

## 金风科技(002202.SZ)

## 风机盈利水平承压，新增订单创新高

## 推荐（维持）

股价：11.04元

## 主要数据

|             |                            |
|-------------|----------------------------|
| 行业          | 电力设备及新能源                   |
| 公司网址        | www.goldwind.com.cn        |
| 大股东/持股      | 香港中央结算(代理人)有限公司<br>/18.28% |
| 实际控制人       |                            |
| 总股本(百万股)    | 4,225                      |
| 流通A股(百万股)   | 3,393                      |
| 流通B/H股(百万股) | 774                        |
| 总市值(亿元)     | 426                        |
| 流通A股市值(亿元)  | 375                        |
| 每股净资产(元)    | 8.31                       |
| 资产负债率(%)    | 70.5                       |

## 行情走势图



## 证券分析师

皮秀 投资咨询资格编号  
S1060517070004  
PIXIU809@pingan.com.cn



## 事项：

公司发布2022年报，实现营业收入464.37亿元，同比减少8.2%(未追溯调整2021年会计数据，调整后为同比减少8.8%)，归母净利润23.83亿元，同比减少31.1%(未追溯调整2021年会计数据，调整后为同比减少36.1%)，扣非后净利润19.87亿元，EPS 0.56元，拟每10股派发现金红利1.2元(含税)。2022Q4，实现营收202.73亿元，同比增长18.71%，归母净利润0.19亿元，同比减少96.2%。

## 平安观点：

- **风机毛利率大幅低于预期，后续有望修复。**2022年，公司风机业务对外销量13.87GW，同比增长约30%，风机业务(不含零部件)整体的毛利率5.9%，同比下降约12个百分点，其中2022年下半年风机业务的毛利率2.3%，明显低于市场预期。2022年下半年中速永磁产品已经成为公司的绝对主力产品，对外销量7.92GW，占下半年风机总销量的80%，该款产品下半年的销售单价进一步下降至1.78元/W(不含税)，但单位成本基本持平，导致毛利率较低并拖累风机业务整体毛利率。展望未来，预计陆上风机的价格仍然处于下行趋势并盈利承压，但盈利水平相对较高的海上风机业务营收占比有望提升并推升公司风机业务整体毛利率。
- **新增风机订单规模创历史新高，下游需求形势向好。**截至2022年底，公司在手风机订单约26.6GW，推算2022年净新增的风机订单约23.6GW，同比增长79%，其中2022Q4新增的风机订单12.7GW；公司2022年风机新增订单规模创历史新高。2022年公司风机新增订单放量与国内风机招标的大形势有关，据统计，2022年国内风机招标规模98.5GW，同比增长82%，同时，公司积极拓展海外市场，截至2022年底公司在手海外风机订单约4.5GW，同比增长96%。展望未来，国内海上和陆上风电需求有望进一步成长，且国内风机产业的全球竞争力增强，国内风机企业出口的形势有望进一步向好。
- **风电运营和风电服务业务较快增长，成为公司整体经营业绩的压舱石。**风电运营方面，2022年公司新投产的权益风电场规模1745MW，转让规模

|           | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 50,571 | 46,437 | 54,050 | 60,269 | 66,555 |
| YOY(%)    | -10.1  | -8.2   | 16.4   | 11.5   | 10.4   |
| 净利润(百万元)  | 3,457  | 2,383  | 2,747  | 4,048  | 5,690  |
| YOY(%)    | 16.7   | -31.1  | 15.3   | 47.3   | 40.6   |
| 毛利率(%)    | 22.6   | 17.7   | 18.7   | 20.4   | 22.4   |
| 净利率(%)    | 6.8    | 5.1    | 5.1    | 6.7    | 8.5    |
| ROE(%)    | 9.7    | 6.3    | 6.8    | 9.3    | 11.8   |
| EPS(摊薄/元) | 0.82   | 0.56   | 0.65   | 0.96   | 1.35   |
| P/E(倍)    | 13.5   | 19.6   | 17.0   | 11.5   | 8.2    |
| P/B(倍)    | 1.4    | 1.3    | 1.2    | 1.1    | 1.0    |

