南汇编2024》，保证类质保费用计入主营业务成本，不再计入销售费用，公司追溯调整了比较期间财务报表。2024年上半年，公司风电板块毛利率为18.2%，同比增长5.4pct.，其中风机与零部件销售/风电场开发/风电服务业务毛利率分别为3.75%/56.4%/24.8%，同比变动+6.3pct./-12.9pct./+9.6pct.。净利率方面，公司上半年净利率为6.9%，同比增长0.3pct.。

期间费用方面，经追溯调整的销售费用率同比基本不变，维持在3.0%左右。管理费用率同比下降0.4pct.至4.1%，研发费用率同比增长1.0pct.至4.4%。财务费用率下降0.8pct.至1.9%，主要是因为汇兑损失的减少。

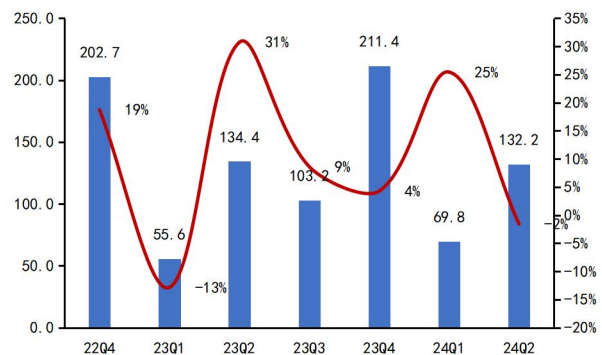
根据公司财报显示，在不考虑合并抵销的前提下，上半年风机板块对外销售收入实现税后亏损2.65亿，风电服务板块盈利1.98亿，发电板块盈利15.74亿（含1.05亿风电场股权处置收益）；23年同期风机板块亏损为10.88亿，风电服务板块盈利0.2亿，发电板块盈利24.56亿（含16亿以上风电场股权处置收益），上述以对外收入占比折算。

图1：公司营业收入及同比增速（亿元、%）



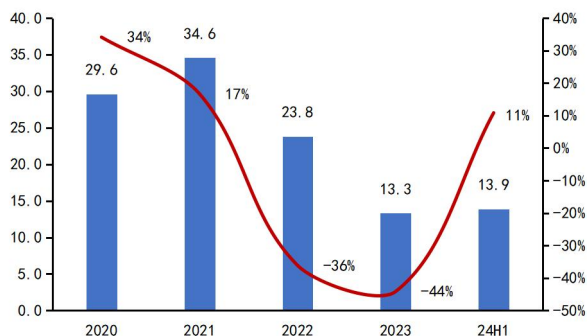
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速（亿元、%）



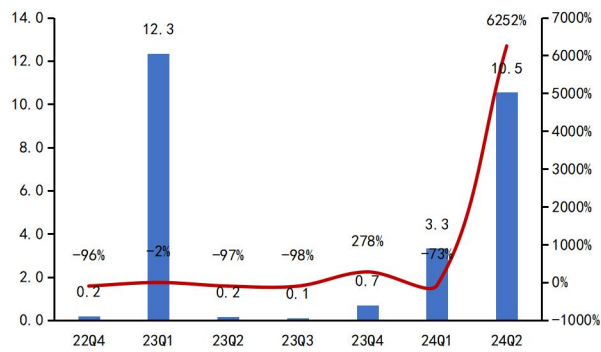
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速（亿元、%）



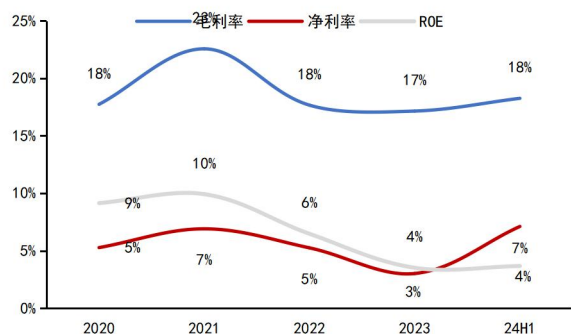
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比增速（亿元、%）



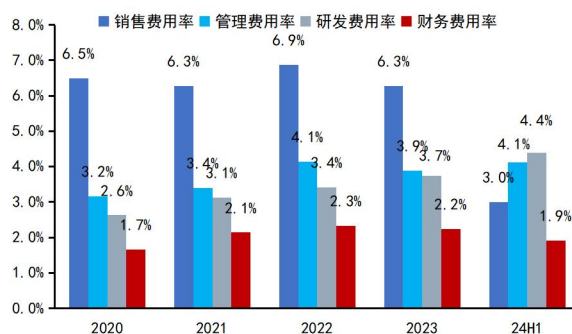
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率、净利率及ROE（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司期间费用率（%）

