

## 业绩基本符合预期，现金流大幅改善

评级：买入(维持)

市场价格：11.53

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qizq.com.cn

分析师：花秀宁

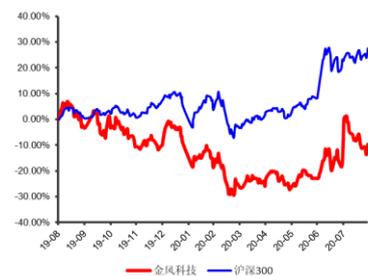
执业证书编号：S0740519070001

Email: huaxn@r.qizq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	4225
流通股本(百万股)	3393
市价(元)	11.53
市值(百万元)	48714
流通市值(百万元)	39121

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 投资收益助力业绩高增，符合预期
- 2 风机毛利率整体底部回升，业绩基本符合预期
- 3 风机拐点已至，周转率和盈利能力共振向上

### 公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28730.61	38244.55	43790.84	47944.33	52285.72
增长率 yoy%	14.33%	33.11%	14.50%	9.48%	9.06%
净利润	3216.60	2209.85	3645.96	4390.02	4769.46
增长率 yoy%	5.30%	-31.30%	64.99%	20.41%	8.64%
每股收益(元)	0.76	0.52	0.86	1.04	1.13
每股现金流量	-0.50	0.42	0.25	0.19	0.19
净资产收益率	12.89%	7.20%	11.05%	12.10%	11.83%
P/E	15.14	22.04	13.36	11.10	10.21
PEG	1.41	0.75	2.34	1.03	0.35
P/B	1.95	1.59	1.48	1.34	1.21

注：股价为8月28日收盘价

### 投资要点

- **事件：**公司公布2020年中报，实现营收194.25亿元，同增23.47%；归母净利润12.75亿元，同增7.63%；扣非归母净利润11.45亿元，同增12.09%；EPS 0.29元，ROE 4.06%。其中，2Q20实现营收139.58亿元，同增35.02%；归母净利润3.80亿元，同降60.25%；扣非归母净利润3.73亿元，同降55.26%；EPS 0.09元，ROE 1.21%，基本符合预期。
- **经营现金流大幅改善。**1H20公司销售商品提供劳务收到的现金为258.26亿元，同比增长109.34%；现金收入比率为132.90%，同比增加54.52PCT。与此同时，1H20公司经营性净现金流16.69亿元，较去年同期增加48.42亿元，主要原因报告期风机销量增加导致销售商品收到的款项增加。
- **风机销量高增，单价回升致毛利率同比增加，招标市场逐步常态化。**1H20公司风机销售实现营业收入136.89亿元，同比增加30.44%，营收增长主要原因是风电行业景气导致对外销售容量同比增加28.50%达到4100MW。1H20风机销售毛利率12.19%，同比增加0.88PCT。1H20公司风机单位价格/成本/毛利分别为3339/2932/407元/kW，同比分别变化+1.52%/+0.51%/+9.40%，其中主流机型2S风机单位价格/成本/毛利分别为3238/2882/355元/kW，同比分别变化+4.23%/+3.20%/+13.42%。招标方面，2020上半年，国内市场招标总量较去年同期有所下降，共计10.97GW，其中各级别机组的平均投标价格有所回落。
- **风电服务营收同增54.76%。**截至2020年年中，公司运维服务团队为全球超过34,000台机组、1,000余个风电场提供建设、运维等服务和技术支持，超过21,000台机组接入金风科技全球监控中心。公司国内外后服务业务在运项目容量7,764MW，其中非金风机组后服务项目的在运容量占比33%。在此带动下，1H20公司风电服务实现营业收入22.28亿元，同比增加54.76%。与此同时，1H20风电服务毛利率-8.60%，同比降低17.42PCT。
- **投资建议：**预计2020-2022年分别实现净利36.46、43.90和47.46亿元(原预测为2020-2022年分别实现净利40.26、50.07和56.64亿元，调整原因是疫情导致盈利能力下滑)，同比分别增长64.99%、20.41%、8.64%，当前股价对应三年PE分别为13、11、10倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**市场竞争风险、弃风限电风险、汇率风险。

## 1、中报业绩概览：基本符合预期

- 事件：**公司公布 2020 年中报，实现营收 194.25 亿元，同增 23.47%；归母净利润 12.75 亿元，同增 7.63%；扣非归母净利润 11.45 亿元，同增 12.09%；EPS 0.29 元，ROE 4.06%。其中，2Q20 实现营收 139.58 亿元，同增 35.02%；归母净利润 3.80 亿元，同降 60.25%；扣非归母净利润 3.73 亿元，同降 55.26%；EPS 0.09 元，ROE 1.21%，基本符合预期。

图表 1：2020 年中报概览

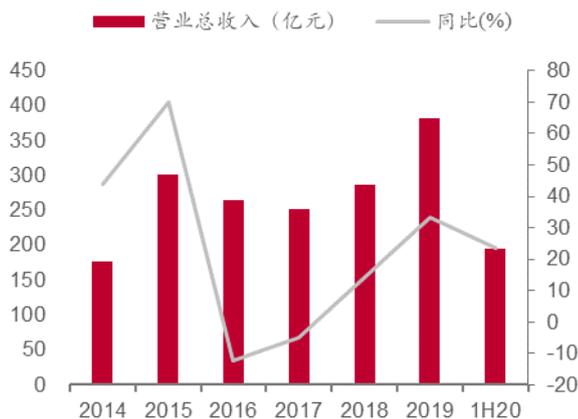
	1H20	1H19	同比	2Q20	2Q19	同比	1Q20	环比
营业总收入 (亿元)	194.25	157.33	23.47%	139.58	103.38	35.02%	54.67	155.30%
营业利润 (亿元)	14.40	14.22	1.27%	4.31	11.63	-62.94%	10.09	-57.30%
利润总额 (亿元)	14.35	14.23	0.81%	4.29	11.58	-63.01%	10.06	-57.42%
归母净利润 (亿元)	12.75	11.84	7.63%	3.80	9.56	-60.25%	8.95	-57.55%
销售毛利率 (%)	17.40%	20.92%	-3.52PCT	15.79%	17.95%	-2.16PCT	21.53%	-5.75PCT
销售净利率 (%)	6.64%	7.71%	-1.07PCT	2.68%	9.20%	-6.51PCT	16.73%	-14.05PCT
ROE (%)	4.06%	4.01%	0.05PCT	1.21%	3.51%	-2.30PCT	2.88%	-1.67PCT
股本 (亿股)	42.25	42.25	-	42.25	42.25	-	42.25	-
EPS (元)	0.29	0.30	-1.76%	0.09	0.23	-60.26%	0.21	-57.56%

来源：Wind，中泰证券研究所，单位：亿元

## 2、财务状况：经营性现金流大幅改善

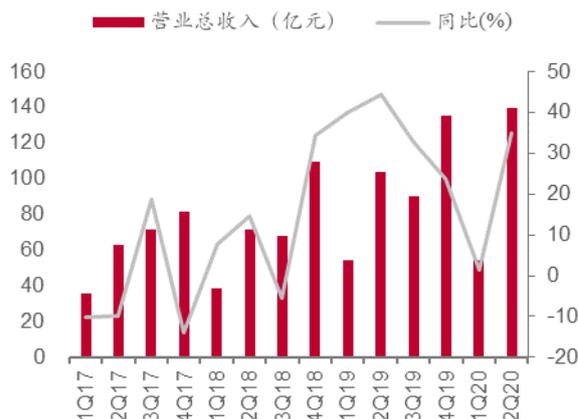
- **风电行业复苏，1H20 营收同增 23.47%。**受国内风电行业在 2018 年下半年开始强劲复苏，2020 年上半年营收高增长，公司 1H20 实现营业收入 194.25 亿元，同比增加 23.47%；2Q20 实现营业收入 139.58 亿元，同比增加 35.02%，增速较 1Q19 提高 33.69 PCT。

