

2019-10-27

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

金风科技 (002202)

金风科技三季报点评：风机业务拐点显现，单季度纯经营利润同环比增长

报告要点

■ 事件描述

金风发布三季报，2019Q3 实现收入 90.02 亿元，同比增长 32.65%；实现归属母公司净利润 4.06 亿元，同比下降 54.3%。

■ 事件评论

- **单季度纯经营业绩同环比增长，风机业务盈利拐点确认。** 3 季度公司实现归母净利润 4.06 亿元，同比下降 54.30%，环比下降 57.49%。但是 2018Q3、2019Q2 具有较大金额的投资收益，剔除投资收益，3 季度经营性业绩同比增长 3.2%，环比增长 183.4%，整体改善明显。同时，3 季度为风场发电淡季，公司发电小时 443 小时，环比 Q2 的 665 小时下降明显，因此预计 Q3 风机业务基本实现盈亏平衡，底部拐点得到确认。
- **传统淡季发电量环比下降，单季度发电业务利润下降。** 受来风影响，历年 3 季度国内风电发电相对较弱，今年淡季效应同样明显。公司三季度发电量 15.86 亿 kWh，参考上半年电价水平，预计贡献发电业务收入约 8-8.5 亿元。由于风电场运行成本相对固定，考虑转让部分风电场后在手并网规模下降，简单估算公司 3 季度风电场毛利率约 60%左右，对应净利润 2-2.5 亿元。
- **预计风机毛利率环比改善，单位成本和费用下降明显。** 受益风电行业复苏，公司风机出货增长明显，1-9 月实现外销 5.24GW，接近去年全年水平，其中 3 季度外销 2.05GW，环比略有下降主要受区域季节性因素影响。收入方面，预计 3 季度风机业务实现收入约 60-65 亿元，风机均价约 3110-3120 元/kW 左右（不含税），存量低价订单得到快速去化。盈利能力方面，预计 3 季度风机毛利率 13%左右，较上半年的 11.31%有明显提升，由于尚处于低价订单集中交付期，因此判断盈利能力提升主要来自于成本降低。Q3 销售费用也得到了良好控制，估计质保金冲回、运费优化等因素贡献较大。
- **风机订单创新高且大型化加速，风电场开发转让业务常态化。** 截至 2019Q3，公司待执行订单 15.59GW，已中标未签约订单 7.19GW，均创历史新高。结构来看，2.5S 及 3S 机组提升较快，6S、8S 机组逐步放量，大型化趋势明显。此外公司逐步实现开发转让业务常态化，贡献稳定利润增量。我们认为，风电行业高景气持续，公司成本控制措施逐见成效，制造主业触底回升，后期订单储备充足，盈利弹性有望加速释放，预计 2019、2020 年 EPS 分别为 0.78、1.11 元，对应 PE 为 16、11 倍，维持买入评级，继续重点推荐。

风险提示：

1. 行业装机不达预期；
2. 行业竞争加速，风机价格超预期下跌。

分析师 邬博华

☎ (8621) 61118797

✉ wubh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514040001

分析师 张鑫

☎ (8621) 61118720

✉ zhangyao3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490515060001

联系人 曹海花

☎ (8621) 61118742

✉ caohh@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

- 《金风科技中报点评：风机出货量趋势明确，静待盈利拐点》2019-8-25
- 《深化国开新能源合作，BT 业务经常化贡献业绩增量》2019-6-16
- 《销售放量趋势明确，招标制影响公司短期业绩》2019-4-28

金风科技发布 2019 年三季报，报告期内实现收入 247.35 亿元，同比增长 38.84%；归属母公司净利润 15.91 亿元，同比下降 34.24%；EPS 为 0.38 元；

其中，3 季度实现收入 90.02 亿元，同比增长 32.65%，环比下降 12.92%；归属母公司净利润 4.06 亿元，同比下降 54.3%；3 季度 EPS 为 0.1 元，2 季度为 0.23 元。

