

金风科技 (2208 HK)

市场份额扩大但增长放缓

- ❖ **领先的陆上风机制造商。**金风科技（金风）是在全球风电市场中领先的风机制造商，2016年公司风机销售收入占其总收入的85.1%。2016年，金风在全球和国内的市场份额分别超过12%和27%，风机对外出货量达5,883兆瓦。考虑到国内市场短期内政策不明朗且装机量没有增长，我们预计风机销售增长略为缓慢，年均复合增长率仅为7.7%，2017/18/19年风机出货量预计为6,354/6,671/7,005兆瓦。我们预测国内风机销售随市场份额增加将维持在个位数增长，而海外风机出货量则将成为未来几年的主要增长点。
- ❖ **由于市场竞争日益激烈，毛利率面临一定压力。**2016年风机销售的毛利率创下近几年新高，为25.5%。我们预计，在竞争日益激烈的国内市场和电网平价的影响下，风机销售的毛利率面临一定下行压力，且由于公司需要购买更多的原材料以扩大单位风机规模，提高发电效率，我们认为风机成本降低的空间不大。鉴于风机平均售价预计将会走低，我们认为未来几年风机业务的毛利率将小幅下滑，2017/18/19年预计分别为24.5%/23.8%/23.0%。
- ❖ **风电投资稳健增长。**风电投资是金风的第二大收入来源。截止2016年金风持有3,680兆瓦的权益风电装机，并计划每年新增1吉瓦风电装机。尽管过去金风在新疆的业务限电情况严重，导致利用小时数从2015年2,030小时下跌至2016年1,881小时，我们相信未来限电情况将得到改善，利用小时数也将恢复。我们预计2017/18/19年风电利用小时数将增加至1,900/1,950/2,000小时，且风电业务收入将保持稳定增长。
- ❖ **孵化未来业务增长。**鉴于国内销售趋于饱和，管理层近日公布孵化新业务模式的计划，包括水处理和智能电网等。金风就285兆瓦风电项目的销售事宜与苹果公司达成交易，旨在渗透苹果的绿色供应链，希望与苹果公司通过智能电网解决方案达成进一步合作。此次交易在2017上半年略有延迟，但我们预计它仍将为金风2017年的业绩贡献5亿人民币的税前利润。金风还与南洋理工大学达成了一项涉及3D印刷水处理膜技术的合作，管理层预期该技术能够将水处理成本降低三分之二。管理层计划每年增加50万吨的水处理能力，目标资本性支出为10亿人民币左右。
- ❖ **首次覆盖给予持有评级。**鉴于金风业务特点倾向于制造业，我们采用市盈率乘数估计其价值。金风的市盈率历史范围为7.6-13.7倍，平均10.7倍。考虑到风机销售增长放缓以及中国政策不明朗带来的负面影响，我们对金风使用9.0倍2018年市盈率，目标价为每股9.71港元，对应上涨空间9.35%，首次覆盖，我们给予持有评级。

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	28,658	30,782	32,904
净利润(百万人民币)	2,849	2,966	3,254	3,339	3,683
EPS(人民币)	0.81	0.83	0.92	0.94	1.04
EPS变动(%)	55	3	10	3	10
市盈率(x)	9.6	9.3	8.4	8.2	7.5
市帐率(x)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	6.3	2.6	6.0	5.5	6.0
权益收益率(%)	17.1	14.9	14.4	13.6	13.8
净财务杠杆率(%)	37.9	52.8	53.7	58.5	61.3

数据来源：公司及招银国际预测

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$9.71
潜在升幅	+9.35%
当前股价	HK\$8.88

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

风电行业

市值(百万港元)	45,675
3个月平均流通(百万)	37.44
52周内高/低(港元)	13.60/10.16
总股本(百万)	2,736

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%

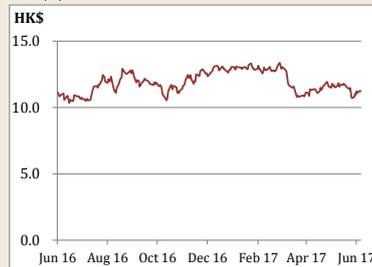
数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	2.4%	-5.6%
3月	4.4%	-7.2%
6月	-10.3%	-24.5%

