

公司研究/中报点评

2020年09月01日

电力设备与新能源/新能源 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.92
目标价格(元): 12.16

黄斌 SAC No. S0570517060002
研究员 SFC No. BPY554
billhuang@htsc.com

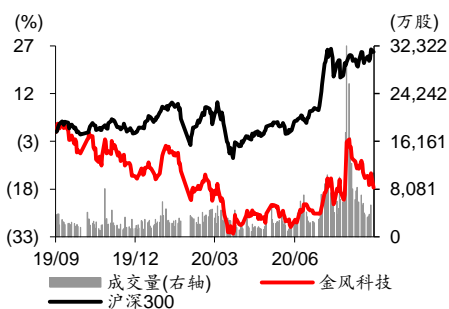
孙纯鹏 SAC No. S0570518080007
研究员 sunchunpeng@htsc.com

张志邦 SAC No. S0570119030038
联系人 01056793931
zhangzhibang@htsc.com

相关研究

- 1 《金风科技(002202 SZ,买入): 低价订单兑现, 毛利率有望回升》2020.04
- 2 《金风科技(002202 SZ,买入): 进入盈利修复通道, 看好量利齐升》2019.10
- 3 《金风科技(002202 SZ,买入): 制造端毛利率见底, 反弹可期》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

风机迈向大型化, 毛利率小幅修复

金风科技(002202)

制造端毛利率修复, 维持“买入”评级

20 上半年公司营收 194.25 亿元(同比+23.47%), 归母净利润 12.75 亿元(同比+7.59%), 风机毛利率小幅回升, 风电服务拖累利润。随着交付订单结构优化以及成本管控, 制造端毛利率有望持续回升。我们预计公司 20~22 年 EPS 为 0.76/0.84/1.02 元, 目标价 12.16 元, 维持“买入”评级。

风机制造端向大型化趋势转变, 毛利率小幅回升

风机及零部件制造端实现营收 136.88 亿元(同比+30.43%), 毛利率同比提升 0.88pct 至 12.19%。2020H1 公司对外销售风机总容量 4.10GW (同比+28.50%), 其中 2S 机型销售容量 3.57GW (占比 87.12%), 仍是市场主力机型。从风机销售结构看, 1.5,2.0,3.0/4.0,6.0/8.0MW 的风机销量增速分别为-73.94%/25.16%/13.97%/267.22%, 风电机组大型化趋势明显。从招标价格看, 18Q3-19Q4 风机招投标价格进入修复通道, 风机交付周期较长, 20H1 风机制造端毛利率呈现同比提升, 下半年随着交付机型结构优化及低价订单占比下降, 我们预计制造端毛利率将呈现继续回升趋势。

运营端营收承压, 风电利用小时数同比略有下降

20H1 公司风电场开发业务营收 21.09 亿元(同比-6%), 毛利率 71.17%(同比+0.34pct)。上半年公司发电 39.1 亿千瓦时, 同比-9.85%。公司发电机组平均利用小时数为 1173 小时(同比-2.4%), 高出全国平均水平 50 小时, 区位及管理优势明显。2020 上半年公司新增权益并网装机容量 243.2MW, 累计并网的自营风电场权益装机容量 4.65GW。公司国内在建项目 1.78GW, 海外权益在建容量 914MW, 全球在建项目容量 2.70GW。我们认为风电运营将持续为公司贡献稳定现金流和利润。

订单延续大型化趋势, 延期并网拖累风电服务毛利率

截至 20H1, 公司在手外部订单 16.35GW (同比+10.53%), 其中 2S 级别风机占比为 58.01%(同比下降 26.99pct), 3S/4S 风机占比提升至 28.10%, 在手订单亦向大型化发展。20H1 公司期间费用率为 13.79% (同比-1.67pct), 主要受益于管理费用率和财务费用率下降。上半年管理费用中中介和差旅费用下降, 管理费用率 4.12% (同比-0.62pct)。公司优化资产结构, 长期借款规模下降 15%, 货币资金规模增长 36%, 带动财务费用率下降 1.32pct 至 2.36%。受上半年疫情影响, 部分风电场并网时间或受影响, 延后并网支出拖累风电服务业务毛利率下降至 17.4pct 至-8.6%。

