

金风科技 (2208 HK)

一季度风机出货强劲；毛利受压在预料之中

- ❖ **一季度风机出货量强劲。**金风科技发布了基于中国会计准则下的一季度业绩。运营收入同比增长 39.8%至人民币 53.96 亿元，公司第一次发布了季度风机出货量数据，一季度风机销售 929 兆瓦。我们认为风机销量增加是推动公司实现销售额强劲增长的主要来源。毛利方面，公司一季度实现人民币 14.36 亿元，毛利率同比下跌 9.4 个百分点至 26.6%，隐含公司的风机销售业务仍然受到较大的毛利率挤压。主要的开支方面，行政费用开支同比上涨 22.5%，我们判断与公司 3 月份进行的供股有一定关联，其它费用开支方面均维持良好控制。公司一季度实现净利润及扣非净利润分别为人民币 2.29 亿及 1.88 亿元，同比分别下跌 4.6%及 16.5%。
- ❖ **压力境况下，积极信号仍存。**根据公司业绩信息披露，我们观察到中国风电市场的两个积极信号，分别为 1) 一季度风机招标仍维持活跃，招标量达 14.9 吉瓦，其中 6 吉瓦来自内蒙平价项目，其余 8.9 吉瓦为存量已核准补贴项目；2) 平均投标报价呈回暖趋势，截止至 2019 年 3 月，2.0 及 2.5 兆瓦机组投标均价较 2018 年 8 月低位分别回升 6.7%及 4.0%。我们预期金风科技作为中国出货量最大的风机厂商，仍将随着低价订单逐步释放面临持续性的毛利率压力。基于对风机出货价格回升的预期，我们认为公司毛利率将在 2019 年四季度开始逆降回升。
- ❖ **短期风机出货料将加速。**面对潜在的政策不确定性，我们预期风电运营商将很可能加快项目建设节奏，从而拉动 2019 年短期风机出货量快速拉升。对于 2020 年及以后的新增装机需求，我们判断由于发改委和能源局仍优异抑制可再生能源补贴的快速扩张，风机销售量将呈一定不确定性，而这种不确定性也将使风电运营商更加集中地于 2019 年释放风机需求。
- ❖ **目前股价已反应市场担忧，维持持有评级。**金风的股价自 2018 年年报发布后已下跌 24.7%。我们认为股价表现已反映了市场对于公司风机销售毛利面临压力以及潜在政策影响所带来的担忧。尽管目前政策不确定性因素仍然高悬，我们仍然相信随着风机招标价格的回升以及平价项目需求的逐步释放，将会对风电市场带来积极信号。基于金风领先的市场规模及技术优势，我们预期公司的风机销售业务表现将在 2019 年四季度开始逐渐恢复。**我们对公司维持持有评级，目标价维持每股 9.25 港元。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	24,971	28,590	36,112	43,291	48,307
净利润(百万人民币)	2,984	3,145	3,073	3,812	4,299
EPS (人民币)	0.84	0.88	0.76	0.90	1.02
EPS 变动 (%)	0.6	5.4	-14.5	19.1	12.8
市盈率 (x)	11.0	10.5	12.2	10.3	9.1
市帐率 (x)	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0
股息率 (%)	2.2	2.7	2.0	2.3	2.6
权益收益率 (%)	13.2	12.6	10.3	11.1	11.4
净财务杠杆率 (%)	66.7	69.3	56.5	64.4	58.3

资料来源：公司及招银国际预测

持有(维持)

目标价	HK\$9.25
(此前目标价)	HK\$9.25)
潜在升幅	8.1%
当前股价	HK\$8.56

萧小川

电话: (852) 3900 0849

邮件: robinxiao@cmbi.com.hk

风电行业

市值(百万港元)	53,103
3 个月平均流通(百万)	105.04
52 周内高/低(港元)	14.34/5.32
总股本(百万)	3556.2

资料来源：彭博

股东结构

三峡集团	24.3%
安邦保险集团	13.5%
流通股	62.2%

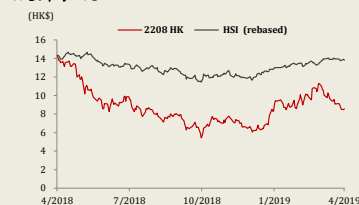
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-25.0%	-27.1%
3 月	2.3%	-5.8%
6 月	43.9%	19.4%
12 月	-35.5%	-34.7%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: 安永

公司网站: www.goldwindglobal.com

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售收入	24,971	28,590	36,112	43,291	48,307
风机销售	19,346	22,169	28,158	32,661	35,667
风电服务	2,057	1,647	2,182	2,708	2,655
风电投资	3,247	3,904	4,554	6,338	7,926
其它业务	321	870	1,218	1,584	2,059
销售成本	(17,505)	(21,247)	(28,534)	(33,117)	(36,407)
毛利	7,466	7,344	7,578	10,174	11,900
其它净收入	1,631	2,073	2,473	1,397	932
营销费用	(2,101)	(1,897)	(2,395)	(2,778)	(3,034)
行政费用	(2,520)	(2,738)	(2,889)	(3,030)	(3,381)
其它费用	(377)	(295)	(325)	(390)	(435)
息税前收益	4,098	4,487	4,442	5,373	5,982
融资成本净额	(818)	(1,071)	(1,071)	(1,164)	(1,215)
合资及联营企业	210	266	295	317	341
特殊项目	0	0	0	0	0
税前利润	3,491	3,682	3,665	4,526	5,109
所得税	(342)	(400)	(421)	(543)	(639)
减:非控制股东权益	(94)	(67)	(100)	(100)	(100)
永续中期票据持有人	(71)	(71)	(71)	(71)	(71)
净利润	2,984	3,145	3,073	3,812	4,299
0	0	0	0	0	0
核心净利润	2,984	3,145	3,073	3,812	4,299

