

金風科技 (2208 HK)

風險回報率變得吸引

❖ **目前估值反應較高的風險回報率。** 金風科技股價自中期業績公布後下跌 22%。我們認為股價下跌的主要原因是市場對於可再生能源行業情緒疲弱以及對於中國政府限制在林地開發風電項目有明顯的政策擔憂。我們認為林地風電開發政策的收緊對於目前金風科技風機銷售並沒有直接威脅，市場對此過度恐慌，這使公司在目前的估值狀態下提供了較好的風險回報率。此外，在風電項目朝向競價平價目標過渡的時期，我們認為金風有較高幾率基於其風電場全生命周期中較高的技術水平以及領先的度電成本進一步擴大其市場份額。目前金風的估值僅為 2018E/19E 年市盈率 7.0/6.3 倍，潛在股息收益率分別為 3.4/3.8%。我們將公司 2019 年盈利預測略微下調，並考慮目前公司所面臨的潛在政策風險，將目標價自每股 9.77 港元略微下調至 9.35 港元，對公司評級自持有上調至買入。

❖ **林地政策影響有限。** 中國林業和草原管理局發布了收緊在林地開發風電項目行為的徵求意見稿。該徵求意見稿旨在對林地風電場開發實施多重嚴格控制，引起了市場對於南方地區風電項目的關注，並顧慮政策的執行是否會對風機銷售造成明顯影響。我們認為 1) 該政策主要目的在於規範風電場在林地範圍的發展行為，而非禁止項目開發；2) 現階段，徵求意見稿的內容仍在多部門之間存有談判空間；3) 未來的風電項目開發將逐步轉移到受環境影響較小的北方地區。基於上述三點，我們預計該政策的潛在影響有限。

❖ **獲得更多市場份額以抵消毛利擠壓影響。** 我們觀察到 2018 年中國風機銷售有明顯回升趨勢。中電聯數據顯示前 8 個月風機吊裝數量同比增長 19.4% 至 10.3 吉瓦，證實了風電運營商有加速項目開發趨勢以鎖定較好的項目電價。對於金風而言，我們認為目前訂單交付處於健康狀態，公司 2018 年上半年訂單交付的分配比例中，2016/17/18 年所簽訂單交付比例分別約為 25/50/25%。展望未來，我們認為公司將面臨來自原材料成本增加以及風機平均銷售價格持續下降所帶來的毛利率壓力，但同時我們認為公司將有能力通過 1) 持續推出更大規模機組以降低綜合成本，以及 2) 隨著過去 18 個月內日益提升的中標率持續擴大市場份額來抵消毛利下降對公司所造成的影響。

❖ **管理層對前三季度維持正增長展望。** 儘管 2017 年 3 季度公司對蘋果的風電資產出售實現了較好的一次性收益，使公司去年同期業績基數較高，管理層仍然對 2018 年前三季度盈利增長維持正面指引。我們預期主要增長動力將來自風電場投資和新成立的水處理業務。基於原材料價格成本上漲及風機銷售價格下跌壓力，我們將公司 2018E/19E 年盈利自人民幣 32.45/36.00 億分別輕微下調 2.2% 至人民幣 31.75/35.19 億。除公司主營業務以外，我們認為公司還有能力通過處置風電投資資產以平滑未來的盈利增長。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	26,174	24,971	28,257	32,027	35,099
淨利潤 (百萬人民幣)	2,966	2,984	3,114	3,473	3,798
EPS (人民幣)	0.83	0.84	0.88	0.98	1.07
EPS 變動 (%)	3	1	4	12	9
市盈率 (x)	13.8	13.7	13.1	11.8	10.8
市帳率 (x)	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3
股息率 (%)	1.7	1.7	1.8	2.0	2.2
權益收益率 (%)	14.9	13.2	12.4	12.5	12.3
淨財務杠杆率 (%)	52.8	66.7	84.1	85.9	83.4

數據來源：公司及招銀國際預測

買入(上調)

目標價	HK\$9.37
(前目標價)	HK\$9.77)
潛在升幅	36.9%
當前股價	HK\$6.84

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	35,667
3 個月平均流通(百萬)	35.49
52 周內高/低(港元)	15.82/6.40
總股本(百萬)	3556.2

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	-11.3%	-5.2%
3 月	-27.9%	-20.9%
6 月	-39.5%	-30.0%

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

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售收入	26,174	24,971	27,710	31,578	35,775
风机销售	22,264	19,346	20,913	22,724	24,870
风电服务	1,246	2,057	2,217	2,780	3,280
风电投资	2,414	3,247	3,842	5,115	6,426
其它业务	250	321	738	959	1,199
销售成本	(18,616)	(17,505)	(19,749)	(22,488)	(25,543)
毛利	7,558	7,466	7,961	9,090	10,233
其它净收入	1,085	1,631	938	930	941
营销费用	(2,211)	(2,101)	(1,875)	(1,970)	(2,056)
行政费用	(1,940)	(2,520)	(2,217)	(2,684)	(3,041)
其它费用	(445)	(377)	(416)	(474)	(537)
息税前收益	4,047	4,098	4,392	4,892	5,540
融资成本净额	(687)	(818)	(888)	(1,026)	(1,172)
合资及联营企业	192	210	351	400	456
特殊项目	0	0	0	0	0
税前利润	3,552	3,491	3,855	4,266	4,824
所得税	(446)	(342)	(509)	(576)	(666)
减:非控制股东权益	(103)	(94)	(100)	(100)	(100)
永续中期票据持有人	(37)	(71)	(71)	(71)	(71)
净利润	2,966	2,984	3,175	3,519	3,988

