

金風科技 (2208 HK)

市場份額擴大但增長放緩

- ❖ **領先的陸上風機製造商。**金風科技（金風）是在全球風電市場中領先的風機製造商，2016 年公司風機銷售收入占其總收入的 85.1%。2016 年，金風在全球和國內的市場份額分別超過 12% 和 27%，風機對外出貨量達 5,883 兆瓦。考慮到國內市場短期內政策不明朗且裝機量沒有增長，我們預計風機銷售增長略為緩慢，年均複合增長率僅為 7.7%，2017/18/19 年風機出貨量預計為 6,354/6,671/7,005 兆瓦。我們預測國內風機銷售隨市場份額增加將維持在個位數增長，而海外風機出貨量則將成為未來幾年的主要增長點。
- ❖ **由於市場競爭日益激烈，毛利率面臨一定壓力。**2016 年風機銷售的毛利率創下近幾年新高，為 25.5%。我們預計，在競爭日益激烈的國內市場和電網平價的影響下，風機銷售的毛利率面臨一定下行壓力，且由於公司需要購買更多的原材料以擴大單位風機規模，提高發電效率，我們認為風機成本降低的空間不大。鑒於風機平均售價預計將會走低，我們認為未來幾年風機業務的毛利率將小幅下滑，2017/18/19 年預計分別為 24.5%/23.8%/23.0%。
- ❖ **風電投資穩健增長。**風電投資是金風的第二大收入來源。截止 2016 年金風持有 3,680 兆瓦的權益風電裝機，並計劃每年新增 1 吉瓦風電裝機。儘管過去金風在新疆的業務限電情況嚴重，導致利用小時數從 2015 年 2,030 小時下跌至 2016 年 1,881 小時，我們相信未來限電情況將得到改善，利用小時數也將恢復。我們預計 2017/18/19 年風電利用小時數將增加至 1,900/1,950/2,000 小時，且風電業務收入將保持穩定增長。
- ❖ **孵化未來業務增長。**鑒於國內銷售趨于飽和，管理層近日公布孵化新業務模式的計劃，包括水處理和智能電網等。金風就 285 兆瓦風電項目的銷售事宜與蘋果公司達成交易，旨在滲透蘋果的綠色供應鏈，希望與蘋果公司通過智能電網解決方案達成進一步合作。此次交易在 2017 上半年略有延遲，但我們預計它仍將為金風 2017 年的業績貢獻 5 億人民幣的稅前利潤。金風還與南洋理工大學達成了一項涉及 3D 印刷水處理膜技術的合作，管理層預期該技術能夠將水處理成本降低三分之二。管理層計劃每年增加 50 萬噸的水處理能力，目標資本性支出為 10 億人民幣左右。
- ❖ **首次覆蓋給予持有評級。**鑒於金風業務特點傾向於製造業，我們採用市盈率乘數以估計其價值。金風的市盈率歷史範圍為 7.6-13.7 倍，平均 10.7 倍。考慮到風機銷售增長放緩以及中國政策不明朗帶來的負面影響，我們對金風使用 9.0 倍 2018 年市盈率，目標價為每股 9.71 港元，對應上漲空間 9.35%，首次覆蓋，我們給予持有評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	29,846	26,174	28,658	30,782	32,904
淨利潤 (百萬人民幣)	2,849	2,966	3,254	3,339	3,683
EPS (人民幣)	0.81	0.83	0.92	0.94	1.04
EPS 變動 (%)	55	3	10	3	10
市盈率 (x)	9.6	9.3	8.4	8.2	7.5
市帳率 (x)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	6.3	2.6	6.0	5.5	6.0
權益收益率 (%)	17.1	14.9	14.4	13.6	13.8
淨財務杠杆率 (%)	37.9	52.8	53.7	58.5	61.3

數據來源：公司及招銀國際預測

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$9.71
潛在升幅	+9.35%
當前股價	HK\$8.88

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	45,675
3 個月平均流通(百萬)	37.44
52 周內高/低(港元)	13.60/10.16
總股本(百萬)	2,736

數據源：彭博

股東結構

三峽集團	24.3%
安邦保險集團	13.5%
流通股	62.2%

數據源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	2.4%	-5.6%
3 月	4.4%	-7.2%
6 月	-10.3%	-24.5%

