

金风科技(002202)2019年三季度报点评

毛利率拐点已现，量价大周期开启

事项:

- 10月25日公司发布三季报，报告期内公司实现营业收入247.35亿元，同比增长38.84%；实现归母净利润15.91亿元，同比下滑34.24%，对应EPS为0.37元/股；扣非后归母净利润14.29亿元，同比下滑37.91%；公司业绩符合预期。

评论:

- 风机出货5245MW，大型化趋势明朗。**前三季度，公司实现风机出货5245MW，同比增幅50%左右。分机型看：2S平台出货3398MW，占比64.8%，环比中报下滑3.9个百分点；2.5S平台出货1156MW，占比22%，环比中报提升1.3个百分点；3S平台出货506MW，占比9.7%，环比中报提升2.1个百分点；6S平台实现出货123MW，占比2.4%，环比中报提升1个百分点。在手订单情况来看，2.5S机型订单容量9.7GW，占比达到42%，提升20个百分点，成为最主要平台机型；3S机型订单容量5.8GW，占比26%，同比提升18个百分点。随着风电陆续迈入平价阶段，陆上风机从逐渐由2S平台向2.5S以及3S平台过度，大型化趋势明朗，制造及发电成本将明显下降。
- 在手订单再创新高，招标量价持续上扬。**截至三季度末公司外部在手订单23513MW，同比增加25.1%。招标量来看，前三季度国内风机合计招标49.9GW，同比增长109%；其中第三季度招标17.6GW，同比增长144%，环比Q2增加0.2GW，持续维持高位。而招标价格上面来看，自2018年8月风机价格触底以来，风机招标价格持续上扬，2MW机型从去年8月最低点3196元/kW，上涨至6月的3536元/kW，涨幅10.64%。2.5MW从去年8月最低点3330元/kW，上涨至9月的3898元/kW，涨幅17.06%。3MW机组从今年6月的3603元/kW，上涨至9月的3900元/kW，涨幅8.24%。预计随着风机招标价格的持续回暖，明年公司执行订单将进入量价齐升的阶段。
- 在手风场稳定，结构持续优化。**截至三季度末公司国内外累计并网的自营风电场权益装机容量4596MW，环比基本稳定。其中34%位于西北地区，同比降低4个百分点；34%位于华北地区；21%位于华东及南方区域。公司通过出售，以及新增布局的方式持续优化风场资源分布。公司国内在建权益容量1390MW；国际在建容量1224MW；国内及国际风场均处于加速布局期。发电方面，前三季度公司自营风电场平价标准运行小时数1645小时，相较于行业平均水平高126小时(+7.66%)。实现发电量59.23亿kWh，同比增长2%。预计随着公司风场的加速开发，公司发电利润将持续增长。
- 上调公司评级至“强推”。**风机业务毛利率拐点已现，在抢装的大背景下，我们预计公司风机业务明年将迎来上行，量价齐升可期。我们上调公司2019-2021年归母净利润预测至27.95亿元/45.42亿元/55.53亿元(原值33.45亿/44.38亿/58.61亿)，对应EPS分别为0.66元/1.07元/1.31元，考虑制造端20倍左右估值水平以及公司的发电业务占比，我们给予公司2020年16倍估值，对应目标价17.12元/股，上调至“强推”评级。
- 风险提示：**装机需求不及预期，毛利率恢复不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	28,731	40,291	48,515	53,366
同比增速(%)	14.3%	40.2%	20.4%	10.0%
净利润(百万)	3,217	2,795	4,542	5,553
同比增速(%)	5.3%	-13.1%	62.5%	22.3%
每股盈利(元)	0.76	0.66	1.07	1.31
市盈率(倍)	14	18	11	9
市净率(倍)	2	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年10月25日收盘价

强推(上调)

目标价：17.12元

当前价：12.42元

华创证券研究所

证券分析师：胡毅

电话：0755-82027731

邮箱：huyi@hcyjs.com

执业编号：S0360517060005

联系人：杨达伟

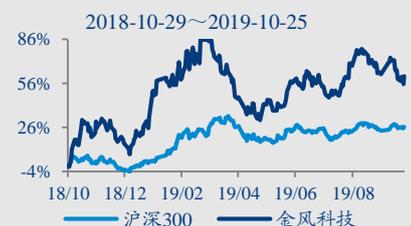
电话：021-20572572

邮箱：yangdawei@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	422,507
已上市流通股(万股)	416,052
总市值(亿元)	524.75
流通市值(亿元)	420.66
资产负债率(%)	67.9
每股净资产(元)	7.0
12个月内最高/最低价	14.63/7.51

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《金风科技(002202)2018年报点评：风电复苏大周期已启，毛利率拐点且行且近》

