

# 金风科技 (2208 HK)

## 2017 上半年业绩符合预期，但销售指引下调

- ❖ **中期业绩符合预期。**金风科技（金风）公布了 2017 上半年的业绩。营业收入为 97.80 亿人民币，同比下降 9.8%。收入下滑的主要原因是风机销售下滑。金风对外风机销售量下降 21%，导致风机销售收入同比下降 20.5%。风电服务及风电场业务的收入增长抵消了部分风机销售收入下滑带来的消极影响，这两个业务板块的销售分别增长了 59.3%及 45.6%。据管理层介绍，为了更好地迎接海上风电机会及平价并网目标，金风增加了研发方面的开支，财务费用也随着风电装机的增加而扩大。管理及财务费用分别上升 16.0%和 29.5%。归母净利润为 10.98 亿人民币，同比下降 24.3%，符合公司指引及我们预期。
- ❖ **降低全年指引。**风机销售为 1,875 兆瓦。管理层披露约 8%的销售量来自海外市场，我们测算国内市场份额从 2016 的 27.1%上升至 2017 上半年的 28.7%。管理层预计全年目标市场份额将达到 30%以上。然而，由于针对林地建设等环保要求愈发严格，2017 年下游的风电运营商的新增装机受到明显拖累。管理层将风电销售全年目标增长由 0-10%下调至保持与 2016 年持平的 5.8 吉瓦，风电新增装机目标也从 1 吉瓦下调至 600 兆瓦。
- ❖ **海上及海外扩张为业绩亮点。**2017 上半年风机毛利率同比下滑 1.6 个百分点至 24.5%，主要是激烈的市场竞争导致的平均售价下滑。管理层预计未来几年平均售价下降压力将持续，但趋向缓和。我们对毛利率下降并不过度担心，因为金风在海上及海外市场均有较好的业绩增长亮点。金风在 2017 上半年获得了 503 兆瓦的海上订单，约占总海上风电竞标规模 1.5 吉瓦的 30%。管理层计划达到与陆上市场相同的市场份额。此外，海外销售在 2017 上半年扩大至 10%以上，说明在海外销售及提供服务渠道建设完成后，海外扩张加速。我们预计海上及海外市场将成为未来 2 年的主要增长动力。
- ❖ **维持持有评级。**我们认为金风在波动的风机销售市场中，通过抢占市场份额实现了比同业更高的经营效率。然而，基于环境控制变严带来的潜在市场不确定性以及风电运营商对装机扩张意愿减弱的情况，我们维持对于风电行业较为保守的判断。我们将 2017/18/19 的盈利预测下调 2.8/5.7/5.2%，从 32.54/33.39/36.83 亿人民币下调至 31.61/31.49/34.90 亿人民币。基于 9 倍 2018 年前瞻市盈率，我们将目标价小幅下调至每股 9.27 港元。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	29,846	26,174	27,433	29,228	31,293
净利润(百万人民币)	2,849	2,966	3,161	3,149	3,490
EPS (人民币)	0.81	0.83	0.89	0.89	0.98
EPS 变动 (%)	55	3	7	-0	11
市盈率 (x)	9.6	9.3	8.7	8.7	7.9
市帐率 (x)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	6.3	2.6	5.9	5.2	5.7
权益收益率 (%)	17.1	14.9	14.0	13.0	13.2
净财务杠杆率 (%)	37.9	52.8	48.0	54.4	58.8

数据来源：公司及招银国际预测

### 持有(维持)

目标价	HK\$9.27
(前目标价)	HK\$9.71)
潜在升幅	+7.30%
当前股价	HK\$8.64

### 萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

### 风电行业

市值(百万港元)	46,985
3 个月平均流通(百万)	22.16
52 周内高/低(港元)	10.46/7.82
总股本(百万)	3556.2

数据来源：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%

数据来源：彭博

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-0.6%	-3.7%
3 月	-1.9%	-9.5%
6 月	-11.8%	-24.1%

数据来源：彭博

### 股价表现



数据来源：彭博

审计师：安永

公司网站：[www.goldwindglobal.com](http://www.goldwindglobal.com)

## 财务摘要

### 利润表

年结:12月31日(百万人民币)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>销售收入</b>	<b>29,846</b>	<b>26,174</b>	<b>27,433</b>	<b>29,228</b>	<b>31,293</b>
风机销售	26,858	22,264	22,703	23,599	24,532
风电服务	1,282	1,246	1,272	1,336	1,403
风电投资	1,553	2,414	3,108	3,837	4,813
其它业务	153	250	350	455	546
销售成本	(22,069)	(18,616)	(19,525)	(20,681)	(21,980)
<b>毛利</b>	<b>7,777</b>	<b>7,558</b>	<b>7,908</b>	<b>8,547</b>	<b>9,313</b>
其它净收入	773	1,085	1,098	786	769
营销费用	(2,868)	(2,211)	(2,304)	(2,455)	(2,629)
行政费用	(1,636)	(1,940)	(1,811)	(1,929)	(2,065)
其它费用	(405)	(445)	(411)	(438)	(469)
<b>息税前收益</b>	<b>3,641</b>	<b>4,047</b>	<b>4,479</b>	<b>4,511</b>	<b>4,919</b>
融资成本净额	(556)	(687)	(846)	(905)	(936)
合资及联营企业	162	192	193	219	248
特殊项目	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>3,247</b>	<b>3,552</b>	<b>3,826</b>	<b>3,825</b>	<b>4,232</b>
所得税	(371)	(446)	(494)	(505)	(571)
非控制股东权益	(26)	(103)	(100)	(100)	(100)
永续中期票据持有人	0	(37)	(71)	(71)	(71)
<b>净利润</b>	<b>2,849</b>	<b>2,966</b>	<b>3,161</b>	<b>3,149</b>	<b>3,490</b>