685MW (实现股权投资收益 11.2 亿元),截至 2022 底公司在运的权益装机规模 7078MW,较年初增加 1010MW;2022 年公司风电场投资与开发业务收入 69.1 亿元,同比增长 22.15%。风电服务方面,截至 2022 年底公司国内外后服务业务在运项目容量近 28GW,同比增长 20.9%;2022 年公司实现风电服务收入 56.47 亿元,其中,后服务收入 24.63 亿元,同比增长 25.19%。整体来看,风电运营和转让、风电服务业务后续有望持续稳健增长,是公司整体经营业绩的压舱石,也是公司应对本轮风机价格战的底气所在。

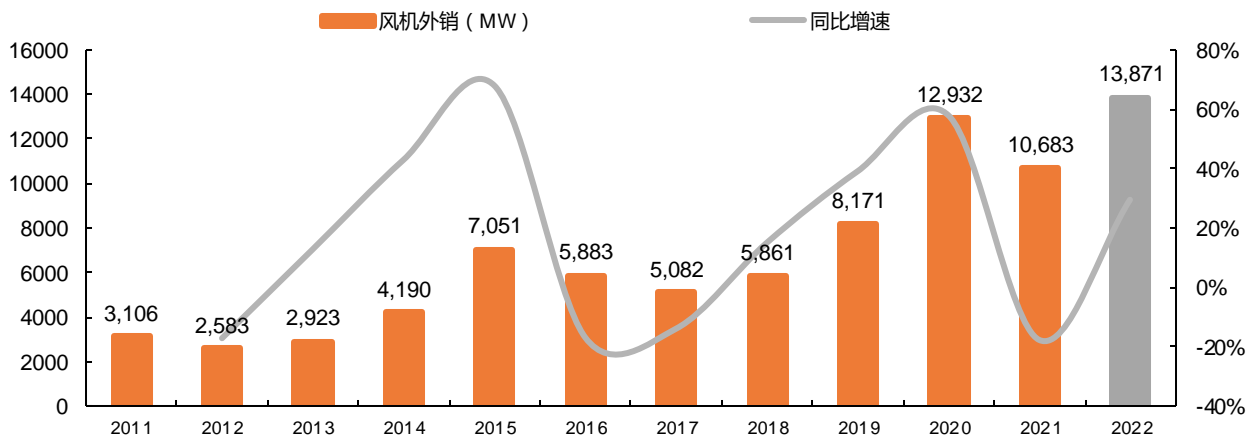
- **投资建议。**考虑风机业务盈利水平低于预期,调整公司盈利预测,预计 2023-2025 年归母净利润 27.47 亿元(原预测值 34.03 亿元)、40.48 (原预测值 43.92 亿元)、56.90 亿元(新增),对应 EPS 分别为 0.65、0.96、1.35 元,动态 PE 17.0、11.5、8.2 倍。尽管盈利水平承压,公司仍然维持国内规模最大风机企业地位,未来有望通过降本增效提升风机业务竞争力,而风电运营和风电服务业务较快成长并成为公司整体经营业绩的压舱石,综合这些因素,维持公司“推荐”评级。
- **风险提示。**(1) 国内风电市场需求与宏观经济、政策以及风电自身的降本能力等因素有关,可能存在国内市场需求不及预期的风险。(2) 公司正在积极拓展海外市场,海外业务的整体不确定相对较大。(3) 当前风机行业竞争激烈,如果公司不能通过持续的技术进步提升风机产品竞争力,风机业务盈利水平可能压力较大。