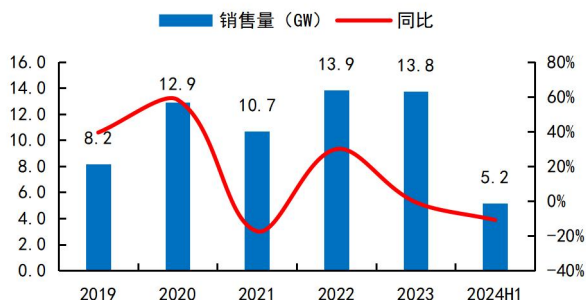


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营数据

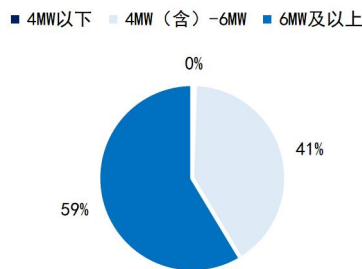
2024年上半年，公司对外销售风电机组5.15GW，同比-10.9%。产品结构方面风电机组大型化持续加速，上半年6MW及以上机组销售容量同比增长97%，在整体销售容量中的占比达到59%。截至2024年6月末，公司在手外部订单35.6GW，同比增长26.4%；其中海外订单5.2GW，同比增长12.4%。

图7：公司风电机组对外销售量（GW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

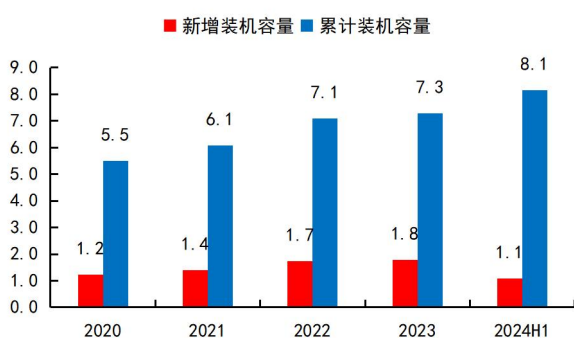
图8：2024年上半年风机机组销售结构（%，以MW计算）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2024 年上半年，公司国内外新增权益并网装机容量 1.08GW，转让权益并网容量 225MW。截至 2024 年 6 月末，公司国内外累计权益并网装机容量 8.14GW，权益在建风电场容量 3.69GW。上半年公司国内机组发电量为 72.84 亿 KWh，同比+12.9%；国内机组平均发电利用小时数 1268 小时，同比减少 76 小时；实现发电收入 34.7 亿元，同比+3.7%。

截至 2024 年 6 月末，公司国内外后服务业务在运项目容量接近 33.6GW，同比+13%。上半年公司实现后服务收入 16.0 亿元，同比+32.8%。

图9：公司风电场并网装机容量（GW）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：后服务在运项目容量（GW）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

考虑到公司风机销售减亏进度超预期，且海外业务拓展成效显著，我们上调公司 2024-2026 年盈利预测：

表1：主营业务假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
风机及零部件销售业务						
风机销售量 (GW)	10.7	13.9	13.8	15.6	17.5	18.5
YoY		30%	-1%	13%	12%	6%
收入 (百万元)	39,932	32,602	32,937	29,336	33,337	36,801
YoY		-18%	1%	-11%	14%	10%
毛利率 (%)	17.7%	6.2%	6.4%	9.9%	11.4%	12.9%
风电场开发业务（电站转让+发电业务）						
上网电量 (亿千瓦时)	105.9	140.1	145.9	160.4	182.4	193.4
YoY		32%	4%	10%	14%	6%
权益并网装机容量 (GW)	6.1	7.1	7.3	8.3	8.8	8.8
收入 (百万元)	5,327	6,910	10,915	12,414	14,930	16,961
YoY		30%	58%	14%	20%	14%
毛利率 (%)	67.2%	65.4%	47.3%	42.4%	39.6%	36.8%
风电服务						
后服务在运项目容量 (GW)	23.14	28.00	31.00	34.10	37.51	41.26
收入 (百万元)	4,082	5,647	5,241	5,544	6,099	6,709
YoY		38%	-7%	6%	10%	10%
毛利率 (%)	12.0%	23.8%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
合计						
收入 (百万元)	50,571	46,437	50,457	48,658	55,729	61,834
YoY		-8%	9%	-4%	15%	11%
毛利率 (%)	22.6%	17.7%	17.1%	18.7%	19.3%	19.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表2：公司盈利预测核心假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收增速	-8.2%	8.7%	-3.6%	14.5%	11.0%
成本费用率	82.3%	82.9%	81.3%	80.7%	80.3%
营业税金比率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用率	6.9%	6.3%	3.6%	3.1%	3.1%
管理费用率	4.1%	3.9%	4.6%	3.8%	3.8%
研发费用率	3.4%	3.7%	3.5%	3.2%	3.2%
所得税率	11.6%	45.9%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	21.3%	31.7%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：销售费用率自 2024 年起有大幅下调，主要原因系公司自 2024 年起变更会计政策，保证类质保费用计入主营业务成本，不再计入销售费用。

综上，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 486.6/557.3/618.3 亿元，同比变动-3.6%/+14.5%/+11.0%；实现归母净利润 19.2/27.5/32.7 亿元，同比增长 44.0%/43.4%/18.9%。当前股价对应 PE 分别为 16.3/11.4/9.6 倍。