数据来源: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)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>非流动资产</b>	<b>27,286</b>	<b>31,341</b>	<b>34,097</b>	<b>38,321</b>	<b>42,325</b>
固定资产	17,015	19,479	21,476	24,914	28,088
预付款及其它应收	1,939	1,595	1,849	1,849	1,849
预付租金	202	292	313	334	353
合资及联营公司投资	1,047	1,308	1,500	1,692	1,911
其它非流动资产	7,083	8,667	8,959	9,533	10,124
<b>流动资产</b>	<b>25,287</b>	<b>33,097</b>	<b>32,924</b>	<b>31,158</b>	<b>32,405</b>
存货	3,037	3,192	3,255	3,255	3,255
现金及现金等价物	6,147	7,534	10,535	7,608	7,292
应收账款	14,526	16,746	16,471	17,839	19,354
预付款	1,272	1,978	1,849	1,849	1,849
其它流动资产	304	3,646	814	608	655
<b>流动负债</b>	<b>20,959</b>	<b>24,663</b>	<b>23,013</b>	<b>21,477</b>	<b>22,499</b>
应付账款	14,275	14,473	12,804	13,310	13,836
其它应付	3,221	5,026	3,193	3,402	3,643
借贷	1,734	2,672	4,768	2,347	2,456
其它流动负债	1,730	2,492	2,248	2,418	2,564
<b>非流动负债</b>	<b>14,223</b>	<b>19,075</b>	<b>20,595</b>	<b>22,763</b>	<b>24,818</b>
借贷	10,761	15,419	16,608	18,485	20,361
融资租赁	2,203	2,367	2,705	2,945	3,075
其它非流动负债	1,260	1,290	1,282	1,334	1,382
<b>少数股东权益</b>	<b>629</b>	<b>723</b>	<b>823</b>	<b>923</b>	<b>1,023</b>
<b>永续中期票据</b>	<b>-</b>	<b>1,495</b>	<b>1,495</b>	<b>1,495</b>	<b>1,495</b>
<b>净资产总额</b>	<b>16,761</b>	<b>18,481</b>	<b>21,095</b>	<b>22,822</b>	<b>24,894</b>
<b>股东权益</b>	<b>16,761</b>	<b>18,481</b>	<b>21,095</b>	<b>22,822</b>	<b>24,894</b>

数据来源: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)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>息税前收益</b>	<b>3,641</b>	<b>4,047</b>	<b>4,479</b>	<b>4,511</b>	<b>4,919</b>
折旧和摊销	545	924	1,141	1,324	1,590
运营资金变动	1,492	(3,322)	(1,823)	(1,357)	(1,501)
税务开支	(162)	(439)	(496)	(495)	(512)
其它	(901)	1,454	1,483	827	544
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>4,776</b>	<b>3,103</b>	<b>3,458</b>	<b>3,949</b>	<b>4,050</b>
资本开支	(7,006)	(5,039)	(3,045)	(4,717)	(4,717)
联营公司	(130)	(261)	(192)	(193)	(219)
其它	(110)	(1,711)	0	0	0
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(7,245)</b>	<b>(7,011)</b>	<b>(3,237)</b>	<b>(4,910)</b>	<b>(4,936)</b>
股份发行	336	337	0	0	0
净借贷	614	5,596	3,285	(544)	1,986
股息	(1,053)	(1,313)	(547)	(1,423)	(1,417)
其它	(867)	626	0	0	0
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(970)</b>	<b>5,247</b>	<b>2,738</b>	<b>(1,967)</b>	<b>569</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(3,439)</b>	<b>1,338</b>	<b>2,959</b>	<b>(2,927)</b>	<b>(316)</b>
年初现金及现金等价物	9,524	6,141	7,526	10,530	7,603
汇兑	56	47	45	0	0
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>6,141</b>	<b>7,526</b>	<b>10,530</b>	<b>7,603</b>	<b>7,287</b>
受限制现金	159	740	477	235	246
定期存款	6	8	5	5	5
<b>资产负债表现金</b>	<b>6,306</b>	<b>8,274</b>	<b>11,012</b>	<b>7,843</b>	<b>7,537</b>

数据来源:公司及招银国际预测

**主要指标**

年结:12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>销售组合(%)</b>					
风机销售	90.0	85.1	82.8	80.7	78.4
风电服务	4.3	4.8	4.6	4.6	4.5
风电投资	5.2	9.2	11.3	13.1	15.4
其它业务	0.5	1.0	1.3	1.6	1.7
<b>合计</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>盈利能力比率(%)</b>					
毛利率	26.1	28.9	28.8	29.2	29.8
税前利率	10.9	13.6	13.9	13.1	13.5
净利润率	9.5	11.3	11.5	10.8	11.2
有效税率	11.4	12.6	12.9	13.2	13.5
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(x)	1.2	1.3	1.4	1.5	1.4
速动比率(x)	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3
现金比率(x)	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3
平均存货周转天数	40.9	43.4	42.9	40.6	38.0
平均应收款周转天数	157.9	218.1	221.0	214.2	216.9
平均应付周转天数	207.7	281.8	255.0	230.5	225.4
债务/股本比率(%)	71.8	87.4	91.3	82.5	83.2
净负债/股东权益比率(%)	37.9	52.8	48.0	54.4	58.8
<b>回报率(%)</b>					
资本回报率	17.0	14.8	14.0	12.9	13.2
资产回报率	5.4	4.6	4.7	4.5	4.7
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股盈利(人民币)	0.81	0.83	0.89	0.89	0.98
每股股息(人民币)	0.48	0.20	0.45	0.40	0.44
每股账面价值(人民币)	4.71	5.62	6.35	6.84	7.42

数据来源: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于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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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士。