數據來源:公司及招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
非流动资产	31,341	39,707	43,343	48,054	52,563
固定资产	19,479	22,838	27,783	31,547	35,049
预付款及其它应收	1,595	1,555	1,811	1,811	1,811
预付租金	292	302	323	343	362
合资及联营公司投资	1,308	2,391	2,601	2,952	3,352
其它非流动资产	8,667	12,620	10,825	11,401	11,989
流动资产	33,097	33,081	27,943	31,369	34,945
存货	3,192	4,083	3,255	3,255	3,255
现金及现金等价物	8,274	7,740	4,607	5,675	6,690
应收账款	16,746	17,048	16,991	19,314	21,839
预付款	1,978	2,650	2,716	2,716	2,716
其它流动资产	2,906	1,560	373	409	445
流动负债	24,663	29,600	19,464	21,042	23,813
应付账款	14,473	15,257	11,795	12,816	14,026
其它应付	5,026	6,360	3,225	3,676	4,164
借贷	2,672	5,999	2,577	2,803	4,051
其它流动负债	2,492	1,985	1,866	1,747	1,571
非流动负债	19,075	19,713	25,784	29,485	31,557
借贷	15,419	15,886	22,441	26,325	28,687
融资租赁	2,367	2,097	2,112	1,843	1,458
其它非流动负债	1,290	1,730	1,232	1,318	1,412
少数股东权益	723	788	888	988	1088
永续中期票据	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495
净资产总额	18,481	21,192	23,655	26,412	29,555
股东权益	18,481	21,192	23,655	26,412	29,555

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)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
息税前收益	4,047	4,098	4,392	4,892	5,540
折旧和摊销	924	1,152	1,223	1,489	1,753
运营资金变动	(3,322)	(1,562)	(3,002)	(1,816)	(1,900)
税务开支	(439)	(480)	(358)	(516)	(585)
其它	1,454	1,483	2,911	575	167
经营活动所得现金流	3,103	3,023	2,523	3,322	3,662
资本开支	(5,039)	(4,843)	(5,681)	(5,206)	(5,206)
联营公司	(261)	(1,083)	(210)	(351)	(400)
其它	(1,711)	(1,172)	(1,837)	(103)	(118)
投资活动所得现金净额	(7,011)	(7,098)	(7,728)	(5,659)	(5,724)
股份发行	337	0	0	0	0
净借贷	5,596	3,794	3,133	4,110	3,610
股息	(1,313)	(547)	(711)	(762)	(845)
其它	626	135	0	0	0
融资活动所得现金净额	5,247	3,382	2,422	3,348	2,765
现金增加净额	1,338	(693)	(2,783)	1,011	703
年初现金及现金等价物	6,141	7,526	6,746	3,963	4,974
汇兑	47	(88)	0	0	0
年末现金及现金等价物	7,526	6,746	3,963	4,974	5,677
受限制现金	740	983	644	701	1,018
定期存款	8	10	5	5	0
资产负债表现金	8,274	7,740	4,607	5,675	6,690

數據來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售组合(%)					
水电	85.1	77.5	75.5	72.0	69.5
火电	4.8	8.2	8.0	8.8	9.2
风电	9.2	13.0	13.9	16.2	18.0
其它业务	1.0	1.3	2.7	3.0	3.4
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	28.9	29.9	28.7	28.8	28.6
税前利率	13.6	14.0	13.9	13.5	13.5
净利润率	11.3	11.9	11.5	11.1	11.1
有效税率	12.6	9.8	13.2	13.5	13.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.1	1.4	1.5	1.5
速动比率 (x)	1.2	1.0	1.3	1.3	1.5
现金比率 (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
平均存货周转天数	43.4	53.2	48.3	37.6	33.2
平均应收款周转天数	218.1	247.0	224.2	209.8	209.9
平均应付周转天数	281.8	309.9	250.0	199.7	191.8
债务 / 股本比率 (%)	87.4	93.2	96.1	100.8	101.9
净负债/股东权益比率 (%)	52.8	66.7	83.7	86.6	87.2
回报率 (%)					
资本回报率	14.8	13.2	12.6	12.6	12.8
资产回报率	4.6	4.1	4.5	4.4	4.6
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.83	0.84	0.89	0.99	1.12
每股股息 (人民币)	0.20	0.20	0.21	0.24	0.27
每股账面价值 (人民币)	5.62	6.38	7.07	7.85	8.73

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。