

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

风机毛利率拐点确认, 盈利能力向上

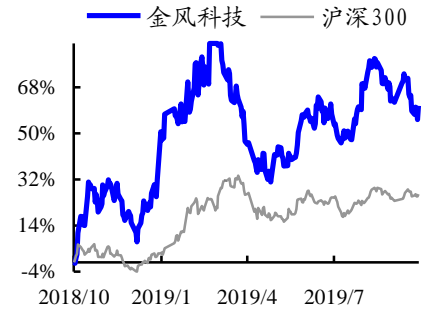
- 公司发布 2019 年三季报, 前三季度实现营收 247.35 亿元, 同比增长 38.84%, 实现归母净利润 15.91 亿元, 同比下降 34.24%。其中第三季度实现营收 90.02 亿元, 同比增长 32.65%, 归母净利润 4.06 亿元, 同比下降 54.30%, 环比下降 57.49%。
- **毛利率拐点显现, 费用率改善:** 公司三季度单季毛利率 19.12%, 环比提升 1.17 个百分点, 由于三季度来风偏弱, 预计运营板块毛利率有所下降, 毛利率提升主要由于风机制造板块带动。公司在供应链成本控制与机型平台集约化等方面效果显现, 预计制造成本有所下降。前三季度费用率合计 16.53%, 同比下降 2 个百分点, 随着销售规模的扩大, 内部管控增强, 费用率存在进一步改善空间。
- **风机销售向好, 大型化趋势显著:** 前三季度公司合计营收 247.35 亿元, 同比增长 38.84%, 前三季度公司风机对外销售容量 5245MW, 其中 2S 平台交付 3398MW, 占比 64.8%, 2.5S 平台交付 1156MW, 占比 22.0%, 3S 平台交付 506MW, 占比 9.7%。从公司订单分布来看, 在手订单大型化趋势显著。截至 19 年三季度在手外部订单中 2.5S 平台及以上的占比为 72%, 其中 2.5S 订单 9.7GW, 占比 42%, 同比提升 20 个百分点, 3S 订单 5.8GW, 占比 26%, 同比提升 18 个百分点。
- **招标持续回暖, 在手订单持续创新高:** 前三季度国内招标量 49.9GW, 同比增长 108.5%, 已经超以往年份的年度招标总量。9 月份, 2.5MW 级别机组投标均价 3898 元/KW, 较去年 8 月低点回升 17%。截至 9 月底, 公司在手外部订单 22.8GW, 即将迎来量价齐升。
- **盈利预测:** 预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.70、1.02 和 1.42 元, 维持买入评级。
- **风险提示:** 风电新增装机低于预期, 毛利率改善低于预期

股票数据

2019/10/25

6 个月目标价 (元)	16.00
收盘价 (元)	12.42
12 个月股价区间 (元)	8.42 ~ 16.20
总市值 (百万元)	52,475
总股本 (百万股)	4,225
A 股 (百万股)	3,451
B 股/H 股 (百万股)	0/774
日均成交量 (百万股)	20

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	0%	48%
相对收益	-5%	-2%	26%

相关报告

- 《金风科技 (002202): 出货量高增长, 低价订单加速释放》-20190826
- 《金风科技 (002202): 收入稳定增长, 毛利率反弹渐近》-20190402
- 《金风科技 (002202): 收入稳定增长, 静待毛利率触底反弹》-20190225
- 《金风科技 (002202): 短期毛利率承压, 风机交付有望加速》-20181030

证券分析师: 董佳敏

执业证书编号: S0550516050002
(021)20361230 djm@nesc.cn

证券分析师: 顾一弘

执业证书编号: S0550517100002
(021)20361163 (021)20361163

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	25,129	28,731	37,076	51,234	55,706
(+/-)%	-4.80%	14.33%	29.05%	38.19%	8.73%
归属母公司净利润	3,055	3,217	2,970	4,303	5,980
(+/-)%	1.72%	5.30%	-7.68%	44.89%	38.99%
每股收益 (元)	0.86	0.90	0.70	1.02	1.42
市盈率	14.46	13.73	17.67	12.20	8.77
市净率	1.88	1.53	1.60	1.41	1.21
净资产收益率 (%)	13.46%	11.76%	9.53%	12.13%	14.42%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	3,556	3,556	4,225	4,225	4,225

