金风科技（002202）三季报点评

经营性业绩环比改善，大机型占比提升

买入（维持）

2020 年 10 月 29 日

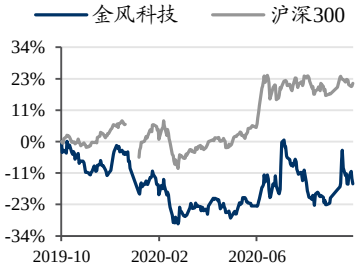
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	38,245	49,198	50,858	51,056
同比（%）	33.1%	28.6%	3.4%	0.4%
归母净利润（百万元）	2210	3014	3306	3529
同比（%）	-31.3%	36.4%	9.7%	6.7%
每股收益（元/股）	0.52	0.71	0.78	0.84
P/E（倍）	20.80	15.25	13.90	13.03

投资要点

- **20Q1-3 公司业绩 20.69 亿元，同比增长 30.07%：**20Q1-3 公司实现营收 370.31 亿元，同增 49.71%；实现归母净利 20.69 亿元，同增 30.07%，对应 EPS 为 0.49 元。其中 20Q3，实现营收 176.06 亿元，同增 95.59%；实现归母净利 7.94 亿元，同增 95.49%。Q3 对应 EPS 为 0.19 元。Q1-3 毛利率为 17.26%，同比下降 3.00pct，Q3 毛利率 17.11%，同比下降 2.01pct；Q1-3 归母净利率为 5.59%，同比下降 0.84pct，Q3 归母净利率 4.51%，同比下降 0.00pct，环比上升 1.79pct。收入和利润增长总体符合预期。
- **风场转让及参股公司减持的投资收益贡献主要业绩：**2020Q1-3 公司投资收益为 16.19 亿元，同比增长 63.44%，主要因为公司子公司持有的 Stockyard Hill Wind Farm (Holding) Pty Ltd.、朔州市平鲁区天石风电有限公司和朔州市平鲁区天润风电有限公司 49%股权完成交割所致。此外，2020Q1 公司减持金力永磁股份约 640.42 万股，对应投资收益约 2.35 亿元（税前），后续公司还将根据市场变化和业务发展灵活把握交易机会，适时处置所持有金力永磁剩余 5359.6 万股股份，持续为公司贡献投资收益。
- **风机业务在手订单略下滑，2MW 风机贡献主要销量，6MW 大风机占比提升。**截至 2020Q3，在手外部订单共计 15619.96 MW，同比减少 31%，其中已中标订单共计 1574MW，已签合同待执行订单共计 14,045.96MW。从在手订单和外销的结构来看，2MW 风机贡献主要销量，6MW 大风机占比提升。
- **风机招标价格回落，成本下降保障盈利：**19 年风电补贴退坡、行业进入加快建设期，供需关系变化使各机组投标均价逐渐走高，进入 20 年，新冠疫情影响叠加季度公开招标量断崖下滑，风机价格高点回落。2020 年 6 月，2.5MW 级别机组的投标均价为 3,707 元/千瓦，较上年同期价格上涨 3.46%。2020 年 6 月，3.0MW 级别机组的投标均价均为 3,507 元/千瓦，较去年同期下降 2.67%，虽然风机招标价格较高点有所回落，但风机成本跟随技术提升不断下降，盈利下降幅度有限。
- **招标量下滑，但平价项目结果超预期，风电消纳比例仍有上升空间：**2020 年 1-6 月，国内公开招标量达 11GW，同比下降 65.9%，行业先行指标有所回落；但 7 月平价结果公布，风电平价上网项目 158 个，共计 11.4GW 装机容量，同比 2019 年大增 153%，超预期。我们预计 2020 年行业装机有望达到 30~35GW，同比增长 25%~45%。20Q1-3 全国平均弃风率预计仍不超过 4%，风电消纳比例 6.2%，同比提升 0.8 个百分点，但相较于海外风电发展成熟的国家仍有较大发展空间，2019 年，欧盟 28 国的风电消纳比例高达 15%，其中丹麦 48%、爱尔兰 33%、葡萄牙 27%。
- **现金流同比改善显著，预收款大增保证业绩增长：**Q1-3 经营活动现金流量净流入 23.20 亿元，同比增长 458.31%；期末预收款项 143.97 亿元，较期初增长 46.90%。期末应收账款 219.8 亿元，较期初增长 64.17 亿元；应收账款周转天数下降 6.15 天至 136.86 天。期末存货 81.89 亿元，较期初上升 0.66 亿元；存货周转天数下降 4.37 天至 71.88 天。Q3 经营活动现金流量净额 6.52 亿元；存货下降 5.65 亿元至 81.89 亿元；应收账款增加 38.94 亿元至 219.8 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩为：30.1、33.1、35.3 亿元，同比+36.4%、+9.7%，+6.7%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈瑶
执业证号：S0600520070006
15111833381
chenyao@dwzq.com.cn
研究助理 黄钰豪
huangyh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.88
一年最低/最高价	8.80/13.47
市净率(倍)	1.38
流通 A 股市值(百万元)	36921.10

