

金风科技 (002202)

风机业务量利齐升，盈利水平处于上升通道

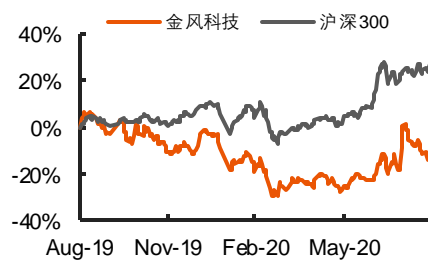
推荐 (维持)

现价: 11.53 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)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)	3,393
流通 B/H 股(百万股)	774
总市值 (亿元)	448.64
流通 A 股市值(亿元)	391.27
每股净资产(元)	6.95
资产负债率(%)	67.9

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
ZHUDONG6615@PINGAN.COM.CN

研究助理

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



投资要点

事项:

公司发布2020半年报, 实现营业收入194.3亿元, 同比增长23.47%, 归母净利润12.75亿元, 同比增长7.63%, 扣非后净利润11.45亿元, 同比增长12.09%, 综合毛利率17.4%, 同比下降3.52个百分点, EPS 0.30元。二季度营收139.6亿元, 同比增长35.02%, 归母净利润3.8亿元, 同比减少60.25%。公司业绩低于我们预期。

平安观点:

- **上半年业绩小幅增长, 风电服务和风电场业务拖累业绩增速。**上半年公司归母净利润同比增长 7.63%, 低于我们预期。从三大主要业务具体看, 风机制造业务一定程度实现量利齐升, 上半年公司风机制造与销售部门实现扭亏; 风电服务业务毛利率大幅下降, 上半年该业务出现较大幅度亏损, 明显拖累业绩; 风电场运营业务平稳, 风电场出售以及相关公允价值变动带来的投资收益大幅增长, 但部分项目未能依与当地电网公司签订的购电协议约定如期并网发电, 导致需向当地电网公司承担延期支出金额 3.27 亿元。我们认为, 风电服务业务亏损以及风电场延期并网赔付是公司业绩低于预期的主要原因。
- **风机业务盈利水平略有提升, 全年销售规模有望创新高。**上半年风机对外销售 4100MW, 同比增长 28.5%, 实现销售收入 136.9 亿元, 同比增长约 30.5%, 毛利率 12.19%, 同比增长 0.88 个百分点。2S 系列产品容量占比达 87.1%, 占据主导地位, 但 2S 产品上半年毛利率 10.98%, 同比下降 0.4 个百分点, 对风机业务整体毛利率形成拖累。具体看, 2S 产品毛利率的下降主要源自单瓦成本的上升, 可能受到了相关零部件供需偏紧以及风机产品迭代升级导致成本增加的影响。下半年是传统的需求旺季, 截至上半年公司合同负债达 172.6 亿元, 较年初增长 77%, 在手订单约 18GW, 处于高位, 公司全年的风机对外销售规模大概率将创历史新高。
- **风机盈利水平有望持续处于上升通道。**从公司现有产品盈利水平看, 3/4S、

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28,731	38,245	48,097	44,467	43,960
YoY (%)	14.3	33.1	25.8	-7.5	-1.1
净利润(百万元)	3,217	2,210	2,710	3,989	4,411
YoY (%)	5.3	-31.3	22.6	47.2	10.6
毛利率(%)	26.0	19.0	17.5	21.6	23.4
净利率(%)	11.2	5.8	5.6	9.0	10.0
ROE(%)	12.4	6.9	8.0	10.7	10.7
EPS(摊薄/元)	0.76	0.52	0.64	0.94	1.04
P/E(倍)	15.1	22.0	18.0	12.2	11.0
P/B(倍)	2.1	1.7	1.6	1.4	1.3

6/8S 产品的毛利率分别达到 15.7%和 16.8%，明显高于 2S 产品的毛利率，根据当前在手订单的产品结构，大兆瓦产品的占比明显提升，有望推动风机业务综合毛利率的提升。根据披露的半年报情况，金风科技、运达股份等主流风机企业的风机业务基本处于盈亏平衡点，而叶片、铸件、主轴等风机零部件企业盈利水平大幅攀升，随着今年年底抢装的结束，未来零部件的供需将趋于宽松，风机产业链的利润有望再分配，看好风机企业盈利水平的提升，而风机毛利率的提升将给公司带来较大的利润弹性。