數據源：彭博

股價表現



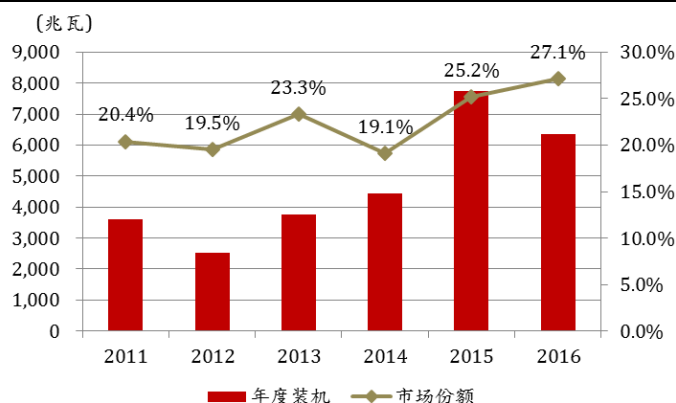
數據源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.goldwindglobal.com

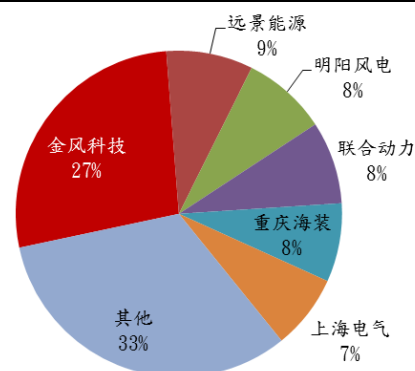
經營數據圖表

圖 1: 金風在未來幾年將繼續擴大市場份額



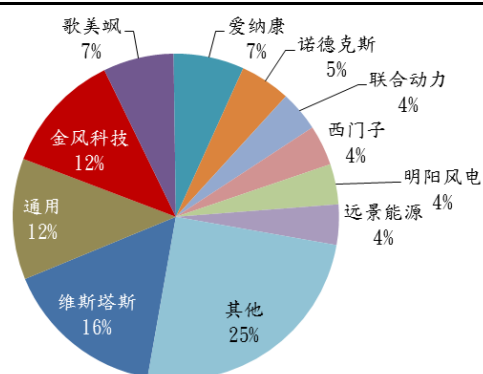
數據來源：中國風能協會及招銀國際

圖 2: 金風是國內風機市場的領導者



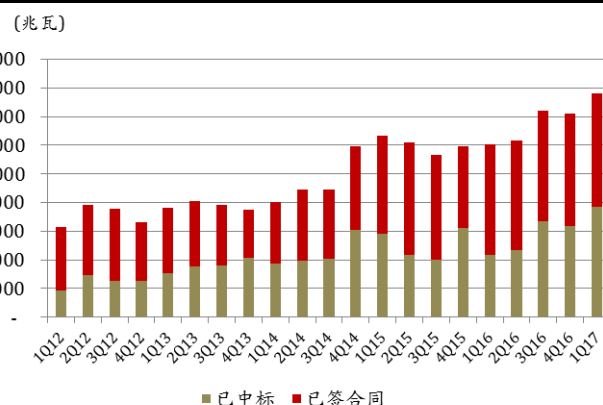
數據來源：中國風能協會及招銀國際

圖 3: 金風為全球前三大風機製造商之一



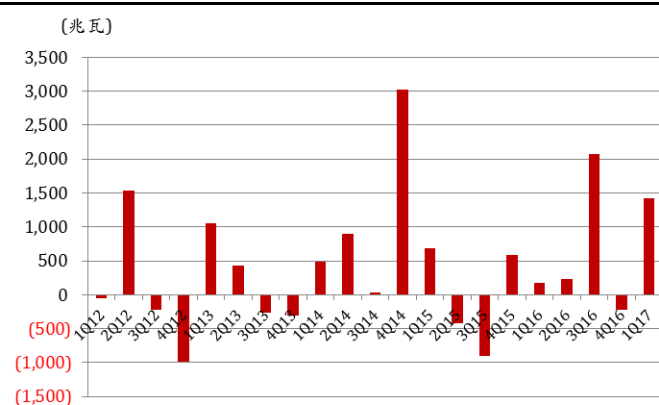
數據來源：中國風能協會及招銀國際

圖 4: 金風的每季在手訂單量于 2017 年第一季度達到歷史新高



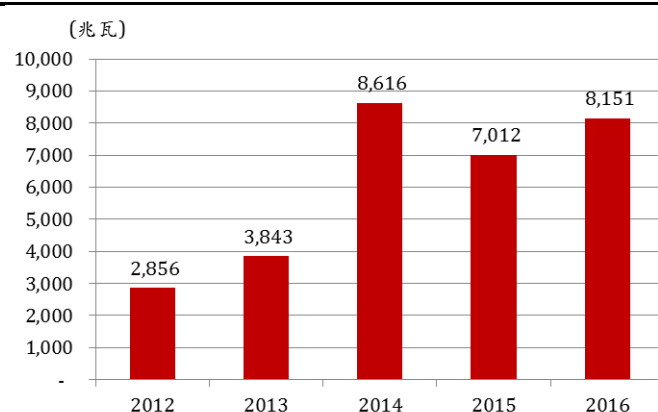
數據來源：公司及招銀國際

圖 5: 在手訂單量季環比變化



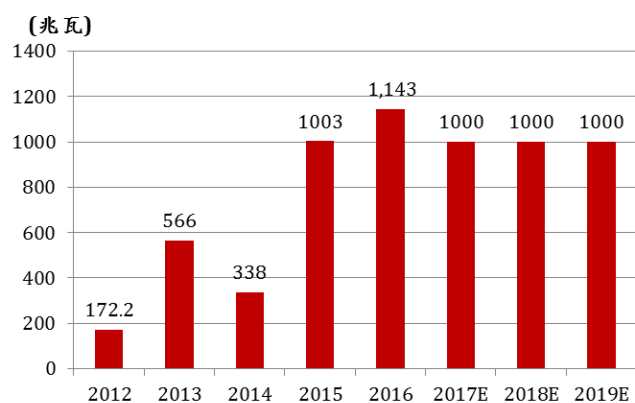
數據來源：公司及招銀國際

圖 6: 年度新獲訂單量估計



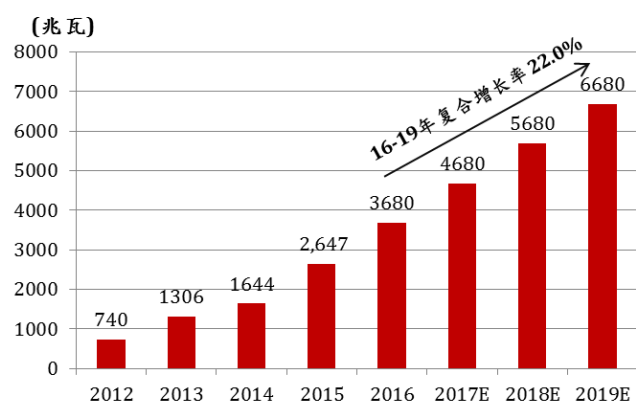
數據來源：公司及招銀國際

圖 7: 金風新增風電裝機



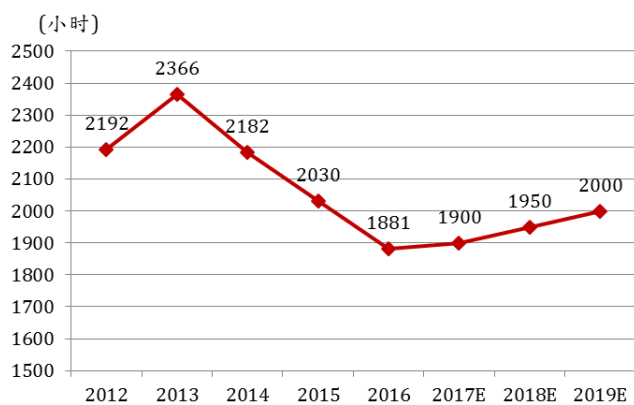
數據來源：公司及招銀國際預測