图表1 公司各类风机产品的销量、营收、毛利率情况

| 产品类型  |         | 2019   | 2020    | 2021    | 2022H1  | 2022H2  | 2022   |
|-------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 1.5MW | 收入(亿元)  | 4.84   | 9.62    | 2.56    | 0.07    | 0.10    | 0.18   |
|       | 毛利率(%)  | 25.58  | 26.19   | 22.57   | 4.78    | 2.77    | 3.60   |
|       | 销量(MW)  | 130.8  | 301.7   | 60.15   | 1.50    | 1.5     | 3.00   |
|       | 每瓦成本(元) | 2.75   | 2.35    | 3.30    | 4.63    | 6.68    | 5.66   |
|       | 每瓦收入(元) | 3.70   | 3.19    | 4.26    | 4.86    | 6.87    | 5.87   |
| 2S    | 收入(亿元)  | 225.98 | 341.81  | 132.46  | 26.09   | 3.79    | 29.88  |
|       | 毛利率(%)  | 11.58  | 13.85   | 13.66   | 12.17   | -44.19  | 5.02   |
|       | 销量(MW)  | 7085.9 | 10714.3 | 4114.4  | 912.0   | 186.2   | 1098.2 |
|       | 每瓦成本(元) | 2.82   | 2.75    | 2.78    | 2.51    | 2.94    | 2.58   |
|       | 每瓦收入(元) | 3.19   | 3.19    | 3.22    | 2.86    | 2.04    | 2.72   |
| 3/4S  | 收入(亿元)  | 25.86  | 58.91   | 130.72  | 58.82   | 42.24   | 101.06 |
|       | 毛利率(%)  | 13.98  | 14.11   | 13.17   | 12.36   | 3.75    | 8.76   |
|       | 销量(MW)  | 701.0  | 1434.06 | 4449.42 | 2233.05 | 1545.65 | 3778.7 |
|       | 每瓦成本(元) | 3.17   | 3.53    | 2.55    | 2.31    | 2.63    | 2.44   |
|       | 每瓦收入(元) | 3.69   | 4.11    | 2.94    | 2.63    | 2.73    | 2.67   |
| 6/8S  | 收入(亿元)  | 14.85  | 29.46   | 121.42  | 5.48    | 9.06    | 14.54  |
|       | 毛利率(%)  | 15.8   | 20.16   | 27.98   | 25.07   | 13.90   | 18.11  |
|       | 销量(MW)  | 253.3  | 481.65  | 1950.75 | 138.0   | 230.0   | 368.0  |
|       | 每瓦成本(元) | 4.94   | 4.88    | 4.48    | 2.98    | 3.39    | 3.24   |
|       | 每瓦收入(元) | 5.86   | 6.12    | 6.22    | 3.97    | 3.94    | 3.95   |
| MSPM  | 收入(亿元)  |        |         | 2.1     | 13.65   | 140.8   | 154.47 |
|       | 毛利率(%)  |        |         | 7.26    | 10.17   | 2.3     | 3.0    |
|       | 销量(MW)  |        |         | 108.5   | 701.55  | 7921.2  | 8622.7 |
|       | 每瓦成本(元) |        |         | 1.79    | 1.75    | 1.74    | 1.74   |
|       | 每瓦收入(元) |        |         | 1.94    | 1.95    | 1.78    | 1.79   |

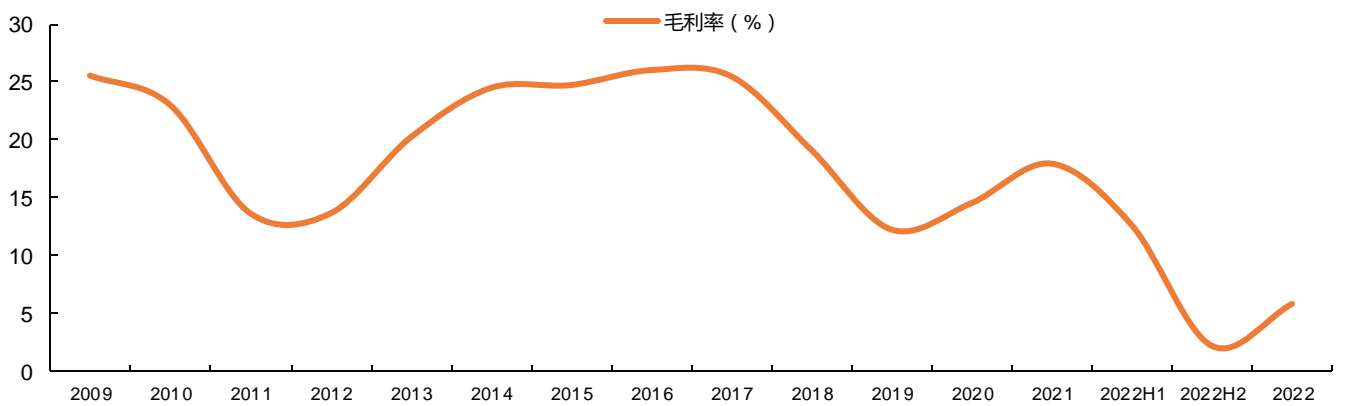
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 公司历年风机业务对外销售情况