数据来源：彭博

股价表现



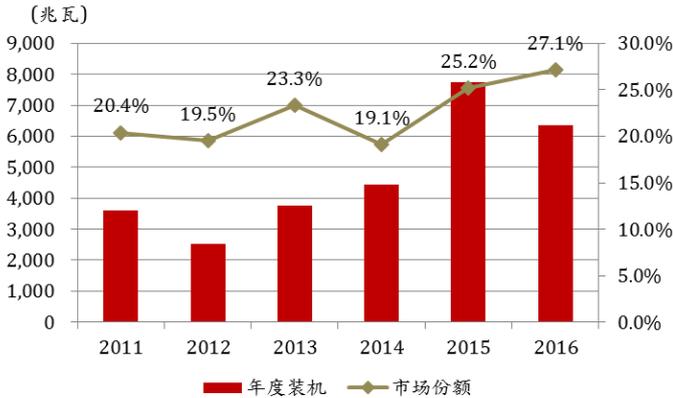
数据来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.goldwindglobal.com

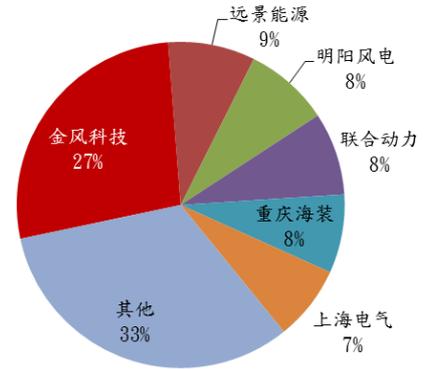
经营数据图表

图 1: 金风在未来几年将继续扩大市场份额



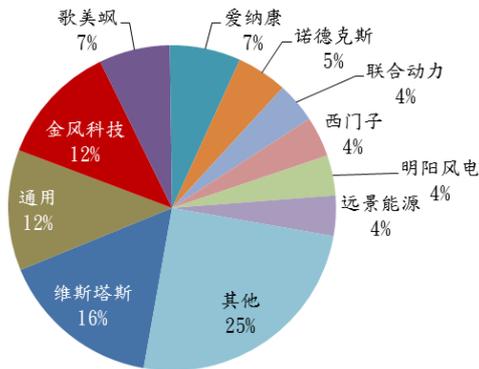
数据来源：中国风能协会及招银国际

图 2: 金风是国内风机市场的领导者



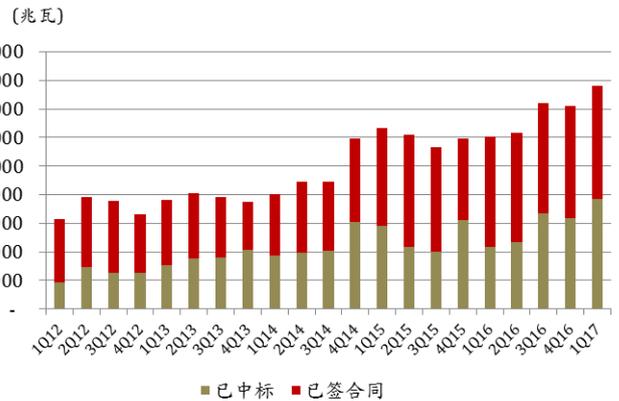
数据来源：中国风能协会及招银国际

图 3: 金风为全球前三大风机制造商之一



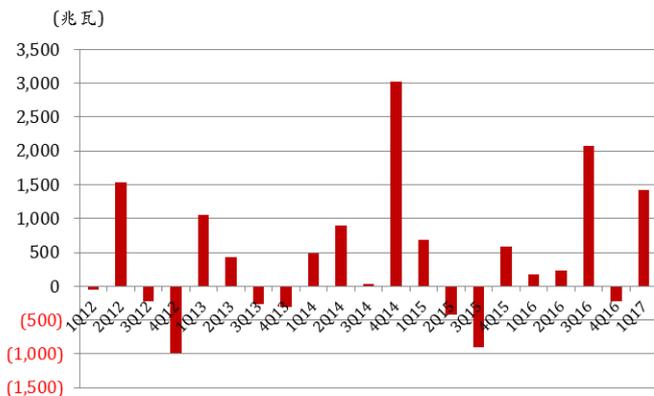
数据来源：中国风能协会及招银国际

图 4: 金风的每季在手订单量于 2017 年第一季度达到历史新高



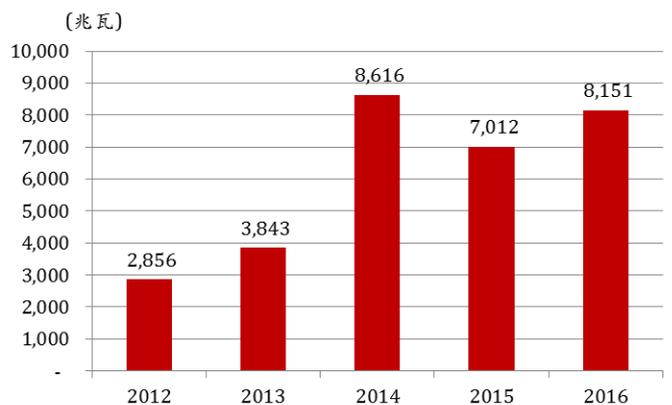
数据来源：公司及招银国际

图 5: 在手订单量季环比变化



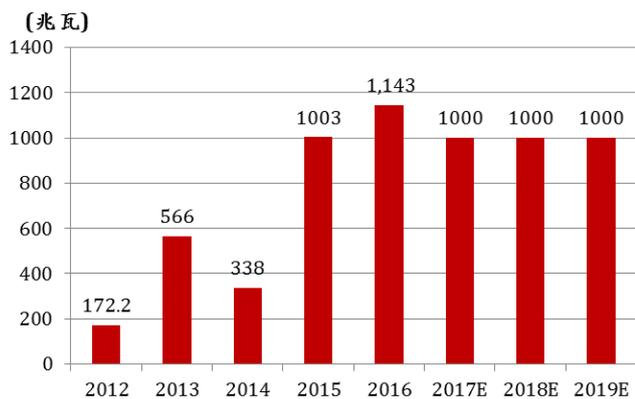
数据来源：公司及招银国际

图 6: 年度新获订单量估计