表 1：金风科技三季报数据一览（亿元）

金风科技	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3	同比	2019Q3	2018Q3	同比	2019Q2	环比
营业收入	247.35	178.16	38.84%	90.02	67.86	32.65%	103.38	-12.92%
毛利率	20.27%	29.55%	-9.28 pct	19.12%	26.89%	-7.77 pct	17.95%	1.17 pct
营业利润	18.39	27.76	-33.76%	4.16	9.79	-57.46%	11.63	-64.19%
利润总额	18.58	27.74	-32.99%	4.35	9.79	-55.57%	11.58	-62.45%
归属母公司净利润	15.91	24.19	-34.24%	4.06	8.89	-54.30%	9.56	-57.49%
净利率	6.43%	13.58%	-7.15pct	4.51%	13.10%	-8.59 pct	9.25%	-4.73 pct
股本（亿股）	42.25	42.25	-	42.25	42.25	-	42.25	
EPS（元）	0.38	0.57	-34.24%	0.10	0.21	-54.30%	0.23	-57.49%

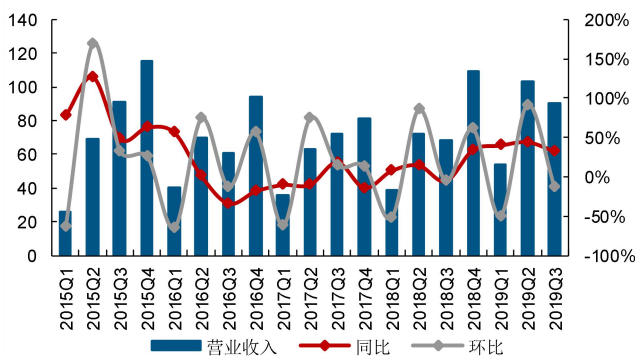
资料来源：Wind，长江证券研究所

对此我们点评如下：

单季度纯经营业绩同环比增长，风机业务盈利拐点确认

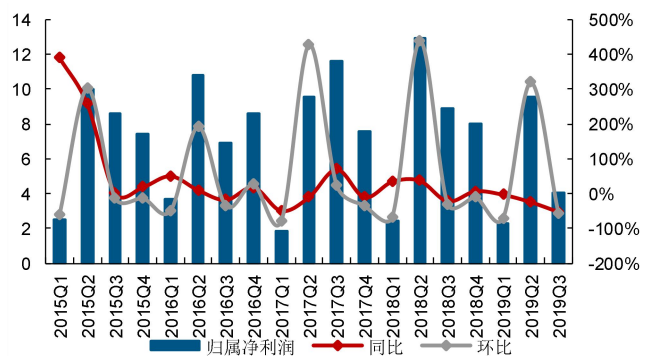
3 季度公司实现归母净利润 4.06 亿元，同比下降 54.30%，环比下降 57.49%。但是 2018Q3、2019Q2 具有较大金额的投资收益，剔除投资收益（简单计算，净利润-投资收益），3 季度经营性业绩同比增长 3.23%，环比增长 183.36%，整体呈现改善趋势。同时，3 季度为风电场发电淡季，公司风电场发电小时 443 小时，环比 Q2 的 665 小时下降明显，业绩环比改善主要由风机业务贡献，预计 Q3 单季度公司风机业务净利润达到盈亏平衡点附近。

图 1：2019Q3 公司实现收入 90.02 亿元，同比增长 32.65%（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2019Q3 公司实现归属净利润 4.06 亿元，同比下降 54.3%（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

传统淡季发电量环比下降，单季度发电业务利润下降

受来风影响，历年 3 季度国内风电发电相对较弱，今年淡季效应同样明显。公司 Q3 风电场发电小时 443 小时，较 Q1、Q2 均下降明显。单季度实现发电量 15.86 亿千瓦时，参考上半年电价水平，预计贡献发电业务收入约 8-8.5 亿元。盈利能力方面，由于风电场运行成本相对固定，考虑公司转让部分风电场后在手并网规模下降，简单估算预计公

司 3 季度风电场毛利率约 60%左右。上半年公司发电业务实现净利润约 6-7 亿元，由于财务费用等经营成本相对固定，估算公司 3 季度发电业务实现净利润 2-2.5 亿元左右。

表 2：金风科技发电业务季度收入盈利情况（亿元）

金风科技	发电业务					
	发电量 (亿kWh)	发电小时	电价 (不含税, 元/kWh)	发电收入	成本	毛利率
2019Q1	19.37	537.00	0.52	10.02	3.27	67.36%
2019Q2	23.99	665.00	0.52	12.41	3.27	73.65%
2019Q3	15.86	443.00	0.52	8.20	3.13	61.83%