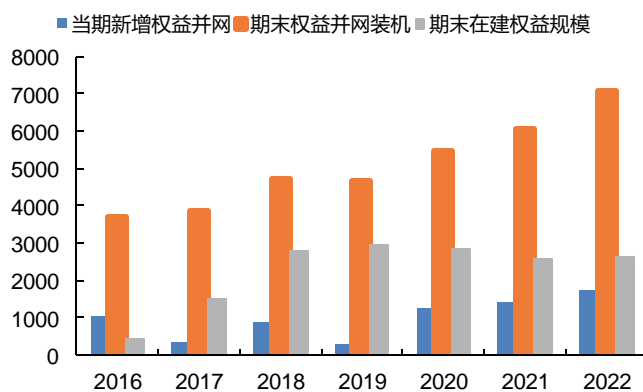
资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表3 历年公司风机业务毛利率情况



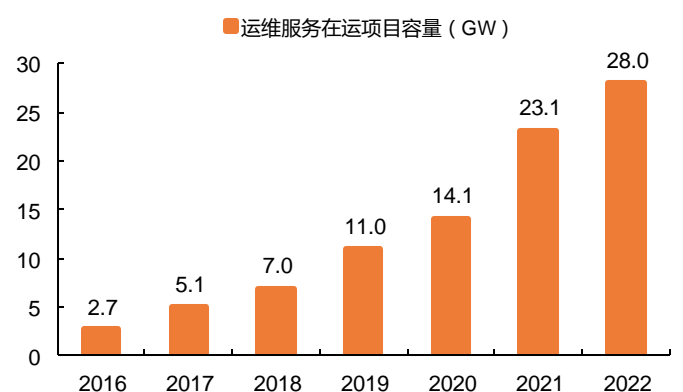
资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表4 公司在运风场权益装机规模稳步增长 (MW)



资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表5 公司后服务在运项目容量 (GW)



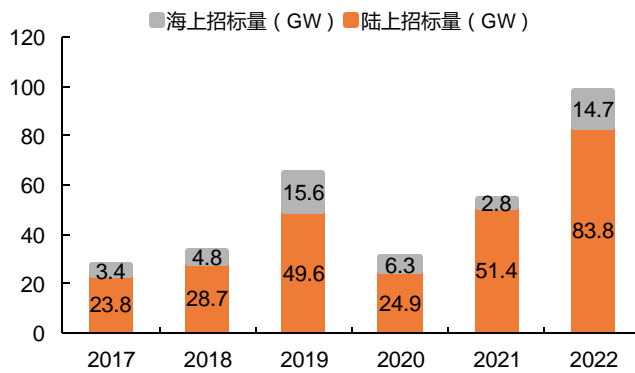
资料来源:WIND, 平安证券研究所

图表6 近年的风机在手订单及净新增订单情况 (MW)

| 年份   | 截至期末在手订单 | 当期交付  | 当期净新增订单 |
|------|----------|-------|---------|
| 2015 | 11908    | 7051  | 7012    |
| 2016 | 14176    | 5883  | 8151    |
| 2017 | 15856    | 5082  | 6762    |
| 2018 | 18510    | 5861  | 8515    |
| 2019 | 20281    | 8171  | 9942    |
| 2020 | 14398    | 12932 | 7049    |
| 2021 | 16875    | 10683 | 13160   |
| 2022 | 26604    | 13871 | 23599   |

