公司报告

公司季报点评

证券研究报告

中国平安 金融·科技

平安证券 PING AN SECURITIES

电力设备

2019 年 10 月 28 日

# 金风科技 (002202)

# 营收持续高增长，毛利率环比提升

## 推荐（维持）

**现价：12.42 元**

### 主要数据

| | |
|---|---|
| 行业 | 电力设备 |
| 公司网址 | www.goldwind.com.cn |
| 大股东/持股 | 香港中央结算(代理人)有限公司/18.27% |
| 实际控制人 | |
| 总股本(百万股) | 4,225 |
| 流通 A 股(百万股) | 3,387 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 774 |
| 总市值（亿元） | 492.15 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 420.66 |
| 每股净资产(元) | 6.59 |
| 资产负债率(%) | 69.6 |

### 行情走势图

### 证券分析师


皮秀 投资咨询资格编号 S1060517070004 010-56800184 PIXIU809@PINGAN.COM.CN

朱栋 投资咨询资格编号 S1060516080002 021-20661645 ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN


### 研究助理


王霖 一般从业资格编号 S1060118120012 WANGLIN272@PINGAN.COM.CN



**请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。**


## 投资要点

### 事项：

公司发布2019三季报，前三季度实现营收247.3亿元，同比增长38.8%，归母净利润15.9亿元，同比减少34.2%，EPS 0.38元。

### 平安观点：

- **三季度营收持续高增长，毛利率环比提升。**公司发布 2019 三季报，前三季度实现营收 247.3 亿元，同比增长 38.8%，归母净利润 15.9 亿元，同比减少 34.2%；三季度单季营收 90 亿元，同比增长 32.7%，归母净利润 4.1 亿元，同比减少 54.3%；公司业绩基本符合预期。三季度收入规模大幅增长主要得益于风机业务规模扩大，净利润的大幅下降主要受投资收益同比减少约 5 亿元影响，尽管三季度毛利率同比大幅下滑 7.8 个百分点，但费用率得到有效控制，三季度税金及附加、销售、管理、研发、财务合计的费用率 13.9%，同比下降 6.8 个百分点。三季度综合毛利率 19.12%，环比提升 1.17 个百分点，考虑风电场利用小时的下降，估计综合毛利率的环比提升主要由风机业务毛利率环比增长所致。

- **单季风机出货超 2GW，订单规模持续增长。**在国内风电抢装背景下，公司风机出货量维持高位。根据披露数据，前三季度风机对外销售 5245MW，三季度单季销量 2053MW，其中 2S 平台产品 1204MW，2.5S 平台产品 496MW，3S 平台产品 263MW，6S 平台产品 78MW。估计三季度风机业务毛利率相对上半年有所提升。订单方面，截至三季度末在手外部订单约 22.8GW，较二季度末增加约 0.6GW，推算公司三季度新增外部订单 2.6-2.7GW。由于新获取订单以大兆瓦机型为主，公司在手外部订单中 3MW 及以上容量产品占比达到 31%，较二季度末的 22%明显增长。公司存货规模和合同负债规模均较二季度末大幅增长，估计未来风机交付有望持续加快。

- **来风偏小影响风电运营利用小时，持续推进风电场转让。**前三季度，公司风电场运营利用小时 1645 小时，同比下降 9 小时，三季度单季利用小时

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 25,129 | 28,731 | 38,548 | 51,521 | 47,635 |
| YoY(%) | -4.8 | 14.3 | 34.2 | 33.7 | -7.5 |
| 净利润(百万元) | 3,055 | 3,217 | 2,640 | 4,073 | 5,125 |
| YoY(%) | 1.7 | 5.3 | -17.9 | 54.3 | 25.8 |
| 毛利率(%) | 30.2 | 26.0 | 19.6 | 20.7 | 24.2 |
| 净利率(%) | 12.2 | 11.2 | 6.8 | 7.9 | 10.8 |
| ROE(%) | 13.4 | 12.4 | 8.1 | 11.5 | 13.0 |
| EPS(摊薄/元) | 0.72 | 0.76 | 0.62 | 0.96 | 1.21 |
| P/E(倍) | 17.2 | 16.3 | 19.9 | 12.9 | 10.2 |
| P/B(倍) | 2.5 | 2.3 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |

同比下降约 27 小时，估计主要受来风偏小影响。前三季度公司合并报表口径发电量为 59.23 亿度，同比增长 2%，其中参与直接电力交易电量比例 34.81%，推算三季度发电量 15.86 亿度，其中参与直接电力交易电量比例超过 40%。装机规模方面，截至三季度末权益装机容量 4596MW，较二季度末增加 174MW，公司三季度末在建工程达 100.6 亿元，较二季度末增加 21.3 亿元，估计新的风电场建设仍在加快推进；截至三季度末，公司国内权益在建容量 1390MW，国际权益在建容量 1224MW。公司持续推进风电场的转让和资金回笼，根据公告，公司拟将两个风电运营子公司 49%的股权转让给农银金融资产投资有限公司，作价 6.67 亿元，有望贡献丰厚的投资收益。

- **盈利预测与投资建议。**考虑风机业务毛利率水平好于预期，调整公司盈利预测，预计 2019-2020 年归母净利润 26.4、40.7 亿元（原值 26.2、35.2 亿元），对应 EPS 0.62、0.96 元，动态 PE 19.9、12.9 倍。公司风机业务具有较强的竞争力，2020 年可能呈现量利齐升格局，维持公司“推荐”评级。

- **风险提示。**（1）风机业务降本能力不及预期风险。在当前抢装行业下，风机零部件一定程度供需偏紧，给公司成本端造成较大压力，未来仍然存在成本难以控制和毛利率不及预期风险。（2）技术路线风险。国内风机供应商较多，技术路线多元，在风机大型化趋势下，公司坚持直驱技术路线，可能受到其他技术路线的挑战。（3）抢装后风电需求不及预期风险。目前国内市场专注于 2019、2020 年的抢装，考虑抢装之后上网电价的大幅下降，届时国内需求存在下滑风险。

**资产负债表** 单位：百万元

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 32917 | 43836 | 50589 | 42469 |
| 现金 | 5066 | 8445 | 7728 | 11251 |
| 应收票据及应收账款 | 16895 | 21653 | 27414 | 20221 |
| 其他应收款 | 1283 | 1762 | 2308 | 1455 |
| 预付账款 | 1737 | 2118 | 2789 | 1975 |
| 存货 | 4997 | 6917 | 7411 | 4626 |
| 其他流动资产 | 2940 | 2940 | 2940 | 2940 |
| **非流动资产** | 48447 | 54633 | 61520 | 61389 |
| 长期投资 | 3660 | 3960 | 4260 | 4560 |
| 固定资产 | 19792 | 25371 | 30459 | 33089 |
| 无形资产 | 3770 | 4264 | 4536 | 4785 |
| 其他非流动资产 | 21225 | 21037 | 22264 | 18954 |
| **资产总计** | 81364 | 98468 | 112109 | 103858 |
| **流动负债** | 31601 | 41928 | 52379 | 39463 |
| 短期借款 | 2038 | 2038 | 4234 | 2038 |
| 应付票据及应付账款 | 20000 | 21302 | 26739 | 18401 |
| 其他流动负债 | 9563 | 18588 | 21406 | 19025 |
| **非流动负债** | 23288 | 23576 | 23664 | 24152 |
| 长期借款 | 18560 | 18848 | 18936 | 19424 |
| 其他非流动负债 | 4728 | 4728 | 4728 | 4728 |
| **负债合计** | 54889 | 65504 | 76043 | 63615 |
| 少数股东权益 | 1514 | 1554 | 1637 | 1742 |
| 股本 | 3556 | 4225 | 4225 | 4225 |
| 资本公积 | 8168 | 12194 | 12194 | 12194 |
| 留存收益 | 11786 | 13726 | 16733 | 20518 |
| **归属母公司股东权益** | 24961 | 31410 | 34429 | 38501 |
| **负债和股东权益** | 81364 | 98468 | 112109 | 103858 |

