

# 在手订单充沛，风机销售量利齐升可期

## 金风科技 (002202.SZ) 20年中报点评

### 核心结论

**事件：**公司发布2020年半年报，20H1公司实现营业收入194.25亿元，同比+23.47%；归母净利润12.75亿元，同比+7.63%，其中20Q1公司实现营业收入54.67亿元，同比+1.33%，归母净利润8.95亿元，同比+291.46%，20Q2公司实现营业收入139.58亿元，同比+35.02%，环比+155.31%，归母净利润3.80亿元，同比-60.25%，环比-57.54%，业绩符合预期。

**20H1风机销售毛利率保持稳定，20H2风机业务有望量利齐升。**20H1公司风机销售收入145.66亿元，同增25.14%，公司风机销量4.1GW，同增28.5%，风机销售毛利率12.1%，同比提高0.74pct，盈利能力保持稳定。风电抢装风机需求旺盛，预计20H2公司风机出货量有望达到8GW，随着低价订单的消化，公司风机毛利率有望提高，20H2风机销售量利齐升可期。

**风机在手订单充沛，公司风机销量有望长期稳定增长。**截至2020年6月30日，公司外部在手订单17.42GW，其中海上风电在手订单2.24GW，国际外部订单1.59GW，公司在手订单充沛，有望支撑公司业绩长期稳定发展。

**风电场在建容量较大，20H2发电业务收入有望快速增长。**20H1公司发电业务收入21亿元，同比降低6.34%，系风场转让导致，毛利率达71.17%，同比提高0.34pct。目前公司国内权益在建容量1.78GW，海外权益在建容量0.91GW，随着在建容量的并网，公司20H2发电业务收入有望快速增长。

**投资建议：**考虑到风电行业招标量走低，我们下调了公司盈利预测，调整前预计20-22年公司归母净利润为41.43/50.29/53.64，调整后预计20-22年公司归母净利润为32.20/36.57/40.81亿元，同比+45.7%/13.6%/11.6%，考虑到年底抢装结束行业装机量预计下滑，我们下调评级，给予增持评级。

**风险提示：**海外疫情风险；原材料价格上涨风险；风电政策变动风险。

### 核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	28,731	38,245	47,687	43,075	44,105
增长率	14.3%	33.1%	24.7%	-9.7%	2.4%
归母净利润 (百万元)	3,217	2,210	3,220	3,657	4,081
增长率	5.3%	-31.3%	45.7%	13.6%	11.6%
每股收益 (EPS)	0.76	0.52	0.76	0.87	0.97
市盈率 (P/E)	15.1	22.0	15.1	13.3	11.9
市净率 (P/B)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	增持
股票代码	002202
前次评级	买入
评级变动	调低
当前价格	11.53

### 近一年股价走势



### 分析师

**杨敬梅** S0800518020002  
021-38584220  
yangjingmei@research.xbmail.com.cn

### 联系人

**胡瑾心**  
hujinxin@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

金风科技：疫情不改增长趋势，风机盈利拐点可期—金风科技 (002202.SZ) 一季报点评 2020-04-29  
金风科技：风机盈利拐点将至，量价齐升可期—金风科技 (002202.SZ) 年报点评 2020-04-01  
金风科技：量价齐升，风机拐点已至—金风科技 (002202.SZ) 三季报点评 2019-10-27

## 索引

### 内容目录

营业收入快速增长，现金流大幅改善 .....	3
风机盈利能力稳定，20H2 风机量价齐升可期 .....	5

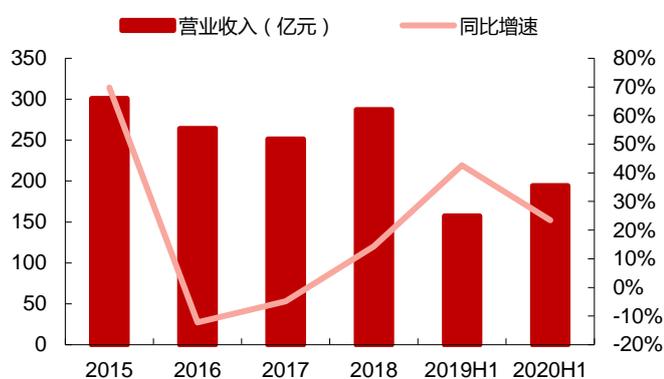
### 图表目录

图 1: 2020H1 公司营业收入同比提升 23.47% .....	3
图 2: 2020H1 公司归母净利润同比提升 7.63% .....	3
图 3: 2020H1 公司盈利能力有所下降 .....	4
图 4: 2020H1 公司三大费用率均有所改善 .....	4
图 5: 2020H1 公司营运能力有所提升 .....	4
图 6: 2020H1 公司主营业务收现比大幅提升 .....	4
图 7: 2020H1 公司长期偿债能力保持稳健 .....	5
图 8: 2020H1 公司流动比率、速动比率有所下降 .....	5