圖 8: 金風權益風電裝機



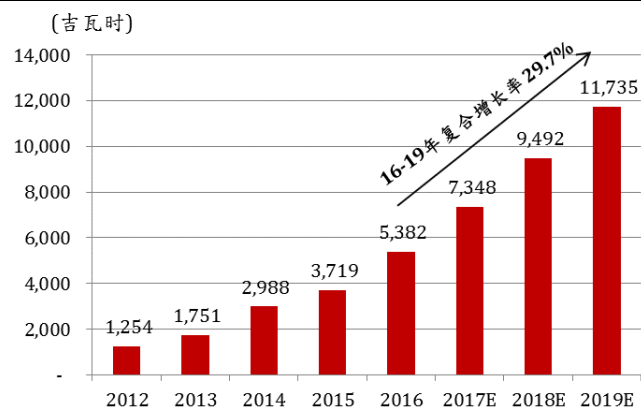
數據來源：公司及招銀國際預測

圖 9: 金風風電利用小時數



數據來源：公司及招銀國際預測

圖 10: 發電量 2016-19 年複合增長率達 29.7%



數據來源：公司及招銀國際預測

財務及估值

2016-19 年營業收入年複合增長率 7.9%，風電業務占比增大

儘管我們相信金風的風機銷售業務會繼續在激烈的市場競爭中繼續擴大其市場份額，但鑒於我們預測國內風機銷售市場沒有增長，我們預計金風風機銷售增長將有所放緩。我們預測風機製造業務的收入將從 2016 年 222.64 億人民幣上升至 2017/2018/2019 年 238.05/247.45/257.23 億人民幣，2016-19 年複合增長率 4.9%。我們相信，風電投資業務會成為金風未來幾年主要的增長動力，通過穩定的風電裝機增長，預計收入將從 2016 年 24.14 億人民幣增加至 2019 年 51.65 億人民幣，2016-19 年複合增長率 28.9%。因此，金風總收入預計將從 2016 年 261.74 億人民幣增長至 2019 年 329.04 億人民幣，年複合增長率 7.9%，我們同時預計風機製造業務的收入占比將從 2016 年 85.1% 下跌至 2019 年的 78.2%。

風電投資的增加平滑風機毛利波動

我們認為在激烈的市場競爭和電網平價的影響下，風機業務的利潤率正面臨被擠壓的風險。我們預測風機業務的毛利率將從 2016 年的 25.5% 逐漸下降至 2019 年的 23.0%。然而，由於利潤率較高的風電業務占比將持續擴大，我們相信利潤壓縮的負面影響將被削弱。