**现金流量表** 单位：百万元

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 3125 | 2870 | 4899 | 6122 |
| 净利润 | 3283 | 2680 | 4156 | 5230 |
| 折旧摊销 | 1376 | 1334 | 1676 | 1960 |
| 财务费用 | 957 | 945 | 1081 | 1005 |
| 投资损失 | -1346 | -1400 | -1400 | -1200 |
| 营运资金变动 | -1223 | -491 | -416 | -676 |
| 其他经营现金流 | 79 | -198 | -198 | -198 |
| **投资活动现金流** | -6114 | -5920 | -6963 | -429 |
| 资本支出 | 6026 | 5886 | 6587 | -431 |
| 长期投资 | 1571 | -300 | 0 | -300 |
| 其他投资现金流 | 1483 | -334 | -376 | -1160 |
| **筹资活动现金流** | 1201 | 6429 | -849 | 27 |
| 短期借款 | -17 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 2675 | 288 | 88 | 488 |
| 普通股增加 | 0 | 669 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -7 | 4027 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1448 | 1446 | -937 | -461 |
| **现金净增加额** | -1734 | 3379 | -2913 | 5719 |

**利润表** 单位：百万元

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 28731 | 38548 | 51521 | 47635 |
| 营业成本 | 21271 | 30976 | 40835 | 36112 |
| 营业税金及附加 | 160 | 154 | 180 | 191 |
| 营业费用 | 1666 | 2190 | 2885 | 2668 |
| 管理费用 | 1612 | 1812 | 2215 | 2001 |
| 研发费用 | 1062 | 1156 | 1340 | 1286 |
| 财务费用 | 957 | 945 | 1081 | 1005 |
| 资产减值损失 | 11 | 193 | 206 | 191 |
| 其他收益 | 278 | 278 | 278 | 278 |
| 公允价值变动收益 | 204 | 200 | 200 | 200 |
| 投资净收益 | 1346 | 1400 | 1400 | 1200 |
| 资产处置收益 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| **营业利润** | 3718 | 2998 | 4654 | 5858 |
| 营业外收入 | 5 | 50 | 50 | 50 |
| 营业外支出 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| **利润总额** | 3682 | 3007 | 4662 | 5867 |
| 所得税 | 400 | 326 | 506 | 637 |
| **净利润** | 3283 | 2680 | 4156 | 5230 |
| 少数股东损益 | 66 | 40 | 83 | 105 |
| **归属母公司净利润** | 3217 | 2640 | 4073 | 5125 |
| EBITDA | 6144 | 4823 | 6852 | 8308 |
| EPS（元） | 0.76 | 0.62 | 0.96 | 1.21 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入(%) | 14.3 | 34.2 | 33.7 | -7.5 |
| 营业利润(%) | 6.0 | -19.4 | 55.2 | 25.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | 5.3 | -17.9 | 54.3 | 25.8 |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率(%) | 26.0 | 19.6 | 20.7 | 24.2 |
| 净利率(%) | 11.2 | 6.8 | 7.9 | 10.8 |
| ROE(%) | 12.4 | 8.1 | 11.5 | 13.0 |
| ROIC(%) | 8.7 | 5.3 | 7.1 | 8.2 |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率(%) | 67.5 | 66.5 | 67.8 | 61.3 |
| 净负债比率(%) | 71.4 | 57.9 | 64.6 | 48.9 |
| 流动比率 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| 速动比率 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.8 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.4 |
| 应收账款周转率 | 1.7 | 2.0 | 2.1 | 2.0 |
| 应付账款周转率 | 1.2 | 1.5 | 1.7 | 1.6 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.76 | 0.62 | 0.96 | 1.21 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.53 | 0.68 | 1.16 | 1.45 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.44 | 6.96 | 7.68 | 8.64 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 16.3 | 19.9 | 12.9 | 10.2 |
| P/B | 2.3 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 11.9 | 15.2 | 11.3 | 8.9 |

# 平安证券研究所投资评级：

## 股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

## 行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。

中国平安 金融 · 科技

平安证券 PING AN SECURITIES

**平安证券研究所**　　电话：4008866338

| 深圳 | 上海 | 北京 |
| --- | --- | --- |
| 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼<br>邮编：518033 | 上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼<br>邮编：200120<br>传真：（021）33830395 | 北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层<br>邮编：100033 |