2019-04-04

《金风科技(002202)2019年一季度报点评：风机出货量大增，静候毛利率拐点》

2019-05-06

《金风科技(002202)2019年中报点评：低价风机加速出清，毛利率拐点且行且近》

2019-08-25

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,066	4,138	3,916	6,049
应收票据	2,072	2,906	3,499	3,849
应收账款	14,823	20,064	24,159	26,575
预付账款	1,737	2,599	3,013	3,192
存货	4,997	7,477	8,669	9,183
其他流动资产	4,222	5,899	7,094	7,801
流动资产合计	32,917	43,083	50,350	56,649
其他长期投资	8,186	11,432	13,741	15,103
长期股权投资	3,660	3,660	3,660	3,660
固定资产	19,792	21,763	23,519	25,061
在建工程	5,717	6,477	7,227	7,977
无形资产	3,307	2,976	2,679	2,411
其他非流动资产	7,785	5,855	5,841	5,832
非流动资产合计	48,447	52,163	56,667	60,044
资产合计	81,364	95,246	107,017	116,693
短期借款	2,038	2,538	3,038	3,538
应付票据	6,221	9,309	10,794	11,433
应付账款	13,778	20,617	23,904	25,321
预收款项	9	13	15	17
其他应付款	1,156	1,156	1,156	1,156
一年内到期的非流动负债	1,433	1,433	1,433	1,433
其他流动负债	6,966	1,723	2,027	2,247
流动负债合计	31,601	36,789	42,367	45,145
长期借款	18,001.00	20,001.00	21,901.00	23,901.00
应付债券	560.00	560.00	560.00	560.00
其他非流动负债	4,727	1,256	1,256	1,256
非流动负债合计	23,288	21,817	23,717	25,717
负债合计	54,889	58,606	66,084	70,862
归属母公司所有者权益	24,961	34,398	37,915	42,007
少数股东权益	1,514	2,242	3,018	3,824
所有者权益合计	26,475	36,640	40,933	45,831
负债和股东权益	81,364	95,246	107,017	116,693

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,239	3,027	3,357	5,537
现金收益	5,616	5,605	7,623	8,870
存货影响	-914	-2,480	-1,192	-514
经营性应收影响	-994	-7,047	-5,214	-3,055
经营性应付影响	521	9,930	4,775	2,057
其他影响	-1,991	-2,981	-2,635	-1,822
投资活动现金流	-6,114	-3,330	-3,220	-3,110
资本支出	-4,884	-4,016	-3,913	-3,810
股权投资	207	0	0	0
其他长期资产变化	-1,437	686	693	700
融资活动现金流	1,201	-625	-359	-294
借款增加	98	2,500	2,400	2,500
财务费用	-1,920	-2,208	-1,491	-1,823
股东融资	0	3,828	0	0
其他长期负债变化	3,023	-4,745	-1,268	-971

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,731	40,291	48,515	53,366
营业成本	21,271	31,829	36,904	39,091
税金及附加	160	224	270	297
销售费用	1,666	2,135	2,328	2,775
管理费用	1,612	2,256	2,717	2,989
财务费用	957	1,136	1,281	1,416
资产减值损失	111	111	111	111
公允价值变动收益	204	204	204	204
投资收益	1,346	1,646	1,646	1,200
其他收益	278	278	278	278
营业利润	3,718	3,237	5,238	6,396
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	41	41	41	41
利润总额	3,682	3,201	5,202	6,360
所得税	399	347	565	691
净利润	3,283	2,854	4,637	5,669
少数股东损益	66	59	95	116
归属母公司净利润	3,217	2,795	4,542	5,553
NOPLAT	4,136	3,867	5,779	6,931
EPS(摊薄)(元)	0.76	0.66	1.07	1.31

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	14.3%	40.2%	20.4%	10.0%
EBIT 增长率	8.5%	-6.5%	49.5%	19.9%
归母净利润增长率	5.3%	-13.1%	62.5%	22.3%
获利能力				
毛利率	26.0%	21.0%	23.9%	26.8%
净利率	11.4%	7.1%	9.6%	10.6%
ROE	12.1%	7.6%	11.1%	12.1%
ROIC	11.5%	10.2%	13.8%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	67.5%	61.5%	61.8%	60.7%
债务权益比	101.1%	70.4%	68.9%	67.0%
流动比率	104.2%	117.1%	118.8%	125.5%
速动比率	88.4%	96.8%	98.4%	105.1%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收帐款周转天数	187	156	164	171
应付帐款周转天数	206	195	217	227
存货周转天数	77	71	79	82
每股指标(元)				
每股收益	0.76	0.66	1.07	1.31
每股经营现金流	0.53	0.72	0.79	1.31
每股净资产	5.91	8.14	8.97	9.94
估值比率				
P/E	14	18	11	9
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	12	12	9	8

电力设备与新能源组团队介绍

首席分析师：胡毅

北京化工大学硕士。曾任职于天津力神、普华永道、中银国际证券、招商证券。2017年加入华创证券研究所。2015、2016年新财富上榜团队核心成员。

分析师：于潇

北京大学管理学硕士。曾任职于通用电气、中泰证券、东吴证券。2017年加入华创证券研究所。2015、2016年新财富团队成员。

分析师：邱迪

中国矿业大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。

研究员：杨达伟

上海交通大学硕士。曾任职于协鑫集成、华元恒道（上海）投资管理有限公司。2017年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500