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,066	9,766	12,655	16,090	净利润	3,283	3,030	4,391	6,102
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	11	45	68	120
应收款项	14,823	22,347	28,073	28,998	折旧及摊销	1,376	1,383	1,604	1,833
存货	4,997	4,897	7,768	8,016	公允价值变动损失	-204	0	0	0
其他流动资产	2,607	0	0	0	财务费用	1,071	1,193	1,262	1,262
流动资产合计	32,648	42,511	56,497	61,878	投资损失	-1,346	-1,100	-500	-500
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-1,488	1,309	-173	-1,120
长期投资净额	11,847	11,847	11,847	11,847	其他	-265	1,060	0	0
固定资产	19,792	22,792	26,792	30,792	经营活动净现金流量	3,026	6,689	6,651	7,697
无形资产	3,307	3,201	3,085	2,979	投资活动净现金流量	-6,114	1,822	-2,500	-3,000
商誉	488	488	488	488	融资活动净现金流量	1,201	-3,811	-1,262	-1,262
非流动资产合计	47,048	43,308	44,704	46,371	企业自由现金流	-3,082	5,253	3,183	3,693
资产总计	79,696	85,819	101,201	108,249					
短期借款	2,038	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	13,778	15,896	21,652	22,766		2018A	2019E	2020E	2021E
预收款项	9	3,805	4,924	3,696	每股指标				
一年内到期的非流动负债	1,433	0	0	0	每股收益 (元)	0.90	0.70	1.02	1.42
流动负债合计	27,538	30,509	41,500	42,446	每股净资产 (元)	8.12	7.75	8.79	10.23
长期借款	18,001	22,001	22,001	22,001	每股经营性现金流量 (元)	0.85	1.58	1.57	1.82
其他长期负债	3,921	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	23,288	22,560	22,560	22,560	营业收入增长率	14.33%	29.05%	38.19%	8.73%
负债合计	50,826	53,069	64,061	65,006	净利润增长率	5.30%	-7.68%	44.89%	38.99%
归属于母公司股东权益合计	27,356	31,175	35,478	41,458	盈利能力指标				
少数股东权益	1,514	1,575	1,662	1,784	毛利率	25.96%	21.76%	22.88%	25.42%
负债和股东权益总计	79,696	85,819	101,201	108,249	净利率	11.20%	8.01%	8.40%	10.74%
					运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	189.45	220.00	200.00	190.00
					存货周转率 (次)	77.90	61.61	71.75	70.42
					偿债能力指标				
					资产负债率	63.78%	61.84%	63.30%	60.05%
					流动比率	1.19	1.39	1.36	1.46
					速动比率	1.00	1.23	1.17	1.27
					费用率指标				
					销售费用率	5.80%	5.70%	5.50%	5.50%
					管理费用率	5.61%	6.80%	6.50%	6.50%
					财务费用率	3.33%	2.31%	1.49%	1.20%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	13.73	17.67	12.20	8.77
					P/B (倍)	1.53	1.60	1.41	1.21
					P/S (倍)	1.83	1.42	1.02	0.94
					净资产收益率	11.76%	9.53%	12.13%	14.42%

利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,731	37,076	51,234	55,706
营业成本	21,271	29,010	39,514	41,548
营业税金及附加	160	225	308	327
资产减值损失	11	45	68	120
销售费用	1,666	2,113	2,818	3,064
管理费用	1,612	2,521	3,330	3,621
财务费用	957	857	763	670
公允价值变动净收益	204	0	0	0
投资净收益	1,346	1,100	500	500
营业利润	3,718	3,405	4,933	6,857
营业外收支净额	-36	0	0	0
利润总额	3,682	3,405	4,933	6,857
所得税	400	375	543	754
净利润	3,283	3,030	4,391	6,102
归属于母公司净利润	3,217	2,970	4,303	5,980
少数股东损益	66	61	88	122

资料来源：东北证券

分析师简介:

董佳敏: 上海交通大学机械学院工学硕士，先后就职于上海通用汽车、宏源证券研究所，2014年11月至今任职于东北证券研究咨询分公司中小市值分析师，主要研究方向为新能源汽车产业链等新兴产业。

顾一弘: 复旦大学经济学硕士，2015年加入东北证券，任电力设备新能源研究员，主要负责研究新能源、能源互联网等方向。

胡洋: 上海交通大学管理学学士、硕士，主要研究新能源汽车产业链。

李金洪: 南京大学材料物理学士、光学硕士，主要研究新能源汽车产业链。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准 -5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn