

强烈推荐-A (维持)

金风科技 002202.SZ

目标估值: 15.5-16.5 元

当前股价: 13.6 元

2019 年 09 月 05 日

基础数据

上证综指	2986
总股本(万股)	422507
已上市流通股(万股)	338695
总市值(亿元)	575
流通市值(亿元)	461
每股净资产(MRQ)	7.0
ROE	9.7
资产负债率	67.9%
主要股东	新疆风能有限责任公司
主要股东持股比例	14.18%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《金风科技(002202)——毛利率维持稳定, 订单持续增长》2018-03-25

装机潮已经开动, 公司风机制造盈利能力即将迎来转折

公司发布中报:上半年公司收入、归上净利、扣非归上净利分别同比增长 23%、下降 23%、下降 28%, 公司收入高增长, 但盈利能力下滑, 主要系风机制造板块影响。上半年公司风机出货 3191MW, 同比增长 52%, 但毛利率下滑 10PCT 到 11%。风电运营权益装机 4422MW, 同比增长 10%, 出售电站获得 7.2 亿投资收益。国内风电装机潮已经启动, 主要零部件企业收入增长明显, 公司制造板块盈利情况或在未来 1-2 个季度触底回升。维持“强烈推荐-A”评级, 调整目标价为 15.5-16.5 元。

- **收入高增长:**上半年公司收入、归上净利、扣非归上净利分别为 157、11.8、10.2 亿元, 同比分别增长 43%、下降 23%、下降 28%。其中 Q2 收入、归上净利、扣非归上净利分别为 103、9.6、7.9 亿元, 同比分别增长 44%、下降 26%、下降 33%。销售费用率 7.6%, 同比增加 3PCT, 管理费用率 4.7%保持平稳, 财务费用率 3.1%, 下降 1.5 个 PCT, 投资收益较多主要系风场转让带来投资收益达 7.2 亿元。
- **经营现金大幅流出, 主要系备货影响:**上半年经营性现金净流出 32 亿元,, 主要系公司购买商品和劳务支出的现金高达 133 亿元, 同比增长 55%。上半年公司存货 84 亿元, 同比增长 47 亿元同比增长 129%, 其中产成品增加 25 亿元, 同比增长 257%, 在产品增加 4.7 亿元, 同比增长 43%。上半年现金流主要沉淀到了存货中。
- **风机毛利率下滑, 风机板块盈利能力已经见底:**上半年, 风机销售毛利率 11.3%, 同比下降 10 个 PCT, 制造板块净亏损 1.6 亿元, 较去年同期下降较多, 主要系交付去年低价风机订单。但国内风电装机潮已经启动, 招标量也大幅增长, 行业招标价格从去年底已开始缓慢上升, 我们认为, 公司风机板块盈利能力已基本见底, 预计 4 季度左右制造板块盈利水平可能会迎来转折。
- **风电运营稳步增长:**上半年, 公司风电开发板块收入 22.4 亿元, 收入占比 14%, 同比增长 11%, 主要系装机容量增长, 公司过去几年风电运营投入较大, 到上半年公司风电运营权益装机已达 4422MW, 固定资产净额增加至 192 亿元, 并仍有 79 亿元在建工程。
- **投资建议:**维持“强烈推荐-A”评级, 调整目标价为 15.5-16.5 元。
- **风险提示:**风电装机需求低于预期, 补贴款难以及时收回。

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

刘晓飞

021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn
S1090517070005

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	25129	28731	41085	48480	55752
同比增长	-5%	14%	43%	18%	15%
营业利润(百万元)	3509	3718	3255	4706	5378
同比增长	7%	6%	-12%	45%	14%
净利润(百万元)	3055	3217	2965	4280	4914
同比增长	2%	5%	-8%	44%	15%
每股收益(元)	0.86	0.90	0.70	1.01	1.16
PE	15.8	15.0	19.4	13.4	11.7
PB	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、2019 年中报简析	4
1.1 集中交付去年低价订单导致毛利率大幅下降	4
1.2 资产负债率维持高位，资本开支依旧较大	7
2、业务拆分与展望	8
2.1 风机出货量升价跌，盈利能力下降	8
2.2 风电运营稳步增长，出售电站贡献 7.2 亿投资收益	11
2.3 风电服务收入高增长，尚未贡献利润	11
3、结论与投资建议	12
4、风险提示	12

图表目录

图 1 国内公开招标量大幅增长	10
图 2 国内公开招标价格持续回升	10
图 3 风电利用小时	10
图 4 风电消纳比例	10
图 5 公司风机利用小时高于平均水平	11
图 6 公司风机发电量持续提升	11
图 7：金风科技历史 PEBand	13
图 8：金风科技历史 PBBand	13
表 1：业绩摘要	4
表 2：单季度业绩摘要	5
表 3：资产负债表先行指标	6
表 4：业务拆分	6
表 5：收入质量指标	7
表 6：流动性资产和负债变动	7
表 7：负债情况	7
表 8：资产周转情况	7
表 9：盈利指标	8