我們預計公司層面的毛利率將維持穩定，從 2017 年的 28.7% 略微增加至 2018/2019 年的 29.4%/29.9%。我們認為金風在費用結構方面不會有明顯的變化，營業利潤將穩定增長，預計從 2016 年 38.86 億人民幣上升至 2017/2018/2019 年的 46.64/54.01/60.94 億人民幣。

雖然風電投資業務預計會為金風帶來穩定的利潤率，但同時也會帶來杠杆率上升的不良影響。風電投資是一資本密集型業務，因此會導致金風的淨負債比率顯著上升。我們預計淨負債比率將從 2016 年的 52.8% 上升至 2017/2018/2019 年的 53.7%/58.5%/61.3%。考慮到業務重點略有轉移，我們相信淨負債率處於可控範圍內。

淨利率 2016-19 年複合增長率為 7.5%，股本回報率約為 14%。

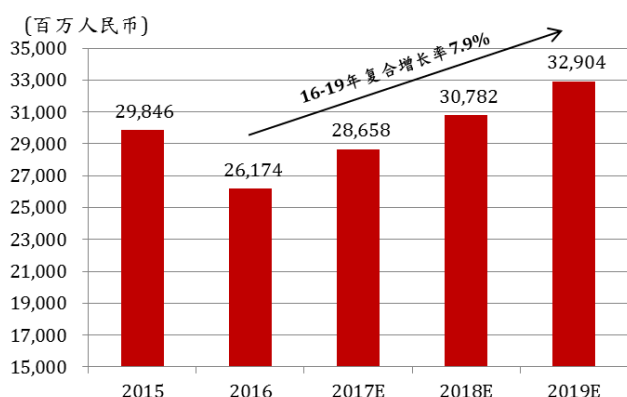
綜合我們對金風的看法，我們測算公司的盈利將從 2016 年的 29.66 億人民幣上升至 2017/2018/2019 年的 32.54/33.39/36.83 億人民幣，股本回報率分別為 14.3%/13.6%/13.8%。我們的盈利預測對應 2016-2019 年複合增長率 7.5%。

首次覆蓋給予持有評級。

鑒於金風業務特點傾向於製造業，我們採用市盈率乘數以估計其價值。金風的市盈率歷史範圍為 7.6-13.7 倍，平均 10.7 倍。考慮到風機銷售增長放緩以及中國政策不明朗帶來的負面影響，我們使用 9.0 倍的 2018 年前瞻市盈率。基於 1 港元 = 0.87 人民幣的匯率，我們得出目標價為每股 9.71 港元，對應上漲空間 9.35%。首次覆蓋給予**持有**評級。