资料来源：Wind，金风科技官网，长江证券研究所

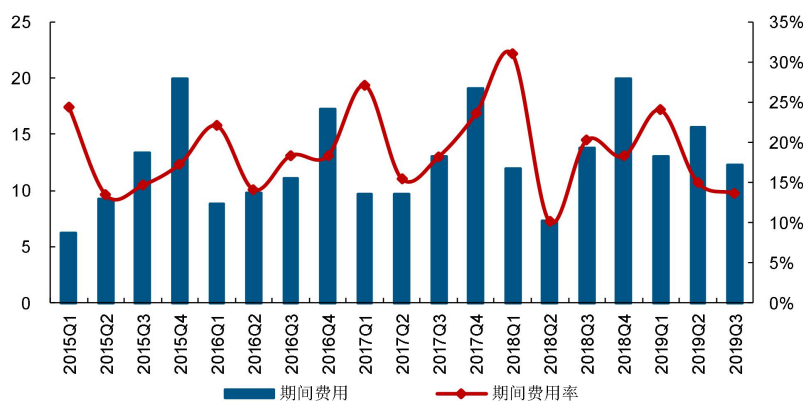
预计风机毛利率环比改善，单位成本和费用下降明显

受益国内风电行业复苏，公司风机出货增长明显，1-9 月实现外销 5.24GW，已接近 2018 年全年水平，预计全年超过 10GW 以上出货。单季度来看，3 季度公司风机出货 2.05GW，环比 Q2 的 2.26GW 略有下降，预计主要受区域季节性因素影响。收入方面，公司收入主要由风机业务、发电业务、风电服务业务、零部件等其他业务构成，其中零部件等其他业务相对平稳，风电服务根据国内市场装机具有一定波动性。具体来看：1) 上半年公司零部件等其他业务实现收入 15.57 亿元，我们假设 Q3 实现收入约 7.5-8.5 亿元；2) 风电服务业务上半年实现收入 14.39 亿元，考虑季节性，预计 3 季度实现收入 8-12 亿元；3) 结合发电业务估算，预计 3 季度风机业务实现收入约 60-65 亿元，估算风机均价约 3110-3120 元/KW (不含税) 左右。考虑机型影响，预计 3 季度交付风机以低价风机为主，存量低价订单快速去化。

盈利能力方面，假设风电场服务、零部件等其他业务毛利率相对稳定，简单估算 3 季度风机业务毛利率 13%左右，较上半年的 11.31%改善明显，主要来自成本控制初见成效。净利润方面，上半年公司其他业务贡献利润约 3 亿元，预计 3 季度单季度不超过 2 亿元，扣除发电业务，预计 3 季度风机业务净利润达到盈亏平衡点附近。

3 季度公司期间费用 12.32 亿元，环比 Q2 的 15.59 亿元下降明显，其中销售费用由 8.02 亿元环比下降至 4.97 亿元，预计主要来自于质保金冲回和运费优化等方面。