基础数据

每股净资产(元)	7.86
资产负债率(%)	68.10
总股本(百万股)	4225.07
流通 A 股(百万股)	3393.48

相关研究

1、《金风科技（002202）：毛利率拐点已现，业绩不达预期》2020-05-03
2、《金风科技（002202）：拐点或已出现，招标量价齐升》2019-10-28
3、《金风科技（002202）：抢装起量，毛利率探底》2019-08-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

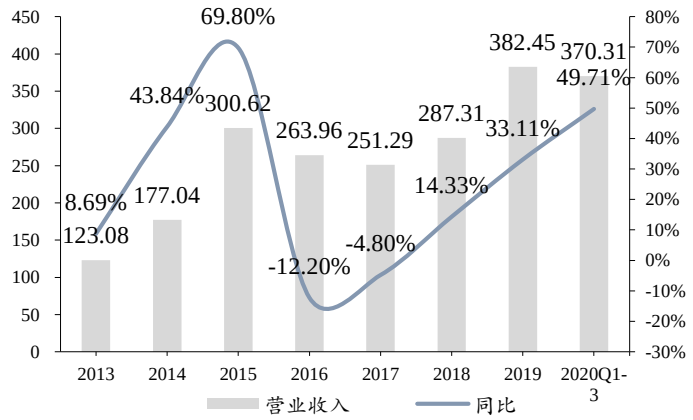
20Q1-3 公司业绩 20.69 亿元，同比增长 30.07%：公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营业收入 370.31 亿元，同比增长 49.71%；实现利润总额 23.77 亿元，同比增长 27.88%；实现归属母公司净利润 20.69 亿元，同比增长 30.07%，对应 EPS 为 0.49 元。其中 2020Q3，实现营业收入 176.06 亿元，同比增长 95.59%，环比增长 26.14%；实现归属母公司净利润 7.94 亿元，同比增长 95.49%，环比增长 109.06%。Q3 对应 EPS 为 0.19 元。Q1-3 毛利率为 17.26%，同比下降 3.00pct，Q3 毛利率 17.11%，同比下降 2.01pct，环比上升 1.32pct; Q1-3 归母净利率为 5.59%，同比下降 0.84pct，Q3 归母净利率 4.51%，同比下降 0.00pct，环比上升 1.79pct。收入和利润增长总体符合预期。

表 1：20Q1-3 收入 370.31 亿元，同比增长 49.71%；盈利 20.69 亿元，同比增长 30.07%

金风科技	20Q1-3	19Q1-3	同比	20Q3	19Q3	同比	20Q2	环比
营业收入	370.31	247.35	49.7%	176.06	90.02	95.6%	139.58	26.1%
毛利率	17.26%	20.27%	-3.00pct	17.11%	19.12%	-2.01pct	15.79%	1.32pct
营业利润	23.85	18.39	29.7%	9.45	4.16	126.9%	4.31	119.2%
利润总额	23.77	18.58	27.9%	9.42	4.35	116.5%	4.29	119.7%
归属母公司净利润	20.69	15.91	30.1%	7.94	4.06	95.5%	3.80	109.1%
扣非归母净利润	18.56	14.29	29.9%	7.11	4.08	74.4%	3.73	90.8%
归母净利率	5.59%	6.43%	-0.84pct	4.51%	4.51%	0.00pct	2.72%	1.79pct
股本	42.25	42.25	-	42.25	42.25	-	42.25	-
EPS	0.49	0.38	30.1%	0.19	0.10	95.5%	0.09	109.1%

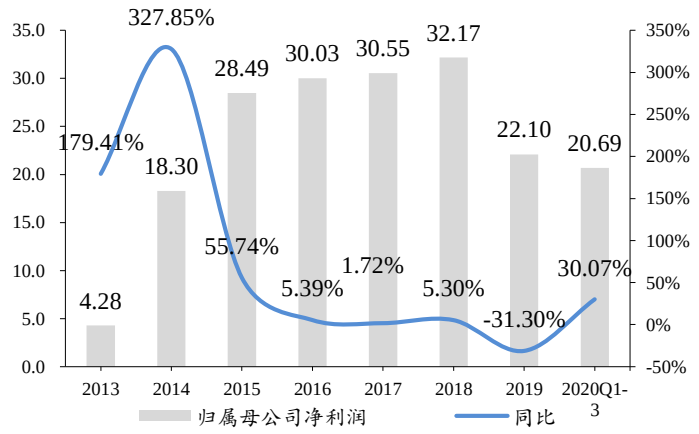
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1： Q1-3 收入 370.31 亿元，同比+49.71%



