

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

金风科技(002202)

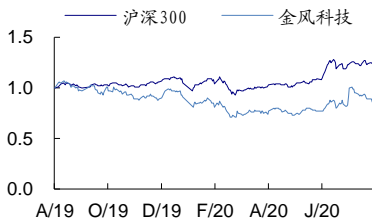
增持

2020 年半年报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 31 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	4,225/4,167
总市值/流通(百万元)	48,715/39,059
上证综指/深圳成指	3,404/13,851
12 个月最高/最低(元)	14.14/8.92

相关研究报告:

《金风科技-002202-深度报告: 风电终极抢装年, 且看龙头如何华丽蜕变》——2020-04-08
 《金风科技-002202-2019 年三季度业绩点评-风机毛利率回升, 8 亿电站投资收益将归入囊中》——2019-10-28
 《金风科技-002202-2019 年半年报业绩点评-风机毛利率已见底, 销售量加速提升》——2019-08-27
 《金风科技-002202-重大事件快评: 持续出售存量电站, 彰显风场开发业务价值》——2019-06-17
 《金风科技-002202-2019 年一季度业绩点评: 风机销量继续保持高增速, 发电业绩因风资源波动低于预期》——2019-04-29

证券分析师: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

海外大额亏损不掩风机盈利提升, 下半年业绩弹性可期

● 2020 年上半年确认超 7 亿海外一次性损失, 业绩低于预期

公司 2020 年上半年实现营收 194.3 亿元(+23.5%), 归母净利润 12.75 亿元(+7.6%), 扣非归母净利润 11.4 亿元(+12.1%)。第二季度单季营收 139.6 亿元(+35%), 归母净利润 3.8 亿元(-60.3%), 扣非归母净利润 3.7 亿元(-55.3%)。收入增速符合预期, 但由于公司海外业务发生合计超过 7 亿元的成本和费用损失, 归母业绩大幅低于预期, 若调整损失后上半年盈利符合预期。

● 大兆瓦风机毛利率改善, 抢装机型仍在消化低价订单

公司风机及零部件销售板块实现营业收入 145.7 亿元, 占比 75%; 板块毛利率同比略提高 0.74%, 达到 12.13%。分机型看大兆瓦机型毛利率更高且同比改善幅度较大, 6S/8S 平台毛利率达到 16.8% (+18.3 ppt.), 3S/4S 毛利率 15.74% (+2.0ppt.), 2020 年陆上风电的抢装机型 2S 平台毛利率依然较低, 只有 11% (-0.4ppt.), 依然在消化 2018 年底低价订单的负面影响, 预期后期将逐步改善。

● 运营业务盈利良好, 庞大风场在建规模保证后续成长

公司风电场开发板块实现营收 21 亿元, 毛利率 71.2%, 截至 6 月底并网权益装机 4.7GW, 在建风电场 2.7G, 预计 2021 年公司投运风力发电容量将实现大幅提升, 发电业绩成长性可期。此外公司拥有 50 余家水务项目公司, 水处理规模超 300 万吨/日, 上半年实现水务收入 2.7 亿元, 同比增长 31%。

● 风险提示: 风电并网消纳出现瓶颈, 公司新增订单不及预期。

● 投资建议: 下调盈利预测, 维持“增持”评级。

公司上半年海外业务发生大额损失, 且风机中标比例低于预期, 下调 20/22 年盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润 35.2/43.0/40.8 亿元(前预测值 36.2/40.0/41.8 亿元), 同比增速 40/-19/-13%; 摊薄 EPS 为 0.83/1.02/0.97, 合理估值区间调整为 13.18-14.89 元, 对应 2020 年动态 PE 为 15.8-17.8 倍, 对应当前股价溢价 14-29%。公司未来成长性来自风电场开发运营业务, 确定性较强, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