图 3：2019Q3 公司期间费用环比下降明显（亿元）

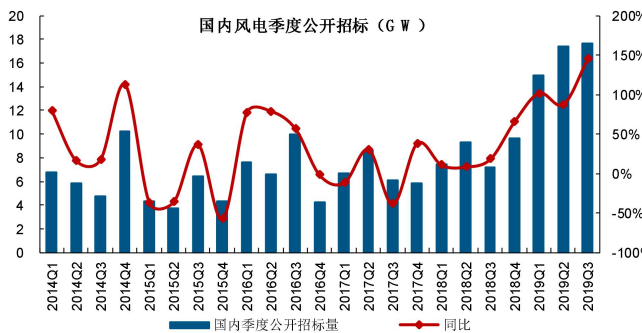


资料来源：Wind，长江证券研究所

招标量与价格超预期向上，订单大型化趋势进一步加速

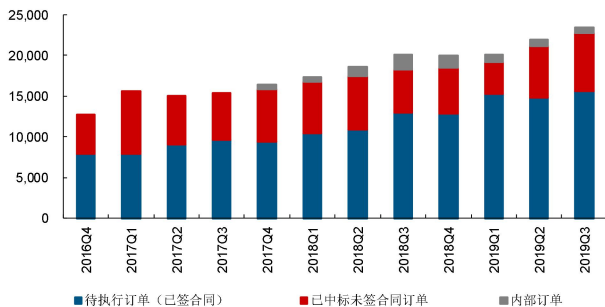
今年以来，国内风电行业加速复苏趋势明显，1-9月风机招标49.9GW，远超历史各年全年水平，预计全年招标将超60GW。分区域看，北方市场招标30.01GW，占比60.3%；南方市场招标19.8GW，占比39.7%。同时，招标价格持续上升，9月已达到3900元/kW左右，较2018Q3的3200-3300元/kW上涨超过15%，招标价格的大幅上升一方面将带动风机企业盈利持续改善，另一方面亦印证2020年装机的确定性。在此带动下，公司在手订单再创新高，截至2019Q3，公司待执行订单15.59GW，已中标未签约订单7.19GW，均为历史最高水平。从订单结构来看，大型化趋势进一步加速，2S机组占比由2018Q3的66%下降至26%，2.5S机组占比由22%提升至42%，3S机组占比由8%提升至26%，6S、8S机组订单同样开始逐步上量。

图4：1-9月风机招标49.9GW，远超历史各年全年水平



资料来源：金风科技官网，长江证券研究所

图6：公司在手订单持续刷新历史最高记录（MW）



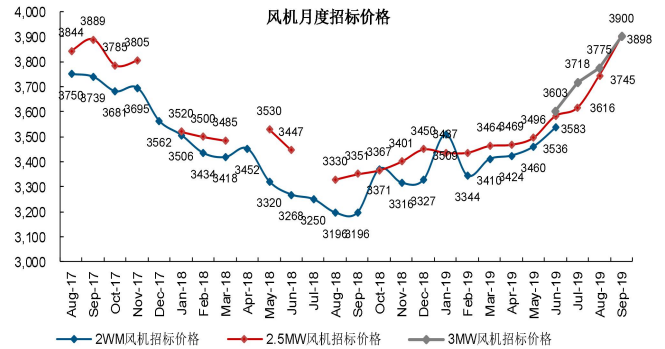
资料来源：金风科技官网，长江证券研究所

风电场业务平稳推进，开发转让业务常态化

公司风电场业务平稳推进，目前在手控股装机4.32GW，权益装机4.60GW，较年初的4.72GW略有下降，主要是公司转让风电场所致。目前国内在建权益容量1.39GW，国际1.224GW。在稳步推进运营业务的同时，公司逐步实现开发转让业务常态化，打造利润新增量。季报发布的同时公司公告，拟以6.67亿元的价格向农银投资转让平鲁天石、平鲁天润各49%股权，其中平鲁天石合计装机容量149.5MW；平鲁天润装机容量199.5MW。预计本次转让对公司利润影响为8.03亿元。