制造端进入毛利率修复通道, 维持“买入”评级

随着交付订单结构优化以及成本管控, 制造端毛利率有望提升。考虑疫情拖累招标节奏和订单交付, 我们调整 20-22 年 EPS 至 0.76/0.84/1.02 元(前值为 0.82/1.05/1.24 元), 可比公司 20 年 Wind 一致预期平均 PE14.01 倍, 考虑制造端毛利率有望提升, 给予公司 20 年 16 倍目标 PE, 目标价 12.16 元 (前值 11.48-13.12 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 新增装机增速低于预期; 风机价格竞争激烈, 毛利率下降风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,225
流通 A 股 (百万股)	3,393
52 周内股价区间 (元)	9.13-13.84
总市值 (百万元)	46,138
总资产 (百万元)	102,558
每股净资产 (元)	7.42

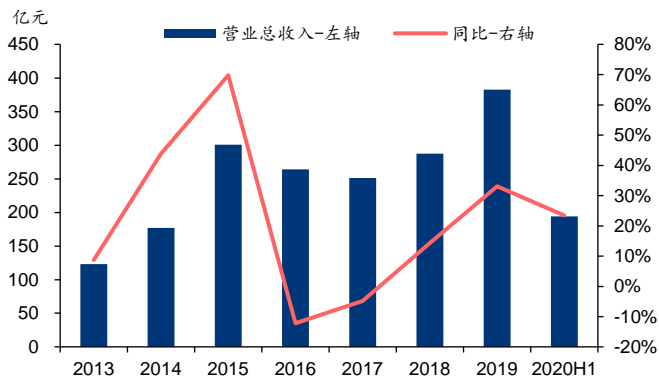
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	28,731	38,245	51,883	53,255	55,343
+/-%	14.33	33.11	35.66	2.65	3.92
归属母公司净利润 (百万元)	3,217	2,210	3,194	3,567	4,304
+/-%	5.30	(31.30)	44.53	11.68	20.65
EPS (元, 最新摊薄)	0.76	0.52	0.76	0.84	1.02
PE (倍)	14.34	20.88	14.45	12.93	10.72

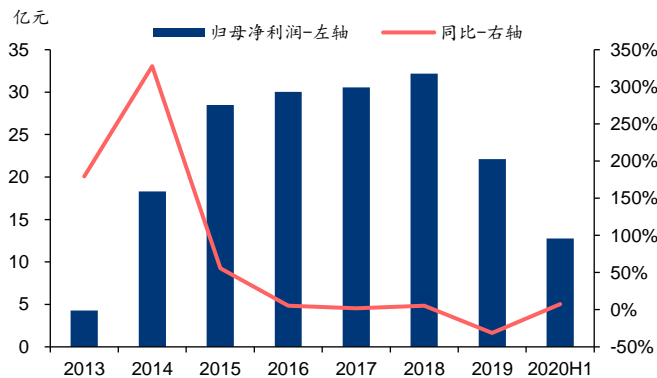
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：2013-2020H1 营业总收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：2013-2020H1 归母净利润及同比增速



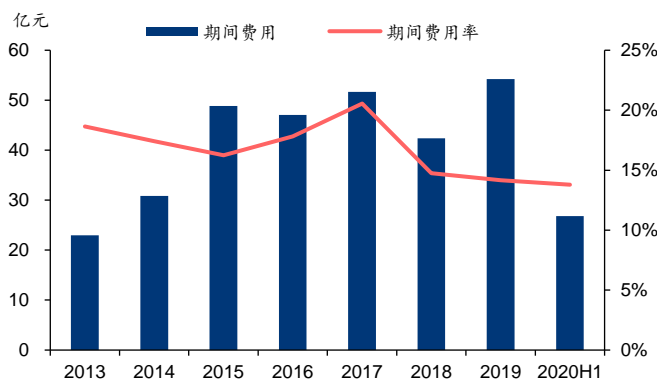
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：2013-2020H1 经营性现金流情况



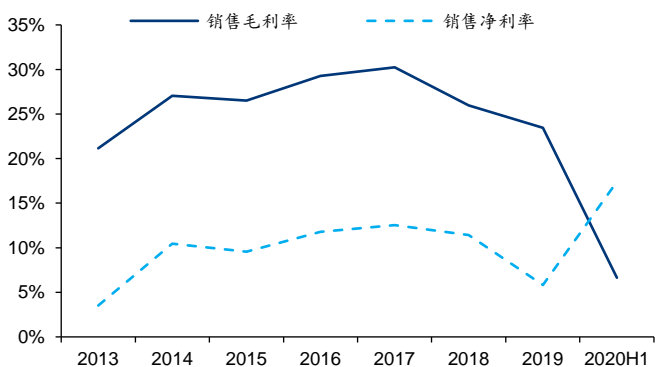
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：2013-2020H1 期间费用情况



