

金風科技 (2208 HK)

市占率明顯提升，但壓力猶在

- ❖ **評級自買入下調至持有。**金風科技近期股價表現強勢，在2018年10月末因3季報不及預期股價大幅下跌後，股價已從1年期低位大幅反彈約80%。我們認為公司股價反彈主要受2018年4季度風機銷售表現強勁所刺激。進入2019年，我們認為公司風機銷售市場份額穩步提升以及風機招標價格企穩回升將有助於緩解公司目前所面臨的市場競爭壓力。儘管如此，我們仍然預見原材料成本上升和銷售均價下跌將構成對公司風機銷售業務的主要挑戰。基于公司近期已獲得中國證監會核准，我們認為公司的供股計劃實施將為期不遠。經過對銷售數據的更新及將供股影響納入模型考慮，我們對2018-20年的每股盈利預測分別調整5.8/-9.2/18.4%至人民幣0.94/0.90/0.92元。基于2019年10倍預測市盈率，我們將公司目標價自每股9.37港元上調至9.8港元。我們認為公司目前估值合理，評級由買入下調至持有。
- ❖ **市場份額顯著擴張。**根據彭博新能源財經數據，2018年中國市場實現風電吊裝量21吉瓦，意味市場規模同比增長16.7%；金風科技仍然維持市場領先地位，市場份額同比增加2.5個百分點至31.9%。除金風數據以外，彭博數據同時揭示中國風機銷售市場呈進一步整合趨勢：市場規模擴大部分大多被前4名風機廠商所獲，而其餘廠商出貨量均為持平或下降。我們認為市場數據再一次確認1)金風科技的風電機組具備強勁的市場競爭力；2)管理層具備強烈的意願以實現銷售目標承諾；3)儘管2019年開始將面臨競價及平價上網等壓力，中國風電市場將在2019-20年維持可觀增長。
- ❖ **原材料成本及風機銷售均價下跌將是主要挑戰。**原材料成本急劇上升所帶來的風機部件供應短缺在2018年為金風帶來了一定挑戰。由于美國生產稅收抵免(PTC)政策將在2019年末到期，美國風電場開發商或將進行搶裝，我們預期風機零部件供應商將優先滿足利潤率更高的海外訂單需求，從而在2019年對中國廠商帶來持續部件供應壓力。我們認為金風有能力實現對供應鏈的管控并維持良好的出貨節奏，但在材料成本端仍將面臨較大挑戰。在風機銷售價格方面，由于金風具有充沛的歷史訂單支持，中標價下跌將延後反應，2018年我們預測風機銷售均價僅下跌5%。基于2017-18年風機招標價格持續下跌，我們認為公司的風機銷售均價仍將面臨持續下跌壓力。
- ❖ **供股將為期不遠。**公司近期已獲得中國證監會核准在A股及港股市場進行供股。基于供股計劃更新後10供1.9股方案，金風計劃通過供股增發6.76億股籌集人民幣47.4億元，每股供股價人民幣7.02元。該價格對應A股及H股現價分別折讓48.6%及19.9%。我們認為公司供股將為期不遠。

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	27,699	30,753	33,527
淨利潤(百萬人民幣)	2,966	2,984	3,360	3,649	3,874
EPS(人民幣)	0.83	0.84	0.94	0.90	0.92
EPS變動(%)	3	1	13	-4.9	2
市盈率(x)	10.5	10.4	9.2	9.7	9.5
市帳率(x)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	2.3	2.3	2.6	2.5	2.5
權益收益率(%)	14.9	13.2	13.3	11.8	11.0
淨財務杠杆率(%)	52.8	66.7	76.6	52.5	53.0

資料來源：公司及招銀國際預測

持有(下調)

目標價	HK\$9.80
(前目標價)	HK\$9.37
潛在升幅	-1.6%
當前股價	HK\$9.96

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	52,655
3個月平均流通(百萬)	34.36
52周內高/低(港元)	15.82/5.56
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%

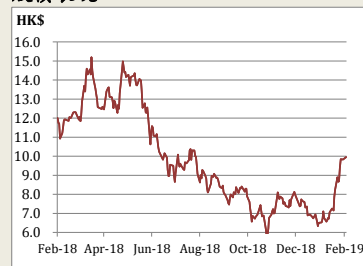
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	50.5%	39.2%
3月	40.2%	28.3%
6月	5.9%	8.3%