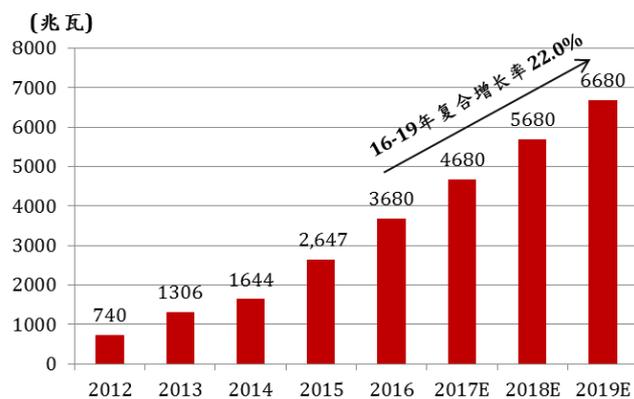
数据来源：公司及招银国际

图 7: 金风新增风电装机



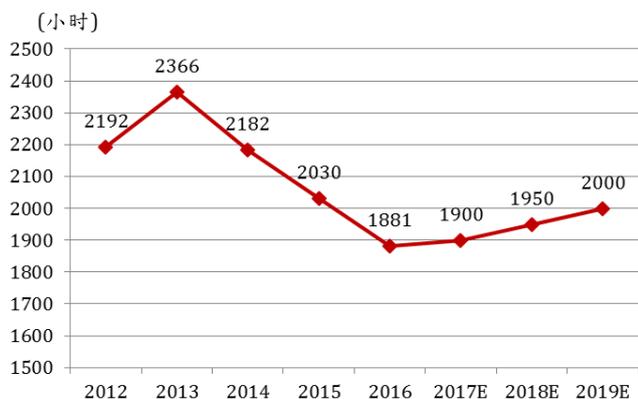
数据来源：公司及招银国际预测

图 8: 金风权益风电装机



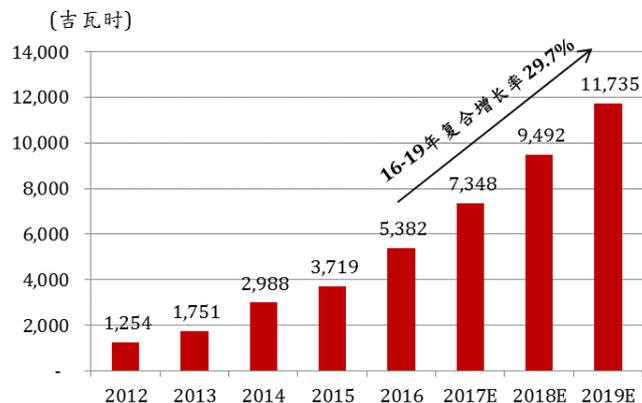
数据来源：公司及招银国际预测

图 9: 金风风电利用小时数



数据来源：公司及招银国际预测

图 10: 发电量 2016-19 年复合增长率达 29.7%



数据来源：公司及招银国际预测

财务及估值

2016-19 年营业收入年复合增长率 7.9%，风电业务占比增大

尽管我们相信金风的风机销售业务会继续在激烈的市场竞争中继续扩大其市场份额，但鉴于我们预测国内风机销售市场没有增长，我们预计金风风机销售增长将有所放缓。我们预测风机制造业务的收入将从 2016 年 222.64 亿人民币上升至 2017/2018/2019 年 238.05/247.45/257.23 亿人民币，2016-19 年复合增长率 4.9%。我们相信，风电投资业务会成为金风未来几年主要的增长动力，通过稳定的风电装机增长，预计收入将从 2016 年 24.14 亿人民币增加至 2019 年 51.65 亿人民币，2016-19 年复合增长率 28.9%。