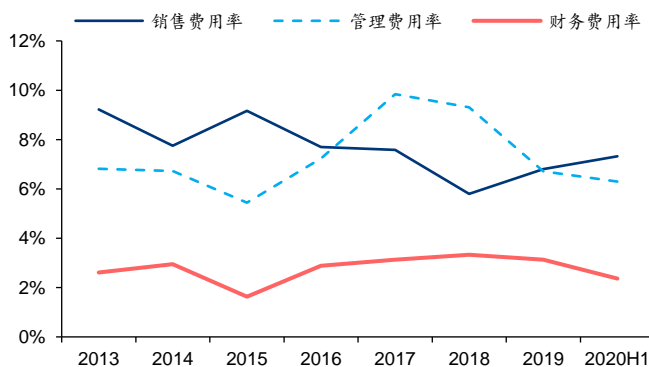
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：2013-2020H1 毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

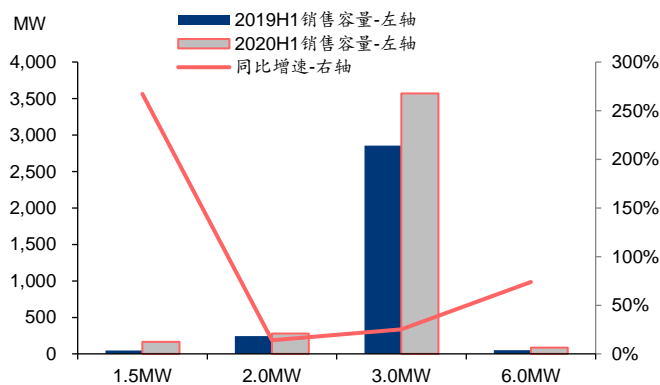
图表6：2013-2020H1 三费情况



注：为保证数据可比，管理费用中已加入研发费用

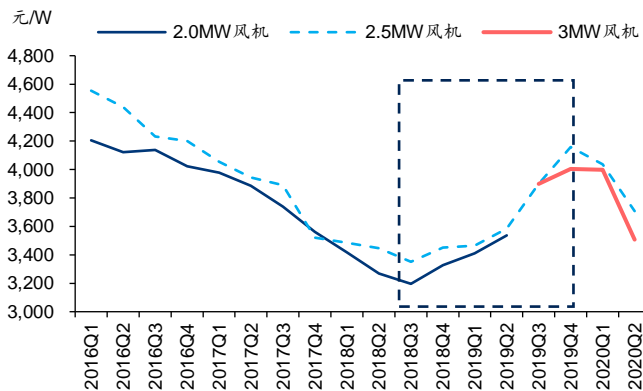
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7: 风电机组大型化趋势明显



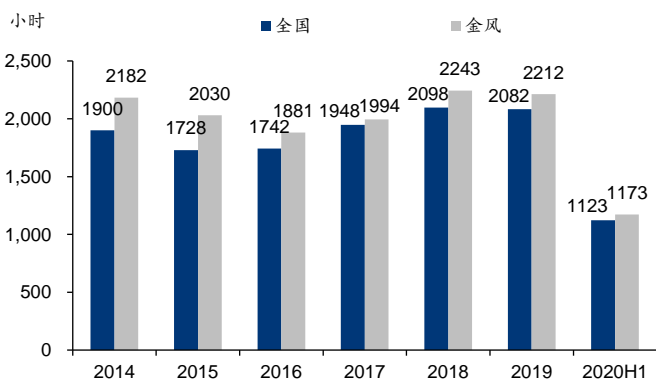
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 2018Q3-2019Q4 风机价格呈现上升态势



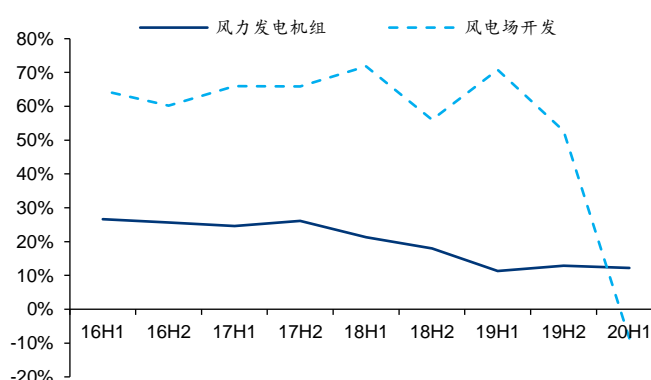
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 20年上半年风电利用小时数同比小幅下降