图表 2：1H20 营收 194.25 亿元，同增 23.47%



来源：Wind，中泰证券研究所

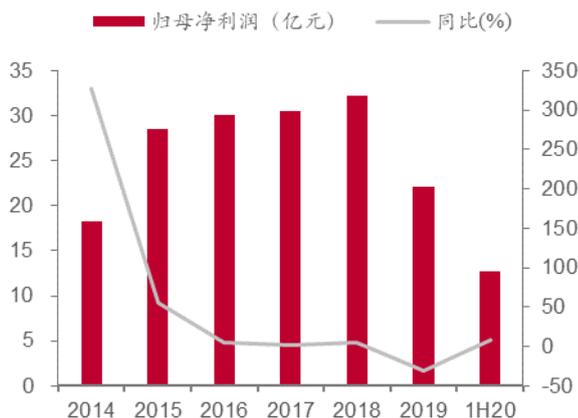
图表 3：2Q20 营收 139.58 亿元，同增 35.02%



来源：Wind，中泰证券研究所

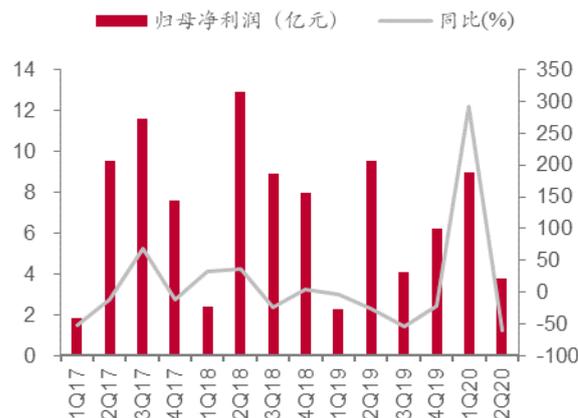
- **投资收益下滑致 2Q20 归母净利润下滑。**1H20 归母净利润 12.75 亿元，同增 7.63%；2Q20 归母净利润 3.80 亿元，同降 60.25%。公司 2Q20 业绩同比下滑主要原因是投资收益较 2Q19 减少 6.06 亿元。

图表 4：1H20 归母净利润 12.75 亿元，同增 7.63%



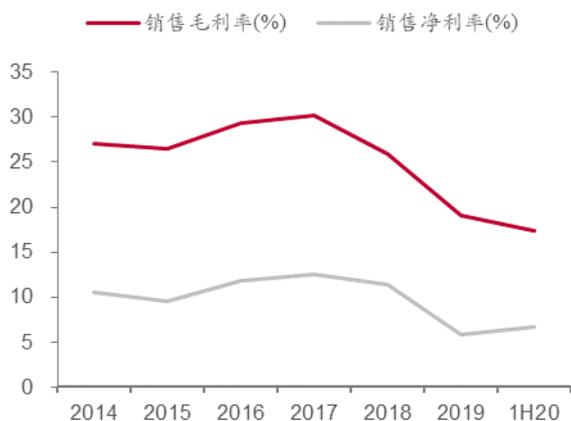
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：2Q20 归母净利 3.80 亿元，同降 60.25%

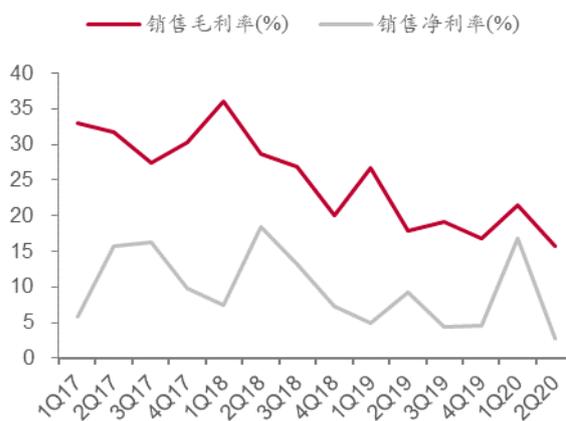


来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司盈利能力下滑。1H20 公司毛利率和净利率分别为 17.40%/6.64%，同比分别降低 3.52/1.07 PCT。其中，2Q20 毛利率和净利率分别为 15.79%/2.68%，同比分别变化 -2.16/-6.52 PCT，环比分别变化 -5.74/-14.05 PCT。

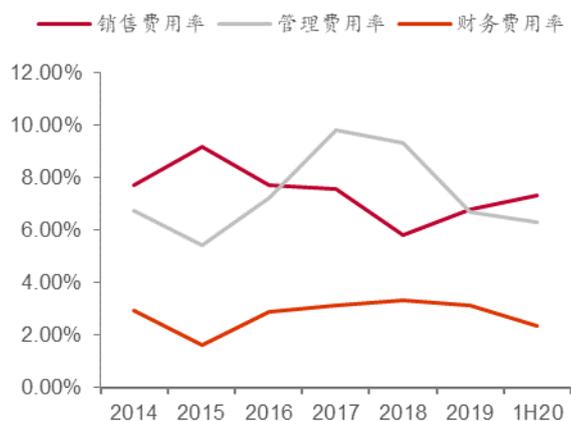
**图表 6: 1H20 毛利率、净利率为 17.40%、6.64%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

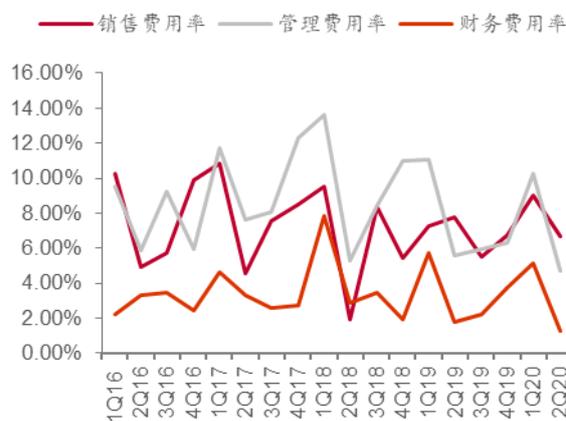
**图表 7: 2Q20 毛利率、净利率为 15.79%、2.68%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 期间费用有所下滑。三大费用方面，1H20 期间费用率 15.97%，较去年同期下降 2.2PCT，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 7.32%/6.30%/2.36%，较去年同期分别变化-0.27/-1.15/-0.77 PCT。

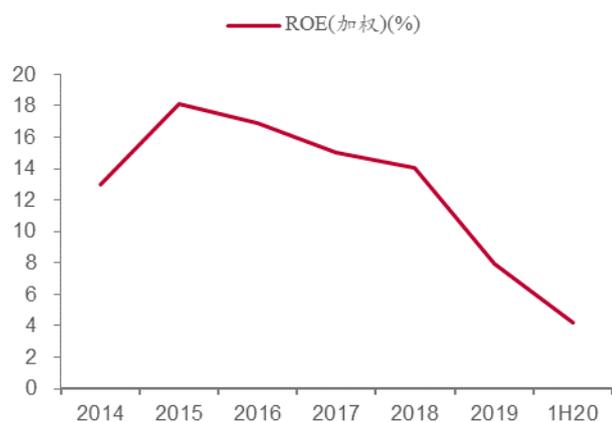
**图表 8: 1H20 三费分别为 7.32%、6.30%、2.36%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

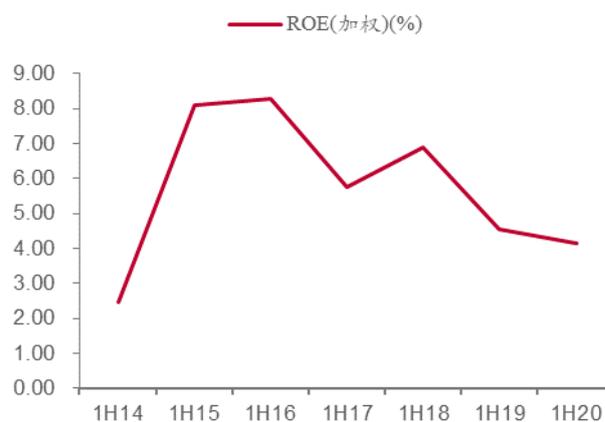
**图表 9: 2Q20 三费分别为 6.66%、4.74%、1.26%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 净资产收益率基本持平。1H20 公司加权净资产收益率(ROE)为 4.16%，同比下滑 0.37PCT。杜邦分析结果显示，1H20 ROE 下滑主要是销售净利率下滑引起的，1H20 销售净利率 6.56%，同降 0.97PCT。

**图表 10: 1H20 ROE 为 4.16%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

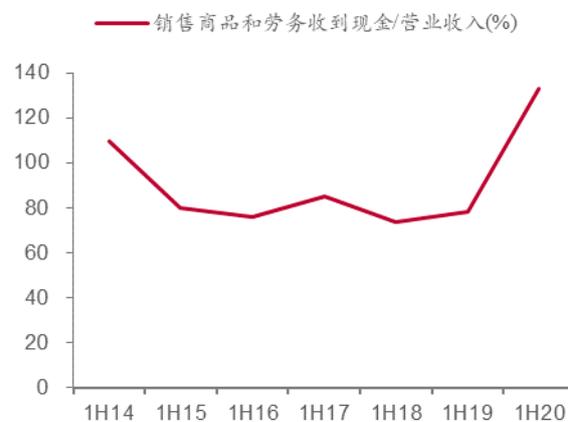
**图表 11: 1H20ROE 同降 0.37PCT**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 资产负债率增加, 现金收入比增加, 经营性现金流增加。**2020 年中公司资产负债率为 67.90%, 较去年年底下降 0.83PCT。1H20 公司销售商品提供劳务收到的现金为 258.26 亿元, 同比增长 109.34%; 现金收入比率为 132.90%, 同比增加 54.52PCT。与此同时, 1H20 公司经营性净现金流 16.69 亿元, 较去年同期增加 48.42 亿元, 主要原因报告期风机销量增加导致销售商品收到的款项增加。