因此，金风总收入预计将从 2016 年 261.74 亿人民币增长至 2019 年 329.04 亿人民币，年复合增长率 7.9%，我们同时预计风机制造业务的收入占比将从 2016 年 85.1% 下跌至 2019 年的 78.2%。

风电投资的增加平滑风机毛利波动

我们认为在激烈的市场竞争和电网平价的影响下，风机业务的利润率正面临被挤压的风险。我们预测风机业务的毛利率将从 2016 年的 25.5% 逐渐下降至 2019 年的 23.0%。然而，由于利润率较高的风电业务占比将持续扩大，我们相信利润压缩的负面影响将被削弱。我们预计公司层面的毛利率将维持稳定，从 2017 年的 28.7% 略微增加至 2018/2019 年的 29.4%/29.9%。我们认为金风在费用结构方面不会有明显的变化，营业利润将稳定增长，预计从 2016 年 38.86 亿人民币上升至 2017/2018/2019 年的 46.64/54.01/60.94 亿人民币。

虽然风电投资业务预计会为金风带来稳定的利润率，但同时也会带来杠杆率上升的不良影响。风电投资是一资本密集型业务，因此会导致金风的净负债比率显著上升。我们预计净负债比率将从 2016 年的 52.8% 上升至 2017/2018/2019 年的 53.7%/58.5%/61.3%。考虑到业务重点略有转移，我们相信净负债率处于可控范围内。