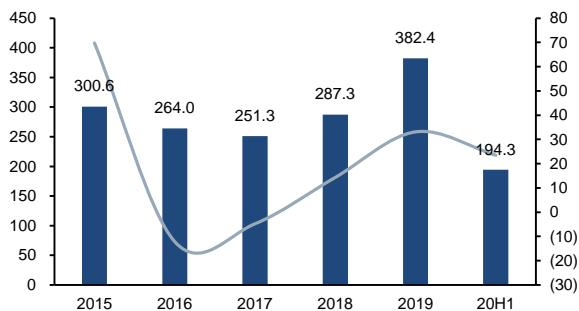
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	38,245	53,330	43,088	37,321	38,068
(+/-%)	33.1%	39.4%	-19.2%	-13.4%	2.0%
净利润(百万元)	2210	3524	4304	4084	4002
(+/-%)	-31.3%	59.5%	22.1%	-5.1%	-2.0%
摊薄每股收益(元)	0.52	0.83	1.02	0.97	0.95
EBIT Margin	7.7%	7.5%	12.7%	14.4%	15.0%
净资产收益率(ROE)	7.2%	11.1%	13.0%	11.9%	11.3%
市盈率(PE)	22.0	13.8	11.3	11.9	9.6
EV/EBITDA	26.9	26.7	18.2	17.1	12.0
市净率(PB)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.9

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

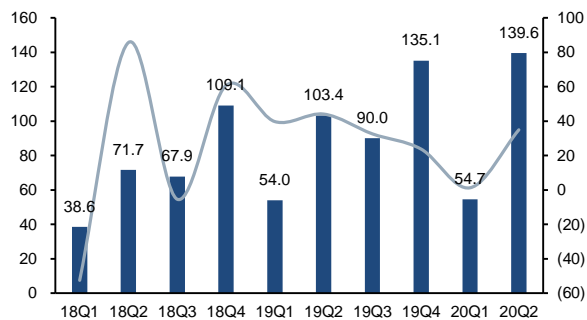
2020年上半年确认超7亿海外一次性损失，业绩低于预期。公司2020年上半年实现营收194.3亿元(+23.5%)，归母净利润12.75亿元(+7.6%)，扣非归母净利润11.4亿元(+12.1%)。第二季度单季营收139.6亿元(+35%)，归母净利润3.8亿元(-60.3%)，扣非归母净利润3.7亿元(-55.3%)。收入增速符合预期，但由于公司海外业务发生合计超过7亿元的成本和费用损失，归母业绩大幅低于预期，若调整损失后上半年盈利符合预期。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



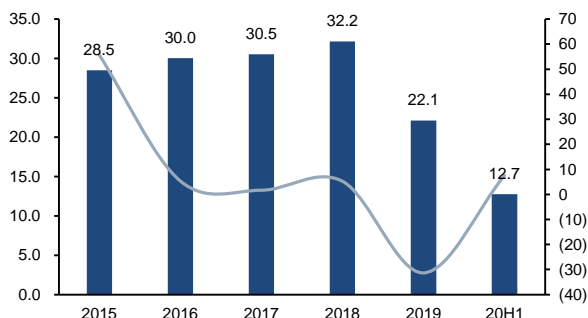
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



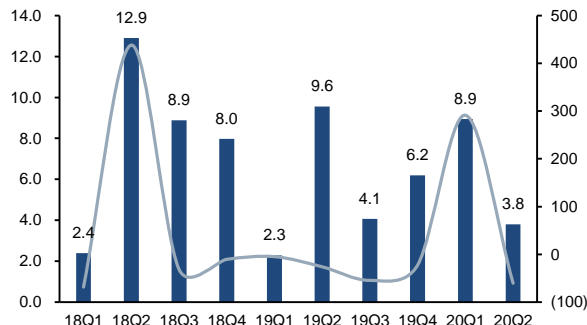
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海外业务发生超过7亿元的损失，对成本和费用均造成影响。2020年上半年公司在海外发生大额的成本和费用计提，在成本端2020年公司海外业务毛利率同比下降22个百分点，为-11%，毛利润额同比下降4.15亿元；同时公司在销售费用中计提了3.27亿元的销售费用，原因同样与海外业务有关，系部分子公司未能依与当地电网公司签订的购电协议的约定如期并网发电，而向当地电网公司承担的延期支出金额为人民币3.27亿元，上述两项成本和费用合计形成7.4亿元损失。如果还原上述非经常性的损失，公司第二季度业绩估计将达到10亿元。因此，预期下半年公司主业将保持较好的同比增长。