**图表 12: 1H20 资产负债率下降至 67.90%**

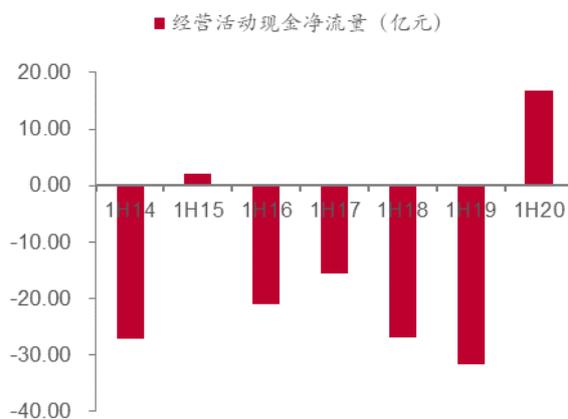

来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 13: 1H20 现金收入比 132.90%, 同增 54.52PCT**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 14: 1H20 经营性净现金流 16.69 亿元**


来源: Wind, 中泰证券研究所

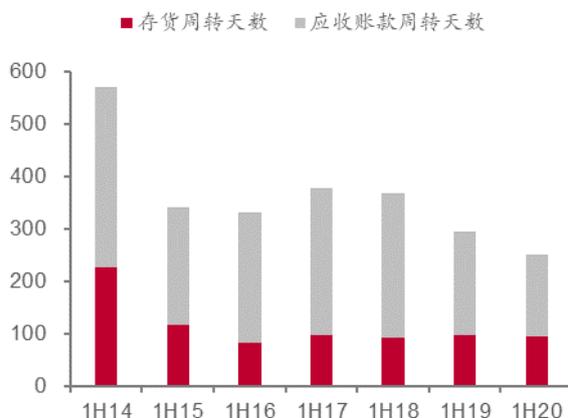
**图表 15: 1H20 经营性净现金流上升**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 应收账款周转加快, 营业周期缩短。**2020 年上半年公司营业周期 250.58 天, 较去年同期降低 43.46 天, 其中存货/应收账款周转天数分别为 94.68/155.90 天, 较去年同期分别变化-2.27/-41.49 天。

**图表 16: 1H20 营业周期为 250.58 天**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 17: 1H20 营业周期同比减少 43.36 天**


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3、主营业务：风机销售和风电服务高增

#### 3.1 业务构成：风机营收占比进一步提升

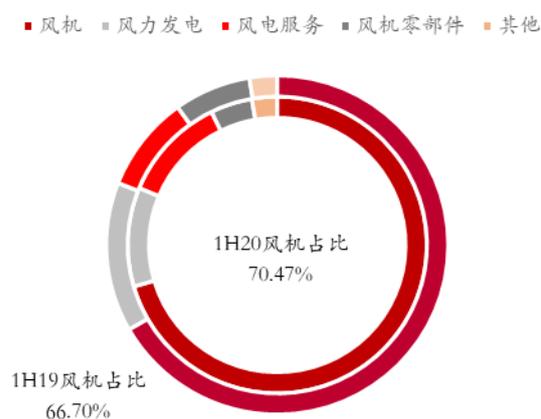
- 风机销售仍是第一大主营业务，且占比提升。从公司的营收和毛利情况可以看出，风机销售仍是公司最大的主营业务，1H20 风机销售的营收/毛利分别为 136.89/16.69 亿元，在总营收和总毛利中的占比分别为 70.47%/49.36%，占比分别较去年同期增加 3.77/13.31PCT。

图表 18：公司近年主营构成（亿元）



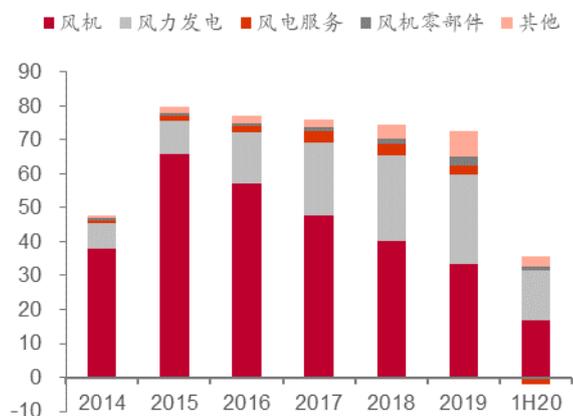
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 19：1H19 风机销售营收占比 70.47%



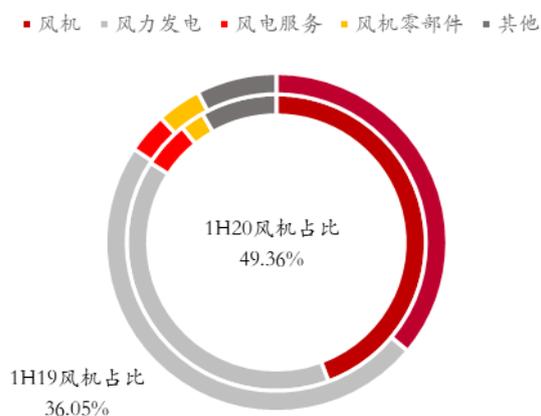
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 20：公司近年主营毛利构成（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 21：1H20 风机销售毛利占比 49.36%



来源：Wind，中泰证券研究所

### 3.2 风机销售：销量高增，毛利率同比增加

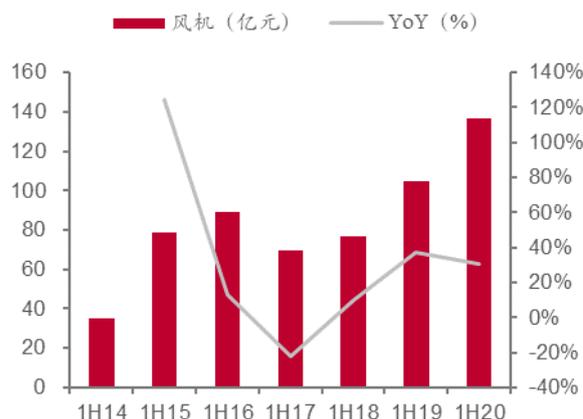
- **风机销售高增，毛利率同比增加。**1H20 公司风机销售实现营业收入 136.89 亿元，同比增加 30.44%，主要原因是 1H20 公司风机销量较去年同期增长 28.50%。与此同时，1H20 风机销售毛利率 12.19%，同比增加 0.88PCT。

图表 22: 1H20 风机销售实现营收 136.89 亿元



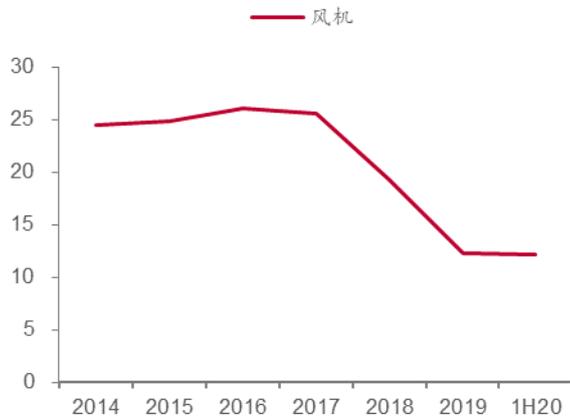
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 1H20 风机销售营收同增 30.44%



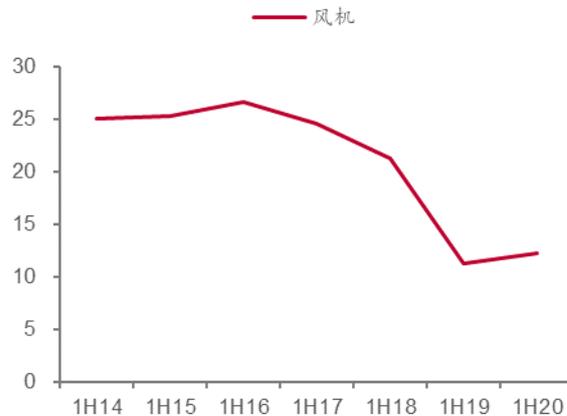
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: 1H20 风机销售毛利率 12.19%



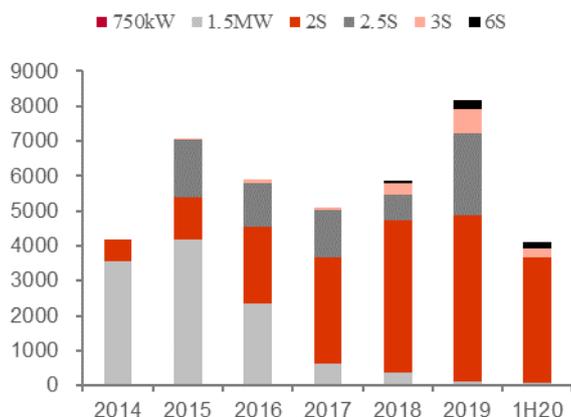
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 1H20 风机销售毛利率同增 0.88PCT

