

业绩低于预期，疫情后续影响待观察

——金风科技 (002202.SZ) 2019 年年度报告点评

跨市场公司动态

◆**事件**：公司发布 2019 年年度报告，实现营业收入 382.45 亿元，同比增长 33.11%；实现归母净利润 22.10 亿元，同比下降 31.30%，扣非后净利润 16.21 亿元，同比下降 43.53%。

◆**风机销售行业龙头地位稳固，逐步重视后服务业务**。2019 年公司实现对外销售机组容量 8GW，同比上升 39.41%，国内龙头优势明显；公司产品中 2.0S 与 2.5S 成为主力军，且 3.0S 产品占比显著提高，4S 技术也进一步突破，说明行业的大风机趋势持续。公司国内外后服务业务在运项目容量 11GW，同比增长 58%，超过 2.1 万台机组接入公司全球监控中心。公司国内新增并网装机容量 303.45MW，新增并网权益装机容量 291.10 MW；在建风电场项目容量 2007.70MW，权益容量 1956.61MW；自营风电场平均发电利用小时数 2212 小时，高于全国平均水平 130 小时。

◆**风机价格下行、成本上升及销售费用大幅提升显著影响公司盈利**。公司 2019 年整体毛利率为 19.01%，同比下降 6.95 个 pct。主要原因：(1) 公司年度平均风机售价较 2018 年下降明显；(2) 虽然风机业务营业收入同比+29.81%达 288.69 亿元，但是营业成本同比+40.01%，致使该分部业务毛利率下滑 6.38 个 pct 至 12.50%；(3) 公司重视风电服务业务后，该分部业务营业收入与同比+116.50%至 35.78 亿元，但毛利率却下滑 13.29 个 pct 至 6.43%。此外，由于产品质量保证准备金和运输费用增加，公司销售费用同比大幅增加 56.23%至 26.02 亿元。2019 年公司投资净收益同比变化不大，为 13.39 亿元（其中处置子公司投资净收益为 7.21 亿元，德州润津新能源公司处置净资产差额 6.96 亿元）。

◆**下调 A 股评级至“增持”评级**。根据公司风机售价实际情况以及对我国未来新增风电装机容量的判断，我们下调公司 20-21 年盈利预测，预计公司 20-21 年归母净利润为 23.63/24.12 亿元（原值为 41.84/53.84 亿元），新增 2022 年归母净利润预测为 25.12 亿元，对应 20-22 年 EPS 为 0.56/0.57/0.59 元，当前 A 股股价对应 20 年 PE 为 17 倍，当前 H 股股价对应 20 年 PE 为 11 倍，**下调 A 股评级至“增持”评级，维持 H 股“增持”评级**。

◆**风险提示**：疫情持续时间过长致国际贸易及供应链风险；风机毛利率、价格低于预期；行业政策重大变动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	28,731	38,245	43,111	43,123	45,444
营业收入增长率	14.33%	33.11%	12.73%	0.03%	5.38%
净利润 (百万元)	3,217	2,210	2,363	2,412	2,512
净利润增长率	5.30%	-31.30%	6.92%	2.08%	4.14%
EPS (元)	0.90	0.52	0.56	0.57	0.59
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.89%	7.20%	7.30%	7.03%	6.92%
P/E (A 股)	11	18	17	17	16
P/E (H 股)	7	12	11	11	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 3 月 31 日

注：人民币对港币汇率为 1.0945

A 股：增持（下调）

当前价：9.53 元

H 股：增持（维持）

当前价：6.52 港元

分析师

殷中枢 (执业证书编号：S0930518040004)

010-58452063

yinzs@ebsec.com

马瑞山 (执业证书编号：S0930518080001)

021-52523850

mars@ebsec.com

联系人

郝嵩

021-52523827

haopian@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：42.25

总市值(亿元)：402.65

一年最低/最高(元)：8.92/14.63

近 3 月换手率：42.49%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.26	-8.91	-28.48
绝对	-9.70	-18.60	-33.29