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)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售收入	26,174	24,971	27,699	30,753	33,527
风机销售	22,264	19,346	20,931	22,238	23,580
风电服务	1,246	2,057	2,217	2,781	3,269
风电投资	2,414	3,247	3,813	4,775	5,479
其它业务	250	321	738	959	1,199
销售成本	(18,616)	(17,505)	(19,754)	(22,006)	(24,224)
毛利	7,558	7,466	7,945	8,747	9,302
其它净收入	1,085	1,631	1,240	1,302	1,314
营销费用	(2,211)	(2,101)	(1,876)	(1,928)	(1,949)
行政费用	(1,940)	(2,520)	(2,216)	(2,614)	(2,850)
其它费用	(445)	(377)	(415)	(461)	(503)
息税前收益	4,047	4,098	4,677	5,046	5,314
融资成本净额	(687)	(818)	(960)	(1,030)	(1,078)
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	4,068	4,416	4,692
所得税	(446)	(342)	(537)	(596)	(648)
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	3,360	3,649	3,874

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)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
非流动资产	31,341	39,707	41,930	45,227	48,424
固定资产	19,479	22,838	26,394	28,845	31,171
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	10,801	11,277	11,728
流动资产	33,097	33,081	28,328	34,182	35,466
存货	3,192	4,083	3,255	3,255	3,255
现金及现金等价物	8,274	7,740	4,997	8,886	8,307
应收账款	16,746	17,048	16,987	18,915	20,743
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	19,430	20,463	22,405
应付账款	14,473	15,257	11,805	12,542	13,299
其它应付	5,026	6,360	3,224	3,580	3,902
借贷	2,672	5,999	2,509	2,586	3,685
其它流动负债	2,492	1,985	1,892	1,756	1,519
非流动负债	19,075	19,713	24,605	25,712	25,152
借贷	15,419	15,886	21,260	22,586	22,391
融资租赁	2,367	2,097	2,113	1,828	1,404
其它非流动负债	1,290	1,730	1,232	1,297	1,358
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	23,840	30,751	33,749
股东权益	18,481	21,192	23,840	30,751	33,749

資料來源:公司及招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
息稅前收益	4,047	4,098	4,677	5,046	5,314
折舊和攤銷	924	1,152	1,215	1,406	1,533
運營資金變動	(3,322)	(1,562)	(2,989)	(1,735)	(1,672)
稅務開支	(439)	(480)	(361)	(543)	(601)
其它	1,454	1,483	2,869	(191)	(58)
經營活動所得現金流	3,103	3,023	2,782	2,792	3,445
資本開支	(5,039)	(4,843)	(4,285)	(3,810)	(3,810)
聯營公司	(261)	(1,083)	(210)	(351)	(400)
其它	(1,711)	(1,172)	(1,837)	(103)	(118)
投資活動所得現金淨額	(7,011)	(7,098)	(6,332)	(4,263)	(4,327)
股份發行	337	0	0	4,744	0
淨借貸	5,596	3,794	1,884	1,404	904
股息	(1,313)	(547)	(711)	(806)	(876)
其它	626	135	0	0	0
融資活動所得現金淨額	5,247	3,382	1,172	5,341	28
現金增加淨額	1,338	(693)	(2,377)	3,870	(854)
年初現金及現金等价物	6,141	7,526	6,746	4,369	8,240
匯兌	47	(88)	0	0	0
年末現金及現金等价物	7,526	6,746	4,369	8,240	7,386
受限制現金	740	983	627	646	921
定期存款	8	10	0	0	0
資產負債表現金	8,274	7,740	4,997	8,886	8,307

資料來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
銷售組合(%)					
水电	85.1	77.5	75.6	72.3	70.3
火电	4.8	8.2	8.0	9.0	9.8
风电	9.2	13.0	13.8	15.5	16.3
其它业务	1.0	1.3	2.7	3.1	3.6
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	28.9	29.9	28.7	28.4	27.7
稅前利率	13.6	14.0	14.7	14.4	14.0
淨利潤率	11.3	11.9	12.1	11.9	11.6
有效稅率	12.6	9.8	13.2	13.5	13.8
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.3	1.1	1.5	1.7	1.6
速動比率 (x)	1.2	1.0	1.3	1.5	1.6
現金比率 (x)	0.3	0.2	0.2	0.4	0.3
平均存貨周轉天數	43.4	53.2	48.3	38.6	35.4
平均應收款周轉天數	218.1	247.0	224.2	213.1	215.9
平均應付周轉天數	281.8	309.9	250.0	201.9	194.7
債務 / 股本比率 (%)	87.4	93.2	90.6	75.7	71.8
淨負債/股東權益比率 (%)	52.8	66.7	76.6	52.5	53.0
回報率 (%)					
資本回報率	14.8	13.2	13.3	11.3	11.0
資產回報率	4.6	4.1	4.8	4.6	4.6
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.83	0.84	0.94	0.90	0.92
每股股息 (人民幣)	0.20	0.20	0.23	0.22	0.22
每股賬面價值 (人民幣)	5.62	6.38	7.12	7.62	8.33

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。