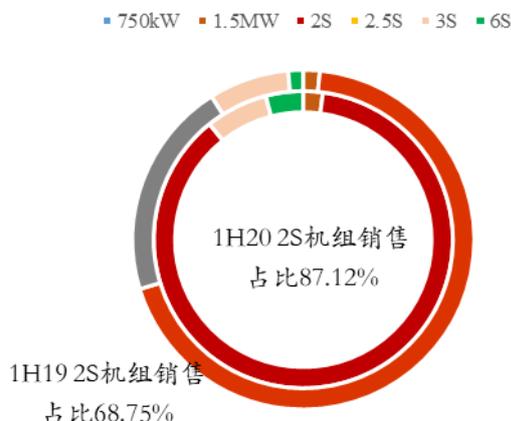


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **风机销量同增 28.50%，2S 机型占比 87.12%。**1H20 公司实现对外销售容量 4099.97MW，同比增加 28.50%，其中：(1) 2S 平台机组作为市场主流机组，销售容量达到 3571.70MW，同比提升 25.16%，占比 87.12%；(2) 3S/4S 平台机组销售容量为 276.37MW，同比提升 13.97%，占比 6.74%；(3) 6S/8S 平台机组实现销售容量 165.80MW，占比 4.04%。(4) 1.5S 平台机组实现销售容量 86.10MW，占比 2.1%。

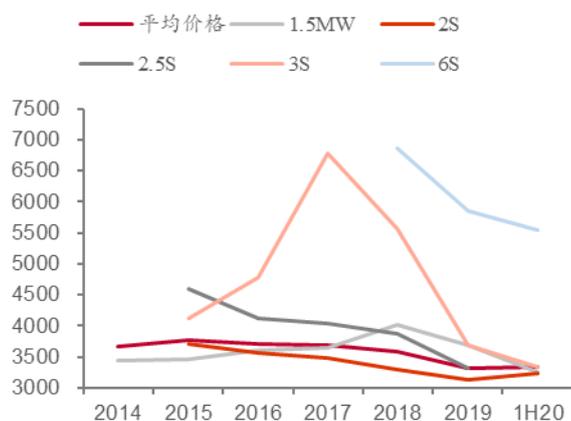
**图表 26: 1H20 风机销售 4099.97MW, 同增 28.50%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

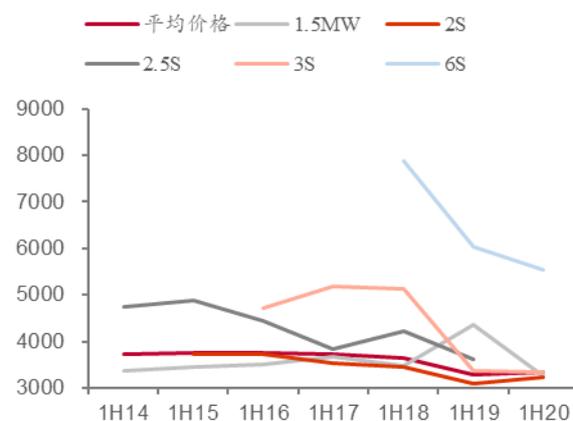
**图表 27: 1H20 2S 风机销售容量占比 87.12%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **风机均价增加 1.52%，2S 机型均价同增 4.23%。**1H20 公司风机销售均价为 3339 元/kW，同比增加 1.52%，其中：（1）2S 平台机组销售均价为 3238 元/kW，同比增加 4.23%；（2）1.5S 平台机组销售均价为 3251 元/kW，同比降低 25.28%；（3）3S 平台机组销售均价为 3350 元/kW，同比降低 0.17%；（4）6S 平台机组销售均价为 5542 元/kW，同比降低 8.34%。

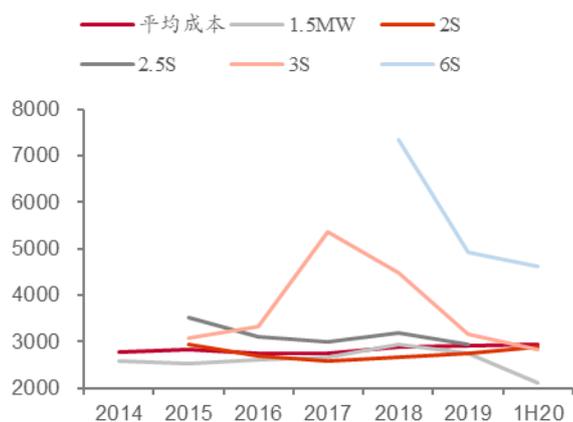
**图表 28: 1H20 风机销售均价 3339 元/kW**


来源: Wind, 中泰证券研究所

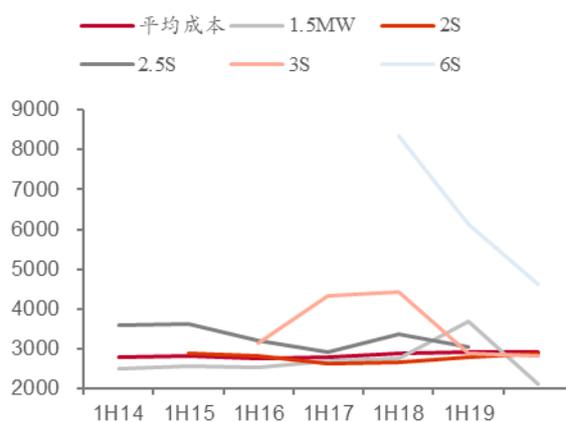
**图表 29: 1H20 风机销售均价同增 1.52%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **风机单位成本增加 0.51%，主要是 2S 机型成本增加所致。**1H20 公司风机平均成本为 2932 元/kW，同比增加 0.51%，其中：（1）2S 平台机组平均成本为 2882 元/kW，同比增加 3.20%；（2）1.5S 平台机组平均成本为 2106 元/kW，同比降低 42.72%；（3）3S 平台机组平均成本为 2823 元/kW，同比降低 2.44%；（4）6S 平台机组平均成本为 4611 元/kW，同比降低 24.87%。

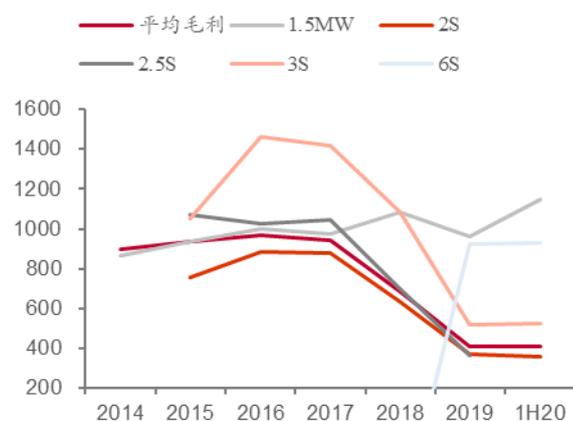
**图表 30: 1H20 风机平均成本为 2917 元/kW**


来源: Wind, 中泰证券研究所

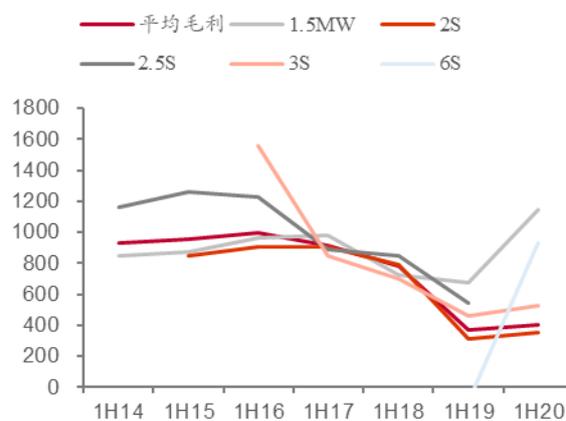
**图表 31: 1H20 风机平均成本同增 1.39%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