表 1：公司 2020 年上半年国内外销售收入（亿元）和毛利率，以及同比变动幅度

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
国内销售	173.31	137.14	21%	23%	25%	-1%
国际销售	20.94	23.31	-11%	24%	55%	-22%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司 2020 年上半年销售费用出现大额异常项 (亿元)

项目	本期发生额	上期发生额
产品质量保证准备	5.17	5.54
运输费	1.07	1.02
职工薪酬	2.58	2.86
装卸费	0.17	0.34
差旅费	0.41	0.57
投标服务费	0.17	0.15
延期支出(注)	3.27	0.00
其他	1.36	1.46
合计	14.21	11.94

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

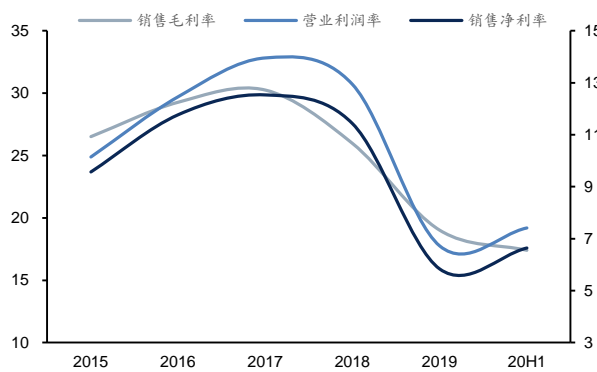
毛利率因收入结构变化而下降, 销售、管理费用率平稳, 研发费用率均得到有效控制。2020 年上半年公司风机销售板块和风电服务板块营收大幅提升, 这两个板块毛利率较低, 而高毛利率的发电业务营收同比略有下降, 综合毛利率同比下降 3.52 个百分点至 17.4%。三项费用率均有不同程度的优化, 其中销售费用同比减少 0.3 个百分点至 7.3%, 管理费用率同比下降 0.6 个百分点至 4.1%, 研发费用同比减少 0.5 个百分点至 2.2%。

表 3: 公司 2020 年上半年各业务板块收入 (亿元) 及毛利率

	营业收入	毛利率	营业收入比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
风机及零部件销售	145.66	12.13%	25.14%	0.74%
风电服务	22.28	-8.60%	54.76%	-17.42%
风电场开发	21.01	71.17%	-6.34%	0.34%
其他	5.31	58.30%	29.06%	-2.49%

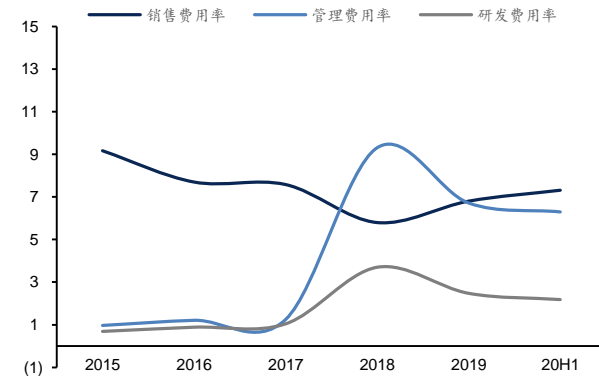
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司销售毛利率、营业利润率和净利率变化情况