表3：盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	46,437	50,457	48,658	55,729	61,834
同比	-8.2%	8.7%	-3.6%	14.5%	11.0%
净利润(百万元)	2383	1331	1917	2748	3267
同比	-31.1%	-44.2%	44.0%	43.4%	18.9%
每股收益(元)	6.22	0.32	0.45	0.65	0.77
EBIT Margin	2.8%	2.8%	6.4%	8.8%	9.1%
净资产收益率 (ROE)	6.3%	3.8%	5.1%	7.0%	7.8%
市盈率 (PE)	1.2	23.5	16.3	11.4	9.6
EV/EBITDA	26.0	33.5	18.8	14.6	13.9
市净率 (PB)	0.07	0.78	0.75	0.71	0.66

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

投资建议

预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 19.2/27.5/32.7 亿元，同比增长 44.0%/43.4%/18.9%。当前股价对应 PE 分别为 16.3/11.4/9.6 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示

原材料价格上涨；行业装机需求不及预期；公司风电开发板块业务发展不及预期；市场竞争加剧；地缘政治风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	15628	14245	5000	5991	10873	营业收入	46437	50457	48658	55729	61834
应收款项	24286	25548	17330	19849	22023	营业成本	38237	41807	39577	44948	49664
存货净额	9848	15257	13331	15268	16941	营业税金及附加	213	231	243	279	309
其他流动资产	8593	5716	5541	6293	6953	销售费用	3193	3165	1758	1722	1902
流动资产合计	62373	63829	44033	50428	59887	管理费用	1924	1958	2703	2583	2815
固定资产	37461	41805	43671	43217	40663	研发费用	1589	1891	1703	1783	1979
无形资产及其他	6665	6977	6612	6247	5882	财务费用	1078	1131	1334	1533	1515
投资性房地产	24923	26028	19463	22292	24733	投资收益	2368	2246	970	500	500
长期股权投资	5401	4854	4854	4854	4854	资产减值及公允价值变动	(55)	(711)	(300)	(300)	(400)
资产总计	136822	143495	118633	127037	136019	其他损益	681	179	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	6484	4685	2730	1000	1000	营业利润	2775	2599	2474	3546	4216
应付款项	39533	41645	17222	19575	21725	营业外净收支	(4)	(80)	0	0	0
其他流动负债	6817	6491	7375	8256	9161	利润总额	2772	2519	2474	3546	4216
流动负债合计	59130	63020	33167	35519	39306	所得税费用	335	997	371	532	632
长期借款及应付债券	28366	28151	32151	35351	37351	少数股东损益	53	191	186	266	316
其他长期负债	8980	12095	11526	11880	12185	归属于母公司净利润	2383	1331	1917	2748	3267
长期负债合计	37346	40246	43677	47231	49536	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	96476	103266	76844	82749	88842	净利润	2383	1331	1917	2748	3267
少数股东权益	2251	2619	2685	2819	2990	资产减值准备	664	186	0	0	0
股东权益	38095	37610	39105	41470	44187	折旧摊销	2542	2615	2599	2919	3019
负债和股东权益总计	136822	143495	118633	127037	136019	公允价值变动损失	0	0	100	100	200
						财务费用	1078	1131	1334	1533	1515
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(747)	2931	(17446)	(1422)	(990)
每股收益	6.22	0.32	0.45	0.65	0.77	其它	1039	(5209)	(120)	1553	1436
每股红利	1.32	0.10	0.09	0.13	0.15	经营活动现金流	5881	1854	(12949)	5899	6933
每股净资产	105.31	9.52	9.89	10.48	11.17	资本开支	(9025)	(6776)	(4100)	(2100)	(100)
ROIC	2%	1%	4%	6%	6%	其它投资现金流	2887	4952	7635	(2229)	(1742)
ROE	6%	4%	5%	7%	8%	投资活动现金流	(6139)	(1824)	3535	(4329)	(1842)
毛利率	18%	17%	19%	19%	20%	权益性融资	1097	(1173)	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	6%	9%	9%	负债净变化	9025	1463	2045	1470	2000
EBITDA Margin	8%	8%	12%	14%	14%	支付股利、利息	(2127)	(1152)	(542)	(515)	(695)
收入增长	-8%	9%	-4%	15%	11%	其它融资现金流	(1078)	(1131)	(1334)	(1533)	(1515)
净利润增长率	-31%	-44%	44%	43%	19%	融资活动现金流	6917	(1993)	169	(579)	(209)
资产负债率	71%	72%	65%	65%	65%	现金净变动	6660	(1963)	(9245)	991	4881
股息率	37.3%	17.9%	1.4%	1.2%	1.8%	货币资金的期初余额	8577	15628	14245	5000	5991
P/E	1.19	23.46	16.29	11.36	9.56	货币资金的期末余额	15628	14245	5000	5991	10873
P/B	0.07	0.78	0.75	0.71	0.66	企业自由现金流	(6105)	(381)	(16280)	3545	6715
EV/EBITDA	25.98	33.45	18.84	14.61	13.88	权益自由现金流	1973	399	(15368)	3712	7428

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032