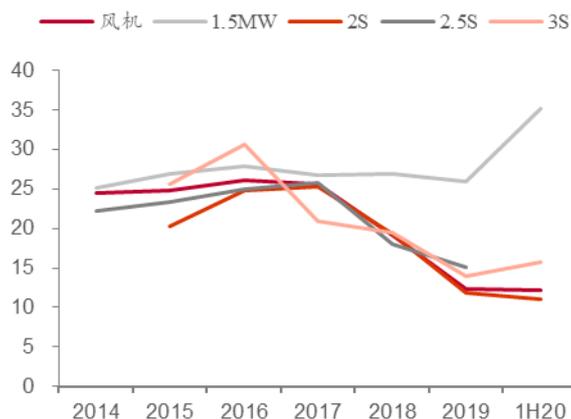
- 风机单位毛利同增 9.40%，毛利率同增 0.88PCT。** 1H20 公司风机平均毛利为 407 元/kW，同比增加 9.40%，毛利率为 12.19%，同增 0.88PCT，主要原因是均价上升，其中：（1）2S 平台机组平均毛利为 355 元/kW，同比增加 13.42%，毛利率为 10.98%，同增 0.89PCT；（2）1.5S 平台机组平均毛利为 1145 元/kW，同比降低 69.95%，毛利率为 35.21%，同增 19.73PCT；（3）3S 平台机组平均毛利为 527 元/kW，同比增加 14.03%，毛利率为 15.74%，同增 1.96PCT。

**图表 32: 1H20 风机平均毛利为 407 元/kW**


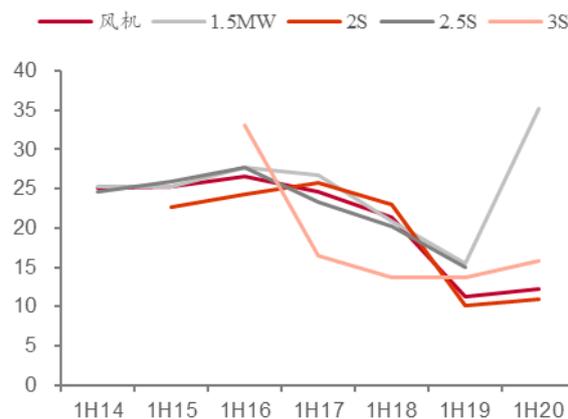
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 33: 1H20 风机平均毛利同增 9.40%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

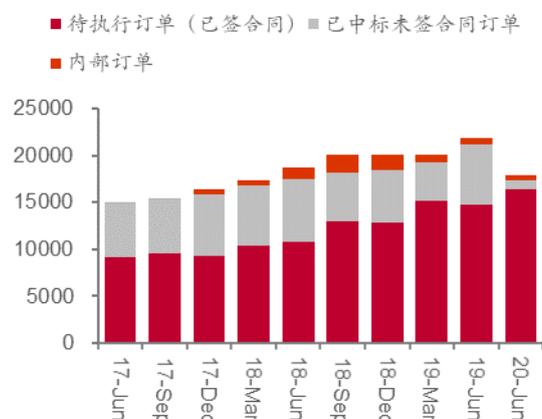
**图表 34: 1H20 2S 风机平均毛利率为 10.98%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

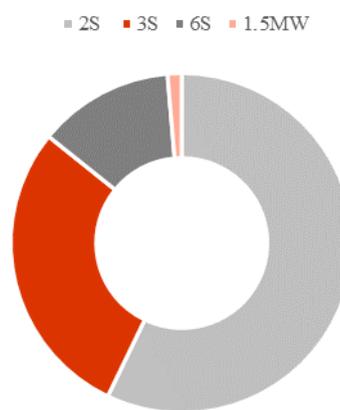
**图表 35: 1H20 2S 风机平均毛利率同增 0.89PCT**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **在手外部订单 17.42GW, 订单结构不断优化。**截至 2020 年 6 月 30 日, 公司在手外部订单合计 17.42GW, 其中, 公司国际外部订单 1591MW。从订单结构来看, 公司外部订单的结构进一步优化: (1) 2S 平台机组订单为 9.95GW, 占比 57.12%; (2) 3S 机组订单容量和占比均有明显增长, 外部订单容量达 4.99GW, 占比 28.65%; (3) 6S 机组增长潜力较大, 截至 2020 年 6 月 30 日, 外部订单容量为 2240.8MW。

**图表 36: 20 年年中公司外部订单到 17.42GW**


来源: 金风科技, 中泰证券研究所

**图表 37: 20 年年中订单中 2S 机型占比 57.12%**


来源: 金风科技, 中泰证券研究所

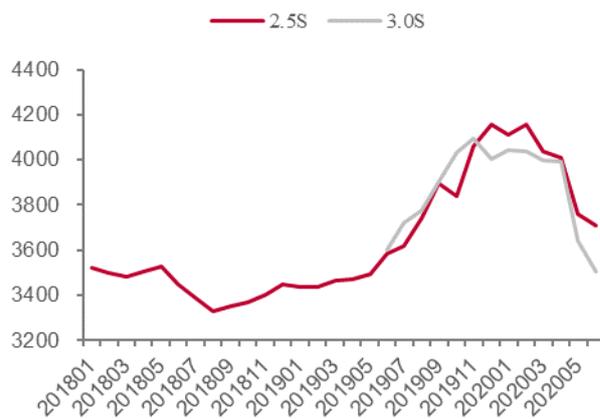
- **招标市场逐步常态化。**2020 年 1-6 月, 国内市场招标总量较去年同期有所下降, 共计 10.97GW, 其中陆上风电招标 6.095GW, 海上风电招标 4.875GW。风电设备月度投标均价也逐步回落: (1) 2020 年 1-6 月, 各等级别机组的平均投标价格有所回落。2020 年 6 月, 2.5S 级别机组的投标均价为 3,707 元/千瓦; (2) 2020 年 6 月, 3S 级别机组投标均价为 3,507 元/千瓦。

图表 38: 季度公开招标容量 (GW)



来源: 金风科技, 中泰证券研究所

图表 39: 月度公开投标均价有所回落(元/kW)

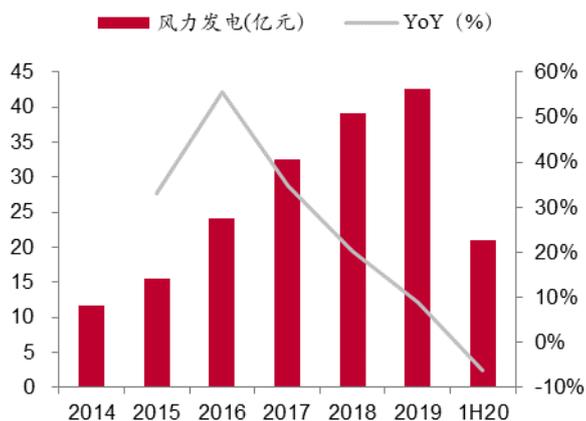


来源: 金风科技, 中泰证券研究所

### 3.3 风力发电：发电量同降 9.85%

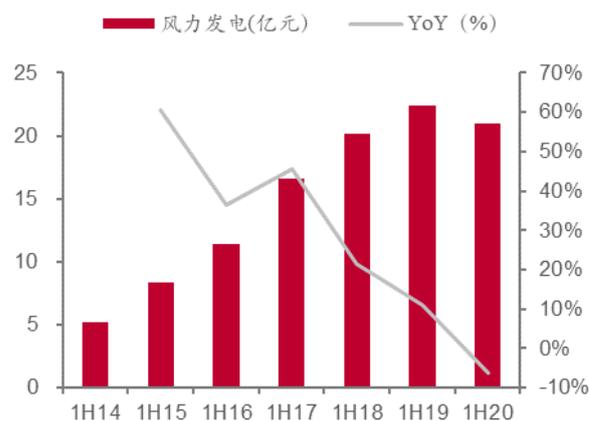
- 风力发电营收降低 6.34%。1H20 公司风力发电实现营业收入 21.01 亿元，同比降低 6.34%，营收下滑的主要原因是发电量下滑所致。与此同时，1H20 风力发电毛利率 71.17%，同比增加 0.34PCT，基本持平。报告期内公司累计发电量 39.1 亿度，同降 9.85%。

图表 40：1H20 风力发电实现营收 21.01 亿元



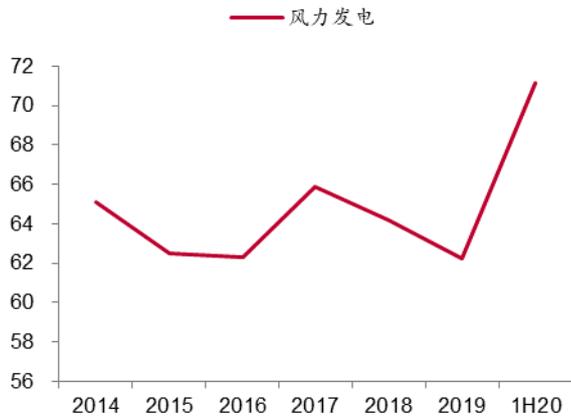
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 41：1H20 风力发电营收同降 6.34%



