



中信证券研究部



弓永峰
首席电新分析师
S1010517070002



林劼
电新分析师
S1010519040001

核心观点

公司 2019 年盈利低于预期，风机毛利率继续探底，且 2020 年国内风电抢装或受疫情影响有所延后。预计其 2020-2022 年 EPS 为 0.92/1.14/1.20 元，维持其 A+H 股“买入”评级，给予目标价分别为 13.68 元和 9.98 港元。

■ **业绩低于预期，毛利率继续触底。**公司 2019 年实现营收 382.4 亿元（同比+33.1%，下同），归母净利润 22.1 亿元（-31.3%），扣非后归母净利润 16.2 亿元（-43.5%）；其中，Q4 营收 135.1 亿元（+23.8%），归母净利润 6.2 亿元（-22.4%），扣非后归母净利润 1.9 亿元（-66.3%）。公司 2019 年业绩低于预期，主要受风机售价同比下降拖累，毛利率降至 19.0%（-7.0pcts）。期间费用率为 16.7%（-1.8pct），费用控制能力有所优化；经营活动净现金流 59.3 亿元（+89.7%），在业绩承压的情况下经营效率和回款能力显著改善。

■ **风机盈利承压，低价订单压力基本释放。**公司 2019 年风机业务收入 288.7 亿元（+29.8%），毛利率 12.5%（-6.4pcts），由于前期低价订单集中执行，ASP 同比下降 3.8%，其中主力 2.5S 机型价格降幅达 15.1%，短期盈利压力较大。公司 2019 年外销风机 8.17GW（+39.4%），其中 2.5S 机型增幅最大（+215.8%），容量占比提升至 28.8%（+16.1pcts）。截至 2019 年底，公司外部待执行订单为 14.44GW，中标未签订单 5.84GW，在手外部订单合计 20.28GW（+9.6%）。随着前期低价订单压力基本释放，涨价订单陆续进入执行期，以及机型平台精简优化，预计公司风机毛利率有望回升至 15% 左右。

■ **风电场运营稳定增长，高价转让风电场贡献主要利润。**2019 年公司风电场售电量 36.21 亿度，对应发电收入 42.7 亿元（+9.0%），毛利率 62.3%（-1.9pcts）。2019 年公司国内新增并网权益容量达 291.1MW，在建权益容量 1.96GW，已核准未开工权益容量 2.06GW；平均发电利用小时数 2212h，高出全国平均水平 130h。公司转让的 200MW 德州润津风电场凭借资源优势享受 3.2 倍 PB 高估值，带来风电场投资收益 7.2 亿元，成为利润的主要来源。

■ **风电服务收入快速增长，有望拓展长期增长空间。**2019 年公司风电服务收入 35.8 亿元（+116.5%），毛利率 6.4%（-13.3pcts），盈利能力下滑或主要由于低毛利率的 EPC 业务占比提升。公司目前国内外后服务业务在运项目容量 11.0GW（+58%），2.1 万台机组接入公司监控系统，有望拓展风机全生命周期运维解决方案的长期收入增长空间。

■ **风险因素：**风电装机增长不及预期；成本下降不及预期；风机出货不及预期等。

■ **投资建议：**考虑公司风机盈利回升低于预期，以及国内风电抢装受疫情影响或有所延后，下调 2020/2021 年净利润预测至 38.5/48.1 亿元（原预测为 42.6/51.1 亿元），新增 2022 年净利润预测 50.9 亿元，对应 EPS 为 0.92/1.14/1.20 元。其 A 股现价对应 PE 10/8/8 倍，维持“买入”评级，目标价 13.68 元（对应 2020 年 15 倍 PE）；其 H 股现价对应 PE 7/5/5 倍，维持“买入”评级，目标价 9.98 港元（对应 2020 年 10 倍 PE）。

金风科技	002202
评级	买入（维持）
当前价	9.50 元
目标价	13.68 元
总股本	4,225 百万股
流通股本	3,388 百万股
52 周最高/最低价	14.6/9.13 元
近 1 月绝对涨幅	-9.70%
近 6 月绝对涨幅	-24.12%
近 12 月绝对涨幅	-33.29%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28,730.61	38,244.55	58,945.73	61,593.68	61,590.80
营业收入增长率	14.3%	33.1%	54.1%	4.5%	0.0%
净利润(百万元)	3,216.60	2,209.85	3,854.44	4,805.32	5,090.23
净利润增长率	5.3%	-31.3%	74.4%	24.7%	5.9%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.88	0.51	0.91	1.14	1.20
毛利率%	26.0%	19.0%	20.6%	21.2%	21.8%
净资产收益率 ROE%	12.9%	7.2%	11.5%	13.0%	12.6%
每股净资产(元)	5.91	7.26	7.92	8.76	9.55
A 股 PE	11	19	10	8	8
A 股 PB	1.6	1.3	1.2	1.1	1.0
H 股 PE	7	12	7	5	5
H 股 PB	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 31 日收盘价