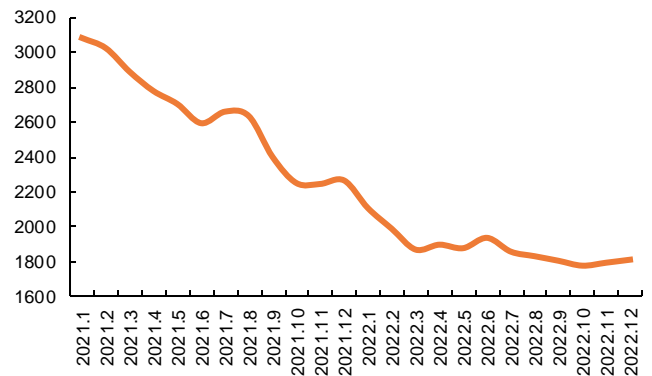
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表7 国内风机招标情况



资料来源: 金风科技, 平安证券研究所

图表8 国内陆上风机月度投标均价 (元/kW)



资料来源: 金风科技, 平安证券研究所

| 资产负债表            |         |         |         |         | 利润表             |              |              |              |              |
|------------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元           |         |         |         |         | 单位:百万元          |              |              |              |              |
| 会计年度             | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   | 会计年度            | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| <b>流动资产</b>      | 62,373  | 55,643  | 60,723  | 67,468  | <b>营业收入</b>     | 46,437       | 54,050       | 60,269       | 66,555       |
| 现金               | 15,628  | 11,087  | 12,942  | 15,904  | 营业成本            | 38,237       | 43,923       | 47,960       | 51,665       |
| 应收票据及应收账款        | 28,464  | 29,616  | 31,373  | 33,733  | 税金及附加           | 213          | 248          | 277          | 306          |
| 其他应收款            | 3,046   | 2,413   | 2,690   | 2,971   | 营业费用            | 3,193        | 3,513        | 3,857        | 4,193        |
| 预付账款             | 1,010   | 1,404   | 1,565   | 1,728   | 管理费用            | 1,924        | 2,054        | 2,230        | 2,396        |
| 存货               | 9,848   | 7,380   | 8,058   | 8,681   | 研发费用            | 1,589        | 1,730        | 1,808        | 1,897        |
| 其他流动资产           | 4,377   | 3,743   | 4,095   | 4,451   | 财务费用            | 1,078        | 1,481        | 1,460        | 1,451        |
| <b>非流动资产</b>     | 74,449  | 79,195  | 81,909  | 83,976  | 资产减值损失          | -359         | -540         | -603         | -666         |
| 长期投资             | 5,401   | 5,666   | 5,932   | 6,197   | 信用减值损失          | 304          | -159         | -177         | -196         |
| 固定资产             | 32,570  | 34,996  | 39,763  | 43,873  | 其他收益            | 373          | 340          | 340          | 340          |
| 无形资产             | 6,665   | 6,636   | 6,828   | 6,993   | 公允价值变动收益        | -117         | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动资产          | 29,814  | 31,897  | 29,385  | 26,914  | 投资净收益           | 2,368        | 2,410        | 2,410        | 2,410        |
| <b>资产总计</b>      | 136,822 | 134,838 | 142,632 | 151,444 | 资产处置收益          | 4            | 7            | 7            | 7            |
| <b>流动负债</b>      | 59,130  | 54,864  | 59,295  | 63,380  | <b>营业利润</b>     | 2,775        | 3,159        | 4,654        | 6,542        |
| 短期借款             | 1,172   | 0       | 0       | 0       | 营业外收入           | 36           | 40           | 40           | 40           |
| 应付票据及应付账款        | 39,533  | 36,103  | 38,657  | 40,936  | 营业外支出           | 40           | 40           | 40           | 40           |
| 其他流动负债           | 18,425  | 18,761  | 20,638  | 22,445  | <b>利润总额</b>     | 2,772        | 3,159        | 4,654        | 6,543        |
| <b>非流动负债</b>     | 37,346  | 37,346  | 37,346  | 37,346  | 所得税             | 335          | 382          | 562          | 791          |
| 长期借款             | 30,965  | 30,965  | 30,965  | 30,965  | <b>净利润</b>      | 2,437        | 2,777        | 4,092        | 5,752        |
| 其他非流动负债          | 6,382   | 6,382   | 6,382   | 6,382   | 少数股东损益          | 53           | 30           | 44           | 62           |
| <b>负债合计</b>      | 96,476  | 92,210  | 96,641  | 100,727 | <b>归属母公司净利润</b> | 2,383        | 2,747        | 4,048        | 5,690        |
| 少数股东权益           | 2,251   | 2,281   | 2,326   | 2,388   | EBITDA          | 6,432        | 8,005        | 10,166       | 12,692       |
| 股本               | 4,225   | 4,225   | 4,225   | 4,225   | EPS (元)         | 0.56         | 0.65         | 0.96         | 1.35         |