资料来源: 能源局, 华泰证券研究所

图表10: 2016-2020H1 风电机组和风电场开发业务毛利率情况



注: H1 代表该业务在上半年的毛利率, H2 代表该业务在下半年的毛利率。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表11: 可比公司估值水平对比表 (以2020年8月31日收盘价计)

代码	证券简称	评级	目标价 (元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
601615 CH	明阳智能	无评级	-	15.80	0.53	0.96	1.24	1.37	29.81	16.40	12.73	11.53
300772 CH	运达股份	无评级	-	14.52	0.40	1.30	1.92	2.06	36.30	11.16	7.57	7.05
002531 CH	天顺风能	买入	9.52	7.09	0.42	0.60	0.69	0.78	16.88	11.81	10.20	9.10
300129 CH	泰胜风能	无评级	-	6.42	0.21	0.39	0.48	0.58	30.06	16.65	13.33	11.01
	平均值			12.47	0.45	0.95	1.28	1.40	28.26	14.01	10.96	9.67
002202 CH	金风科技	买入	12.16	10.92	0.52	0.76	0.84	1.02	20.88	14.45	12.93	10.72

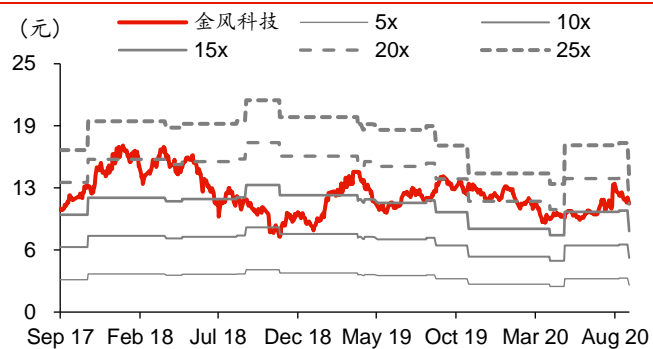
注: 除金风科技外, 其余公司 2020-2022 年数据取自 Wind 一致预期, 本表中选用基本 EPS 口径数据。

注: 评级和目标价来自华泰。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

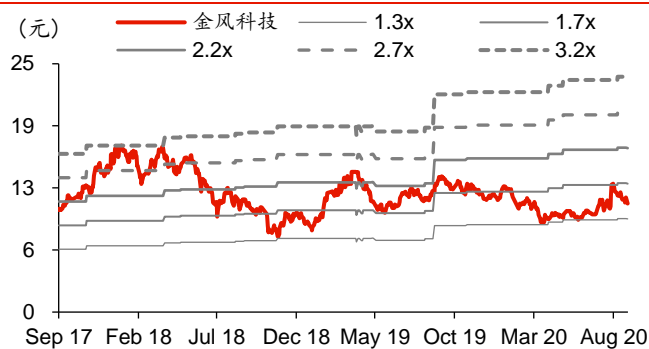
PE/PB - Bands

图表12: 金风科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表13: 金风科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	32,917	48,444	64,851	45,637	69,470
现金	5,066	7,248	2,594	2,663	2,767
应收账款	14,823	15,563	37,651	23,213	40,037
其他应收账款	1,283	1,305	2,845	1,415	3,012
预付账款	1,737	1,914	3,039	2,045	3,238
存货	4,997	8,124	8,940	10,285	9,209
其他流动资产	5,012	14,291	9,782	6,017	11,206
非流动资产	48,447	54,613	66,021	67,691	69,747
长期投资	3,660	4,491	5,579	6,684	7,804
固定投资	19,792	19,397	28,548	29,994	31,438
无形资产	3,770	4,030	4,554	5,130	5,763
其他非流动资产	21,225	26,695	27,340	25,883	24,743
资产总计	81,364	103,057	130,872	113,328	139,217
流动负债	31,601	49,569	73,433	57,084	83,349
短期借款	2,038	1,974	22,315	5,167	31,220
应付账款	13,778	15,664	18,463	19,151	18,990
其他流动负债	15,785	31,930	32,655	32,766	33,139
非流动负债	23,288	21,264	22,668	18,729	14,870
长期借款	18,560	15,335	16,739	12,800	8,940
其他非流动负债	4,728	5,929	5,929	5,929	5,929
负债合计	54,889	70,833	96,101	75,813	98,218
少数股东权益	1,514	1,549	1,578	1,610	1,649
股本	3,556	4,225	4,225	4,225	4,225
资本公积	8,168	12,084	12,084	12,084	12,084
留存公积	11,786	12,722	15,141	17,783	20,933
归属母公司股东权益	24,961	30,675	33,193	35,905	39,350
负债和股东权益	81,364	103,057	130,872	113,328	139,217