## 营业收入快速增长，现金流大幅改善

**2020H1 受益于风电抢装，公司营业收入大幅提升。**2020H1 公司实现营业收入 194.25 亿元，同比提升 23.47%，其中风机及零部件销售收入 145.66 亿元，同比增长 25.14%；风电服务收入 22.28 亿元，同比提升 54.76%；由于风电场转让，风电场开发收入 21.01 亿元，同比下降 6.34%。2020H1 由于低毛利率业务风机销售收入占比提升，加上风机低价订单的执行，导致公司盈利能力有所下行，毛利率、净利率分别为 17.40%/6.64%，同比下降 3.52/1.07pct。2020H1 公司归母净利润 12.75 亿元，同比提升 7.63%。

图 1：2020H1 公司营业收入同比提升 23.47%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 2：2020H1 公司归母净利润同比提升 7.63%

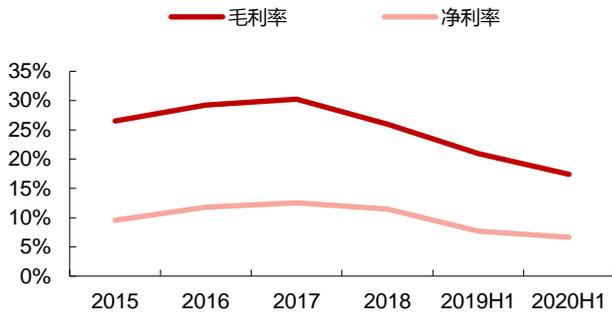


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

**2020Q2 疫情缓解带来下游需求快速提升，公司营收环比快速增长。**2020Q1 公司实现营业收入 54.67 亿元，同比+1.33%，归母净利润 8.95 亿元，同比+291.46%，毛利率、净利率分别为 21.53%/16.73%。由于疫情 Q2 有所缓解，风电抢装带来风机及零部件销售收入快速提升，2020Q2 公司实现营业收入 139.58 亿元，同比+35.02%，环比+155.31%，归母净利润 3.80 亿元，同比-60.25%，环比-57.54%。由于低毛利率风电服务交付规模提升，2020Q2 公司盈利能力有所下降，毛利率、净利率分别为 15.79%/2.68%，同比-2.16/-6.52pct，环比-5.74/-14.05pct。

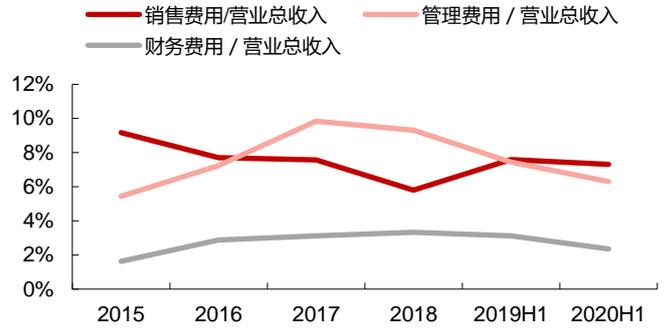
**2020H1 受益于营收快速增长，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率有所下降。**2020H1 受益于收入快速增长，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比降低 0.27/ 1.15/0.77pct，达 7.32%/6.30%/2.36%，公司费用控制良好。