| 资本公积             | 12,148  | 12,148  | 12,148  | 12,148  | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 留存收益             | 21,722  | 23,974  | 27,292  | 31,956  | <b>会计年度</b>     | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 38,095  | 40,347  | 43,665  | 48,330  | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | 136,822 | 134,838 | 142,632 | 151,444 | 营业收入(%)         | -8.2         | 16.4         | 11.5         | 10.4         |
|                  |         |         |         |         | 营业利润(%)         | -35.9        | 13.8         | 47.3         | 40.6         |
|                  |         |         |         |         | 归属于母公司净利润(%)    | -31.1        | 15.3         | 47.3         | 40.6         |
|                  |         |         |         |         | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
|                  |         |         |         |         | 毛利率(%)          | 17.7         | 18.7         | 20.4         | 22.4         |
|                  |         |         |         |         | 净利率(%)          | 5.1          | 5.1          | 6.7          | 8.5          |
|                  |         |         |         |         | ROE(%)          | 6.3          | 6.8          | 9.3          | 11.8         |
|                  |         |         |         |         | ROIC(%)         | 6.0          | 6.8          | 8.1          | 10.3         |
|                  |         |         |         |         | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                  |         |         |         |         | 资产负债率(%)        | 70.5         | 68.4         | 67.8         | 66.5         |
|                  |         |         |         |         | 净负债比率(%)        | 40.9         | 46.6         | 39.2         | 29.7         |
|                  |         |         |         |         | 流动比率            | 1.1          | 1.0          | 1.0          | 1.1          |
|                  |         |         |         |         | 速动比率            | 0.8          | 0.8          | 0.8          | 0.8          |
|                  |         |         |         |         | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                  |         |         |         |         | 总资产周转率          | 0.3          | 0.4          | 0.4          | 0.4          |
|                  |         |         |         |         | 应收账款周转率         | 1.6          | 1.8          | 1.9          | 2.0          |
|                  |         |         |         |         | 应付账款周转率         | 1.5          | 1.9          | 2.0          | 2.0          |
|                  |         |         |         |         | <b>每股指标(元)</b>  |              |              |              |              |
|                  |         |         |         |         | 每股收益(最新摊薄)      | 0.56         | 0.65         | 0.96         | 1.35         |
|                  |         |         |         |         | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.34         | 0.78         | 2.07         | 2.40         |
|                  |         |         |         |         | 每股净资产(最新摊薄)     | 8.31         | 8.84         | 9.63         | 10.73        |
|                  |         |         |         |         | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                  |         |         |         |         | P/E             | 19.6         | 17.0         | 11.5         | 8.2          |
|                  |         |         |         |         | P/B             | 1.3          | 1.2          | 1.1          | 1.0          |
|                  |         |         |         |         | EV/EBITDA       | 10.6         | 9.1          | 7.0          | 5.5          |

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033