- **看好公司其他业务的中长期发展。**短期看，公司风电服务业绩呈现了较大的盈利水平波动，但中长期看，随着风电存量装机规模的持续提升，风电后市场具有广阔的发展前景；截至上半年末，公司国内外后市场服务业务在运项目容量 10.14GW，已有 22,414 台机组接入金风科技全球监控中心。风电场业务方面，上半年的并网延期支出后续有可能通过 EPC 承包商追索实现冲回，目前公司在建的风电场规模约 2.7GW，未来建成投产后风电场业务利润贡献将明显提升；随着平价时代的来临，风电场运营业务的现金流也有望改善。其他业务主要包括水务和融资租赁，处于稳步向好发展态势。
- **投资建议。**考虑现有主要业务发展情况，调整公司盈利预测，预计 2020-2021 年归母净利润 27.1、39.9 亿元（原预测值 35.3、39.4 亿元），对应 EPS 0.64、0.94 元，动态 PE 18.0、12.2 倍。公司风机业务具有较强的竞争力，风机业务盈利水平有望步入上行通道，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**（1）在当前抢装行情下，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，未来仍然存在降本力度和毛利率不及预期风险。（2）目前国内市场需求增长主要受抢装推动，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。（3）公司半直驱技术路线可能存在相对其他技术路线成本较高的风险。

图表1 2020H1 与 2019H1 分业务部门的财务数据对比（亿元）

	2020 上半年分部财务数据					
	风机制造与 销售	风电服务	风电场开 发	其他	未分配及调 整和抵销	合计
营业收入合计	155.56	25.42	21.16	5.80	-13.69	194.25
对外交易收入	145.84	22.52	21.16	4.74	0.00	194.25
分部间交易收入	9.73	2.90	0.00	1.06	-13.69	0.00
利息收入	2.34	0.03	0.49	1.19	-2.55	1.50
利息支出	0.88	0.00	4.63	1.05	-2.16	4.39
资产减值损失	0.23	0	0	0	0	0.23
信用减值损失(转回)	1.39	0.50	-0.01	0.10	0.30	2.28
利润(亏损)总额	1.87	-3.55	11.65	2.31	2.07	14.35
所得税费用	0.48	-0.87	0.90	0.68	0.27	1.46
净利润	1.39	-2.68	10.75	1.64	1.80	12.89

	2019 上半年分部财务数据					
	风机制造与 销售	风电服务	风电场开 发	其他	未分配及调 整和抵销	合计
营业收入合计	120.08	18.70	22.47	5.03	-8.94	157.33
对外交易收入	116.50	14.42	22.47	3.95	0.00	157.33
分部间交易收入	3.57	4.29	0.00	1.08	-8.94	0.00
利息收入	2.29	0.01	0.23	0.59	-2.10	1.03
利息支出	1.12	0	5.58	0.67	-1.74	5.63
资产减值损失	0.07	0	0.01	0	0	0.08
信用减值损失(转回)	1.46	0	0.07	0.56	-0.54	1.54

利润(亏损)总额	-1.90	0.12	12.07	3.62	0.32	14.23
所得税费用	-0.32	0.01	1.75	0.61	0.06	2.11
净利润	-1.58	0.11	10.32	3.01	0.25	12.12