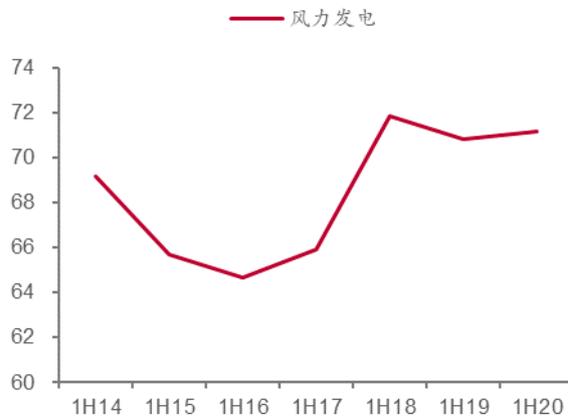
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 42：1H20 风力发电毛利率 70.83%



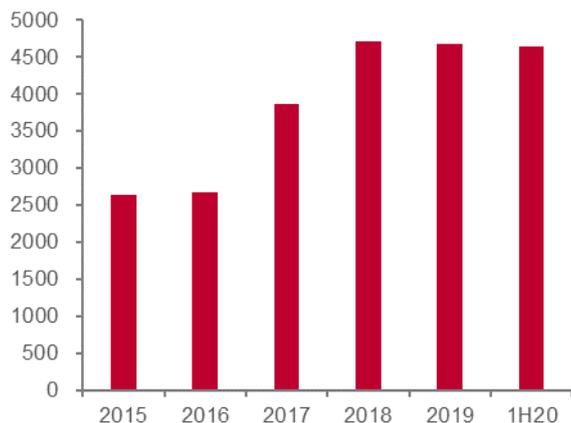
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 43：1H20 风力发电毛利率同增 0.34PCT

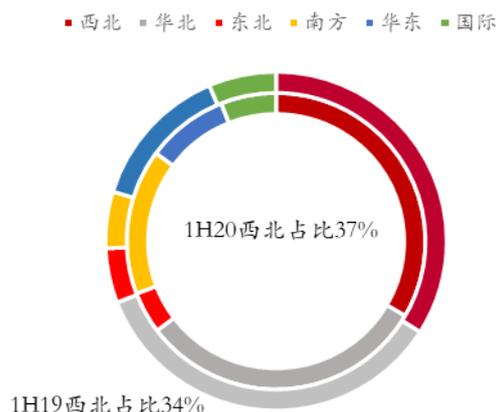


来源：Wind，中泰证券研究所

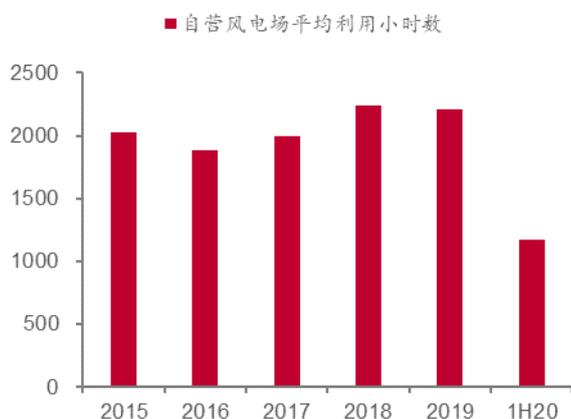
- 2020年年中公司累计权益并网容量4653MW，利用小时数同降29小时。**截至2020年6月30日，公司国内外累计并网的自营风电场权益装机容量4376.5MW，其中37%位于西北地区，同比增加3个百分点；34%位于华北地区；27%位于华东及南方地区。发电量方面，1H20公司自营风电场的平价标准运行小时数为1173小时，高于全国平均利用小时数（1133小时），较去年同期下降29小时，1H20公司合并报表口径发电量为39.1亿度，同比下降9.85%。

**图表 44: 20 年中累计并网装机容量 4653MW**


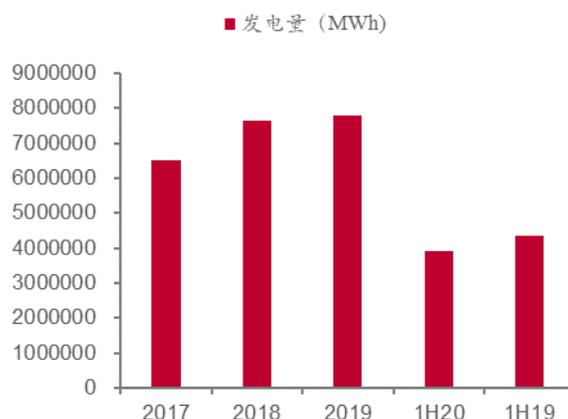
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 45: 20 年中累计并网装机容量中西北占比 37%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 46: 1H20 风场利用小时数同降 29 小时**


来源: Wind, 中泰证券研究所

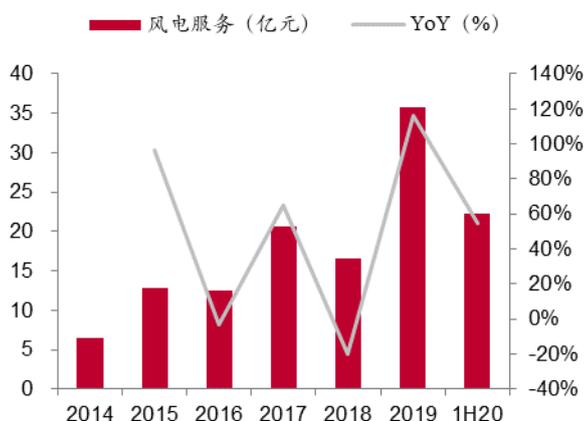
**图表 47: 1H20 风力发电量同降 9.85%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 3.4 风电服务：营收同增 54.76%

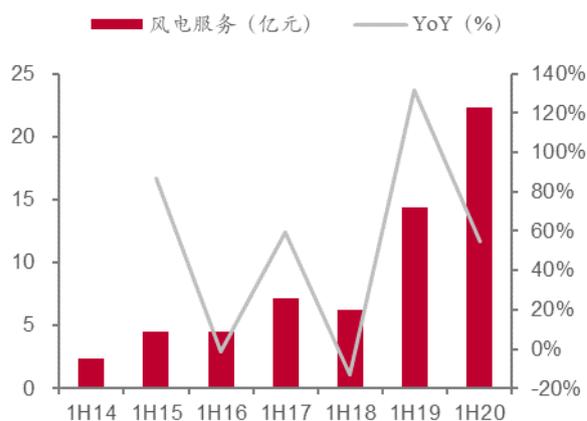
- **风电服务营收同增 54.76%**。截至 2020 年年中，公司运维服务团队为全球超过 34,000 台机组、1,000 余个风电场提供建设、运维等服务和技术支持，超过 21,000 台机组接入金风科技全球监控中心。公司国内外售后服务业务在运项目容量 7,764MW，其中非金风机组后服务项目的在运容量占比 33%。在此带动下，1H20 公司风电服务实现营业收入 22.28 亿元，同比增加 54.76%。与此同时，1H20 风电服务毛利率-8.60%，同比降低 17.42PCT。

图表 48：1H20 风电服务实现营收 22.28 亿元



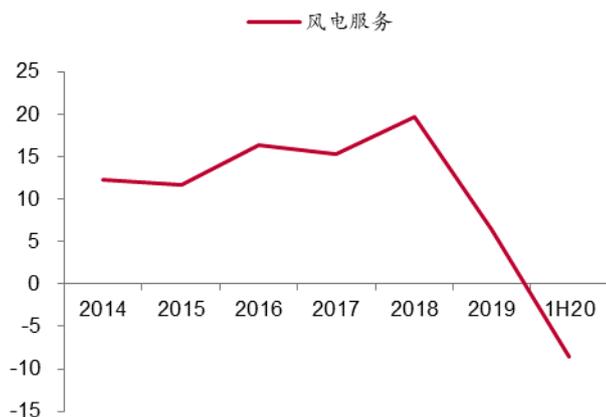
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 49：1H20 风电服务营收同增 54.76%



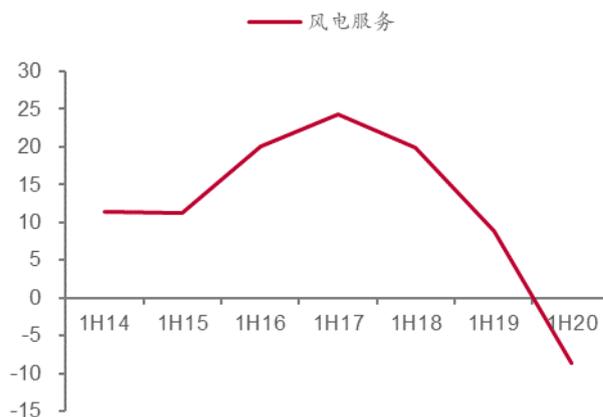
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 50：1H20 风电服务毛利率-8.60%