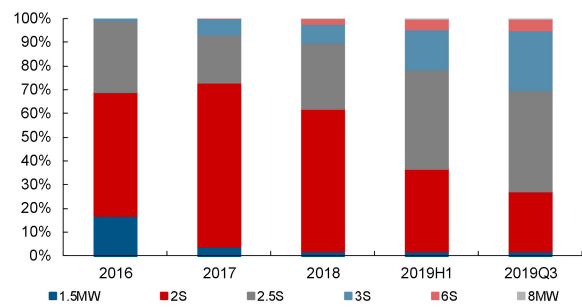
请阅读最后评级说明和重要声明

图5：招标价格持续上升，9月已达到3900元/kW左右（元/kW）



资料来源：金风科技官网，长江证券研究所

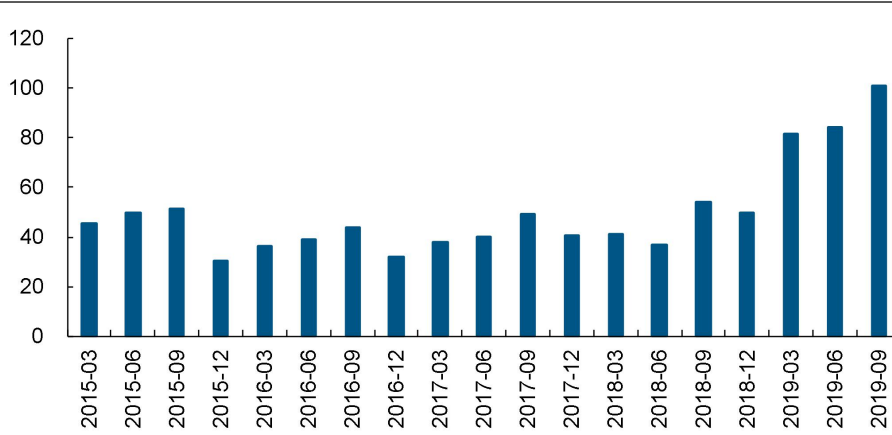
图7：公司在手订单大型化趋势加速，2S明显减少，3S占比提升明显



资料来源：金风科技官网，长江证券研究所

此外，截至3季度末，公司存货 100.72 亿元，合同负债 89.64 亿元，均再创历史新高水平，印证后期风机交付确定性。

图 8：2019Q3 末公司存货创历史新高（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

综上，我们认为，风电行业高景气持续，公司成本控制措施逐见成效，制造主业触底回升，后期订单储备充足，盈利弹性有望加速释放，预计 2019、2020 年 EPS 分别为 0.78、1.11 元，对应 PE 为 16、11 倍，维持买入评级，维持重点推荐。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	28731	39137	48912	52273
增长率(%)	14%	36%	25%	7%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	3217	3278	4669	6003
增长率(%)	5%	2%	42%	29%
每股收益(元)	0.76	0.78	1.11	1.42
净资产收益率(%)	13%	10%	12%	14%

注：表中 EPS 为最新股本摊薄计算。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2018	2019	2020	2021		2018	2019	2020	2021
营业收入	28731	39137	48912	52273	货币资金	5066	9550	11660	15566
营业成本	21271	30305	36200	37434	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7459	8831	12712	14839	应收账款	16895	23589	29481	31507
%营业收入	26%	23%	26%	28%	存货	4997	6642	7538	7795
营业税金及附加	160	217	272	291	预付账款	1737	1818	1991	1872
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	4223	4225	4546	4604
销售费用	1666	2740	3424	3659	流动资产合计	32917	45824	55216	61343
%营业收入	6%	7%	7%	7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1612	1957	2299	2352	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	6%	5%	5%	5%	长期股权投资	3660	4260	4660	4960
财务费用	957	925	967	1101	投资性房地产	120	120	120	120
%营业收入	3%	2%	2%	2%	固定资产合计	19792	23334	26622	29654
资产减值损失	11	212	50	110	无形资产	3307	4138	4453	4557
公允价值变动收益	204	200	100	100	商誉	488	488	488	488
投资收益	1346	1700	900	900	递延所得税资产	1635	1600	1600	1600
营业利润	3718	3587	5314	6826	其他非流动资产	19445	18201	19301	20301
%营业收入	13%	9%	11%	13%	资产总计	81364	97966	112460	123024
营业外收支	-36	-21	-21	-21	短期贷款	2038	0	0	0
利润总额	3682	3566	5293	6805	应付款项	20000	25115	30001	31023
%营业收入	13%	9%	11%	13%	预收账款	9	39	49	52
所得税费用	400	214	519	667	应付职工薪酬	703	1087	1299	1343
净利润	3283	3352	4774	6138	应交税费	463	522	653	698
归属于母公司所有者的净利润	3217	3278	4669	6003	其他流动负债	8389	13370	14853	15163
少数股东损益	66	74	105	135	流动负债合计	31601	40134	46854	48279
EPS (元/股)	0.76	0.78	1.11	1.42	长期借款	18001	19001	22001	25001
					应付债券	560	560	560	560
					递延所得税负债	807	400	400	400
					其他非流动负债	3921	3400	3400	3400
					负债合计	54889	63495	73214	77640
					归属于母公司	24961	32884	37553	43556
					少数股东权益	1514	1588	1693	1828
					股东权益	26475	34472	39246	45384
					负债及股东权益	81364	97966	112460	123024
					基本指标				
					EPS	0.76	0.78	1.11	1.42
					BVPS	5.91	7.78	8.89	10.31
					PE	16.31	16.01	11.24	8.74
					PEG	3.08	8.36	0.26	0.31
					PB	2.10	1.60	1.40	1.20
					EV/EBITDA	14.10	15.91	9.68	7.44
					ROE	13%	10%	12%	14%

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准;新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准;香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层(200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼(430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层(100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼(518048)

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注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与,不与,也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系,特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格,经营证券业务许可证编号:10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行,仅供长江证券股份有限公司(以下简称:本公司)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告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,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告;本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表本公司或其他附属机构的立场;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的,应当注明本报告的发布人和发布日期,提示使用证券研究报告的风险。未