

金風科技 (2208 HK)

風機毛利率受壓

- 上半年業績勝預期。** 金風上半年錄得收入人民幣 109.2 億元，同比增長 12.1%。收入增長主要由 1) 風機出貨增長 11.1%，2) 風電發電量同比增長 25% 以及 3) 水處理業務貢獻顯著增加所驅動。由於風機客戶出質保數量增加，導致質保金回沖，導致銷售質保金計提明顯減少，使銷售和分銷收入同比下降 16.8%。此外，隨著風電發電量明顯提升，合資與聯營項目的利潤同比也增長 232.5% 至 2.75 億人民幣。上半年公司歸屬權益股東所有者淨利潤為人民幣 14.95 億元（扣除永續票據支付後），同比增長 36.2%。我們認為金風上半年盈利增長超出市場預期，超預期部分主要來自風場利潤增加，水務業績貢獻，以及較低的風機銷售費用。
- 風機毛利率受壓。** 公司上半年確認風電機組出貨量為 2094 兆瓦，同比增長 11.7%。風機銷售收入實現同比增長 10% 至人民幣 79.88 億，顯示風機銷售均價保持相對穩定。然而在毛利方面，風機毛利率同比下滑 3.1 個百分點，自 17 年上半年 24.5% 降至 18 年上半年 21.3%，主要由於材料成本飆升，金風面臨較為明顯的毛利擠壓。對於下半年及未來展望，我們認為公司將持續面臨毛利下降壓力，並且壓力將主要來自銷售均價端。自 2017 年下半年開始，風機中標價格出現加速下滑趨勢，隨著公司業務訂單逐漸釋放，我們預計均價下滑趨勢將隨之會有較為明顯體現。
- 風電場投資和水務業務將成為第二增長動力。受益與限電率明顯改善，** 上半年金風風場投資業務增長態勢良好。風電利用小時同比增加 205 小時，自 17 年上半年 979 小時增長至上半年 1,184 小時。基於下半年限電率維持穩定改善預期，我們將公司風電場利用小時預期自 2,150 小時上調至 2,185 小時。除風電場投資收穫大幅增長以外，金風的水處理業務也帶來驚喜。截止上半年，金風持有 43 個水務項目，設計日處理量為 238 萬噸，項目散布 30 個城市。公司上半年錄得水務業務同比增長 222.1% 至人民幣 2.16 億元，對公司的“其他業務”部門帶來非常顯著的盈利增長。公司上半年收購了 7 個水務項目，合計現金代價為 7.13 億人民幣。管理層預期這項新業務將是以技術作為主要驅動，并保持穩定增長勢頭。
- 維持持有評級。** 我們將 2018-20E 年度預測從人民幣 3,114 / 3,473 / 3,799 分別調整為 4.2 / 3.6 / 2.9% 至人民幣 3,245 / 3,600 / 3,909 百萬元，以反映 1) 風電場銷售的利潤率下降，2) 風電場和水務業務的貢獻明顯增加，以及 3) 銷售質保金計提降至較低水平。我們以 10 倍 2019 年市盈率對金風進行初始估值，并針對公司 18 年末或 19 年初即將進行的 10 供 2 供股所帶來的潛在股權稀釋市價對估值施加 17.7% 折讓。我們的目標價格從每股 12.51 港元下調至每股 9.77 港元。維持持有評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬元人民幣)	26,174	24,971	28,257	32,027	35,099
淨利潤 (百萬元人民幣)	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

持有(維持)

目標價	HK\$9.77
(前目標價)	HK\$12.51
潛在升幅	11.5%
當前股價	HK\$8.76

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬元港元)	73,735
3 個月平均流通(百萬元)	120.77
52 周內高/低(港元)	15.82/8.17
總股本(百萬元)	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	-13.8%	-12.4%
3 月	-27.7%	-23.3%
6 月	-27.8%	-20.4%