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 51：1H20 风电服务毛利率同降 17.42PCT

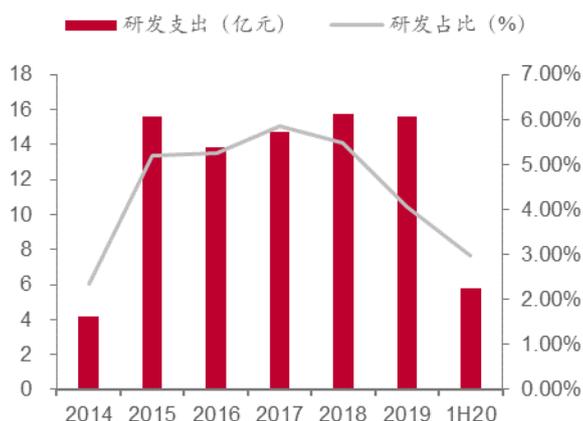


来源：Wind，中泰证券研究所

#### 4、发展战略：稳步推进“两海战略”

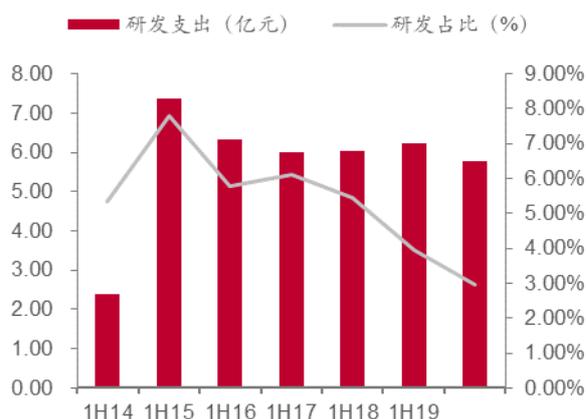
- **坚持“两海”战略。**“两海”战略是公司重要发展战略，旨在推动公司海外市场的拓展及海上业务的发展，为公司拓宽盈利渠道，扩大市场份额及巩固行业优势。

**图表 52：1H20 研发支出 5.77 亿元，同降 7.23%**



来源：Wind，中泰证券研究所

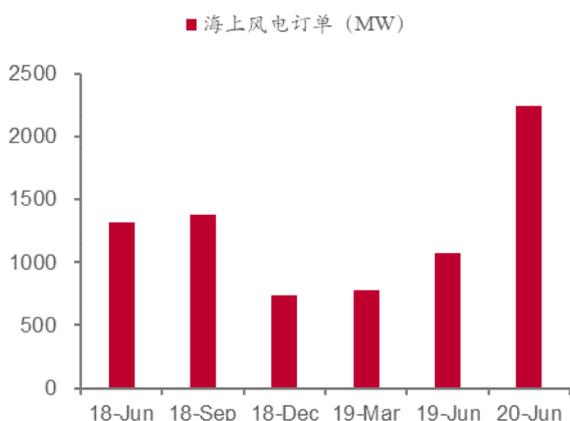
**图表 53：1H20 研发支出占比 2.97%，同降 0.98PCT**



来源：Wind，中泰证券研究所

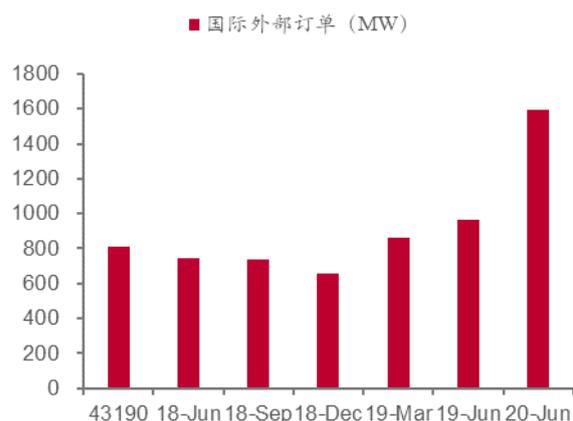
- **2020 年 6 月底海上风电在手订单 2240.8MW。**金风科技在海上风电业务上采取稳健发展战略，将产品质量及可靠性提升作为首要工作。截至 2020 年 6 月底，公司海上风电业务在手订单总量为 2240.8MW。

**图表 54：20 年中海上风电在手订单 2240.8MW**



来源：Wind，中泰证券研究所

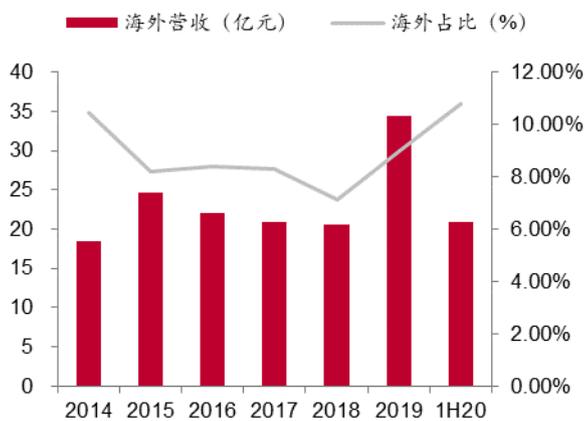
**图表 55：20 年中国际外部在手订单 1591MW**



来源：Wind，中泰证券研究所

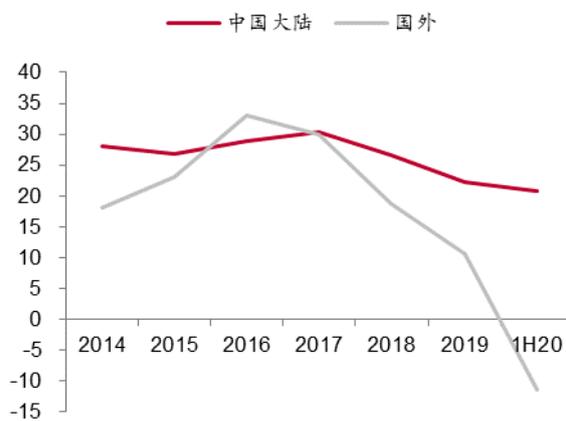
- **海外营收持续增长。**截至 2020 年 6 月 30 日，公司海外在手外部订单共计 1,591MW，主要分布在越南、巴基斯坦、加拿大、智利、菲律宾等国家。1H20 公司国际业务实现销售收入 20.94 亿元，较上年同期增长 24.27%；毛利率-11.31%，同降 21.85PCT。

**图表 56: 1H20 海外营收 20.94 亿元, 同增 24.27%**



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 57: 1H20 海外毛利率-11.31%**



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 5、盈利预测和投资建议

- **风机销量高增，静待盈利能力继续改善。**2020 年国内新增装机同增约 28%，确定性较高，考虑海风、陆上第二波抢装、大基地项目以及平价周期开启，2021 年需求或达 30GW，需求不悲观。1H20 公司风机销量同增 28.50%，毛利率同增 0.88PCT，在行业抢装以及疫情影响消失后静待盈利持续改善。我们预计 2020-2022 年分别实现净利 36.46、43.90 和 47.46 亿元（原预测为 2020-2022 年分别实现净利 40.26、50.07 和 56.64 亿元，调整原因是疫情导致盈利能力下滑），同比分别增长 64.99%、20.41%、8.64%，当前股价对应三年 PE 分别为 13、11、10 倍，维持“买入”评级。

图表 58：可比公司估值（2020-08-30）

证券代码	名称	总市值	2019 年归母净利	2020E		2021E		2022E	
				归母净利	PE	归母净利	PE	归母净利	PE
603218.SH	日月股份	168.35	5.05	8.66	19	10.57	16	12.27	14
002202.SZ	金风科技	397.96	22.10	37.45	11	44.23	9	47.62	8
002531.SZ	天顺风能	126.13	7.47	10.68	12	12.36	10	13.86	9
300129.SZ	泰胜风能	48.26	1.54	2.68	18	3.38	14	4.00	12
603507.SH	振江股份	44.06	0.37	1.27	35	2.42	18	3.53	12
603985.SH	恒润股份	57.34	0.83	1.92	30	2.42	24	3.14	18
002080.SZ	中材科技	342.67	13.80	18.39	19	21.12	16	24.20	14
601615.SH	明阳智能	220.00	7.13	13.52	16	17.41	13	19.23	11
600483.SH	福能股份	141.36	12.44	15.09	9	17.46	8	19.54	7
603606.SH	东方电缆	156.27	4.52	7.11	22	9.20	17	10.63	15
	平均值				19		15		12
	中位数				19		15		12