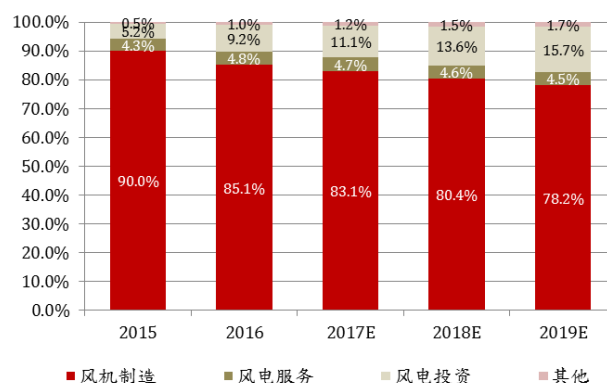
財務數據圖表

圖 11: 我們預計收入 2016-19 年複合增長率達 7.9%



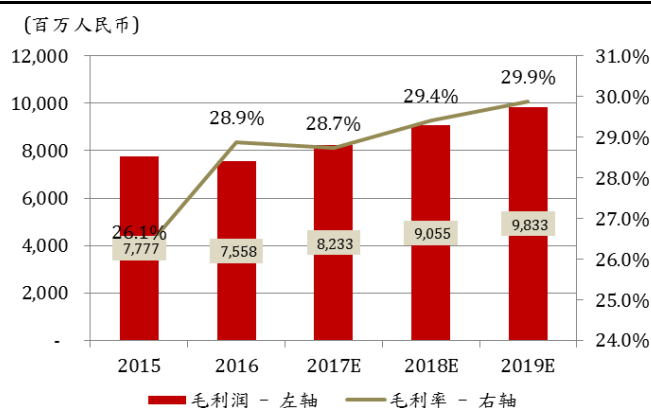
數據來源：公司及招銀國際預測

圖 12: 金風收入組合



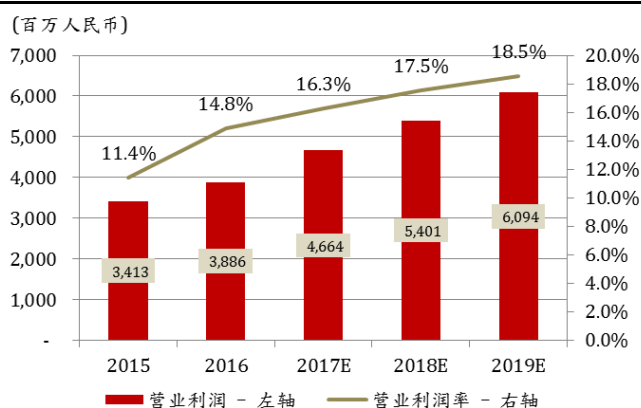
數據來源：公司及招銀國際預測

圖 13: 金風毛利及毛利率



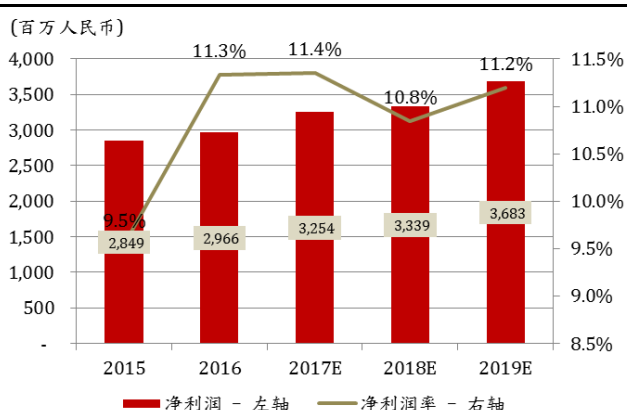
數據來源：公司及招銀國際預測

圖 14: 金風營業利潤及營業利潤率



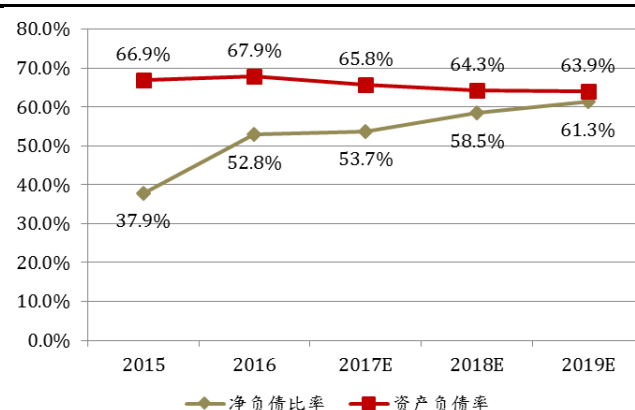
數據來源：公司及招銀國際預測

圖 15: 金風淨利率及淨利潤率



數據來源：公司及招銀國際預測

圖 16: 金風淨負債比率及杠杆情況



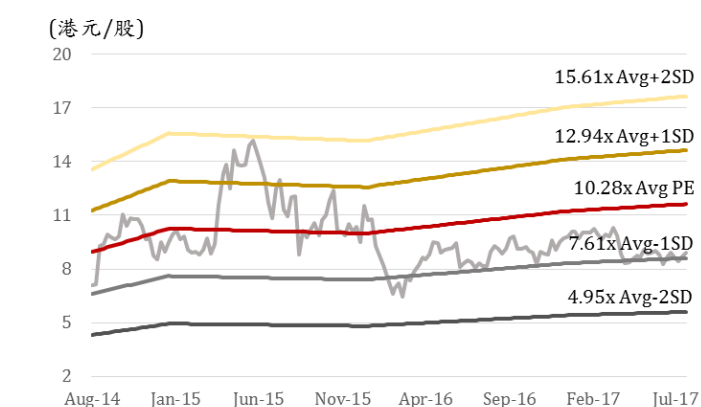
數據來源：公司及招銀國際預測

圖 17: 杜邦分析

杜邦分析	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本回報率	17.0%	14.8%	14.3%	13.6%	13.8%
稅金、少數股東權益、永續債覆蓋率 - 淨利潤/稅前利潤	87.8%	83.5%	82.8%	82.6%	82.7%
利息覆蓋率 - 稅前利潤/EBIT	95.1%	91.4%	84.3%	74.9%	73.1%
營業利潤率 - EBIT/收入	11.4%	14.8%	16.3%	17.5%	18.5%
資產周轉率 - 收入/資產	56.8%	40.6%	41.8%	43.1%	42.8%
杠杆率 - 資產/所有者權益	313.7%	322.6%	302.6%	290.8%	287.5%

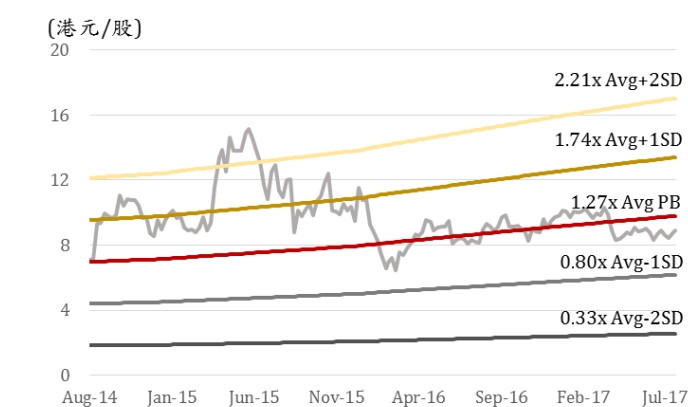