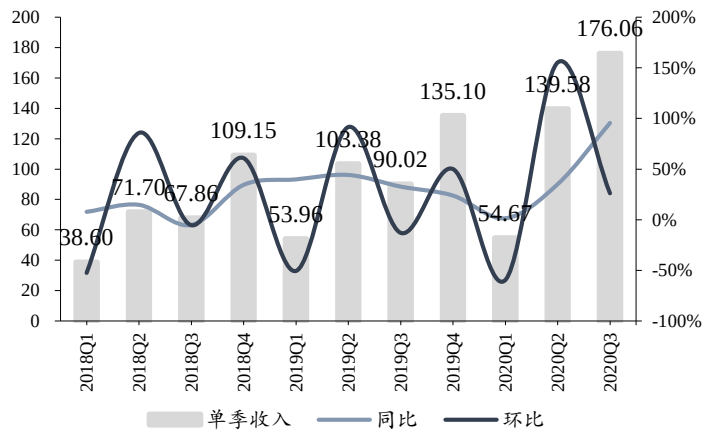
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：Q1-3 归母净利润 20.69 亿元，同比+30.07%



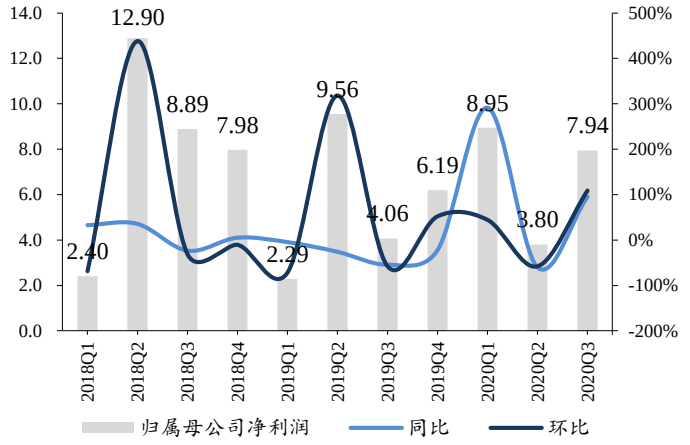
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3：Q3 收入 176.06 亿元，同比+95.59%



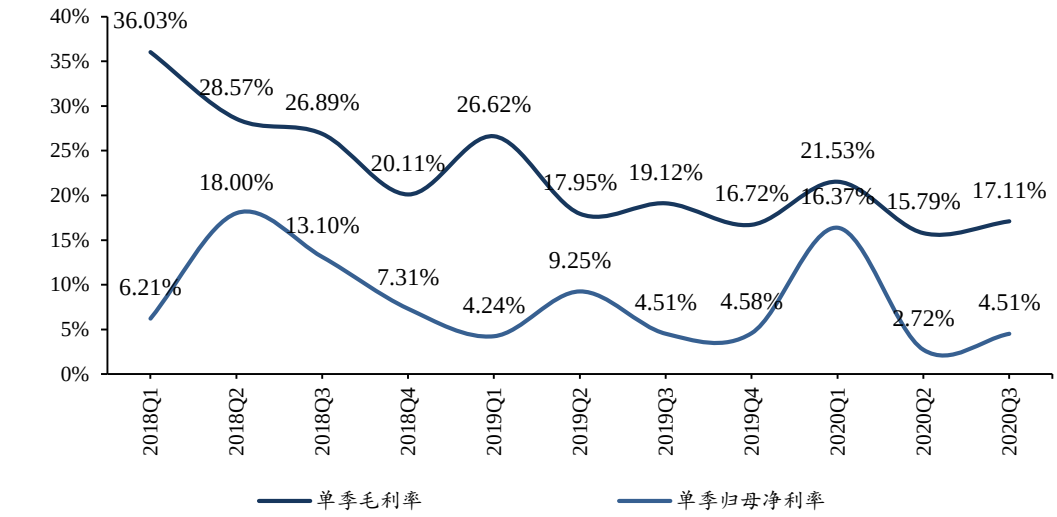
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 4：Q3 归母净利润 7.94 亿元，同比+95.49%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 5：Q3 毛利率、净利率同比-2.01、-0pct