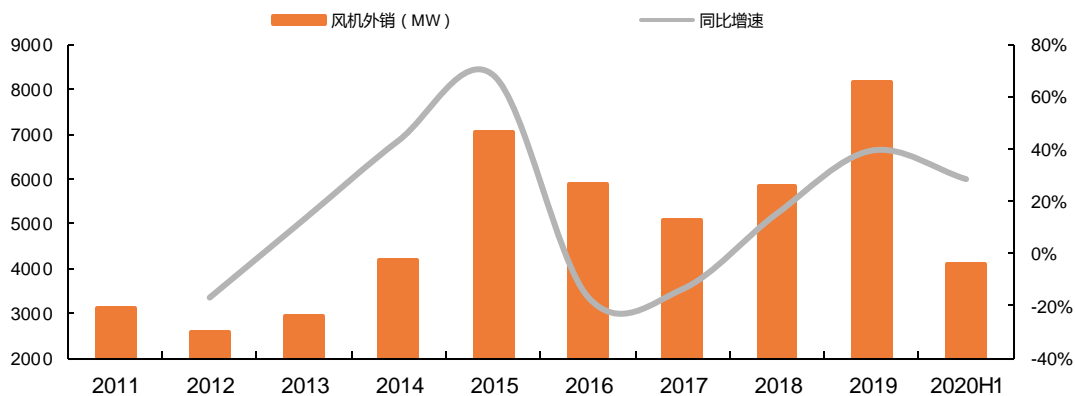
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 公司各类风机产品的销量、营收、毛利率情况

产品类型		2018	2019	2019H1	2019H2	2020H1
1.5MW	收入(亿元)	14.49	4.84	2.15	2.69	2.8
	毛利率(%)	26.93	25.58	15.48	33.65	35.21
	销量(MW)	360	130.8	49.5	81.30	86.1
	每瓦成本(元)	2.94	2.75	3.67	2.20	2.11
	每瓦收入(元)	4.03	3.70	4.34	3.31	3.25
2S	收入(亿元)	172.89	225.98	91.92	134.06	115.64
	毛利率(%)	18.96	11.58	11.38	11.72	10.98
	销量(MW)	5105	7085.9	2853.6	4232.3	3571.7
	每瓦成本(元)	2.74	2.82	2.85	2.80	2.88
	每瓦收入(元)	3.39	3.19	3.22	3.17	3.24
3/4S	收入(亿元)	19.07	25.86	8.14	17.72	9.26
	毛利率(%)	19.38	13.98	13.78	14.07	15.74
	销量(MW)	342	701.0	242.5	458.5	276.4
	每瓦成本(元)	4.5	3.17	2.89	3.32	2.82
	每瓦收入(元)	5.58	3.69	3.36	3.86	3.35
6/8S	收入(亿元)	3.71	14.85	2.73	12.12	9.19
	毛利率(%)	-7.01	15.8	-1.5	19.70	16.8
	销量(MW)	54	253.3	45.15	208.15	165.8
	每瓦成本(元)	7.35	4.94	6.14	4.68	4.61
	每瓦收入(元)	6.87	5.86	6.05	5.82	5.54
合计	收入(亿元)	210.16	271.52	104.94	166.58	136.89
	毛利率(%)	19.19	12.3	11.31	12.92	12.19
	销量(MW)	5861	8171	3191	4980	4100

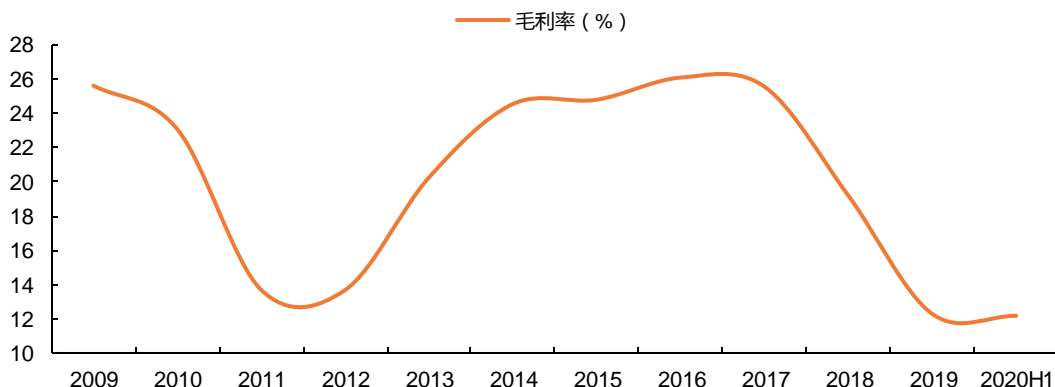
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 上半年风机销量同比增长 28.5%，全年销量大概率创历史新高