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

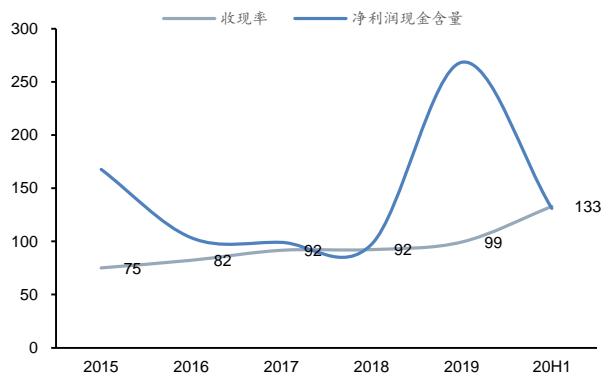
图 6: 公司三项费用率变化情况



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

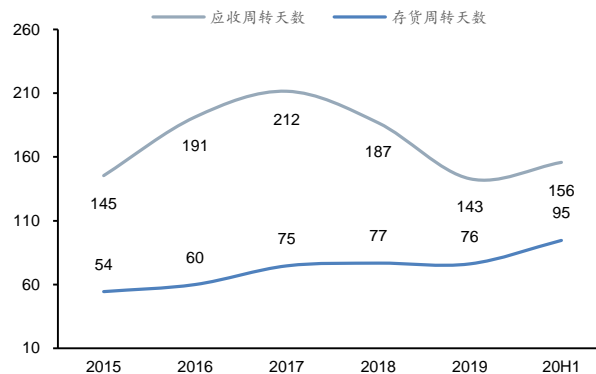
经营性现金流保持同步增长, 应收及存货周转率大幅提高。2020 年上半年公司现金流及营运资金周转情况继续向好。销售收到的现金高达 258 亿元 (+109%), 经营活动净现金流 16.7 亿元 (+153%), 收现率达到 133% (+55 ppt.), 净利润现金含量达到 131% (+399 ppt.)。上半年公司应收账款周转 156 天, 同比压缩 41 天; 存货周转 95 天, 同比压缩 2 天。

图 7: 收现率及净利润现金含量 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 主要流动资产周转情况 (天)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风机招标需求暂时回调, 风机销售结构在下半年将优化。 由于陆上抢装潮接近尾声, 开发商不急于提前招标采购, 因此今年上半年国内风电招标容量下降到 10.97GW, 同比下降 66%。公司在 2020 年 1-6 月实现机组销售 4.1GW, 在手订单因此下降到 18.0GW, 其中抢装机型 2S 平台占比 57.1%, 其他大兆瓦机型占比 41.6%, 海上风机订单达到 2.2GW, 海外订单达到 1.6GW。公司风机及零部件销售板块实现营业收入 145.7 亿元, 占比 75%; 板块毛利率同比略提高 0.74%, 达到 12.13%。分机型看大兆瓦机型毛利率更高且同比改善幅度较大, 6S/8S 平台毛利率达到 16.8%(+18.3 ppt.), 3S/4S 毛利率 15.74%(+2.0ppt.), 2020 年陆上风电的抢装机型 2S 平台毛利率依然较低, 只有 11% (-0.4ppt.), 依然在消化 2018 年底低价订单的负面影响, 预期后期将逐步改善。

表 4: 公司各机型销售毛利率

毛利率	20H1	19H1	yoy
6S/8S	17%	-2%	18.3%
3S/4S	16%	14%	2.0%
2S	11%	11%	-0.4%
1.5MW	35%	15%	19.7%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

运营业务盈利良好, 庞大风场在建规模保证后续成长。 风电场开发板块实现营业收入 21 亿元, 毛利率 71.2%, 截至 6 月底并网权益装机 4.7GW, 在建风电场 2.7G, 其中 1.8GW 为陆上抢装项目 (2020 年底前并网)。预计 2021 年公司投运风力发电容量将实现大幅提升, 发电业绩成长性可期。此外公司拥有 50 余家水务项目公司, 水处理规模超 300 万吨/日, 上半年实现水务收入 2.7 亿元, 同比增长 31%, 实现净利润 5200 万元。

投资建议: 下调盈利预测, 维持“增持”评级。 由于公司上半年海外业务发生大额损失, 且上半年风机中标比例低于预期, 下调盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润 35.2/43.0/40.8 亿元, 同比增速 40/-19/-13%; 摊薄 EPS 为 0.83/1.02/0.97, 合理估值区间调整为 13.18-14.89 元, 对应 2020 年动态 PE 为 15.8-17.8 倍, 对应当前股价溢价 14-29%。公司未来业绩成长性主要来自风电场开发运营业务, 确定性较强, 维持“增持”评级。