表 10: 员工情况	8
表 11: 分机型出货量	9
表 12: 分机型销售收入	9
表 13: 分机型毛利率	9
表 14: 风机销售质保金情况	9
表 15: 待执行订单情况	9
表 16: 待签约订单	10
表 17: 电力资产情况	11
表 18: 盈利预测	12
附: 财务预测表	14

1、2019 年中报简析

1.1 集中交付去年低价订单导致毛利率大幅下降

业绩摘要：上半年公司收入、归上净利、扣非归上净利分别为 157、11.8、10.2 亿元，同比分别增长 43%、下降 23%、下降 28%。其中 Q2 收入、归上净利、扣非归上净利分别为 103、9.6、7.9 亿元，同比分别增长 44%、下降 26%、下降 33%。

业务大致拆分：上半年风机制造板块收入 105 亿元，占比 67%，同比增长 37%，主要系风机出货量大幅增长，上半年风机出货 3,191MW，同比增长 52%。毛利率 11%，同比下降 10PCT，环比下降 8PCT，在风机价格下降的同时制造成本却没有下降，导致风机板块毛利率降至多年低点，最终导致上半年风机板块净亏损 1.6 亿元。

风电开发板块收入 22.4 亿元，占比 14%，同比增长 11%，主要系装机容量增长，截至 2019 年中公司累计并网权益装机容量 4,422MW，同比增长 10%。毛利率 71%，同比下降 1PCT。上半年公司出售了约 370MW 风电站，获得投资收益 7.2 亿元，加上 3.1 亿元的售电净利，上半年公司风电开发板块实现净利润 10.3 亿元。

风电服务板块收入 14.4 亿元，占比 9%，同比增长 132%，截至 2019 年中公司风电服务装机容量 7,764MW，超过 34,000 台机组，1,000 余个风电场。毛利率 9%，同比下降 11PCT。上半年风电服务板块实现净利 1100 万元。

异常量分析：上半年公司整体毛利率 21%，同比下降 10PCT，环比下降 5PCT，主要受风机板块拖累。上半年风机出货量 3,191MW，同比增长 52%，但综合售价约 3290 元/千瓦，同比下降 10%，生产成本约 2920 元/千瓦，同比还微增 40 元/千瓦，导致风机毛利率大幅下降。

上半年销售费用率 7.6%，同比增加 3PCT，主要系风机出货量大幅增加，运输费以及质保金相应增加。管理费用率 4.7%，同比持平。财务费率 3.1%，同比下降 1.5%，主要系上半年公司配股募集了 38 亿权益资金。

上半年经营性现金净流出 32 亿元，同比多流出 5 亿元。回款方面，公司上半年赊销比 125%，同比下降 56%，应收账款 196 亿元，同比基本持平，销售回款 123 亿元，同比增长 52%，和收入增速 43%是匹配的。但另一方面，公司购买商品和劳务支出的现金高达 133 亿元，同比增长 55%。从资产端来看，上半年存货 84 亿元，同比增长 47 亿元或 129%，其中产成品增加 25 亿元，同比增长 257%，在产品增加 4.7 亿元，同比增长 43%。公司上半年现金流主要沉淀到了存货当中。

上半年公司预收款（含合同负债）70 亿元，同比大幅增长 76%，主要是风机预收款大幅增加。

表 1：业绩摘要

百万元	2017	2018	同比(%)	2018H	2019H	同比(%)
营业总收入	25,129	28,731	14	11,030	15,733	43
营业收入	25,129	28,731	14	11,030	15,733	43
营业总成本	23,115	26,838	16	9,700	15,509	60
营业成本	17,530	21,271	21	7,590	12,441	64
营业税金及附加	161	160	(1)	58	46	(21)
销售费用	1,906	1,666	(13)	505	1,194	136