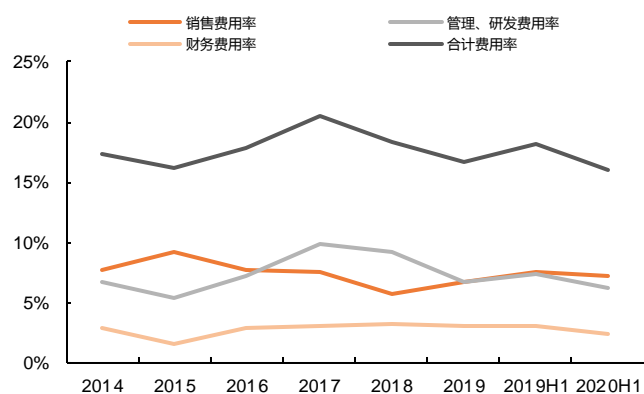
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 公司风机业务毛利率处于历史底部



资料来源:WIND, 平安证券研究所

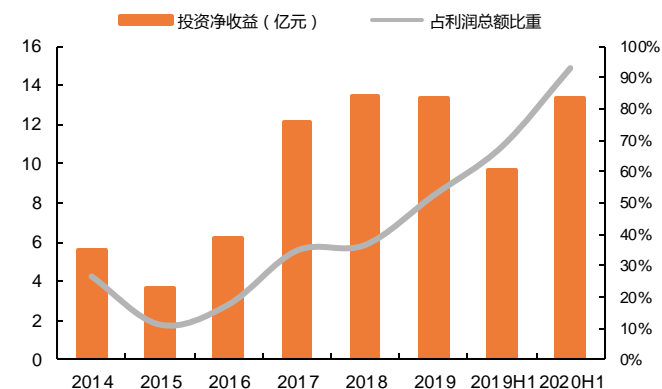
图表5 上半年综合费用率同比下降 2.2 个百分点



资料来源:WIND, 平安证券研究所

注: 2020 上半年在销售费用中计提了风电项目延期并网支付金 3.27 亿元, 对当期费用率和利润形成负面影响

图表6 投资收益对利润的贡献度持续提升



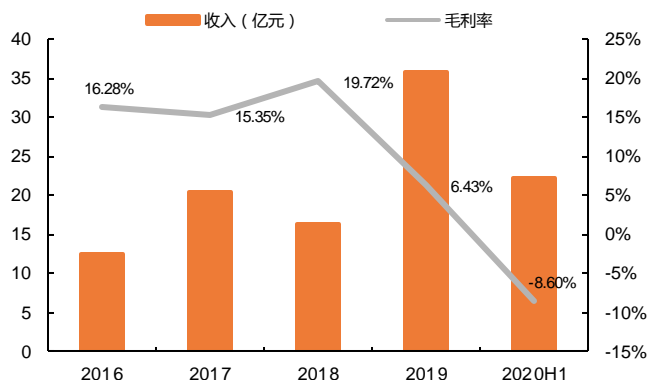
资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表7 质量保证准备金计提比例略有下降

年度	计提总规模 (亿元)	计提金额占风机收入比重	转回规模 (亿元)	体现在销售费用里的质保金计提规模 (亿元)	当期消耗 (亿元)
2013	5.2	4.9%	0.5	4.7	2.3
2014	9.5	6.2%	1.0	8.5	3.5
2015	21.1	7.9%	1.3	19.8	5.8
2016	15.6	7.1%	2.1	13.5	8.7
2017	15.9	8.5%	6.3	9.6	10.6
2018	14.6	6.9%	7.9	6.7	11.0
2019	19.4	7.1%	4.1	15.2	12.9
2019H1	6.9	6.6%	1.4	5.5	4.1
2020H1	7.9	5.8%	2.8	5.2	3.8