资料来源:公司及招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
非流动资产	39,707	48,447	56,283	63,043	65,667
固定资产	22,838	25,509	32,019	38,032	39,885
预付款及其它应收	1,555	1,407	1,856	1,916	1,886
预付租金	302	292	313	334	353
合资及联营公司投资	2,391	3,660	3,927	4,221	4,539
其它非流动资产	12,620	17,578	18,168	18,540	19,005
流动资产	33,081	32,918	37,647	38,817	43,853
存货	4,083	4,997	4,988	6,054	6,695
现金及现金等价物	7,740	5,066	8,379	4,539	6,303
应收账款	17,048	16,895	18,571	22,272	24,851
预付款	2,650	4,526	4,330	4,470	4,400
其它流动资产	1,560	1,434	1,380	1,482	1,604
流动负债	29,600	31,601	36,480	41,058	44,160
应付账款	15,257	20,000	23,821	27,631	30,174
其它应付	6,360	6,372	6,403	7,249	8,089
借贷	5,999	3,470	4,896	5,055	5,141
其它流动负债	1,985	1,759	1,360	1,123	756
非流动负债	19,713	23,288	24,622	24,799	25,874
借贷	15,886	18,865	21,020	21,459	23,037
融资租赁	2,097	1,983	1,471	951	272
其它非流动负债	1,730	2,441	2,130	2,388	2,566
少数股东权益	788	1,514	1,614	1,714	1,814
永续中期票据	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495
净资产总额	21,192	23,466	29,718	32,793	36,178
股东权益	21,192	23,466	29,718	32,793	36,178

资料来源:公司及招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
息税前收益	4,098	4,487	4,442	5,373	5,982
折旧和摊销	1,133	1,381	1,592	2,092	2,530
运营资金变动	(1,562)	2,667	2,006	(1,444)	(1,053)
税务开支	(480)	(348)	(402)	(434)	(553)
其它	1,483	2,887	(3,042)	3,489	2,335
经营活动所得现金流	3,023	3,125	7,004	8,067	8,742
资本开支	(4,843)	(6,708)	(8,056)	(8,056)	(4,332)
联营公司	(1,083)	(1,270)	(266)	(295)	(317)
其它	(1,172)	(1,837)	(2,850)	(3,420)	(3,078)
投资活动所得现金净额	(7,098)	(6,114)	(11,172)	(11,771)	(7,727)
股份发行	0	0	4,744	0	0
净借贷	3,794	450	3,582	598	1,663
股息	(547)	(711)	(889)	(737)	(915)
其它	135	1,463	0	0	0
融资活动所得现金净额	3,382	1,201	7,437	(139)	748
现金增加净额	(693)	(1,787)	3,269	(3,843)	1,762
年初现金及现金等价物	7,526	6,746	5,012	8,281	4,438
汇兑	(88)	53	0	0	0
年末现金及现金等价物	6,746	5,012	8,281	4,438	6,201
受限制现金	983	38	98	101	103
定期存款	10	16	0	0	0
资产负债表现金	7,740	5,066	8,379	4,539	6,303

资料来源：公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售组合 (%)					
风机销售	77.5	77.5	78.0	75.4	73.8
风电服务	8.2	5.8	6.0	6.3	5.5
自营风电场	13.0	13.7	12.6	14.6	16.4
其它业务	1.3	3.0	3.4	3.7	4.3
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	29.9	25.7	21.0	23.5	24.6
税前利率	14.0	12.9	10.1	10.5	10.6
净利润率	11.9	11.0	8.5	8.8	8.9
有效税率	9.8	10.9	11.5	12.0	12.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.1	1.0	1.0	0.9	1.0
速动比率 (x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
现金比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
平均存货周转天数	53.2	58.0	50.5	46.5	48.2
平均应收款周转天数	247.0	216.7	179.2	172.2	178.0
平均应付周转天数	309.9	302.8	280.3	283.5	289.8
债务 / 股本比率 (%)	93.2	84.4	78.9	73.6	71.4
净负债/股东权益比率 (%)	66.7	69.3	56.5	64.4	58.3
回报率 (%)					
资本回报率	13.2	12.6	9.8	11.1	11.4
资产回报率	4.1	3.9	3.3	3.7	3.9
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.84	0.88	0.76	0.90	1.02
每股股息 (人民币)	0.20	0.25	0.18	0.22	0.24
每股账面价值 (人民币)	6.38	7.02	7.38	8.10	8.90

资料来源：公司及招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。