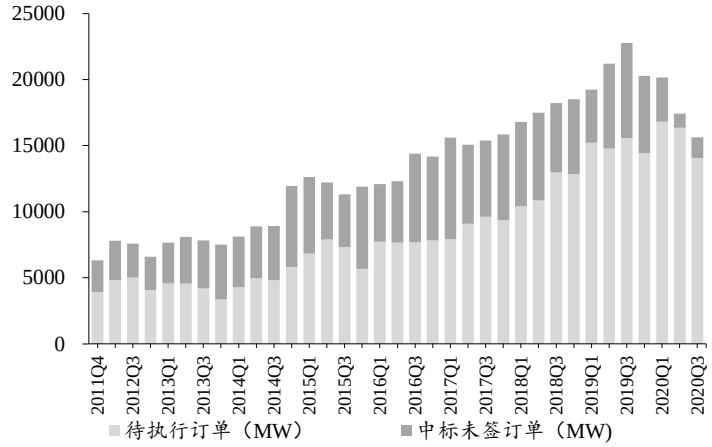
数据来源：WIND，东吴证券研究所

风场转让及参股公司减持的投资收益贡献主要业绩：2020Q1-3 公司投资收益为 16.19 亿元，同比增长 63.44%，主要因为公司子公司持有的 Stockyard Hill Wind Farm (Holding) Pty Ltd.、朔州市平鲁区天石风电有限公司和朔州市平鲁区天润风电有限公司 49%股权完成交割所致。此外，2020Q1 公司减持金力永磁股份约 640.42 万股，对应投资收益约 2.35 亿元(税前)，后续公司还将根据市场变化和业务发展灵活把握交易机会，适时处置所持有金力永磁剩余 5359.6 万股股份，持续为公司贡献投资收益。

Q1-3 风机销售 8.3GW，同比上升 58.6%。2020 年 Q1-3 全国新增风电并网装机容量 13.06GW，同比下降 0.2%，9 月装机 3.02GW，同比大增 51.8%。公司实现风机销售 8.3GW，同比上升 58.6%。

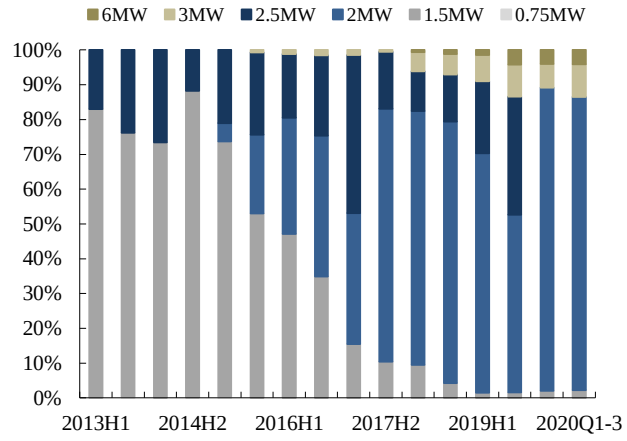
风机业务在手订单略下滑，2MW 风机贡献主要销量，6MW 大风机占比提升。截至 2020Q3，在手外部订单共计 15619.96 MW，同比减少 31%，其中已中标订单共计 1574MW，已签合同待执行订单共计 14,045.96MW。从在手订单和外销的结构来看，2MW 风机贡献主要销量，6MW 大风机占比提升：1）从在手订单来看，1.5MW 机组 149MW，占比 1%，2S 平台产品 7957MW 占比 51%，3S/4S 平台产品 5094MW，占比 33%，6S/8S 平台机组订单容量 2420MW，占比 15%。2）从 20Q1-3 销量上看，公司外销 8316MW，其中 1.5MW 销量 189MW，占比 2%；2S 销量 7009MW，占比 84%；3S 销量 774MW，占比 9%；6S 销量 344MW，占比 4%。2S、6S 平台占比分别同比提升 19 pct、2pct。同时截至 2020 年中公司海外在手外部订单共计 1591MW，同比增长 64.3%，大机型订单及海外订单占比的双重提升都将有利于公司毛利率修复。

图 6：公司 20Q1 -3 在手订单 15619.96MW



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 7：公司销售风机结构占比



数据来源：WIND，东吴证券研究所

表 2：公司风机销量结构

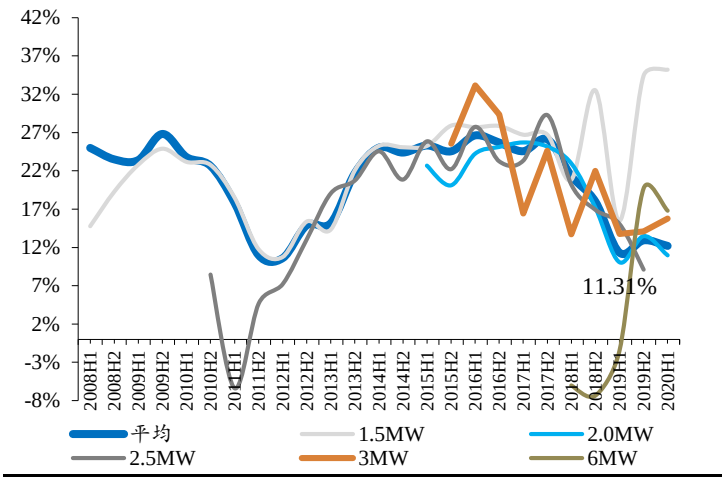
	1.5MW	2MW	2.5MW	3MW	6MW	合计
2019Q1-3 销量(MW)	62	3398	1156	506	123	5245
占比	1%	65%	22%	10%	2%	100%
2020Q1-3 销量(MW)	189	7009	0	774	344	8316
占比	2%	84%	0%	9%	4%	100%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