净利率 2016-19 年复合增长率为 7.5%，股本回报率约为 14%。

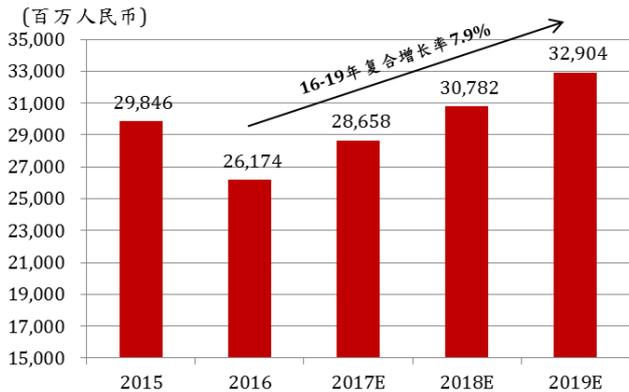
综合我们对金风的看法，我们测算公司的盈利将从 2016 年的 29.66 亿人民币上升至 2017/2018/2019 年的 32.54/33.39/36.83 亿人民币，股本回报率分别为 14.3%/13.6%/13.8%。我们的盈利预测对应 2016-2019 年复合增长率 7.5%。

首次覆盖给予持有评级。

鉴于金风业务特点倾向于制造业，我们采用市盈率乘数以估计其价值。金风的市盈率历史范围为 7.6-13.7 倍，平均 10.7 倍。考虑到风机销售增长放缓以及中国政策不明朗带来的负面影响，我们使用 9.0 倍的 2018 年前瞻市盈率。基于 1 港元=0.87 人民币的汇率，我们得出目标价为每股 9.71 港元，对应上涨空间 9.35%。首次覆盖给予持有评级。

