

风机盈利拐点已确认 行业景气实现量价齐升

——金风科技（002202.SZ）19Q3 季报点评 电气设备/电源设备



事件：

公司发布三季度业绩公告称，前三季度净利润 15.91 亿元，同比减少 34.24%；营业收入 247.35 亿元，同比增长 38.84%；基本每股收益 0.3713 元，同比减少 40.05%。

投资摘要：

电站转让收益降低拉低 Q3 利润。公司 19Q3 实现归母净利润 4.06 亿，较 19Q2 的 9.55 亿大幅下滑，主要原因是投资收益大幅减少，19Q3 仅为 0.24 亿，而 19Q2 因出售电站为主获得的投资收益达到 8.2 亿。公司 2019 年预计转让电站将达到 300~500MW，10 月 25 日公告将转让朔州市平鲁区天石风电、天润风电共计 349MW 项目的 49% 股权，产生损益约为 8.03 亿元，预计将会反应在 19Q4 业绩中。在此电站转让收益影响下，预计 19Q4 利润将实现环比大幅增长。

风机制造盈利能力拐点已至，将迎来量价齐升。由于政策调整带来的抢装效应，风电行业进入高速发展期，实现量价齐升。19Q3 毛利率 19.12% 较 Q2 提升 1.17 pct，盈利能力已开始反弹。从价格角度，自 2018Q3 风机价格到达 3196 元/kW 的低点后，招标价格持续上涨，19 年 9 月 3MW 风机已涨至 3900 元/kW，同比增长超 20%。风机交付周期一般为 12~18 个月，18Q3 低价订单已逐步消化完成，后续高价订单将不断提升风机毛利率。从量角度，2019 年 Q1-Q3 公开招标量已达 49.9GW，远高于 2018 全年 33.5GW 招标量。公司在手外部订单 22.8GW，同比增长 25.1%。根据彭博新能源数据，国内已核准开工 58GW，已宣布开发计划项目 59GW，大量的项目储备将使风电行业长期处于景气通道，提振公司风机业绩。

引领风机大型化趋势，保持行业领先优势。为降低风电投资造价及度电成本，风机大型化已成为行业发展趋势，公司作为市占率第一龙头企业，引领了风机大型化。2018 年公司 1.5MW/2MW/2.5 MW /3MW /6MW 风机销售占比分别为 6%/74%/13%/6%/1%，2019Q1~3 销售占比变为 1%/65%/22%/10%/2%，2.5MW 和 6MW 风机占比显著提升。当前在手订单中，风机占比分别为 2%/26%/42%/26%/5%，2.5MW 占比 42%，容量为 9.7GW，成为最主要的平台机型，6S 机型订单占比也提升至 5%，容量达到 1.1GW，未来公司平均单机功率将显著提升。

“两海战略”取得突破，海上风电是未来重要增量。“两海战略”是公司重点发展规划，意在积极开拓海外市场以及海上业务。目前，陆上风电的国产化率已超过 90%，而海上风电国内仍处在起步阶段，技术优势和运维服务质量是抢占未来市场的关键。

海上风电方面，海上机组维修和设备零部件替换成本高，技术路线以直驱、半直驱为主流。公司 6S 系列直驱永磁机组销售容量 123MW，占比达到 2.4%。根据风电发展“十三五”规划，到 2020 年底，海上风电并网装机容量达到 5GW 以上，开工容量超过 10GW，海上风电空间广阔。

海外业务方面，公司采取市场分类法，有针对性的逐个开辟，重点关注欧洲、南美洲、东南亚和澳洲等市场。公司海外在手订单达 1.2GW，同比增长 62.5%，主要分布在加拿大、菲律宾、巴基斯坦、南非、澳大利亚等国家，海外在建及

评级 买入（维持）

2019 年 10 月 27 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

贺朝晖 研究助理

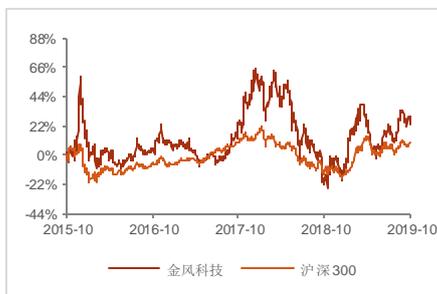
hezhaohui@shgsec.com

010-56931952

交易数据 时间 2019.10.25

总市值/流通市值（亿元）	428.68/420.66
总股本（万股）	345,149.52
资产负债率（%）	69.55
每股净资产（元）	6.59
收盘价（元）	12.42
一年内最低价/最高价（元）	8.42/16.2