百万元	2017	2018	同比(%)	2018H	2019H	同比(%)
管理费用	2,473	1,612	(35)	530	747	41
财务费用	786	957	22	513	493	(4)
资产减值损失	259	11	(96)	(21)	8	(138)
公允价值变动净收益	(16)	204	0	15	85	0
投资净收益	1,213	1,346	11	351	966	175
投资收益	210	266	27	275	223	(19)
营业利润	3,509	3,718	6	1,797	1,422	(21)
营业外收入	8	5	(34)	2	7	221
营业外支出	26	41	57	5	6	29
利润总额	3,491	3,682	5	1,794	1,423	(21)
所得税	342	400	17	189	211	11
净利润	3,149	3,283	4	1,605	1,212	(24)
少数股东损益	94	66	(30)	75	28	(63)
归上净利润	3,055	3,217	5	1,530	1,184	(23)
非经常性损益	184	345	87	104	163	57
扣非归母净利	2,870	2,871	0	1,426	1,021	(28)
主要比率(%)			PCT 变动			PCT 变动
毛利率	30	26	(4.28)	31	21	(10.26)
销售费用率	8	6	(1.79)	4.58	7.59	3.00
管理费用率	10	6	(4.23)	4.81	4.74	(0.06)
财务费用率	3	3	0.20	4.65	3.13	(1.52)
经营利润率	14	13	(1.02)	16.29	9.04	(7.25)
税后净利率	13	11	(1.10)	14.55	7.71	(6.85)
所得税率	10	11	1.07	10.56	14.83	4.27
少数股东损益率	3	2	(0.98)	4.67	2.29	(2.38)

资料来源: Wind、招商证券

表 2: 单季度业绩摘要

百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	Q2 同比 (%)	Q2 环比 (%)
营业总收入	3,860	7,170	6,786	10,915	5,396	10,338	44	92
营业成本	2,469	5,121	4,961	8,720	3,959	8,482	66	114
毛利润	1,391	2,049	1,825	2,195	1,436	1,856	-9	29
营业税金及附加	14	45	30	72	23	23	-48	2
销售费用	367	138	570	591	392	802	481	104
管理费用	525	6	420	662	351	395		13
财务费用	304	209	236	208	310	183	-12	-41
研发费用	0	375	527	1,062	246	426	13	73
资产减值损失	111	(133)	(20)	52	0	8		
信用减值损失	0	148	159	99	55	154	4	179
其他收益	38	106	141	278	58	127	20	121
公允价值变动净收益	(14)	29	(1)	190	(13)	97	241	
投资净收益	193	158	518	477	146	821	420	464
资产处置收益	(3)	(5)	(5)	(2)	11	20		84
营业利润	284	1,513	979	943	259	1,163	-23	348
加: 营业外收入	0	2	1	2	6	1	-24	-74
减: 营业外支出	2	3	1	36	0	6	111	
利润总额	283	1,512	979	909	265	1,158	-23	337
所得税	(1)	191	86	124	3	208	9	
净利润	284	1,321	893	785	262	951	-28	264
少数股东损益	44	31	4	(13)	33	(5)	-117	-116

百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	Q2 同比 (%)	Q2 环比 (%)
归上净利润	240	1,290	889	798	229	956	-26	318
非经常性损益	15	104	118	345	41	163	57	299
扣非归上净利	225	1,186	772	452	188	793	-33	322
主要比率(%)							PCT 同比	PCT 环比
毛利率	36	29	27	20	27	18	(10.62)	(8.67)
销售费用率	10	2	8	5	7	8	5.83	0.48
管理费用率	14	0	6	6	7	4	3.74	(2.68)
财务费用率	8	3	3	2	6	2	(1.14)	(3.98)
经营利润率	7	21	14	9	5	11	(9.85)	6.44
税后净利率	7	18	13	7	5	9	(9.23)	4.35
所得税率	(0)	14	10	16	1	22	7.41	20.54

资料来源: Wind、招商证券

表 3: 资产负债表先行指标

百万元	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
预付账款	1,041	701	1,109	1,323	2,107	1,737	1,938	2,417
YoY	76	19	10	48	102	148	75	83
QoQ	16	(33)	58	19	59	(18)	12	25
预收账款	3,601	4,658	4,428	3,965	4,923	4,062	4,853	6,979
YoY	6	44	35	8	37	(13)	10	76
QoQ	(2)	29	(5)	(10)	24	(17)	19	44
存货	4,902	4,083	4,112	3,664	5,413	4,997	8,127	8,406
YoY	11	28	8	(8)	10	22	98	129
QoQ	23	(17)	1	(11)	48	(8)	63	3
固定资产	17,961	18,080	18,875	19,186	18,618	19,792	20,964	19,176
YoY	9	6	5	9	4	9	11	(0)
在建工程	3,529	4,759	4,276	4,817	6,719	5,717	5,147	7,928
YoY	16	100	231	99	90	20	20	65

资料来源: Wind, 招商证券

表 4: 业务拆分

百万元	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
营业收入	21,868	18,709	21,016	7,656	10,494
风机制造 YOY(%)	(18)	(14)	12	10	37
毛利率(%)	26	26	19	21	11
营业收入	2,417	3,255	3,915	2,019	2,243
风电开发 YOY(%)	55	35	20	22	11
毛利率(%)	62	66	64	72	71
营业收入	1,249	2,061	1,652	621	1,439
风电服务 YOY(%)	(3)	65	(20)	(13)	132
毛利率(%)	16	15	20	20	9
营业收入	519	736	1,224	357	1,145
风机零件 YOY(%)	26	42	66	8	221
毛利率(%)	17	17	14	17	12
营业收入	343	368	924	377	412
其他 YOY(%)	67	7	151	119	9
营业收入	26,396	25,129	28,731	11,030	15,733
汇总 YOY(%)	(12)	(5)	14	12	43
毛利率(%)	29	30	26	31	21

资料来源: wind、招商证券

1.2 资产负债率维持高位，资本开支依旧较大

上半年公司资产负债率 68%，同比环比均保持稳定。

目前在建项目预算金额高达 340 亿元，主要是风电运营项目，累计完成投资 80 元，未来还需资本开支 260 亿元，公司资金缺口依旧较大。

表 5：收入质量指标

百万元	2017	2018	同比(%)	2018H1	2019H1	同比(%)
赊销比	68	59	(9.0)	181	125	(56.18)
存货营收占比	16	17	1.1	33	53	20.21
商品劳务获现金营收比例	92	92	0.6	73	78	4.95
经营现金流税后净利润比	106	82	(24.0)	(167)	(262)	(94.65)

资料来源：wind、招商证券

表 6：流动性资产和负债变动

百万元	2017	2018	同比(%)	2018H1	2019H1	同比(%)
预付款	701	1,737	148	750	674	(10)
预收款	4,658	4,071	(13)	531	783	48
应付账款	10,591	13,778	30	14,333	19,629	37
应付票据	4,666	6,221	33			
存货	4,083	4,997	22	3,664	8,406	129
购买商品支付现金	15,098	17,619	17	8,115	12,918	59
调整后的购买支出	15,882	22,362	41	9,801	18,216	86

资料来源：wind、招商证券

表 7：负债情况

百万元	2017	2018	同比(%)	2018H1	2019H1	同比(%)
资产负债率	68%	67%	(0.3)	68%	68%	(0.19)
短期借款	2,055	2,038	(1)	2,090	2,091	0
应付票据及账款	15,257	20,000	31	14,331	19,629	37
一年到期非流动负债	3,992	1,433	(64)	3,387	2,605	(23)
长期借款	15,076	18,001	19	18,279	19,306	6
应付债券	810	560	(31)	669	414	(38)

资料来源：wind、招商证券

表 8：资产周转情况

百万元	2017	2018	同比(%)	2018H1	2019H1	同比(%)
营业收入	25,129	28,731	14	11,030	15,733	43
固定资产	18,080	19,792	9	19,186	19,176	(0)
无形资产	2,469	3,307	34	3,001	3,455	15
在建工程	4,759	5,717	20	4,817	7,928	65
收入/(固定+无形)	1.22	1.24	2	0.5	0.7	40
税后净利润	2861	3824	34	1,605	1,212	(24)
经营性现金流	3,023	3,125	3	-2,681	-3,173	18
构建长期资产支付现金	4,905	6,026	23	2,514	4,755	89

资料来源：wind、招商证券

表 9：盈利指标

	2017	2018	PCT 同比	2018H1	2019H1	PCT 同比
ROE	15.04	14.03	(1.01)	6.90	4.53	(2.37)
ROA	4.59	4.26	(0.33)	2.17	1.36	(0.81)
ROIC	8.66	8.31	(0.35)	4.11	2.98	(1.14)

资料来源：wind、招商证券

表 10：员工情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
按专业构成								
生产	1,539	754	1,084	887	1,396	1,292	864	632
销售	177	201	260	260	312	332	524	860
客服	1,168	1,013	1,158	1,631	2,162	1,986	2,227	2,141
技术	853	820	726	972	1,377	2,080	2,881	3,132
财务	123	127	148	195	206			
综合管理	805	643	815	1,057	1,073	1,530	1,877	1,988
按学历构成								
硕士	493	418	475	581	854	1,140	1,612	1,797
本科	1,870	1,660	1,821	2,187	2,832	3,278	3,948	4,450
专科	1,429	962	1,269	1,513	1,892	1,880	1,929	
其他学历	873	518	626	721	948	922	884	2,506
员工总人数	4,665	3,558	4,191	5,002	6,526	7,220	8,373	8,753
员工薪酬-百万元		567	634	1,008	1,471	1,701	1,869	2,570
人均年薪-万元		13.8	16.4	21.9	25.5	24.7	24.0	30.0
人均产值-万元		275	318	385	522	384	322	336
产值/薪酬比		20	19	18	20	16	13	11

资料来源：wind、招商证券

2、业务拆分与展望

2.1 风机出货量升价跌，盈利能力下降

风机出货量同比大增 52%。上半年公司风机出货 3191MW，同比增加 52%。分机型来看，2S 机型出货 2194MW，占比 69%，其次 2.5S 机型出货 660MW，占比 21%。