图 3：2020H1 公司盈利能力有所下降



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

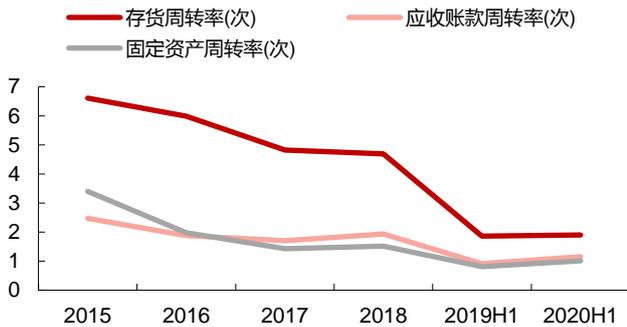
图 4：2020H1 公司三大费用率均有所改善



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

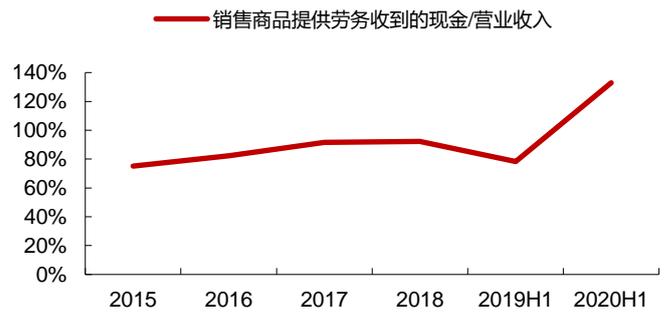
受益于风电行业景气度高，公司营运能力有所提升，现金流状况大幅改善。2020H1 公司存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率分别为 1.90/1.15/1.01 次，同比+0.04/+0.24/+0.20 次，营运能力有所提升。2019 年末公司预计 2020 年将受益于风电抢装，市场需求快速增长，进行了原材料、在产品、库存商品储备，导致 2020 期初存货同比提升 62.58%，2020H1 存货平均余额有所提升，但受益于公司营收快速增长，公司存货营运能力保持稳健。受益于风电行业景气度高，公司回款能力有所提升，2020H1 应收账款同比-7.86%，应收账款营运能力有所提升。2020H1 公司主营业务收现比为 132.90%，同比提升 54.52pct。

图 5：2020H1 公司营运能力有所提升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 6：2020H1 公司主营业务收现比大幅提升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

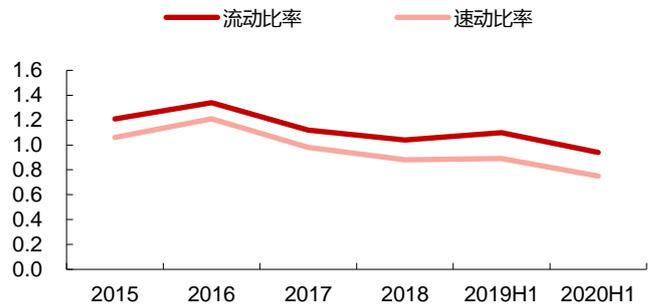
2020H1 公司需求旺盛，风机销售预收款大幅提升，短期偿债能力合理下行。2020H1 公司资产负债率为 67.90%，较 2019H1 资产负债率 67.89%提升 0.01pct，长期偿债能力保持稳健。2020H1 公司流动比率和速动比率分别为 0.94/0.75，同比-0.16/-0.14，公司短期偿债能力有所下行，主要原因是 2020H1 受风电抢装影响，公司风机销售预收款大幅提升，导致合同负债同比提升 147.37%，流动负债同比提升 14.43%。

图 7：2020H1 公司长期偿债能力保持稳健



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 8：2020H1 公司流动比率、速动比率有所下降



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 风机盈利能力稳定，20H2风机量价齐升可期

**风机销量快速增长，毛利率保持稳定。**20H1 公司风机销售收入 145.66 亿元，同比增长 25.14%，公司风机销量 4.1GW，同比增长 28.5%，其中 Q1 风机销量 0.85GW，Q2 风机销量 3.25GW，环比增长 282%，二季度出货量快速增长主要原因是疫情缓解风电抢装加速，带来的风机销量的高增长；上半年公司风机销售毛利率 12.1%，同比提高 0.74pct，盈利能力保持稳定。下半年风电抢装风机需求旺盛，预计 20H2 公司风机出货量有望达到 8GW，随着低价订单的消化，公司风机毛利率有望提高，20H2 量利齐升可期。

**风机在手订单充沛，公司风机销量有望长期稳定增长。**截至 2020 年 6 月 30 日，公司外部在手订单合计 17.42GW，其中待执行订单 16.35GW，已中标未签合同订单 1.07GW；公司海上风电在手订单容量为 2.24GW，国际外部订单 1.59GW，公司在手订单充沛，有望支撑公司长期稳定发展。