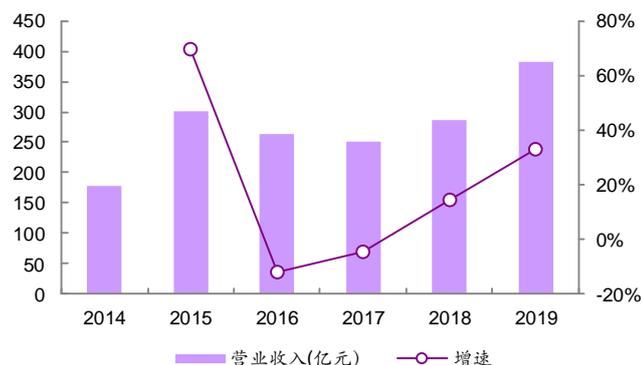
资料来源：Wind

1、价格、成本双因素致盈利水平下降

公司 2019 年实现营业收入 382.45 亿元，同比增长 33.11%；实现归母净利润 22.10 亿元，同比下降 31.30%；说明公司 2019 年增收不增利。从单季盈利来看，2019 年 Q2-Q3 季度拖累严重，也与彼时风电装机不及预期有关。

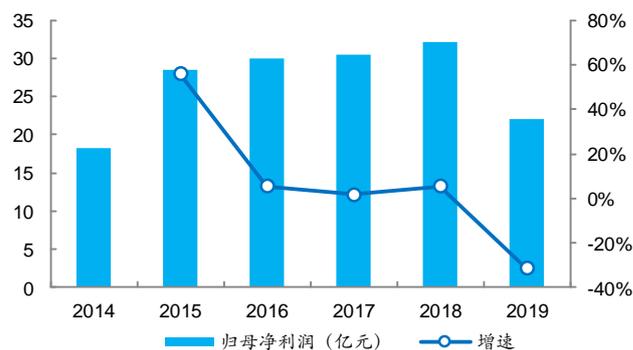
从分部业务上看，2019 年公司风机及零部件销售实现营业收入 288.70 亿元，同比增长 29.81%；风电服务实现营业收入 35.78 亿元，同比增长 116.50%；风电场开发运营实现营业收入 42.67 亿元，同比增长 8.98%。

图 1：公司营业收入情况



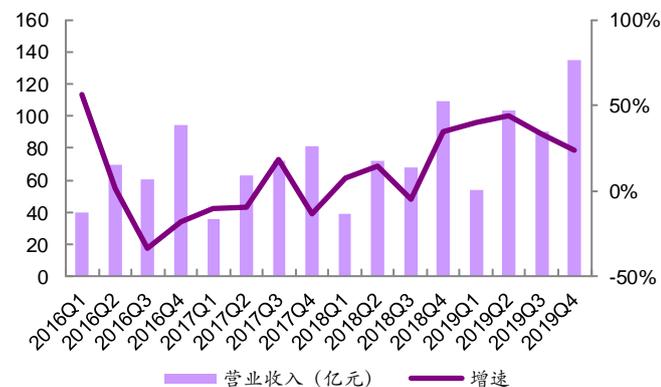
资料来源：Wind

图 2：公司归母净利润情况



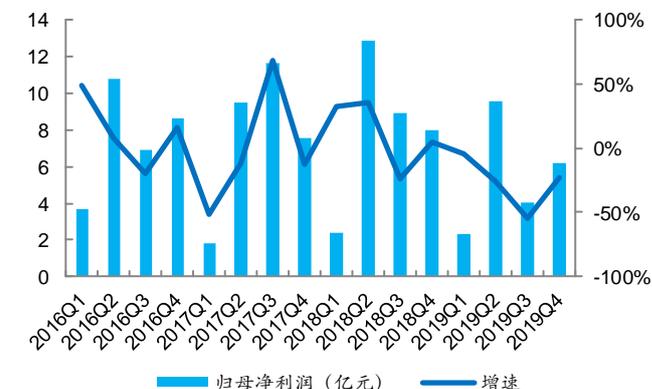
资料来源：Wind

图 3：公司单季度营业收入情况 (2016-19)