上半年，销售收入 105 亿元，同比增长 37%。分机型来看，2S 机型收入 68 亿元，占比 65%，其次是 2.5S 机型，收入 24 亿元，占比 23%。

上半年，风机销售毛利率 11.3%，同比下降 10PCT。分机型来看，2S 机型毛利率 10%，下降 13PCT，2.5S 机型毛利率 15%，下降 5PCT。公司风机板块毛利率下降主要系集中交付 2018 年 Q2 和 Q3 中标的低价订单。

上半年，公司预计风机销售质保金 6.9 亿元，同比增加 55%，和收入增速匹配。

上半年，待执行订单合计 14.8GW，同比增长 36%。已中标待签约订单 6.4GW，同比下降 4%。合计在手订单 21GW，同比增长 21%。

上半年，风机制造板块产品价格下跌而成本没有压缩，板块净亏损 1.6 亿元，较去年同期 6.5 亿元的净利润出现大幅下降。

展望下半年，风电装机有望启动，主要零配件企业收入都已经有所体现。另一方面，上半年国内公开招标的风电项目单价都已经在回升，风机制造毛利率有望触底回升。

表 11: 分机型出货量

MW	2017	2018	同比 (%)	18H1	19H1	同比 (%)
1.5S 及以下	627	360	(43)	200	50	(75)
2S	3032	4360	44	1528	2194	44
2.5S	1378	745	(46)	238	660	178
3S	45	342	660	117	243	107
6S	0	54	-	12	45	276
合计	5082	5861	15	2094	3191	52

资料来源: wind、招商证券

表 12: 分机型销售收入

百万元	2017	2018	同比 (%)	18H1	19H1	同比 (%)
1.5S 及以下	2283	1449	(37)	694	215	(69)
2S	10539	14397	37	5263	6814	29
2.5S	5581	2892	(48)	1004	2378	137
3S	305	1907	524	600	814	36
6S	0	371	-	95	273	187
合计	18709	21016	12	7656	10494	37

资料来源: wind、招商证券

表 13: 分机型毛利率

	2017	2018	PCT 变动	18H1	19H1	PCT 变动
1.5S 及以下	27%	27%	0.2	21%	15%	(5.5)
2S	25%	19%	(6.0)	23%	10%	(12.9)
2.5S	26%	18%	(7.8)	20%	15%	(5.1)
3S	21%	19%	(1.5)	14%	14%	0.0
6S		-7%	(7.0)	-5%	-1%	3.8
合计	26%	19%	(6.4)	21%	11%	(10.0)

资料来源: wind、招商证券

表 14: 风机销售质保金情况

预计负债	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
年初余额	3,493	3,966	3,870	3,870	3,552
本年增加	1,557	1,585	1,566	447	694
YoY (%)	-26	2	-1	7	55
本年转回	208	625	793	334	140
YoY (%)	59	200	27	263	-58
本年消耗	874	1,056	1,097	812	410
YoY (%)	-18	-14	4	118	-50
风机收入	21,868	18,709	21,016	7,656	10,494
占收入比例 (%)	7.12%	8.47%	7.45%	5.84%	6.61%

资料来源: wind、招商证券

表 15: 待执行订单情况

MW	2017	2018	同比 (%)	2018H1	2019H1	同比 (%)
750KW	6			-		
1.5MW	521	296	-43	267	190	-29
2.0MW	5,378	4,562	-15	5,742	5,832	2
2.2MW	422	1,936	358	1,184		
2.3MW	35	1,214	3,420	283		
2.5MW	2,268	3,565	57	2,460	6,743	174
3.0MW	78	357	358	90		
3.3MW	472	188	-60	380		

MW	2017	2018	同比 (%)	2018H1	2019H1	同比 (%)
3.4MW	-	150		78		
3.5MW	-	151		109	1,641	1,412
6.45MW	161	213	32	258	381	47
6.7MW	13	213	1,488	-		
8MW		8			8	
待执行订单合计	9,353	12,852	37	10,850	14,793	36

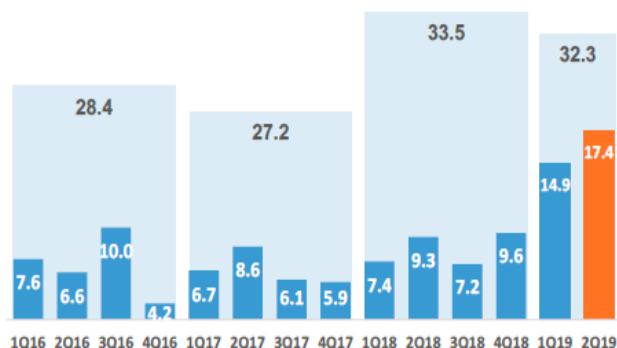
资料来源: wind、招商证券

表 16: 待签约订单

MW	2017	2018	同比 (%)	2018H1	2019H1	同比 (%)
1.5MW	50	50	-	51	182	256
2.0MW	3,982	1,300	-67	3,114	1,583	-49
2.2MW	1,030	1,573	53	1,148		
2.3MW		552		451		
2.5MW	895	1,605	79	920	2,083	126
3.0MW	498	459	-8	741	1,959	164
3.4MW		119				
6.65MW				226	598	165
未签约订单合计	8,471	5,658	-33	6,651	6,404	-4
内部订单				1,155	713	-38
在手订单合计 (MW)	17,825	18,510	4	17,501	21,197	21