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《金风科技半年报点评：出货量大幅增长 盈利拐点已至》2019-08-27

待开发项目权益容量合计达 1.535GW，在建项目集中在阿根廷和澳大利亚。

投资建议：公司是风电行业国内龙头企业，行业迎来抢装周期，风机销售已实现量价齐升。19Q3 已确认风机业务盈利拐点，后续成长值得期待。我们预计公司 2019~2021 年的营业收入分别为 389.2 亿元、467 亿元和 535.7 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 31.1 亿元、45.8 亿元和 53.4 亿元，每股收益分别为 0.74 元、1.08 元和 1.26 元，对应 PE 分别为 16.9、11.5、9.8。给予“买入”评级。

风险提示：政策风险、原材料价格上涨、风电装机不及预期、“两海”市场拓展不及预期风险

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25,129.46	28,730.61	38,920.19	46,695.65	53,572.92
增长率(%)	-4.8%	14.3%	35.5%	20.0%	14.7%
归母净利润(百万元)	3,054.66	3,216.60	3,111.09	4,576.47	5,343.61
增长率(%)	1.7%	5.3%	-3.3%	47.1%	16.8%
净资产收益率(%)	13.5%	12.9%	11.8%	15.4%	15.9%
每股收益(元)	0.84	0.88	0.74	1.08	1.26
PE	14.80	14.04	16.87	11.47	9.82
PB	1.95	1.77	1.99	1.77	1.56