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	28,731	38,245	58,946	61,594	61,591
营业成本	21,271	30,973	46,823	48,549	48,145
毛利率	25.96%	19.01%	20.57%	21.18%	21.83%
营业税金及附加	160	109	291	274	251
销售费用	1,666	2,602	3,537	3,696	3,695
营业费用率	5.80%	6.80%	6.00%	6.00%	6.00%
管理费用	1,612	1,621	2,499	2,611	2,611
管理费用率	5.61%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%
财务费用	957	1,197	941	1,077	1,254
财务费用率	3.33%	3.13%	1.60%	1.75%	2.04%
投资收益	1,346	1,340	1,340	1,340	1,340
营业利润	3,718	2,571	4,401	5,511	5,850
营业利润率	12.94%	6.72%	7.47%	8.95%	9.50%
营业外收入	5	55	23	28	35
营业外支出	41	66	45	51	54
利润总额	3,682	2,561	4,379	5,489	5,832
所得税	400	331	490	640	696
所得税率	10.86%	12.94%	11.20%	11.66%	11.93%
少数股东损益	66	20	35	43	46
归属于母公司股东的净利润	3,217	2,210	3,854	4,805	5,090
净利率	11.20%	5.78%	6.54%	7.80%	8.26%

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,066	7,248	10,610	11,087	11,086
存货	4,997	8,124	11,393	11,983	12,074
应收账款	14,823	15,563	21,842	22,821	22,842
其他流动资产	8,032	17,510	23,108	27,934	32,415
流动资产	32,917	48,444	66,953	73,825	78,417
固定资产	19,792	19,397	23,554	25,712	27,869
长期股权投资	3,660	4,491	5,552	6,606	7,588
无形资产	3,307	3,385	3,385	3,385	3,385
其他长期资产	21,687	27,340	27,192	28,747	30,146
非流动资产	48,447	54,613	59,684	64,449	68,988
资产总计	81,364	103,057	126,637	138,275	147,405
短期借款	2,038	1,974	8,053	10,396	16,074
应付账款	13,778	15,664	27,433	28,148	26,823
其他流动负债	15,785	31,930	34,317	38,768	39,722
流动负债	31,601	49,569	69,802	77,313	82,619
长期借款	18,001	15,046	15,046	15,046	15,046
其他长期负债	5,288	6,218	6,731	7,278	7,702
非流动性负债	23,288	21,264	21,777	22,325	22,748
负债合计	54,889	70,833	91,580	99,637	105,367
股本	3,556	4,225	4,225	4,225	4,225
资本公积	8,168	12,084	12,084	12,084	12,084
归属于母公司所有者权益合计	24,961	30,675	33,473	37,010	40,365
少数股东权益	1,514	1,549	1,584	1,627	1,673
股东权益合计	26,475	32,224	35,057	38,637	42,038
负债股东权益总计	81,364	103,057	126,637	138,275	147,405

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,682	2,561	4,379	5,489	5,832
所得税支出	-400	-331	-490	-640	-696
折旧和摊销	1,376	1,543	1,843	1,843	1,843
营运资金的变化	-1,223	3,092	-1,660	-1,307	-4,937
其他经营现金流	-311	-935	358	-195	-178
经营现金流合计	3,125	5,929	4,429	5,189	1,864
资本支出	-6,026	-11,289	-4,018	-4,024	-4,025
投资收益	1,346	1,340	1,340	1,340	1,340
其他投资现金流	-1,434	-317	-2,701	-2,314	-2,062
投资现金流合计	-6,114	-10,267	-5,380	-4,999	-4,748
发行股票	1,009	4,666	0	0	0
负债变化	23,896	19,042	6,310	2,632	5,873
股息支出	-711	-889	-1,056	-1,268	-1,735
其他融资现金流	-22,992	-16,688	-941	-1,077	-1,254
融资现金流合计	1,201	6,131	4,313	286	2,884
现金及现金等价物净增加额	-1,787	1,793	3,363	477	-1

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	14.33%	33.11%	54.13%	4.49%	0.00%
营业利润增长率	5.98%	-30.85%	71.15%	25.23%	6.15%
净利润增长率	5.30%	-31.30%	74.42%	24.67%	5.93%
毛利率	25.96%	19.01%	20.57%	21.18%	21.83%
EBITDA Margin	20.56%	0.00%	12.09%	13.58%	14.42%
净利率	11.20%	5.78%	6.54%	7.80%	8.26%
净资产收益率	12.89%	7.20%	11.51%	12.98%	12.61%
总资产收益率	3.95%	2.14%	3.04%	3.48%	3.45%
资产负债率	67.46%	0.00%	72.32%	72.06%	71.48%
所得税率	10.86%	12.94%	11.20%	11.66%	11.93%
股利支付率	27.64%	47.80%	32.91%	36.11%	38.94%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。