表 5: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PB (19A)	PEG (20E)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
002202	金风科技	11.53	487	0.52	0.83	1.02	0.97	22.0	13.8	11.3	11.9	1.7	0.6	增持
601615	明阳智能	15.68	220	0.51	1.06	1.28	0.92	30.9	14.9	12.2	17.0	3.5	0.7	增持
002531	天顺风能	7.09	126	0.42	0.61	0.67	0.78	16.9	11.7	10.6	9.1	2.2	1.1	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	7248	11028	10509	14530	营业收入	38245	53330	43088	37321
应收款项	16751	27761	23610	20450	营业成本	30973	43939	33093	27410
存货净额	8124	16379	11181	6949	营业税金及附加	109	160	129	112
其他流动资产	13918	6093	4309	3732	销售费用	2602	2721	2177	1742
流动资产合计	48444	61665	50026	46048	管理费用	1621	2628	2335	2823
固定资产	29010	41771	43467	44060	财务费用	1197	938	1232	1368
无形资产及其他	3385	3450	3514	3579	投资收益	1340	1600	1180	887
投资性房地产	17726	17726	17726	17726	资产减值及公允价值变动	342	(600)	(400)	(200)
长期股权投资	4491	4491	4491	4491	其他收入	(852)	135	135	135
资产总计	103057	129102	119225	115904	营业利润	2571	4079	5036	4689
短期借款及交易性金融负债	5705	3500	3500	3500	营业外净收支	(10)	0	0	0
应付款项	25428	35099	25803	20846	利润总额	2561	4079	5036	4689
其他流动负债	18436	23958	17885	14896	所得税费用	331	523	693	569
流动负债合计	49569	62557	47188	39242	少数股东损益	20	32	39	36
长期借款及应付债券	15335	27335	31535	34935	归属于母公司净利润	2210	3524	4304	4084
其他长期负债	5929	5929	5929	5929					
长期负债合计	21264	33264	37464	40864					
负债合计	70833	95821	84652	80106					
少数股东权益	1549	1549	1549	1549					
股东权益	30675	31732	33024	34249					
负债和股东权益总计	103057	129102	119225	115904					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2210	3524	4304	4084
资产减值准备	131	244	75	47
折旧摊销	1510	1531	1965	2295
公允价值变动损失	(342)	600	400	200
财务费用	1197	938	1232	1368
营运资本变动	3345	3997	(4161)	70
其它	(132)	(244)	(75)	(47)
经营活动现金流	6722	9652	2508	6649
资本开支	(5293)	(15200)	(4200)	(3200)
其它投资现金流	(1380)	2000	(14)	31
投资活动现金流	(7504)	(13200)	(4214)	(3169)
权益性融资	4666	0	0	0
负债净变化	(2954)	12000	3200	2400
支付股利、利息	(2255)	(2467)	(3013)	(2859)
其它融资现金流	8715	(2205)	0	0
融资活动现金流	2964	7328	1187	541
现金净变动	2182	3780	(519)	4021
货币资金的期初余额	5066	7248	11028	10509
货币资金的期末余额	7248	11028	10509	14530
企业自由现金流	2120	(6170)	(1664)	3883
权益自由现金流	7881	2807	474	5082

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.52	0.83	1.02	0.97
每股红利	0.53	0.58	0.71	0.68
每股净资产	7.26	7.51	7.82	8.11
ROIC	6%	7%	8%	8%
ROE	7%	11%	13%	12%
毛利率	19%	18%	23%	27%
EBIT Margin	8%	8%	13%	14%
EBITDA Margin	12%	10%	17%	20%
收入增长	33%	39%	-19%	-13%
净利润增长率	-31%	59%	22%	-5%
资产负债率	70%	75%	72%	70%
息率	4.6%	5.1%	6.2%	5.9%
P/E	22.0	13.8	11.3	11.9
P/B	1.59	1.54	1.5	1.4
EV/EBITDA	26.9	26.7	18.2	17.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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