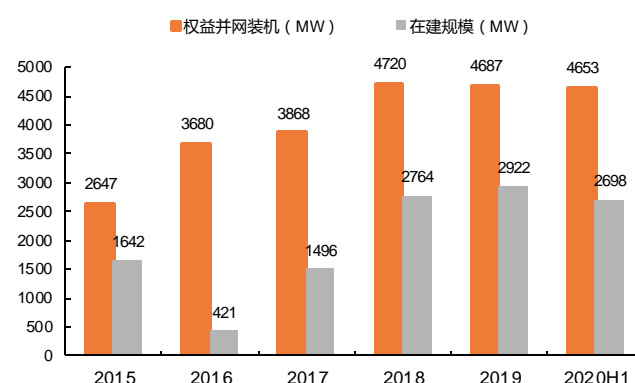
资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表8 运维服务业务毛利率大幅下滑拖累业绩



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表9 公司风电场权益装机规模以及在在建规模稳定



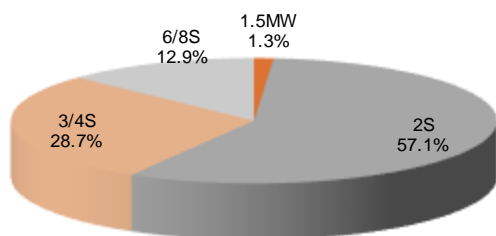
资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表10 金风与主要竞争对手风机业务对比

	2017	2018	2019	2020H1	
金风科技	风机收入(亿元)	187.1	210.2	271.5	136.9
	风机销量(MW)	5081.5	5861	8171	4100
	毛利率	25.54%	19.19%	12.30%	12.19%
	在手订单(GW)	15.86	18.51	20.28	17.96
明阳智能	风机及配件收入(亿元)	49.9	61.1	92.3	75.2
	风机销量(MW)	1448	1796	2439	2023
	毛利率	24.87%	20.96%	19.22%	19.41%
	在手订单(GW)	4.85	7.06	15.75	15.13
运达股份	风机收入(亿元)	31.8	32.4	48.6	35.1
	风机销量(MW)	928.5	1005.7	1529.3	1109.7
	毛利率	19.30%	19.16%	16.64%	12.52%
	在手订单(GW)			7.32	6.97

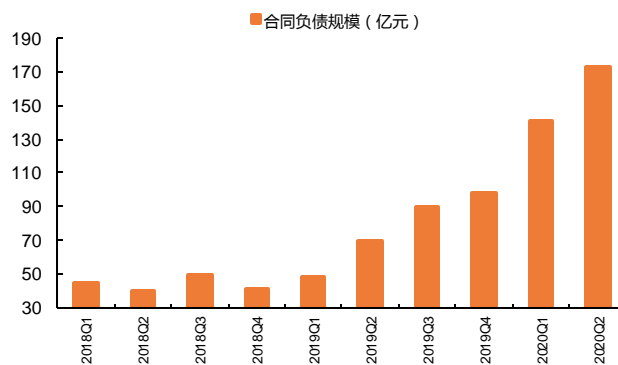
资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表11 在手外部订单中各类产品容量占比