来源：Wind，中泰证券研究所，\*公司盈利预测来自 Wind 一致预期，单位：亿元

## 6、风险提示

- **政策性风险：**风电产业的发展受国家政策、行业发展政策的影响，相关政策的调整变动将会对公司主要产品的生产和销售产生影响。
- **市场竞争风险：**随着行业集中度的提升；产品的提质增效、抢占优势资源及扩大市场份额的诉求也将进一步加剧制造企业之间的竞争，造成机组价格的波动，从而可能对公司收入、盈利产生一定影响。
- **弃风限电：**目前我国弃风限电情况较上年同期虽有明显改善，但仍有部分地区处于限电区域，弃风限电在一定时期内仍将是制约风电发展的重要因素。
- **经济环境及汇率波动：**世界主要经济体增长格局出现分化，全球一体化及地缘政治等问题对世界经济的发展产生不确定性，在此背景下，可能出现的国际贸易保护主义及人民币汇率波动，或将影响公司国际化战略及国际业务的拓展。

图表 59: 公司财务数据预测 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>利润表</b>						<b>成长性</b>					
营业收入	28,730.6	38,244.6	43,790.8	47,944.3	52,285.7	营业收入增长率	14.3%	33.1%	14.5%	9.5%	9.1%
减: 营业成本	21,271.2	30,972.8	33,707.1	36,514.8	39,606.8	营业利润增长率	6.0%	-30.8%	67.1%	19.9%	8.4%
营业税金及附加	159.7	109.1	216.2	213.3	213.3	净利润增长率	5.3%	-31.3%	65.0%	20.4%	8.6%
销售费用	1,665.7	2,602.4	3,065.4	3,356.1	3,660.0	EBITDA增长率	35.0%	-11.3%	26.6%	23.5%	13.7%
管理费用	1,612.0	1,621.3	2,189.5	2,397.2	2,614.3	EBIT增长率	39.1%	-16.9%	21.5%	22.4%	11.0%
财务费用	956.8	1,197.4	1,319.1	1,721.7	2,048.0	NOPLAT增长率	7.6%	-21.3%	48.9%	22.4%	11.0%
资产减值损失	11.4	-167.2	34.5	-40.4	-57.7	投资资本增长率	6.4%	-1.4%	45.5%	17.1%	20.0%
公允价值变动收益	204.1	174.8	-262.5	41.6	59.7	净资产增长率	12.8%	21.7%	7.4%	9.7%	10.9%
投资和汇兑收益	1,346.4	1,339.5	1,299.6	1,328.5	1,322.6						
<b>营业利润</b>	<b>3,718.4</b>	<b>2,571.4</b>	<b>4,296.2</b>	<b>5,151.8</b>	<b>5,583.4</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-36.0	-10.3	-21.5	-22.6	-18.1	毛利率	26.0%	19.0%	23.0%	23.8%	24.2%
<b>利润总额</b>	<b>3,682.4</b>	<b>2,561.1</b>	<b>4,274.7</b>	<b>5,129.2</b>	<b>5,565.2</b>	营业利润率	12.9%	6.7%	9.8%	10.7%	10.7%
减: 所得税	399.8	331.4	555.7	666.8	723.5	净利率	11.2%	5.8%	8.3%	9.2%	9.1%
<b>净利润</b>	<b>3,216.6</b>	<b>2,209.9</b>	<b>3,646.0</b>	<b>4,390.0</b>	<b>4,769.5</b>	EBITDA/营业收入	24.0%	16.0%	17.7%	20.0%	20.9%
						EBIT/营业收入	19.4%	12.1%	12.8%	14.3%	14.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	5,065.9	7,247.5	8,298.6	9,085.7	9,908.4	固定资产周转天数	237	194	186	215	232
交易性金融资产	-	400.0	137.5	179.2	238.9	流动资产周转天数	0	-30	-36	-32	-29
应收账款	16,054.6	16,750.9	19,595.7	18,866.5	21,626.1	流动营业资本周转天数	413	393	394	368	355
应收票据	2,072.2	-	5,350.0	2,554.8	2,376.2	应收账款周转天数	201	154	149	144	139
预付账款	1,736.8	1,914.1	1,524.6	2,546.8	1,828.3	存货周转天数	57	62	58	58	58
存货	4,996.7	8,123.8	6,094.7	9,391.2	7,369.6	总资产周转天数	966	868	874	868	874
其他流动资产	2,991.2	14,007.8	6,509.8	7,836.3	9,451.3	投资资本周转天数	333	256	272	320	348
可供出售金融资产	-	-	389.4	129.8	173.1						
持有至到期投资	-	-	16.7	5.6	7.4	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	3,660.4	4,491.1	5,552.2	6,606.0	7,587.8	ROE	12.9%	7.2%	11.1%	12.1%	11.8%
投资性房地产	120.0	34.0	21.8	6.4	-31.5	ROA	4.0%	2.2%	3.4%	3.7%	3.7%
固定资产	19,792.0	19,397.0	25,946.6	31,321.3	36,171.1	ROIC	16.2%	12.0%	18.1%	15.2%	14.4%
在建工程	5,716.7	9,613.4	12,022.8	14,444.1	17,353.3	<b>费用率</b>					
无形资产	3,769.6	4,030.1	4,771.3	5,305.1	5,674.3	销售费用率	5.8%	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	15,387.9	17,047.3	13,259.2	13,415.1	12,490.4	管理费用率	5.6%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>资产总额</b>	<b>81,364.1</b>	<b>103,057.1</b>	<b>109,490.7</b>	<b>121,693.8</b>	<b>132,224.7</b>	财务费用率	3.3%	3.1%	3.0%	3.6%	3.9%
短期债务	2,037.5	1,974.1	7,961.2	12,700.6	17,082.8	二费/营业收入	14.7%	14.2%	15.0%	15.6%	15.9%
应付账款	14,934.0	17,156.5	17,694.9	20,149.2	20,862.8	<b>偿债能力</b>					
应付票据	6,221.5	9,763.6	7,903.4	10,987.6	9,576.1	资产负债率	67.5%	68.7%	68.4%	68.8%	68.2%
其他流动负债	8,407.6	20,674.8	18,940.7	16,256.4	17,521.8	负债权益比	207.3%	219.8%	216.3%	220.5%	214.2%
长期借款	18,000.5	15,046.4	16,998.5	18,005.2	19,350.3	流动比率	1.04	0.98	0.90	0.84	0.81
其他非流动负债	5,287.8	6,217.6	5,380.6	5,628.7	5,742.3	速动比率	0.88	0.81	0.79	0.68	0.70
<b>负债总额</b>	<b>54,888.9</b>	<b>70,832.8</b>	<b>74,879.4</b>	<b>83,727.6</b>	<b>90,136.1</b>	利息保障倍数	5.81	3.86	4.26	3.99	3.73
少数股东权益	1,513.9	1,549.1	1,622.2	1,694.6	1,766.9	<b>分红指标</b>					
股本	3,556.2	4,225.1	4,225.1	4,225.1	4,225.1	DPS(元)	0.25	0.16	0.25	0.32	0.34
留存收益	19,954.2	24,806.4	28,764.0	32,046.6	36,096.7	分红比率	32.8%	30.6%	28.9%	30.8%	30.1%
<b>股东权益</b>	<b>26,475.1</b>	<b>32,224.2</b>	<b>34,611.3</b>	<b>37,966.3</b>	<b>42,088.7</b>	股息收益率	2.2%	1.4%	2.2%	2.8%	2.9%
<b>现金流量表</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	3,262.8	2,229.8	3,646.0	4,390.0	4,769.5	EPS(元)	0.76	0.52	0.86	1.04	1.13
加: 折旧和摊销	1,376.4	1,542.7	2,146.6	2,711.7	3,270.4	BVPS(元)	5.91	7.26	7.81	8.58	9.54
资产减值准备	11.4	142.8	-	-	-	PE(X)	15.1	22.0	13.4	11.1	10.2
公允价值变动损失	-204.1	-174.8	-262.5	41.6	59.7	PB(X)	2.0	1.6	1.5	1.3	1.2
财务费用	1,071.3	1,410.7	1,319.1	1,721.7	2,048.0	P/FCF	29.4	30.2	-43.7	16.2	28.3
投资收益	-1,346.4	-1,339.5	-1,299.6	-1,328.5	-1,322.6	P/S	1.7	1.3	1.1	1.0	0.9
少数股东损益	66.0	19.9	73.1	72.4	72.3	EV/EBITDA	5.5	7.6	7.1	6.1	5.8
营运资金的变动	-943.2	2,563.5	135.2	397.7	-1,109.0	CAGR(%)	10.8%	29.5%	5.7%	10.8%	29.5%
<b>经营活动产生现金</b>	<b>3,125.4</b>	<b>5,928.8</b>	<b>5,757.9</b>	<b>8,006.7</b>	<b>7,788.3</b>	PEG	1.4	0.7	2.3	1.0	0.3
投资活动产生现金	-6,113.9	-10,266.6	-9,587.3	-9,736.2	-10,328.3	ROIC/WACC	1.9	1.4	2.1	1.8	1.7
融资活动产生现金	1,201.4	6,131.1	4,880.4	2,516.6	3,362.7	REP	0.7	1.2	0.7	0.7	0.7

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。