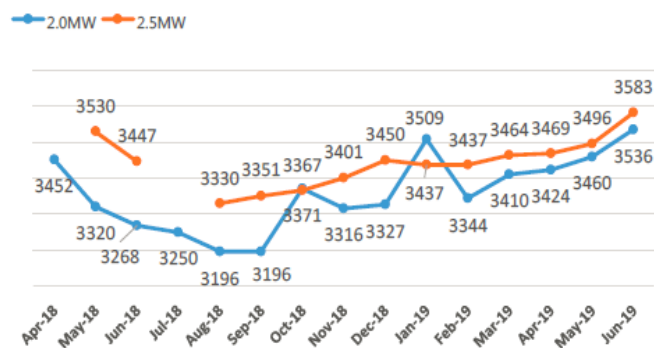
资料来源: wind、招商证券

图 1 国内公开招标量大幅增长



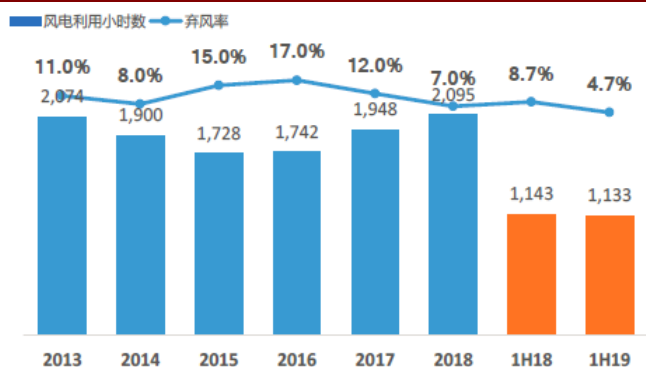
资料来源: 公司数据, wind, 招商证券

图 2 国内公开招标价格持续回升



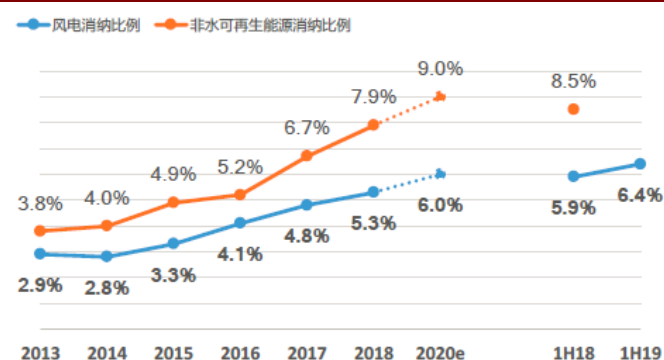
资料来源: 公司数据, wind, 招商证券

图 3 风电利用小时



资料来源: 公司数据, wind, 招商证券

图 4 风电消纳比例



资料来源: 公司数据, wind, 招商证券

2.2 风电运营稳步增长，出售电站贡献 7.2 亿投资收益

上半年，风电开发板块收入 22.4 亿元，占比 14%，同比增长 11%，主要系装机容量增长。截至 2019 年中公司累计并网权益装机容量 4,422MW，同比增长 10%。毛利率 71%，同比下降 1PCT。

上半年公司出售了部分风电站，获得投资收益 7.2 亿元，加上 3.1 亿元的售电净利，上半年公司风电开发板块实现净利润 10.3 亿元。

截至 2019 年中，公司拥有风电并网权益装机容量 4422MW，同比增长 10%。在建权益装机 1544MW，同比下降 49%。

表 17：电力资产情况

MW	2017	2018	同比 (%)	2018H1	2019H1	同比 (%)
新增并网装机容量	516	781	51	166		
新增并网权益装机容量	345	721	109	166	21	-87
累计并网装机容量	4,714	4,700	0	4,879		
累计权益并网容量	3,868	4,589	19	4,033	4,422	10
建风电场项目容量	1,523	2,412	58	3,327	1,650	-50
在建风电场项目权益容量	1,496	1,540	3	3,053	1,544	-49
发电收入 (百万元)	3,255	3,915	20	2,019	2,243	11