资料来源：Wind

图 4：公司单季度归母净利润情况 (2016-19)



资料来源：Wind

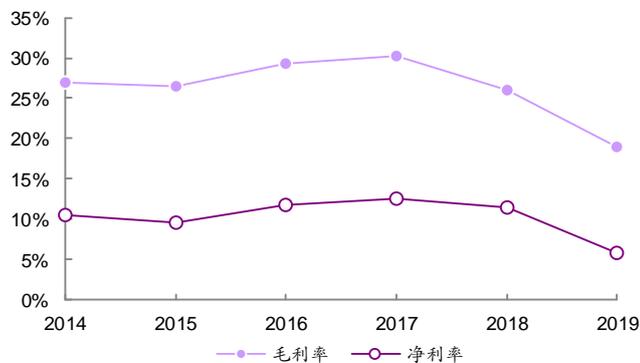
公司 2019 年毛利率显著下降，整体毛利率为 19.01%，同比下降 6.95 个 pct。

(1) 分业务看，风机及零部件销售为 12.50%，同比下降 6.38 个 pct；风电服务为 6.43%，同比下降 13.29 个 pct；风电场开发为 62.25%，同比下降 1.92 个 pct。

(2) 分产品看，1.5MW 机组为 25.98%，同比下降 0.95 个 pct；2.0S 平台产品为 11.92%；同比下降 7.37 个 pct；2.5S 平台产品为 10.93%，同比下

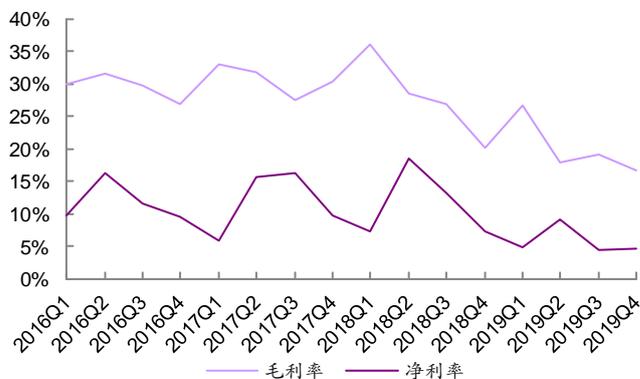
降 7.11 个 pct; 3.0S 平台产品为 13.98%, 同比下降 5.40 个 pct; 6.0S 平台产品为 15.80%, 同比上升 22.81 个 pct, 仅有 6S 平台产品毛利率有所上升。

图 5: 公司毛利率及净利率情况



资料来源: Wind

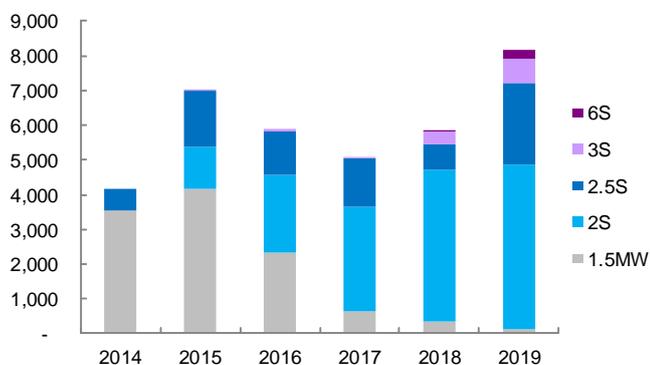
图 6: 公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源: Wind