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
銷售收入	26,174	24,971	27,980	31,704	34,801
風機銷售	22,264	19,346	21,068	22,711	24,037
風電服務	1,246	2,057	2,217	2,764	3,238
風電投資	2,414	3,247	3,957	5,269	6,327
其它業務	250	321	738	959	1,199
銷售成本	-18,616	-17,505	-19,885	-22,478	-24,797
毛利	7,558	7,466	8,095	9,226	10,005
其它淨收入	1,085	1,631	938	930	942
營銷費用	-2,211	-2,101	-1,889	-1,969	-1,987
行政費用	-1,940	-2,520	-2,238	-2,695	-2,958
其它費用	-445	-377	-420	-476	-522
息稅前收益	4,047	4,098	4,486	5,017	5,479
融資成本淨額	-687	-818	-902	-1,057	-1,202
合資及聯營企業	192	210	351	400	456
特殊項目	0	0	0	0	0
稅前利潤	3,552	3,491	3,936	4,359	4,733
所得稅	-446	-342	-519	-588	-653
減:非控制股東權益	103	94	100	100	100
永續中期票據持有人	37	71	71	71	71
淨利潤	2,966	2,984	3,245	3,600	3,909

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
非流動資產	31,341	39,707	44,115	49,078	52,891
固定資產	19,479	22,838	28,526	32,545	35,424
預付款及其它應收	1,595	1,555	1,811	1,811	1,811
預付租金	292	302	323	343	362
合資及聯營公司投資	1,308	2,391	2,601	2,952	3,352
其它非流動資產	8,667	12,620	10,855	11,427	11,942
流動資產	33,097	33,081	28,081	31,487	34,598
存貨	3,192	4,083	3,255	3,255	3,255
現金及現金等物	8,274	7,740	4,615	5,731	6,816
應收賬款	16,746	17,048	17,122	19,376	21,366
預付款	1,978	2,650	2,716	2,716	2,716
其它流動資產	2,906	1,560	373	409	445
流動負債	24,663	29,600	19,634	21,118	23,238
應付賬款	14,473	15,257	11,882	12,809	13,557
其它應付	5,026	6,360	3,257	3,690	4,051
借貸	2,672	5,999	2,616	2,857	4,085
其它流動負債	2,492	1,985	1,879	1,761	1,546
非流動負債	19,075	19,713	26,454	30,417	32,076
借貸	15,419	15,886	23,099	27,253	29,260
融資租賃	2,367	2,097	2,117	1,847	1,437
其它非流動負債	1,290	1,730	1,238	1,318	1,379
少數股東權益	723	788	888	988	1088
永續中期票據	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495
淨資產總額	18,481	21,192	23,725	26,546	29,591
股東權益	18,481	21,192	23,725	26,546	29,591

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	4,486	5,017	5,479
折旧和摊销	924	1,152	1,259	1,596	1,901
运营资金变动	-3,322	-1,562	-3,046	-1,854	-1,836
税务开支	-439	-480	-360	-526	-595
其它	1,454	1,483	2,944	555	-51
经营活动所得现金流	3,103	3,023	2,598	3,459	3,656
资本开支	-5,039	-4,843	-6,460	-5,567	-4,731
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	-8,507	-6,020	-5,249
股份发行	337	0	0	0	0
净借贷	5,596	3,794	3,830	4,395	3,235
股息	-1,313	-547	-711	-779	-864
其它	626	135	0	0	0
融资活动所得现金净额	5,247	3,382	3,119	3,616	2,371
现金增加净额	1,338	-693	-2,790	1,055	778
年初现金及现金等价物	6,141	7,526	6,746	3,956	5,011
汇兑	47	-88	0	0	0
年末现金及现金等价物	7,526	6,746	3,956	5,011	5,789
受限制现金	740	983	654	714	1,026
定期存款	8	10	5	5	0
资产负债表现金	8,274	7,740	4,615	5,731	6,816

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	75.3	71.6	69.1
火电	4.8	8.2	7.9	8.7	9.3
风电	9.2	13.0	14.1	16.6	18.2
其它业务	1.0	1.3	2.6	3.0	3.4
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	28.9	29.9	28.9	29.1	28.7
税前利率	13.6	14.0	14.1	13.7	13.6
净利润率	11.3	11.9	11.6	11.4	11.2
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	47.9	37.5	34.1
平均应收款周转天数	218.1	247.0	222.9	210.1	213.7
平均应付周转天数	281.8	309.9	249.1	200.5	194.0
债务/股本比率(%)	87.4	93.2	98.5	103.7	103.6
净负债/股东权益比率(%)	52.8	66.7	86.3	89.5	88.6
回报率(%)					
资本回报率	14.8	13.2	12.9	12.8	12.6
资产回报率	4.6	4.1	4.5	4.5	4.5
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.83	0.84	0.91	1.01	1.10
每股股息(人民币)	0.20	0.20	0.22	0.24	0.26
每股账面价值(人民币)	5.62	6.38	7.09	7.89	8.74

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。