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	3,125	5,929	(13,656)	25,057	(17,508)
净利润	3,283	2,230	3,223	3,599	4,342
折旧摊销	1,376	1,543	1,491	1,874	2,076
财务费用	956.85	1,197	890.85	987.06	1,170
投资损失	(1,346)	(1,340)	(1,130)	(1,257)	(1,268)
营运资金变动	(1,223)	3,092	(17,991)	20,021	(23,613)
其他经营现金	78.99	(793.15)	(138.74)	(167.52)	(214.06)
投资活动现金	(6,114)	(10,267)	(11,629)	(2,120)	(2,650)
资本支出	6,026	11,289	11,810	2,440	3,012
长期投资	1,571	(71.66)	(1,088)	(1,105)	(1,120)
其他投资现金	1,483	950.46	(907.39)	(784.37)	(758.51)
筹资活动现金	1,201	6,131	316.50	(5,720)	(5,791)
短期借款	(17.42)	(63.43)	25.93	0.00	0.00
长期借款	2,675	(3,226)	1,404	(3,939)	(3,859)
普通股增加	0.00	668.86	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(7.47)	3,917	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,448)	4,835	(1,113)	(1,781)	(1,931)
现金净增加额	(1,734)	1,795	(24,969)	17,217	(25,949)

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	28,731	38,245	51,883	53,255	55,343
营业成本	21,271	30,973	42,659	43,256	43,862
营业税金及附加	159.67	109.08	147.98	151.90	157.85
营业费用	1,666	2,602	3,269	3,490	3,557
管理费用	1,612	1,621	2,096	2,130	2,214
财务费用	956.85	1,197	890.85	987.06	1,170
资产减值损失	11.44	(167.20)	(103.08)	(169.32)	(142.96)
公允价值变动收益	204.07	174.78	96.70	114.97	147.63
投资净收益	1,346	1,340	1,130	1,257	1,268
营业利润	3,718	2,571	3,594	4,061	4,915
营业外收入	5.43	55.45	89.33	39.61	47.46
营业外支出	41.42	65.74	40.22	43.43	47.71
利润总额	3,682	2,561	3,643	4,057	4,915
所得税	399.83	331.35	420.31	457.64	572.77
净利润	3,283	2,230	3,223	3,599	4,342
少数股东损益	65.99	19.90	28.76	32.12	38.75
归属母公司净利润	3,217	2,210	3,194	3,567	4,304
EBITDA	6,399	5,170	6,447	7,357	8,590
EPS (元, 基本)	0.76	0.52	0.76	0.84	1.02

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	14.33	33.11	35.66	2.65	3.92
营业利润	5.98	(30.85)	39.76	12.99	21.05
归属母公司净利润	5.30	(31.30)	44.53	11.68	20.65
获利能力 (%)					
毛利率	25.96	19.01	17.78	18.78	20.75
净利率	11.20	5.78	6.16	6.70	7.78
ROE	12.40	6.92	9.27	9.59	10.59
ROIC	12.81	8.77	6.82	10.86	8.30
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.46	68.73	73.43	66.90	70.55
净负债比率 (%)	71.40	51.48	124.93	59.56	108.62
流动比率	1.04	0.98	0.88	0.80	0.83
速动比率	0.74	0.49	0.66	0.49	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.41	0.44	0.44	0.44
应收账款周转率	1.69	2.36	1.79	1.62	1.62
应付账款周转率	1.21	1.36	1.61	1.52	1.52
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.52	0.76	0.84	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	1.42	(3.23)	5.93	(4.14)
每股净资产(最新摊薄)	5.44	6.79	7.38	8.03	8.84
估值比率					
PE (倍)	14.34	20.88	14.45	12.93	10.72
PB (倍)	2.01	1.61	1.48	1.36	1.24
EV_EBITDA (倍)	10.40	12.35	14.08	9.47	10.70

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，黄斌、孙纯鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，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。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师黄斌、孙纯鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com