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
主营收入(百万元)	8122.7	3859.69	7169.99	6785.96	10914.98	5395.75	10337.55
增长率(%)	-13.87%	7.70%	14.62%	-5.32%	34.38%	39.80%	44.18%
毛利率(%)	30.36%	36.03%	28.57%	26.89%	20.11%	26.62%	17.95%
期间费用率(%)	23.56%	30.99%	4.92%	25.82%	18.28%	24.08%	15.08%
净利润(百万元)	793.22	283.91	1321.00	893.01	784.68	261.52	950.79
增长率(%)	-11.97%	36.38%	34.89%	-23.55%	-1.08%	-7.89%	-28.03%
每股盈利(季度, 元)	0.21	0.07	0.36	0.25	0.22	0.06	0.23
资产负债率(%)	67.75%	66.76%	68.08%	69.28%	67.46%	69.46%	67.89%
净资产收益率(%)	3.38%	1.20%	5.53%	3.50%	2.96%	0.99%	3.06%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
营业收入	25129	28731	38920	46696	53573	流动资产合计	33081	32917	43688	52832	65089		
营业成本	17530	21271	30150	34971	39789	货币资金	7740	5066	5838	7634	13018		
营业税金及附加	161	160	233	279	320	应收账款	15001	14823	21657	25984	29810		
营业费用	1906	1666	2256	2707	3106	其他应收款	967	1232	1668	2002	2296		
管理费用	2473	1612	1557	1868	2143	预付款项	701	1737	2568	3531	4628		
研发费用	0	1062	1062	1274	1462	存货	4083	4997	7052	8180	9307		
财务费用	786	957	1380	1577	1803	其他流动资产	963	1506	1506	1506	1506		
资产减值损失	259	11	300	360	413	非流动资产合计	39707	48447	46901	45558	44221		
公允价值变动收益	(16)	204	0	0	0	长期股权投资	2391	3660	3660	3660	3660		
投资净收益	1213	1346	1616	1616	1616	固定资产	18080	19792	24450	23231	22012		
营业利润	3509	3718	3598	5275	6152	无形资产	2469	3307	3290	3174	3062		
营业外收入	8	5	5	6	7	商誉	498	488	488	488	488		
营业外支出	26	41	41	41	41	其他非流动资产	1345	3669	3669	3669	3669		
利润总额	3491	3682	3562	5239	6117	资产总计	72788	81364	90588	98390	109310		
所得税	342	400	387	569	664	流动负债合计	29600	31601	36682	36344	37857		
净利润	3149	3283	3175	4670	5453	短期借款	2055	2038	2214	0	0		
少数股东损益	94	66	64	94	110	应付账款	10591	13778	18614	21590	24565		
归属母公司净利润	3055	3217	3111	4576	5344	预收款项	4658	9	(2030)	(4477)	(7284)		
EBITDA	5416	6024	6337	8210	9309	一年内到期的非流动负债	3992	1433	1433	1433	1433		
EPS (元)	0.84	0.88	0.74	1.08	1.26	非流动负债合计	19713	23288	24460	29213	34667		
主要财务比率						长期借款	15076	18001	21962	26715	32169		
						应付债券	810	560	560	560	560		
成长能力						负债合计	49313	54889	61142	65557	72524		
营业收入增长	-4.8%	14.3%	35.5%	20.0%	14.7%	少数股东权益	788	1514	1578	1672	1781		
营业利润增长	6.6%	6.0%	-3.2%	46.6%	16.6%	实收资本(或股本)	3556	3556	4225	4225	4225		
归属于母公司净利润增长	1.7%	5.3%	-3.3%	47.1%	16.8%	资本公积	8175	8168	8168	8168	8168		
获利能力						未分配利润	8092	10488	12624	15767	19437		
毛利率(%)	30.2%	26.0%	22.5%	25.1%	25.7%	归属母公司股东权益合计	22687	24961	26417	29710	33554		
净利率(%)	12.5%	11.4%	8.2%	10.0%	10.2%	负债和所有者权益	72788	81364	90588	98390	109310		
总资产净利润(%)	4.2%	4.0%	3.4%	4.7%	4.9%	现金流量表							
ROE(%)	13.5%	12.9%	11.8%	15.4%	15.9%	单位:百万元							
偿债能力						经营活动现金流	3023	3125	(2295)	886	2054		
资产负债率(%)	67.7%	67.5%	67.5%	66.6%	66.3%	净利润	3149	3283	3175	4670	5453		
流动比率	1.12	1.04	1.19	1.45	1.72	折旧摊销	1121	1348	1359	1359	1354		
速动比率	0.98	0.88	1.00	1.23	1.47	财务费用	786	957	1380	1577	1803		
营运能力						应付帐款减少	(454)	178	(6834)	(4327)	(3827)		
总资产周转率	0.37	0.37	0.45	0.49	0.52	预收帐款增加	1433	(4649)	(2039)	(2447)	(2807)		
应收账款周转率	1.70	1.93	2.13	1.96	1.92	投资活动现金流	(7098)	(6114)	2570	1233	1180		
应付账款周转率	2.49	2.36	2.40	2.32	2.32	公允价值变动收益	(16)	204	0	0	0		
每股指标(元)						长期股权投资减少	(1083)	(1270)	0	0	0		
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.88	0.74	1.08	1.26	投资收益	1213	1346	1616	1616	1616		
每股净现金流(最新摊薄)	-0.19	-0.50	0.18	0.42	1.27	筹资活动现金流	3382	1201	497	(323)	2151		
每股净资产(最新摊薄)	6.38	7.02	6.25	7.03	7.94	应付债券增加	(2743)	(250)	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	3209	2924	3962	4753	5453		
P/E	14.80	14.04	16.87	11.47	9.82	普通股增加	821	0	669	0	0		
P/B	1.95	1.77	1.99	1.77	1.56	资本公积增加	(10)	(7)	0	0	0		
EV/EBITDA	10.78	10.15	9.97	8.96	7.91	现金净增加额	(693)	(1787)	772	1796	5384		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

贺朝晖，电力设备与新能源行业首席研究员，7年能源行业工作经验，1年证券行业研究经验，2018年Wind平台影响力电新行业第6名。清华大学学士及硕士学位，曾在中国核电工程有限公司工作4年，美国能源行业外企工作3年，参与过多个核电、火电、油气项目建设。对能源行业全产业链有着深刻理解，在电力项目成本分析、行业政策研究等领域拥有丰富经验。曾就职于东兴证券，2019年加入申港证券。

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上