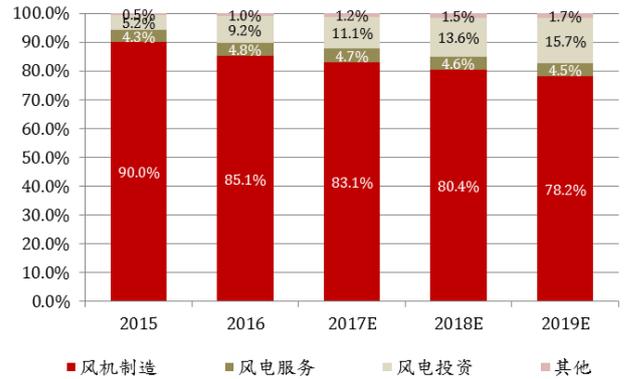
财务数据图表

图 11: 我们预计收入 2016-19 年复合增长率达 7.9%



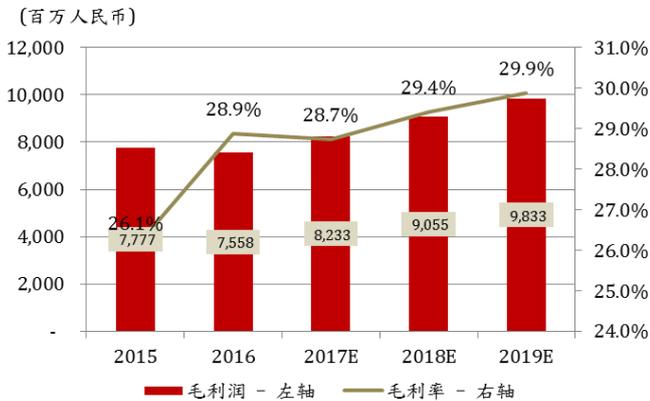
数据来源：公司及招银国际预测

图 12: 金风收入组合



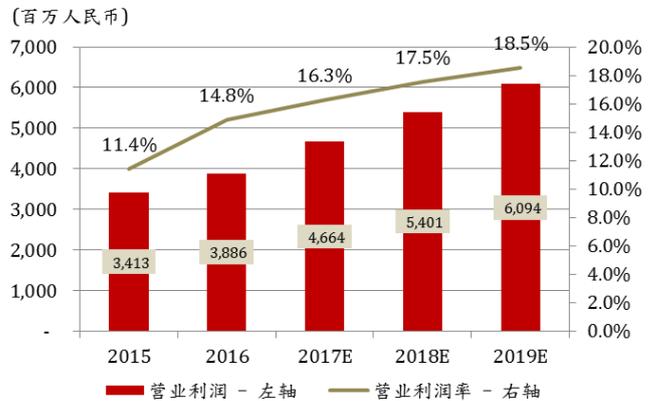
数据来源：公司及招银国际预测

图 13: 金风毛利及毛利率



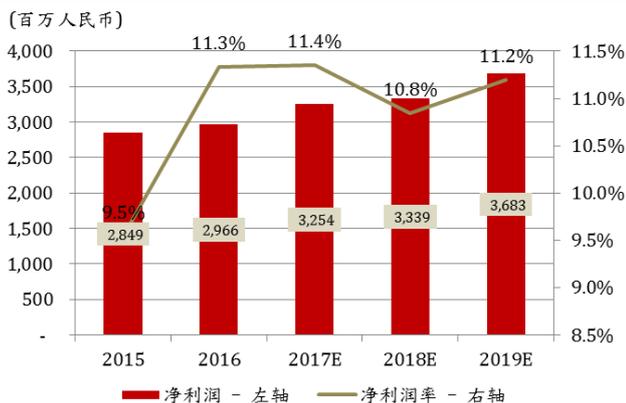
数据来源：公司及招银国际预测

图 14: 金风营业利润及营业利润率



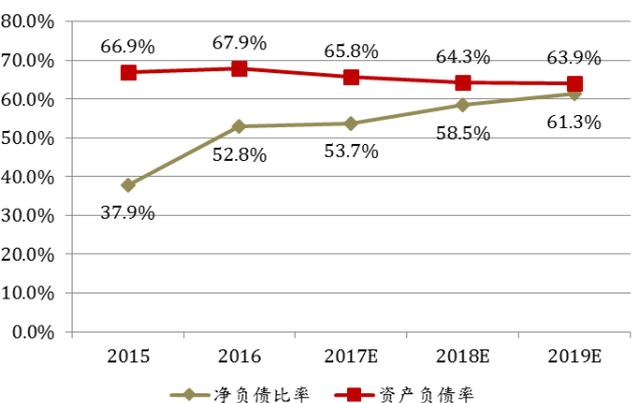
数据来源：公司及招银国际预测

图 15: 金风净利率及净利润率



数据来源：公司及招银国际预测

图 16: 金风净负债比率及杠杆情况



数据来源：公司及招银国际预测

图 17: 杜邦分析

杜邦分析	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本回报率	17.0%	14.8%	14.3%	13.6%	13.8%
税金、少数股东权益、永续债覆盖率 - 净利润/税前利润	87.8%	83.5%	82.8%	82.6%	82.7%
利息覆盖率 - 税前利润/EBIT	95.1%	91.4%	84.3%	74.9%	73.1%
营业利润率 - EBIT/收入	11.4%	14.8%	16.3%	17.5%	18.5%
资产周转率 - 收入/资产	56.8%	40.6%	41.8%	43.1%	42.8%
杠杆率 - 资产/所有者权益	313.7%	322.6%	302.6%	290.8%	287.5%

数据来源：招银国际预测

图 18: 金风前瞻市盈率通道



数据来源：彭博及招银国际

图 19: 金风前瞻市净率通道



数据来源：彭博及招银国际

财务摘要

利润表

年结: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
营销費用	(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

数据来源:公司及招銀國際預測

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
非流动资产	27,286	31,341	35,836	39,982	43,892
固定資產	17,015	19,479	23,129	26,466	29,540
預付款及其它应收	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
其它非流动资产	7,083	8,667	9,045	9,641	10,238
流动资产	25,287	33,097	32,797	31,422	32,994
存貨	3,037	3,192	3,255	3,255	3,255
現金及現金等价物	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
其它流动资产	304	3,646	817	611	658
流动負債	20,959	24,663	23,856	22,431	23,522
應付賬款	14,275	14,473	13,426	13,956	14,507
其它应付	3,221	5,026	3,336	3,583	3,830
借貸	1,734	2,672	4,802	2,381	2,490
其它流动負債	1,730	2,492	2,293	2,511	2,694
非流动負債	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
其它非流动負債	1,260	1,290	1,326	1,381	1,430
少数股東權益	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

数据来源:公司及招銀國際預測

现金流量表

年结: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

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
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

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。