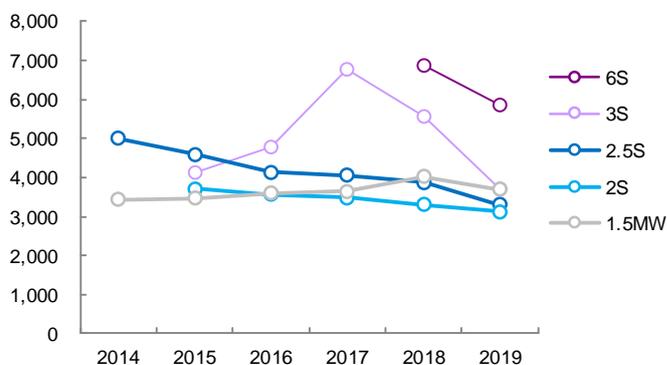
此外, 2019 年公司对外销售各机型平均价格显著下降, 其中, 1.5MW 平均价格下降 8.9% 至 3698 元/kW; 2S 下降 5.5% 至 3129 元/kW, 2.5S 下降 17.3% 至 3310 元/kW, 3S 下降 51.2% 至 3689 元/kW, 6S 下降 17.1% 至 5861 元/kW。

图 7: 公司对外销售机型情况



资料来源: Wind, 单位: MW

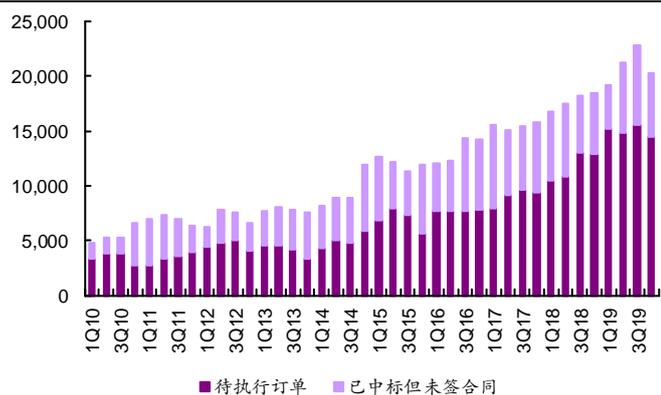
图 8: 公司对外销售各机型平均价格



资料来源: Wind, 单位: 元/kW

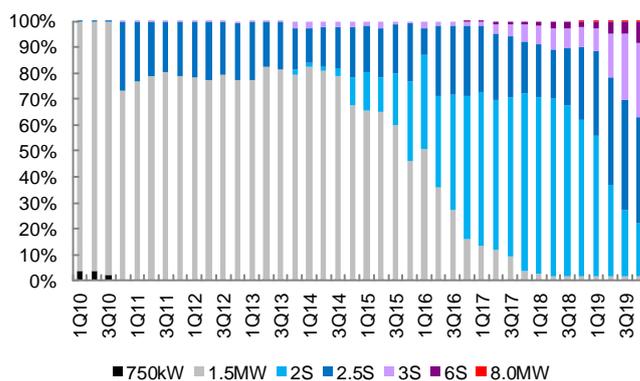
公司在手订单量稳步增长, 截至 2019 年 12 月 31 日, 公司外部待执行订单总量为 14.44GW, 分别为: 1.5MW 机组 372.3MW, 2S 平台产品 3.83GW, 2.5S 平台产品 7.40GW, 3S 平台产品 2.37GW, 6S 平台产品 457.50MW, 8MW 机组 8MW; 公司外部中标未签订单 5.84GW, 包括 2S 平台产品 257.6MW, 2.5S 平台产品 910.8MW, 3S 平台产品 3.46GW, 6S 平台产品 1.21GW; 在手外部订单共计 20.28GW。