**风电场在建容量较大，有望带动 20H2 发电业务收入增长。**截至 2020 年 6 月 30 日，公司国内累计并网的风电场权益装机容量 4.37GW，上半年新增并网装机容量 192MW，转让权益容量 221.5MW，由于转让部分风电场导致并网量降低，20H1 公司发电业务收入 21 亿元，同比降低 6.34%，毛利率达 71.17%，同比提高 0.34pct。目前公司国内权益在建容量 1.78GW，海外权益在建容量 0.91GW，随着在建容量的并网，公司 20H2 发电业务收入有望快速增长。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	5,066	7,248	11,388	10,247	11,348	营业收入	28,731	38,245	47,687	43,075	44,105
应收款项	20,185	19,706	30,192	26,192	25,697	营业成本	21,271	30,973	38,309	33,827	34,296
存货净额	4,997	8,124	9,323	8,350	8,603	营业税金及附加	160	109	191	215	221
其他流动资产	2,670	13,367	6,187	7,408	8,987	销售费用	1,666	2,602	2,766	2,541	2,602
<b>流动资产合计</b>	<b>32,917</b>	<b>48,444</b>	<b>57,090</b>	<b>52,198</b>	<b>54,635</b>	管理费用	2,674	2,567	2,670	2,412	2,470
固定资产及在建工程	25,509	29,010	30,876	32,495	34,086	财务费用	957	1,197	1,313	1,389	1,358
长期股权投资	3,660	4,491	3,514	3,889	3,965	其他费用/( -收入)	(1,715)	(1,776)	(1,253)	(1,486)	(1,489)
无形资产	3,770	4,030	4,450	4,972	5,309	<b>营业利润</b>	<b>3,718</b>	<b>2,571</b>	<b>3,691</b>	<b>4,176</b>	<b>4,648</b>
其他非流动资产	15,508	17,081	14,841	15,769	15,843	营业外净收支	(36)	(10)	(21)	(23)	(18)
<b>非流动资产合计</b>	<b>48,447</b>	<b>54,613</b>	<b>53,681</b>	<b>57,124</b>	<b>59,202</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,682</b>	<b>2,561</b>	<b>3,670</b>	<b>4,154</b>	<b>4,629</b>
<b>资产总计</b>	<b>81,364</b>	<b>103,057</b>	<b>110,771</b>	<b>109,322</b>	<b>113,837</b>	所得税费用	400	331	385	436	486
短期借款	2,038	1,974	2,022	2,011	2,002	<b>净利润</b>	<b>3,283</b>	<b>2,230</b>	<b>3,284</b>	<b>3,717</b>	<b>4,143</b>
应付款项	27,977	41,598	49,493	44,162	45,085	少数股东损益	66	20	65	60	62
其他流动负债	1,586	5,997	3,119	3,567	4,228	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,217</b>	<b>2,210</b>	<b>3,220</b>	<b>3,657</b>	<b>4,081</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>31,601</b>	<b>49,569</b>	<b>54,634</b>	<b>49,740</b>	<b>51,315</b>						
长期借款及应付债券	20,049	16,892	17,982	18,373	17,814	<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
其他长期负债	3,240	4,372	3,505	3,706	3,861	<b>盈利能力</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>23,288</b>	<b>21,264</b>	<b>21,487</b>	<b>22,078</b>	<b>21,675</b>	ROE	13.5%	7.9%	10.1%	10.6%	10.9%
<b>负债合计</b>	<b>54,889</b>	<b>70,833</b>	<b>76,121</b>	<b>71,819</b>	<b>72,990</b>	毛利率	26.0%	19.0%	19.7%	21.5%	22.2%
股本	3,556	4,225	4,225	4,225	4,225	营业利润率	12.9%	6.7%	7.7%	9.7%	10.5%
股东权益	26,475	32,224	34,650	37,503	40,847	销售净利率	11.4%	5.8%	6.9%	8.6%	9.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>81,364</b>	<b>103,057</b>	<b>110,771</b>	<b>109,322</b>	<b>113,837</b>	<b>成长能力</b>					
						营业收入增长率	14.3%	33.1%	24.7%	-9.7%	2.4%
						营业利润增长率	6.0%	-30.8%	43.5%	13.1%	11.3%
						归母净利润增长率	5.3%	-31.3%	45.7%	13.6%	11.6%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	67.5%	68.7%	68.7%	65.7%	64.1%
						流动比	1.04	1.04	1.04	1.05	1.06
						速动比	0.88	0.81	0.87	0.88	0.90
						<b>每股指标与估值</b>	<b>31601</b>	<b>49569</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.76	0.52	0.76	0.87	0.97
						BVPS	5.91	7.26	7.82	8.48	9.26
						<b>估值</b>					
						P/E	15.1	22.0	15.1	13.3	11.9
						P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.2
						P/S	1.7	1.3	1.0	1.1	1.1

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系我们

**联系地址：**上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

**联系电话：**021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。