

金風科技 (2208 HK)

一季度風機出貨強勁；毛利受壓在預料之中

- ❖ **一季度風機出貨量強勁。**金風科技發布了基于中國會計準則下的一季度業績。運營收入同比增長 39.8%至人民幣 53.96 億元，公司第一次發布了季度風機出貨量數據，一季度風機銷售 929 兆瓦。我們認為風機銷量增加是推動公司實現銷售額強勁增長的主要來源。毛利方面，公司一季度實現人民幣 14.36 億元，毛利率同比下跌 9.4 個百分點至 26.6%，隱含公司的風機銷售業務仍然受到較大的毛利率擠壓。主要的開支方面，行政費用開支同比上漲 22.5%，我們判斷與公司 3 月份進行的供股有一定關聯，其它費用開支方面均維持良好控制。公司一季度實現淨利潤及扣非淨利潤分別為人民幣 2.29 億及 1.88 億元，同比分別下跌 4.6%及 16.5%。
- ❖ **壓力境況下，積極信號仍存。**根據公司業績信息披露，我們觀察到中國風電市場的兩個積極信號，分別為 1) 一季度風機招標仍維持活躍，招標量達 14.9 吉瓦，其中 6 吉瓦來自內蒙平價項目，其餘 8.9 吉瓦為存量已核准補貼項目；2) 平均投標報價呈回暖趨勢，截止至 2019 年 3 月，2.0 及 2.5 兆瓦機組投標均價較 2018 年 8 月低位分別回升 6.7%及 4.0%。我們預期金風科技作為中國出貨量最大的風機廠商，仍將隨著低價訂單逐步釋放面臨持續性的毛利率壓力。基于對風機出貨價格回升的預期，我們認為公司毛利率將在 2019 年四季度開始逆降回升。
- ❖ **短期風機出貨料將加速。**面對潛在的政策不確定性，我們預期風電運營商將很可能加快項目建設節奏，從而拉動 2019 年短期風機出貨量快速拉升。對於 2020 年及以後的新增裝機需求，我們判斷由于發改委和能源局仍優異抑制可再生能源補貼的快速擴張，風機銷售量將呈一定不確定性，而這種不確定性也將使風電運營商更加集中地于 2019 年釋放風機需求。
- ❖ **目前股價已反應市場擔憂，維持持有評級。**金風的股價自 2018 年年報發布後已下跌 24.7%。我們認為股價表現已反映了市場對於公司風機銷售毛利面臨壓力以及潛在政策影響所帶來的擔憂。儘管目前政策不確定性因素仍然高懸，我們仍然相信隨著風機招標價格的回升以及平價項目需求的逐步釋放，將會對風電市場帶來積極信號。基于金風領先的市場規模及技術優勢，我們預期公司的風機銷售業務表現將在 2019 年四季度開始逐漸恢復。我們對公司維持持有評級，目標價維持每股 9.25 港元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	24,971	28,590	36,112	43,291	48,307
淨利潤 (百萬人民幣)	2,984	3,145	3,073	3,812	4,299
EPS (人民幣)	0.84	0.88	0.76	0.90	1.02
EPS 變動 (%)	0.6	5.4	-14.5	19.1	12.8
市盈率 (x)	11.0	10.5	12.2	10.3	9.1
市帳率 (x)	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0
股息率 (%)	2.2	2.7	2.0	2.3	2.6
權益收益率 (%)	13.2	12.6	10.3	11.1	11.4
淨財務杠杆率 (%)	66.7	69.3	56.5	64.4	58.3

資料來源：公司及招銀國際預測

持有(維持)

目標價	HK\$9.25
(此前目標價)	HK\$9.25)
潛在升幅	8.1%
當前股價	HK\$8.56

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	53,103
3 個月平均流通(百萬)	105.04
52 周內高/低(港元)	14.34/5.32
總股本(百萬)	3556.2

資料來源：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%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-25.0%	-27.1%
3 月	2.3%	-5.8%
6 月	43.9%	19.4%
12 月	-35.5%	-34.7%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.goldwindglobal.com

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
銷售收入	24,971	28,590	36,112	43,291	48,307
風機銷售	19,346	22,169	28,158	32,661	35,667
風電服務	2,057	1,647	2,182	2,708	2,655
風電投資	3,247	3,904	4,554	6,338	7,926
其它業務	321	870	1,218	1,584	2,059
銷售成本	(17,505)	(21,247)	(28,534)	(33,117)	(36,407)
毛利	7,466	7,344	7,578	10,174	11,900
其它淨收入	1,631	2,073	2,473	1,397	932
營銷費用	(2,101)	(1,897)	(2,395)	(2,778)	(3,034)
行政費用	(2,520)	(2,738)	(2,889)	(3,030)	(3,381)
其它費用	(377)	(295)	(325)	(390)	(435)
息稅前收益	4,098	4,487	4,442	5,373	5,982
融資成本淨額	(818)	(1,071)	(1,071)	(1,164)	(1,215)
合資及聯營企業	210	266	295	317	341
特殊項目	0	0	0	0	0
稅前利潤	3,491	3,682	3,665	4,526	5,109
所得稅	(342)	(400)	(421)	(543)	(639)
減:非控制股東權益	(94)	(67)	(100)	(100)	(100)
永續中期票據持有人	(71)	(71)	(71)	(71)	(71)
淨利潤	2,984	3,145	3,073	3,812	4,299
	0	0	0	0	0
核心淨利潤	2,984	3,145	3,073	3,812	4,299

資料來源:公司及招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
非流動資產	39,707	48,447	56,283	63,043	65,667
固定資產	22,838	25,509	32,019	38,032	39,885
預付款及其它應收	1,555	1,407	1,856	1,916	1,886
預付租金	302	292	313	334	353
合資及聯營公司投資	2,391	3,660	3,927	4,221	4,539
其它非流動資產	12,620	17,578	18,168	18,540	19,005
流動資產	33,081	32,918	37,647	38,817	43,853
存貨	4,083	4,997	4,988	6,054	6,695
現金及現金等价物	7,740	5,066	8,379	4,539	6,303
應收賬款	17,048	16,895	18,571	22,272	24,851
預付款	2,650	4,526	4,330	4,470	4,400
其它流動資產	1,560	1,434	1,380	1,482	1,604
流動負債	29,600	31,601	36,480	41,058	44,160
應付賬款	15,257	20,000	23,821	27,631	30,174
其它應付	6,360	6,372	6,403	7,249	8,089
借貸	5,999	3,470	4,896	5,055	5,141
其它流動負債	1,985	1,759	1,360	1,123	756
非流動負債	19,713	23,288	24,622	24,799	25,874
借貸	15,886	18,865	21,020	21,459	23,037
融資租賃	2,097	1,983	1,471	951	272
其它非流動負債	1,730	2,441	2,130	2,388	2,566
少數股東權益	788	1,514	1,614	1,714	1,814
永續中期票據	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495
淨資產總額	21,192	23,466	29,718	32,793	36,178
股東權益	21,192	23,466	29,718	32,793	36,178

資料來源: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)	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

資料來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結: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

資料來源：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: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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责任。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。接收本報告之行為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。