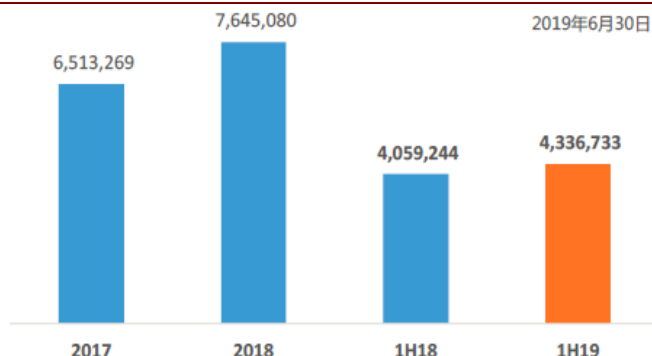
资料来源：wind、招商证券

图 1 公司风机利用小时高于平均水平



资料来源：公司数据，招商证券

图 2 公司风机发电量持续提升



资料来源：公司数据招商证券

2.3 风电服务收入高增长，尚未贡献利润

公司依托深厚的风机制造背景和多年的风电场技术服务经验，为客户提供定制化、专业化、数字化的全生命周期服务方案。上半年，风电服务板块收入 14.4 亿元，占比 9%，同比增长 132%，截至 2019 年中公司风电服务装机容量 7,764MW，超过 34,000 台机组，1,000 余个风电场。近年来整体制造商普遍布局后服务市场，竞争激烈，上半年服务板块毛利率 9%，同比下降 11PCT，净利 1100 万元，同比增长 83%。

3、结论与投资建议

公司半年报整体符合预期，毛利率下滑核心原因在于去年 Q2 和 Q3 中标的低价订单集中交付，以 2S 平台机型为主。公司上半年在推进平台升级，未来机型主力会向 2.5S 和 3S 去转，大容量机型毛利率会更高。

上半年国内公开招标风机容量 32.3GW，同比大幅增长 93.4%，其中海上风电招标 4.4GW，同比增长 76%，占比 13.6%，3MW 级别机组占比 63.8%，2S 逐渐退出。主要风机零部件企业出货也显著增长，行业装机潮有望启动。

自 2018 年四季度以来，各机组投标均价企稳回升。2019 年 6 月，2.0MW 级别机组投标均价为 3,536 元/千瓦，比去年 9 月份的价格低点回升 12.1%。2.5MW 级别机组投标均价为 3,583 元/千瓦，比去年 8 月份价格低点回升 6.2%。

随着低价订单的消化，新签订单价格走高，公司风机制造毛利率大概率已经见底，风机制造盈利能力有望触底回升，当前正是拐点。

盈利预测：预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.70、1.01、1.16 元/股，同比分别下降 12%、增长 44%、增长 15%，给以“强烈推荐-A”评级，目标价 15.5-16.5 元。

表 18：盈利预测

百万元		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
风机制造	营业收入	21,868	18,709	21,016	29,422	35,895	44,151
	YOY(%)	(18)	(14)	12	40	22	23
	毛利率(%)	26	26	19	13	15	15
风电开发	营业收入	2,417	3,255	3,915	4,698	5,685	6,878
	YOY(%)	55	35	20	20	21	21
	毛利率(%)	62	66	64	64	64	64
风电服务	营业收入	1,249	2,061	1,652	3,139	3,798	4,596
	YOY(%)	(3)	65	(20)	90	21	21
	毛利率(%)	16	15	20	10	12	15
风机零件	营业收入	519	736	1,224	2,326	2,814	3,405
	YOY(%)	26	42	66	90	21	21
	毛利率(%)	17	17	14	13	14	14
其他	营业收入	343	368	924	1,016	1,118	1,230
	YOY(%)	67	7	151	10	10	10
	营业收入	26,396	25,129	28,731	40,601	49,310	60,260
汇总	YOY(%)	(12)	(5)	14	41	21	22
	毛利率(%)	29	30	26	18	20	20