风机招标价格回落，成本下降保障盈利：19 年风电补贴退坡、行业进入加快建设期，供需关系变化使各机组投标均价逐渐走高，进入 20 年，新冠疫情影响叠加季度公开招标量断崖下滑，风机价格高点回落。2020 年 6 月，2.5MW 级别机组的投标均价为

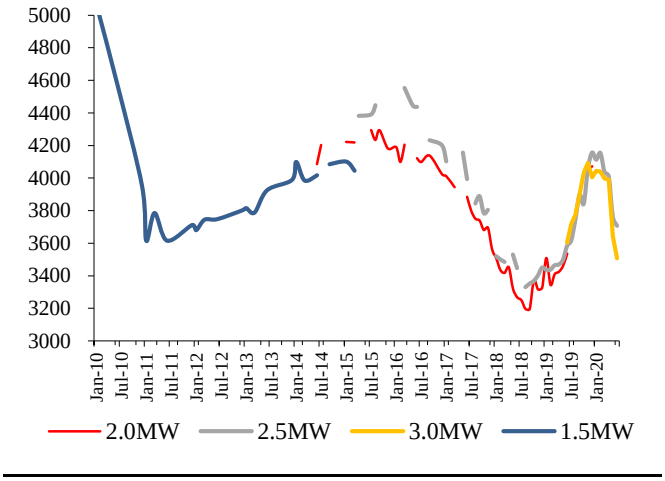
3,707 元/千瓦，较上年同期价格上涨 3.46%。2020 年 6 月，3.0MW 级别机组的投标均价均为 3,507 元/千瓦，较去年同期下降 2.67%，虽然风机招标价格较高点有所回落，但风机成本跟随技术提升不断下降，盈利下降幅度有限。

图 8：公司不同机型毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

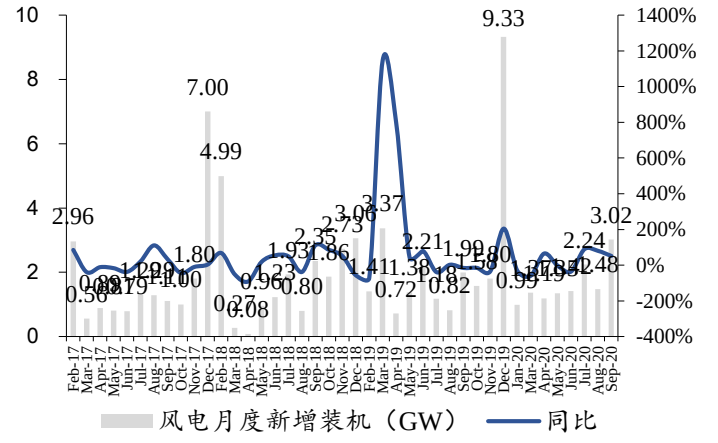
图 9：公司风机招标价格（元/千瓦）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

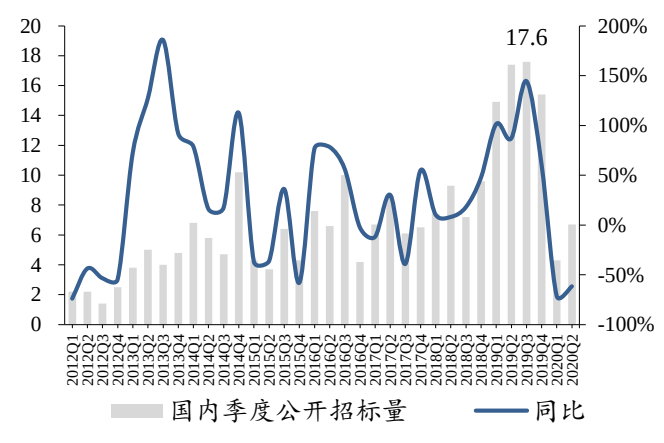
招标量下滑，但平价项目结果超预期，风电消纳比例仍有上升空间：2020 年 1-6 月，国内公开招标量达 11GW，同比下降 65.9%，行业先行指标有所回落；但 7 月平价结果公布，风电平价上网项目 158 个，共计 11.4GW 装机容量，同比 2019 年大增 153%，超预期。我们预计 2020 年行业装机有望达到 30~35GW，同比增长 25%~45%。20Q1-3 全国平均弃风率预计仍不超过 4%，风电消纳比例 6.2%，同比提升 0.8 个百分点，但相较于海外风电发展成熟的国家仍有较大发展空间，2019 年，欧盟 28 国的风电消纳比例高达 15%，其中丹麦 48%、爱尔兰 33%、葡萄牙 27%。