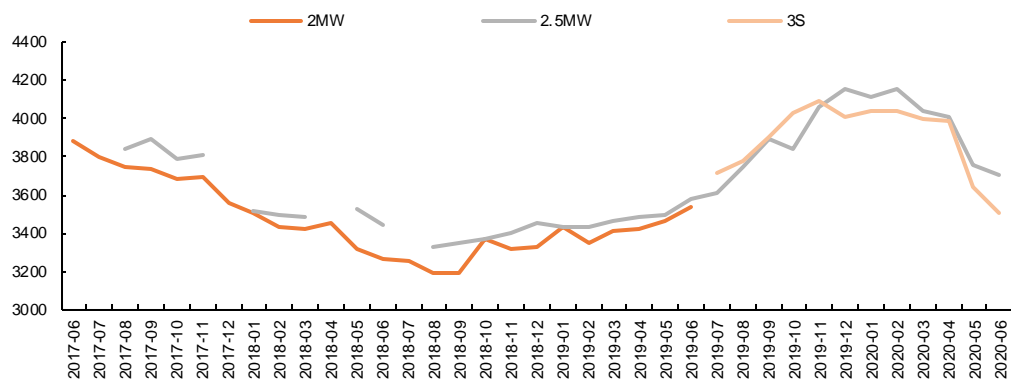
资料来源:公司官网, 平安证券研究所

图表12 公司合同负债规模持续攀升



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表13 国内各类风机投标平均价格走势（元/千瓦）



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	48444	48530	47576	50328
现金	7248	7214	6670	6594
应收票据及应收账款	15563	16502	17703	19710
其他应收款	1305	1443	1521	1510
预付账款	1914	1934	2301	2095
存货	8124	7146	5090	6128
其他流动资产	14291	14291	14291	14291
非流动资产	54613	55581	54856	53994
长期投资	4491	4791	5091	5391
固定资产	19397	22981	24545	24889
无形资产	4030	4116	4190	4255
其他非流动资产	26695	23693	21029	19459
资产总计	103057	104111	102432	104322
流动负债	49569	49405	48217	50173
短期借款	1974	2539	4268	1839
应付票据及应付账款	25428	24200	22297	25781
其他流动负债	22167	22666	21653	22553
非流动负债	21264	20597	16930	13263
长期借款	15335	14668	11001	7334
其他非流动负债	5929	5929	5929	5929
负债合计	70833	70002	65147	63437
少数股东权益	1549	1574	1609	1649
股本	4225	4225	4225	4225
资本公积	12084	12084	12084	12084
留存收益	12722	14620	17414	20503
归属母公司股东权益	30675	32536	35675	39236
负债和股东权益	103057	104111	102432	104322

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5929	2679	2566	7299
净利润	2230	2734	4025	4450
折旧摊销	1543	1533	1791	1965
财务费用	1197	1043	1006	877
投资损失	-1340	-1500	-1400	-1200
营运资金变动	3092	-783	-2507	1556
其他经营现金流	-793	-348	-348	-348
投资活动现金流	-10267	-826	509	272
资本支出	11289	668	-1091	-1727
长期投资	-72	-300	0	-300
其他投资现金流	950	-458	-582	-1755
筹资活动现金流	6131	-4425	-5348	-5219
短期借款	-63	-1974	0	0
长期借款	-3226	-667	-3667	-3667
普通股增加	669	0	0	0
资本公积增加	3917	0	0	0
其他筹资现金流	4835	-1784	-1682	-1553
现金净增加额	1795	-2572	-2273	2352

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	38245	48097	44467	43960
营业成本	30973	39703	34873	33654
营业税金及附加	109	137	127	125
营业费用	2602	3222	2979	2945
管理费用	1621	1683	1645	1802
研发费用	946	1010	978	1011
财务费用	1197	1043	1006	877
资产减值损失	167	289	196	193
其他收益	231	231	231	231
公允价值变动收益	175	175	175	175
投资净收益	1340	1500	1400	1400
资产处置收益	174	174	174	174
营业利润	2571	3088	4642	5131
营业外收入	55	50	50	50
营业外支出	66	66	66	66
利润总额	2561	3072	4627	5115
所得税	331	338	601	665
净利润	2230	2734	4025	4450
少数股东损益	20	24	36	40
归属母公司净利润	2210	2710	3989	4411
EBITDA	4926	4975	6801	7341
EPS(元)	0.52	0.64	0.94	1.04

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入(%)	33.1	25.8	-7.5	-1.1
营业利润(%)	-30.8	20.1	50.3	10.5
归属于母公司净利润(%)	-31.3	22.6	47.2	10.6
获利能力				
毛利率(%)	19.0	17.5	21.6	23.4
净利率(%)	5.8	5.6	9.0	10.0
ROE(%)	6.9	8.0	10.7	10.7
ROIC(%)	5.4	5.4	7.5	8.4
偿债能力				
资产负债率(%)	68.7	67.2	63.6	60.8
净负债比率(%)	51.5	48.0	40.0	21.8
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	2.4	3.0	2.6	2.4
应付账款周转率	1.4	1.6	1.5	1.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.64	0.94	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	0.63	0.61	1.73
每股净资产(最新摊薄)	6.79	7.27	8.05	8.94
估值比率				
P/E	22.0	18.0	12.2	11.0
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.5	13.3	9.6	8.0

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。

免责声明：

此报告旨在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 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033