图 9：公司在手订单情况



资料来源：Wind，单位：MW

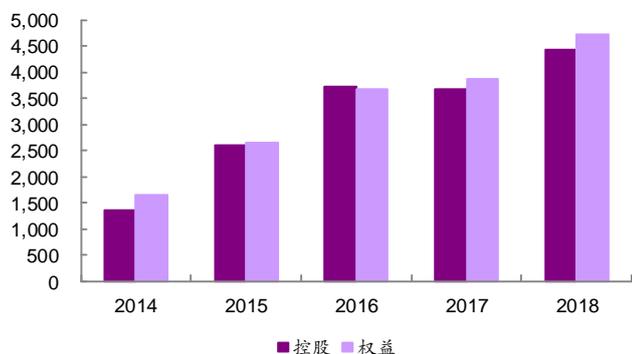
图 10：公司在手订单中各类机型情况



资料来源：Wind，单位：MW

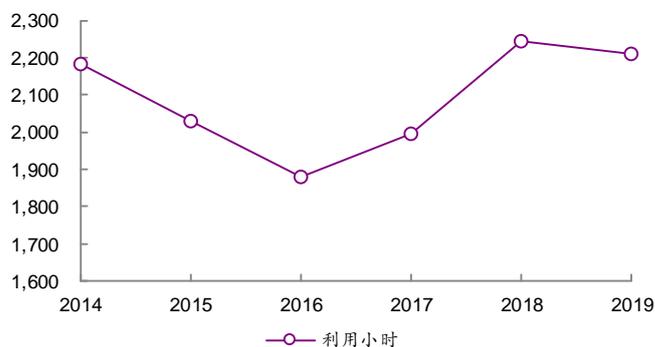
公司国内外后服务业务在运项目容量 11GW，同比增长 58%，超过 2.1 万台机组接入公司全球监控中心。公司国内新增并网装机容量 303.45MW，新增并网权益装机容量 291.10 MW；在建风电场项目容量 2007.70MW，权益容量 1956.61MW。公司自营风电场平均发电利用小时数 2212 小时，高于全国平均水平 130 小时。

图 11：公司自营风电场装机容量情况



资料来源：Wind，单位：MW；注：公司暂未发布 2019 年数据

图 12：公司自营风电场平均利用小时数

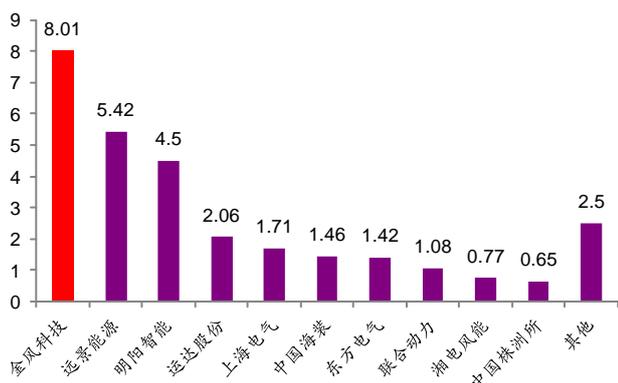


资料来源：Wind，单位：小时

2、公司的行业地位及 19-20 年行业情况

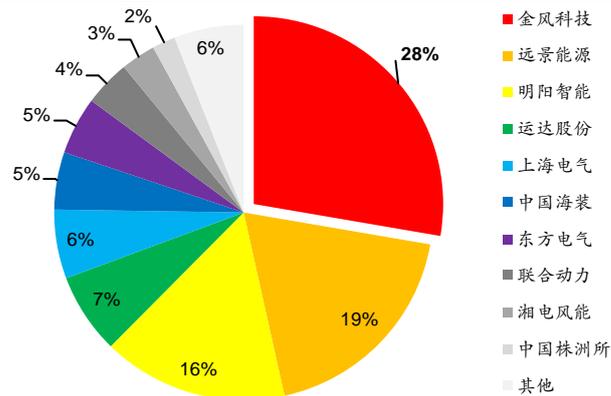
中国风电 2019 年新增吊装分公司数据看，金风科技国内新增吊装 8.01GW，市占率为 28%，稳居中国市场头把交椅；且连续九年排名全国第一。全球新增装机容量 8.25GW，海上装机 610MW，全球市场份额 14%，全球排名稳居前三位。