资料来源：wind、招商证券

4、风险提示

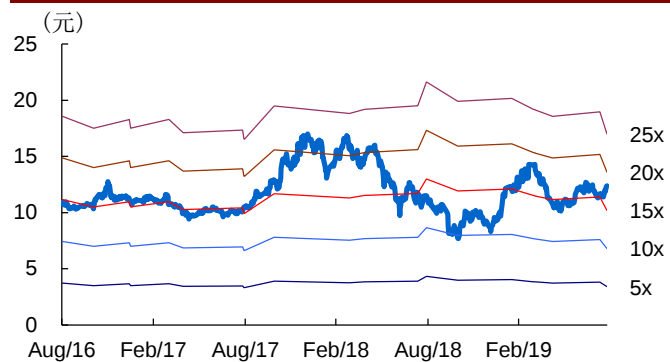
1) 风电装机需求低于预期。

中美贸易摩擦背景下全球经济增长放缓，导致电力需求下滑，影响风力装机需求。国内新能源政策也有可能出现变化，导致需求不及预期。

2) 风电补贴款难以及时收回。

风电补贴审批核发流程较长，如果补贴款长拖欠时间较长，会影响企业现金流。

图 7：金风科技历史 PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 8：金风科技历史 PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	33081	32917	49610	57869	66988
现金	7740	5066	9319	10494	12419
交易性投资	13	0	0	0	0
应收票据	2047	2072	2963	3497	4021
应收款项	15001	14823	21197	25012	28764
其它应收款	967	1232	1761	2078	2390
存货	4083	4997	7489	8712	10084
其他	3231	4728	6881	8076	9310
非流动资产	39707	48447	49839	51355	53035
长期股权投资	2391	3660	3660	3660	3660
固定资产	18080	19792	21523	23344	25298
无形资产	2469	3307	2976	2679	2411
其他	16767	21687	21679	21672	21666
资产总计	72788	81364	99449	109224	120022
流动负债	29600	31601	44966	51263	58331
短期借款	2055	2038	2000	2000	2000
应付账款	10591	13778	20651	24023	27807
预收账款	4658	4071	6102	7098	8216
其他	12296	11714	16214	18143	20308
长期负债	19713	23288	21288	21288	21288
长期借款	15076	18001	16001	16001	16001
其他	4636	5288	5288	5288	5288
负债合计	49313	54889	66255	72552	79619
股本	3556	3556	4225	4225	4225
资本公积金	9841	9619	12750	12750	12750
留存收益	9289	11786	14645	18035	21665
少数股东权益	788	1514	1575	1663	1763
归属于母公司所有者权益	22687	24961	31620	35010	38640
负债及权益合计	72788	81364	99449	109224	120022

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3023	3125	4075	3826	4573
净利润	3055	3217	2965	4280	4914
折旧摊销	1137	1376	1607	1684	1770
财务费用	818	1071	880	930	980
投资收益	(1213)	(1346)	(1834)	(2369)	(3065)
营运资金变动	(1134)	(1579)	396	(786)	(127)
其它	362	387	61	88	101
投资活动现金流	(7098)	(6114)	(3000)	(3200)	(3450)
资本支出	(4905)	(6026)	(3000)	(3200)	(3450)
其他投资	(2193)	(88)	0	0	0
筹资活动现金流	3382	1201	3177	550	801
借款变动	4585	329	(1470)	0	0
普通股增加	821	0	669	0	0
资本公积增加	274	(223)	3131	0	0
股利分配	(82)	(71)	(107)	(890)	(1284)
其他	(2215)	1166	954	1439	2085
现金净增加额	(693)	(1787)	4253	1176	1924

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	25129	28731	41085	48480	55752
营业成本	17530	21271	31882	37087	42929
营业税金及附加	161	160	228	269	310
营业费用	1906	1666	2876	3394	3903
管理费用	2473	2674	3698	4363	5018
财务费用	786	957	880	930	980
资产减值损失	259	111	100	100	300
公允价值变动收益	(16)	204	50	50	50
投资收益	1510	1622	1784	2319	3015
营业利润	3509	3718	3255	4706	5378
营业外收入	8	5	20	53	20
营业外支出	26	41	30	30	30
利润总额	3491	3682	3245	4729	5368
所得税	342	400	219	361	353
净利润	3149	3283	3026	4368	5015
少数股东损益	94	66	61	88	101
归属于母公司净利润	3055	3217	2965	4280	4914
EPS (元)	0.86	0.90	0.70	1.01	1.16

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-5%	14%	43%	18%	15%
营业利润	7%	6%	-12%	45%	14%
净利润	2%	5%	-8%	44%	15%
获利能力					
毛利率	30.2%	26.0%	22.4%	23.5%	23.0%
净利率	12.2%	11.2%	7.2%	8.8%	8.8%
ROE	13.5%	12.9%	9.4%	12.2%	12.7%
ROIC	8.0%	7.9%	6.6%	8.5%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	67.7%	67.5%	66.6%	66.4%	66.3%
净负债比率	29.0%	26.4%	20.1%	18.3%	16.7%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	4.8	4.7	5.1	4.6	4.6
应收账款周转率	1.7	1.9	2.3	2.1	2.1
应付账款周转率	1.7	1.7	1.9	1.7	1.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.86	0.90	0.70	1.01	1.16
每股经营现金	0.85	0.88	0.96	0.91	1.08
每股净资产	6.38	7.02	7.48	8.29	9.15
每股股利	0.02	0.03	0.21	0.30	0.35
估值比率					
PE	15.8	15.0	19.4	13.4	11.7
PB	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.7	9.8	10.0	7.9	7.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖工控自动化与信息化产业。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

刘晓飞：南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。