图 10：风电月度新增装机（GW）



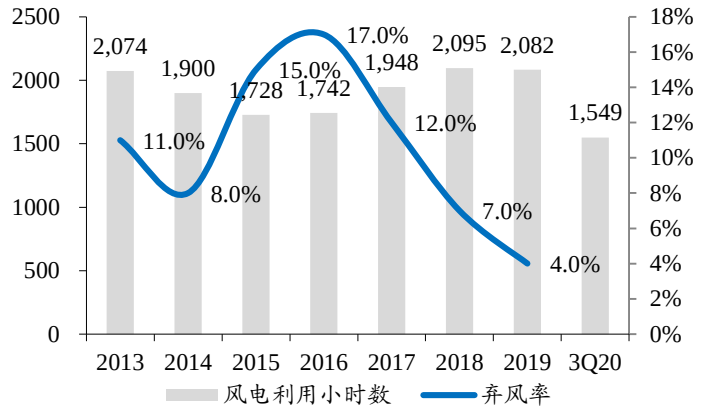
数据来源：中电联，东吴证券研究所

图 11：国内季度公开招标量（GW）



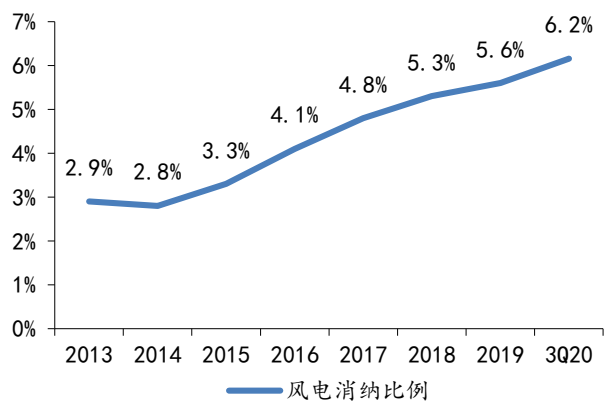
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：风电利用小时数（hr）及弃风率



数据来源：能源局，东吴证券研究所

图 13：风电消纳比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：2020 风电平价上网项目信息汇总表

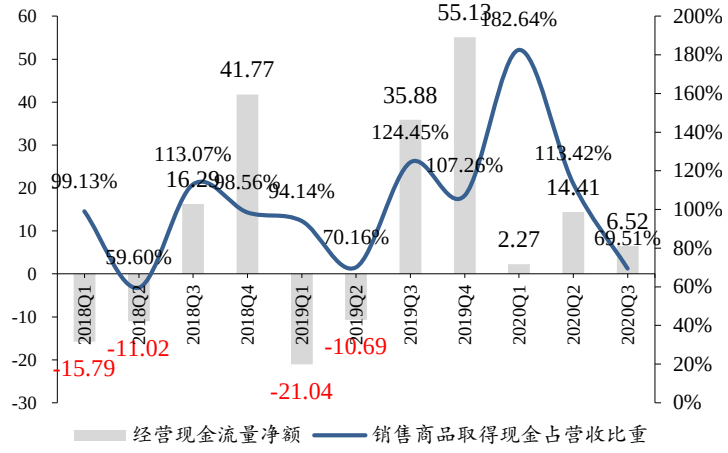
序号	省（区、市）	类别	项目个数	装机容量（GW）
1	天津	风电	9	0.41
2	山西	风电	2	0.24
3	辽宁	风电	4	0.19
4	吉林	风电	17	1.31
5	黑龙江	风电	28	2.45
6	江苏	风电	2	0.07
7	安徽	风电	12	0.90
8	山东	风电	10	0.64
9	河南	风电	15	0.34
10	湖北	风电	8	0.50
11	广东	风电	11	0.69
12	广西	风电	34	3.05
13	陕西	风电	3	0.45
14	新疆	风电	3	0.15
累计			158	11.40

数据来源：能源局，东吴证券研究所

现金流同比改善显著，预收款大增保证业绩增长：Q1-3 经营活动现金流量净流入 23.20 亿元，同比增长 458.31%；销售商品取得现金 380.53 亿元，同比增长 61.69%。期末预收款项 143.97 亿元，较期初增长 46.90%。期末应收账款 219.8 亿元，较期初增长 64.17 亿元，系公司风机销量增加导致应收整机款增加所致；应收账款周转天数下降 6.15 天至 136.86 天。期末存货 81.89 亿元，较期初上升 0.66 亿元；存货周转天数下降 4.37 天至 71.88 天。Q3 经营活动现金流量净额 6.52 亿元，有所强化；存货下降 5.65 亿元至