图 13：中国风电 2019 年新增吊装各公司数据



资料来源：BNEF；单位：GW

图 14：中国风电行业 2019 年新增吊装市占率情况



资料来源：BNEF

2019 年全球新增风电装机 60.4GW，同比增长 19%；全球累计装机 650GW，同比增长 10%；其中新增陆上风电装机 54.2GW，海上风电装机 6.1GW。

表 1：全球陆上风电装机情况

国家	2018 新增	2018 累计	2019 新增	2019 累计
美国	7588	96488	9143	105436
加拿大	566	12816	597	13413
巴西	1939	14707	745	15452
墨西哥	929	4935	1281	6215
阿根廷	445	673	931	1604
智利	204	1619	526	2145
美洲其他	220	3605	204	3807
埃及	380	1190	262	1452
肯尼亚	312	338	0	338
南非	0	2085	0	2085
非洲其他	278	2115	682	2798
中国	20200	205804	23760	229564
印度	2191	35129	2377	37506
澳大利亚	549	5362	837	6199
巴基斯坦	400	1189	50	1239
日本	261	3652	274	3921
韩国	127	1229	191	1420
越南	32	228	160	388
菲律宾	0	427	0	427
泰国	568	1215	322	1538
亚洲其他	140	1702	123	1822
德国	2402	52932	1078	53913
法国	1563	15307	1336	16643
瑞典	717	7216	1588	8804
英国	589	13001	629	13617
土耳其	497	7370	686	8056
欧洲其他	3248	75258	6426	81619
全球	46345	567592	54206	621421

资料来源：全球风能理事会(GWEC)；单位：MW

2019年中国新增陆上风电装机 23.76GW，新增海上风电装机 2.395GW，分别同比增长 17.62%和 44.71%。

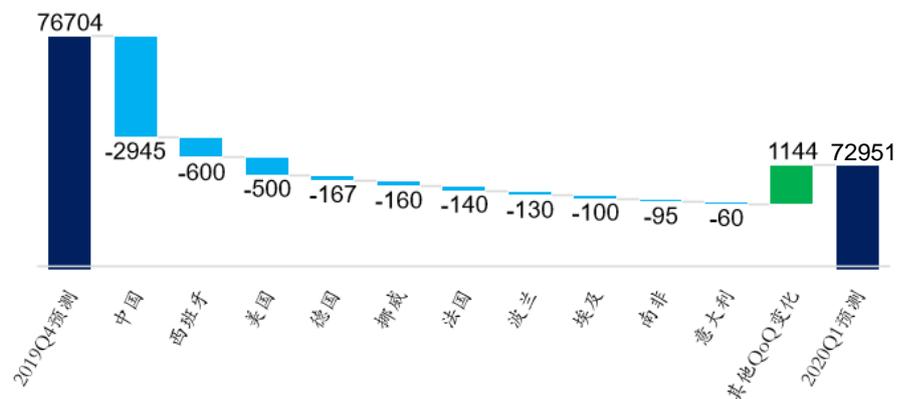
表 2：全球海上风电装机情况

国家	2018 新增	2018 累计	2019 新增	2019 累计
英国	1312	7963	1764	9723
德国	969	6382	1764	9723
比利时	309	1186	370	1556
丹麦	61	1329	374	1703
荷兰	0	1118	0	1118
欧洲其他	7	302	8	310
中国	1655	4443	2395	6838
韩国	35	73	0	73
亚洲其他	0	171	123	292
美国	0	30	0	30
全球	4348	22997	6145	29136

资料来源：全球风能理事会(GWEC)；单位：MW

2020年3月25日，伍德麦肯兹（Wood Mackenzie）发布最新研究报告——《全球风电市场展望：2020年第一季度》：将2020年全球新增风电装机预测下调至73GW，较上一季度预测下调3.8GW。其中，预计中国2020年装机29GW。

图 15：季度预测 2020 年各国新增风电装机容量变化情况



资料来源：WoodMac 研究，单位：MW

目前，中国市场复工复产稳步推进，供应链将逐步恢复正常；包括亚太地区的供应链仍正常运营。美国目前个别项目会受到人员确诊而受到影响（许可延误、建筑工人罢工等情况），仍持续关注其具体应对措施；欧盟供应受到巨大冲击，尤其是在西班牙和意大利，封锁令将持续一段时间。

未来仍需要重点关注全球疫情下上游国际供应链形势恶化程度，意大利、德国、厄瓜多尔等主要原材料和部件产地实行“封国封城”，或导致部分零部件

供应紧张加剧,如巴沙木、聚氯乙烯等原材料以及主轴承、齿轮箱轴承、IGBT 芯片等部件。所以我们认为,2020 年全球风电装机量依然有待观察。

3、投资评级

根据公司风机售价实际情况以及对我国未来新增风电装机容量的判断,我们下调公司 20-21 年盈利预测,预计公司 20-21 年归母净利润为 23.63/24.12 亿元(原值为 41.84/53.84 亿元),新增 2022 年归母净利润预测为 25.12 亿元,对应 20-22 年 EPS 为 0.56/0.57/0.59 元,当前 A 股股价对应 20 年 PE 为 17 倍,当前 H 股股价对应 20 年 PE 为 11 倍。公司风机销售价格及毛利率水平承压,叠加在疫情和补贴退坡双重影响下我国未来新增风电装机容量的不确定性进一步加强,我们下调公司 A 股评级至“增持”评级,维持 H 股“增持”评级。

4、风险分析

- 1、风机毛利率、价格低于预期:** 公司生产所需原材料价格出现大幅波动,会导致公司生产成本发生较大变动,或者风机投标价格出现大幅波动,价格低于预期,进而影响公司利润水平。
- 2、国际贸易及供应链风险:** 疫情持续时间过长影响国际供应链;公司出口国家对公司主要产品设置政策、关税及其他方面的壁垒,将对公司产品的销售带来不利影响。
- 3、行业政策重大变动风险:** 如果行业政策发生重大变动,导致国内新增装机不达预期、风电行业投入大幅萎缩或者公司不能较好地应对产品市场竞争,如海上风电竞价造成项目收益降低,将导致公司销售收入大幅下降。
- 4、自营风电场限电改善不达预期:** 若自营风场受到限电影响,则影响公司发电业务板块利润。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	28,731	38,245	43,111	43,123	45,444
营业成本	21,271	30,973	34,896	34,389	36,199
折旧和摊销	1,348	1,510	1,713	1,979	2,232
税金及附加	160	109	129	129	136
销售费用	1,666	2,602	2,716	2,717	2,727
管理费用	1,612	1,621	1,724	1,725	1,818
研发费用	1,062	946	1,078	1,078	1,136
财务费用	957	1,197	1,323	1,793	2,023
投资收益	1,346	1,340	1,300	1,300	1,300
营业利润	3,718	2,571	2,739	2,795	2,910
利润总额	3,682	2,561	2,739	2,795	2,910
所得税	400	331	356	363	378
净利润	3,283	2,230	2,383	2,432	2,532
少数股东损益	66	20	20	20	20
归属母公司净利润	3,217	2,210	2,363	2,412	2,512
EPS(按最新股本计)	0.90	0.52	0.56	0.57	0.59

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,125	5,929	2,667	4,836	5,410
净利润	3,217	2,210	2,363	2,412	2,512
折旧摊销	1,348	1,510	1,713	1,979	2,232
净营运资金增加	-1,744	-7,713	2,439	71	541
其他	304	9,922	-3,849	374	125
投资活动产生现金流	-6,114	-10,267	-8,210	-8,700	-3,700
净资本支出	-6,022	-11,156	-10,000	-10,000	-5,000
长期投资变化	3,660	4,491	0	0	0
其他资产变化	-3,753	-3,602	1,790	1,300	1,300
融资活动现金流	1,201	6,131	6,917	3,867	-1,246
股本变化	0	669	0	0	0
债务净变化	98	-991	8,916	6,136	1,264
无息负债变化	5,479	16,934	2,435	-286	1,562
净现金流	-1,734	1,795	1,375	2	464

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	26.0%	19.0%	19.1%	20.3%	20.3%
EBITDA 率	16.0%	10.3%	10.5%	12.3%	13.1%
EBIT 率	11.2%	6.3%	6.6%	7.8%	8.1%
税前净利润率	12.8%	6.7%	6.4%	6.5%	6.4%
归母净利润率	11.2%	5.8%	5.5%	5.6%	5.5%
ROA	4.0%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
ROE (摊薄)	12.9%	7.2%	7.3%	7.0%	6.9%
经营性 ROIC	6.6%	5.2%	4.8%	4.9%	5.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	67%	69%	71%	71%	71%
流动比率	1.04	0.98	0.92	0.87	0.89
速动比率	0.88	0.81	0.76	0.72	0.73
归母权益/有息债务	1.13	1.46	1.08	0.95	0.97
有形资产/有息债务	3.42	4.59	3.63	3.21	3.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	81,364	103,057	116,115	123,921	128,792
货币资金	5,066	7,248	8,622	8,625	9,089
交易性金融资产	0	400	0	0	0
应收账款	14,823	15,563	17,640	17,607	18,555
应收票据	2,072	0	0	0	0
其他应收款(合计)	1,283	1,305	1,721	1,704	1,798
存货	4,997	8,124	9,352	9,215	9,703
其他流动资产	1,506	4,650	4,650	4,650	4,650
流动资产合计	32,917	48,444	53,220	53,005	55,108
其他权益工具	409	210	210	210	210
长期股权投资	3,660	4,491	4,491	4,491	4,491
固定资产	19,792	19,397	21,359	23,648	24,819
在建工程	5,717	9,613	15,134	20,101	20,971
无形资产	3,307	3,385	4,191	4,956	5,683
商誉	488	470	470	470	470
其他非流动资产	3,722	5,022	5,022	5,022	5,022
非流动资产合计	48,447	54,613	62,895	70,916	73,684
总负债	54,889	70,833	82,184	88,034	90,860
短期借款	2,038	1,974	7,891	11,027	10,791
应付账款	13,778	15,664	17,448	17,194	18,099
应付票据	6,221	9,764	10,469	10,317	10,860
预收账款	9	5	0	0	0
其他流动负债	-396	-531	-531	-531	-531
流动负债合计	31,601	49,569	57,920	60,771	62,096
长期借款	18,001	15,046	18,046	21,046	22,546
应付债券	560	560	288	288	288
其他非流动负债	2,433	3,424	3,424	3,424	3,424
非流动负债合计	23,288	21,264	24,264	27,264	28,764
股东权益	26,475	32,224	33,931	35,887	37,932
股本	3,556	4,225	4,225	4,225	4,225
公积金	9,467	13,523	13,759	14,000	14,197
未分配利润	10,488	11,283	12,734	14,428	16,257
归属母公司权益	24,961	30,675	32,362	34,297	36,323
少数股东权益	1,514	1,549	1,569	1,589	1,609

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	6%	7%	6%	6%	6%
管理费用率	6%	4%	4%	4%	4%
财务费用率	3%	3%	3%	4%	4%
研发费用率	4%	2%	3%	3%	3%
所得税率	11%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.25	0.16	0.11	0.12	0.12
每股经营现金流	0.88	1.40	0.63	1.14	1.28
每股净资产	7.02	7.26	7.66	8.12	8.60
每股销售收入	8.08	9.05	10.20	10.21	10.76

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	11	18	17	17	16
PB	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.2	15.3	15.1	14.1	12.8
股息率	2.6%	1.7%	1.2%	1.2%	1.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