數據來源：招銀國際預測

圖 18: 金風前瞻市盈率通道



數據來源：彭博及招銀國際

圖 19: 金風前瞻市淨率通道



數據來源：彭博及招銀國際

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
銷售收入	29,846	26,174	28,658	30,782	32,904
風機銷售	26,858	22,264	23,805	24,745	25,723
風電服務	1,282	1,246	1,334	1,401	1,471
風電投資	1,553	2,414	3,169	4,181	5,165
其它業務	153	250	350	455	546
銷售成本	(22,069)	(18,616)	(20,425)	(21,727)	(23,072)
毛利	7,777	7,558	8,233	9,055	9,833
其它淨收入	773	1,085	1,094	780	766
營銷費用	(2,868)	(2,211)	(2,407)	(2,586)	(2,764)
行政費用	(1,636)	(1,940)	(1,891)	(2,032)	(2,172)
其它費用	(405)	(445)	(430)	(462)	(494)
息稅前收益	3,641	4,047	4,599	4,756	5,169
融資成本淨額	(556)	(687)	(859)	(931)	(962)
合資及聯營企業	162	192	193	219	248
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	3,247	3,552	3,933	4,044	4,455
所得稅	(371)	(446)	(507)	(534)	(601)
非控制股東權益	(26)	(103)	(100)	(100)	(100)
永續中期票據持有人	0	(37)	(71)	(71)	(71)
淨利潤	2,901	3,246	3,596	3,681	4,025

數據來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
非流動資產	27,286	31,341	35,836	39,982	43,892
固定資產	17,015	19,479	23,129	26,466	29,540
預付款及其它應收	1,939	1,595	1,849	1,849	1,849
預付租金	202	292	313	334	353
合資及聯營公司投資	1,047	1,308	1,500	1,692	1,911
其它非流動資產	7,083	8,667	9,045	9,641	10,238
流動資產	25,287	33,097	32,797	31,422	32,994
存貨	3,037	3,192	3,255	3,255	3,255
現金及現金等價物	6,147	7,534	9,804	7,088	7,044
應收賬款	14,526	16,746	17,071	18,619	20,188
預付款	1,272	1,978	1,849	1,849	1,849
其它流動資產	304	3,646	817	611	658
流動負債	20,959	24,663	23,856	22,431	23,522
應付賬款	14,275	14,473	13,426	13,956	14,507
其它應付	3,221	5,026	3,336	3,583	3,830
借貸	1,734	2,672	4,802	2,381	2,490
其它流動負債	1,730	2,492	2,293	2,511	2,694
非流動負債	14,223	19,075	21,270	23,493	25,603
借貸	10,761	15,419	17,190	19,067	20,944
融資租賃	2,203	2,367	2,754	3,045	3,229
其它非流動負債	1,260	1,290	1,326	1,381	1,430
少數股東權益	629	723	823	923	1023
永續中期票據	-	1,495	1,495	1,495	1,495
淨資產總額	16,761	18,481	21,188	23,063	25,243
股東權益	16,761	18,481	21,188	23,063	25,243

數據來源：公司及招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百万人民币)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
息税前收益	3641	4047	4599	4756	5169
折旧和摊销	545	924	1160	1425	1690
运营资金变动	1492	(3322)	(1803)	(1527)	(1558)
税务开支	(162)	(439)	(497)	(510)	(541)
其它	(901)	1454	1629	1076	665
经营活动所得现金流	4776	3103	3782	4203	4408
资本开支	(7006)	(5039)	(4717)	(4717)	(4717)
联营公司	(130)	(261)	(192)	(193)	(219)
其它	(110)	(1711)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(7245)	(7011)	(4909)	(4910)	(4936)
股份发行	336	337	-	-	-
净借贷	614	5596	3901	(544)	1986
股息	(1053)	(1313)	(547)	(1464)	(1503)
其它	(867)	626	0	0	0
融资活动所得现金净额	(970)	5247	3354	(2008)	483
现金增加净额	(3439)	1338	2227	(2715)	(44)
年初现金及现金等价物	9524	6141	7526	9799	7084
汇兑	56	47	45	0	0
年末现金及现金等价物	6141	7526	9799	7084	7039
受限制现金	153	732	475	233	244
资产负债表现金	6306	8274	10284	7326	7293

數據來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售组合 (%)					
水电	90.0	85.1	83.1	80.4	78.2
火电	4.3	4.8	4.7	4.6	4.5
风电	5.2	9.2	11.1	13.6	15.7
其它业务	0.5	1.0	1.2	1.5	1.7
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	26.1	28.9	28.7	29.4	29.9
税前利率	10.9	13.6	13.7	13.1	13.5
净利润率	9.5	11.3	11.4	10.8	11.2
有效税率	11.4	12.6	12.9	13.2	13.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率 (x)	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
现金比率 (x)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
平均存货周转天数	40.9	43.4	41.1	38.6	36.1
平均应收款周转天数	157.9	218.1	215.4	211.6	215.2
平均应付周转天数	207.7	281.8	249.3	230.0	225.2
债务 / 股本比率 (%)	71.8	87.4	93.6	84.2	84.4
净负债/股东权益比率 (%)	37.9	52.8	53.7	58.5	61.3
回报率 (%)					
资本回报率	17.0	14.8	14.3	13.6	13.8
资产回报率	5.4	4.6	4.7	4.7	4.8
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.81	0.83	0.92	0.94	1.04
每股股息 (人民币)	0.48	0.20	0.47	0.42	0.47
每股账面价值 (人民币)	4.71	5.62	6.38	6.91	7.52

數據來源：公司及招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。