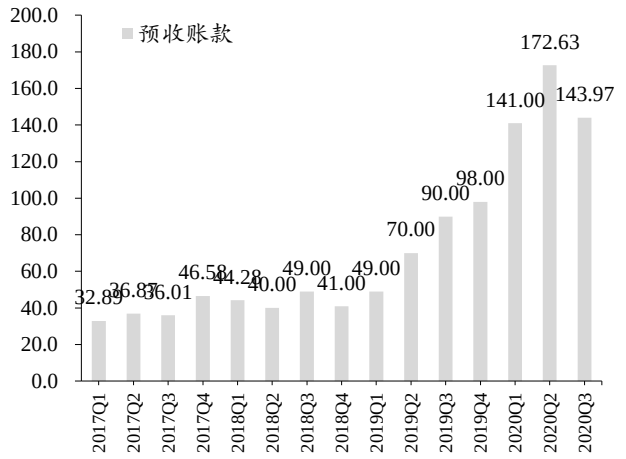
81.89 亿元；应收账款增加 38.94 亿元至 219.8 亿元。

图 11：Q1-3 经营活动现金流量净流入 23.20 亿元，同比+458.31%



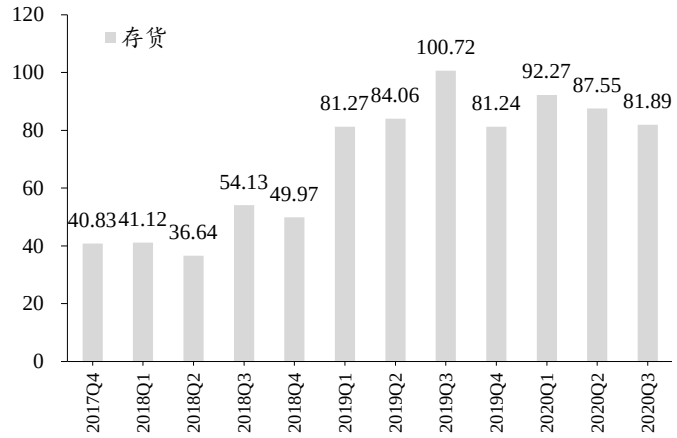
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 12：Q1-3 期末预收款项 143.97 亿元，较期初+46.90%



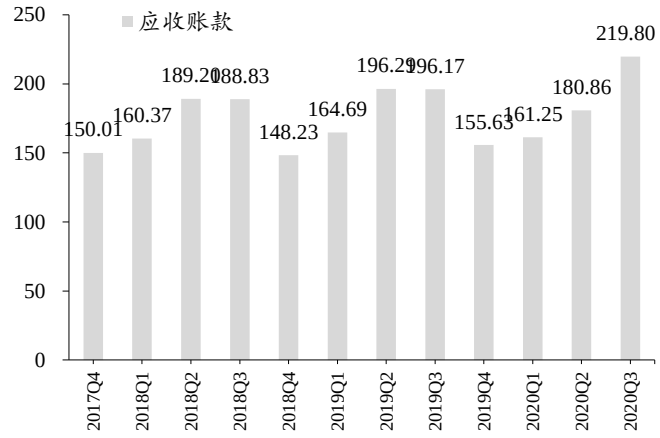
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 13：Q1-3 期末存货 81.89 亿元，较期初+0.66 亿元



数据来源：WIND，东吴证券研究所

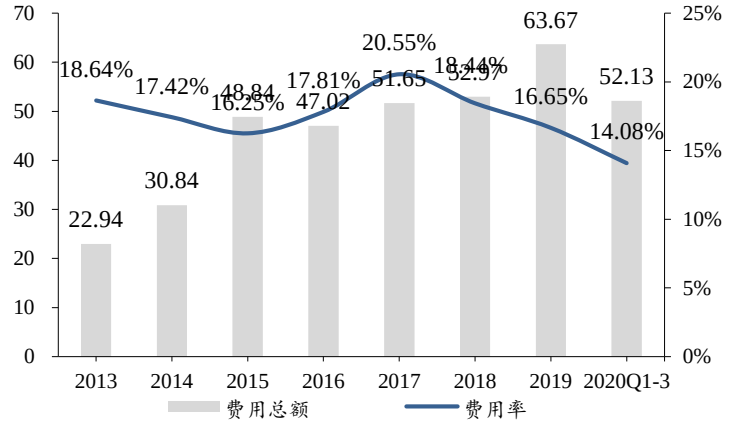
图 14：Q1-3 期末应收账款 219.8 亿元，较期初+64.17 亿元



数据来源：WIND，东吴证券研究所

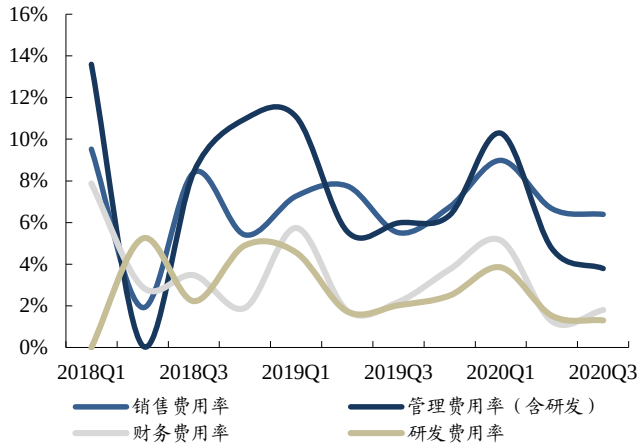
20Q1-3 期间费用 52.13 亿元，费用率 15.79%下降 4.92 个百分点至 14.08%。公司 2020Q1-3 费用同比增长 10.93%至 52.13 亿元，期间费用率下降 4.92 个百分点至 14.08%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 50.67%、上升 10.51%、上升 7.46%、上升 12.44%至 25.47 亿元、18.9 亿元、6.54 亿元、7.76 亿元；费用率分别上升 0.04、下降 4.27、下降 0.69、下降 0.69 个百分点至 6.88%、5.10%、1.77%、2.10%。Q3，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+126.64%/+23.91%/+25.84%/+61.17%，费用率分别为 6.39%/3.79%/1.31%/1.81%。

图 15：Q1-3 期间费用 52.13 亿元，同比+10.93%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 16：Q3 期间费用率 11.99%，同比-1.7pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩为：30.1、33.1、35.3 亿元，同比+36.4%、+9.7%，+6.7%，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

请务必阅读正文之后的免责声明部分

金风科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**48444.2**	**54213.5**	**58494.2**	**59200.9**
现金	7247.5	8364.2	10236.3	9201.5
应收款项	16750.9	24261.9	25080.4	24239.6
存货	8123.8	9317.3	9019.1	9816.1
其他	16321.9	12270.1	14158.4	15943.7
非流动资产	**54612.9**	**61190.5**	**61550.8**	**65534.4**
长期股权投资	4491.1	5321.8	6152.6	6983.3
固定资产	29010.4	34870.1	34512.4	37778.2
无形资产	3385.0	3272.2	3159.3	3046.5
其他	17726.4	17726.4	17726.4	17726.4
资产总计	**103057.1**	**115404.1**	**120044.9**	**124735.3**
流动负债	**49568.9**	**59413.8**	**61119.5**	**62223.9**
短期借款	5705.3	5074.2	4749.9	5176.5
应付账款	25428.0	35095.1	36189.5	35419.9
其他	18435.6	19244.6	20180.1	21627.5
非流动负债	**21263.9**	**22021.6**	**22975.0**	**24445.9**
长期借款	15046.4	15046.4	15046.4	15046.4
其他	6217.6	6975.2	7928.7	9399.5
负债总计	**70832.8**	**81435.4**	**84094.5**	**86669.7**
少数股东权益	1549.1	1547.2	1545.1	1542.9
归属母公司股东权益	30675.1	32421.5	34405.3	36522.7
负债和股东权益总计	**103057.1**	**115404.1**	**120044.9**	**124735.3**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5928.8	10787.2	5628.5	5424.5
投资活动现金流	-10266.6	-7771.7	-2109.6	-5974.3
筹资活动现金流	6131.1	-1898.8	-1646.9	-485.0
现金净增加额	1795.4	1116.7	1872.0	-1034.8
折旧和摊销	1509.9	1386.8	1799.4	2040.6
资本开支	-5293.5	-6941.0	-1278.8	-5143.6
营运资本变动	3344.5	6438.3	574.8	-92.8
企业自由现金流	2600.3	2971.4	3744.8	-372.2

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**38244.6**	**49197.7**	**50857.5**	**51055.9**
营业成本	30972.8	40009.4	41149.7	41224.1
营业税金及附加	109.1	246.0	254.3	255.3
营业费用	2602.4	3345.4	3305.7	3267.6
管理费用	1621.3	3443.8	3356.6	3318.6
财务费用	1197.4	813.9	742.8	745.5
投资净收益	1339.5	1950.0	1545.3	1611.6
其他	-509.7	296.0	304.3	305.3
营业利润	**2571.4**	**3585.2**	**3898.0**	**4161.7**
营业外净收支	-10.3	-10.0	20.0	20.0
利润总额	**2561.1**	**3575.2**	**3918.0**	**4181.7**
所得税费用	331.4	464.8	509.3	543.6
少数股东损益	19.9	96.4	102.3	109.1
归属母公司净利润	**2209.9**	**3014.0**	**3306.4**	**3529.0**
EBIT	3048.1	2399.1	3045.5	3245.6
EBITDA	4557.9	3785.9	4844.8	5286.2

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.52	0.71	0.78	0.84
每股净资产(元)	7.26	7.67	8.14	8.64
发行在外股份(百万股)	4225.1	4225.1	4225.1	4225.1
ROIC(%)	5.7%	4.2%	5.8%	6.1%
ROE(%)	7.2%	9.3%	9.6%	9.7%
毛利率(%)	19.0%	18.7%	19.1%	19.3%
EBIT Margin(%)	8.0%	4.9%	6.0%	6.4%
销售净利率(%)	5.8%	6.1%	6.5%	6.9%
资产负债率(%)	68.7%	70.6%	70.1%	69.5%
收入增长率(%)	33.1%	28.6%	3.4%	0.4%
净利润增长率(%)	-31.3%	36.4%	9.7%	6.7%
P/E	20.80	15.25	13.90	13.03
P/B	1.50	1.42	1.34	1.26
EV/EBITDA	25.63	33.65	26.85	25.09

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn