

金风科技 (2208 HK)

受益于新一轮资本开支扩张周期

❖ **风电下游装机及资本支出指引转强，上调至买入评级。**近期我们参加了多场风电下游运营商的业绩发布会，根据风电下游管理层给予的强劲新增装机及资本开支指引，我们上调金风科技投资评级。根据我们对于多家企业的指引汇总，8家上市企业计划将2019年装机规划翻倍（19年11.2吉瓦 vs. 18年5.6GW），并对2020年给予了更加积极的装机扩张目标。这些企业希望加速项目开发以在2020年前锁定带有固定补贴的项目。我们相信风电下游新一轮的资本开支扩张周期已获确认，我们预期这一轮周期的开启将促使2019-2020年风电装机明显加速。此外，我们认为公司近期完成供股将消除股权增发对于股价的影响，使市场关注重新聚焦于公司的风机销售业务。我们将2019/2020年的每股净利润预测分别上调13.7/20.1%，自人民币0.90/0.92元上调至人民币1.02/1.10元。我们将目标价自此前9.80港元上调至13.66港元，对应2019年预测市盈率11.5倍，上调至买入评级。

❖ **中国风电新增装机将在2019/2020年加速。**鉴于下游风电运营商希望在2020年末以前锁定尽可能多的固定补贴项目，我们将中国市场2019/2020年风电装机基准情形展望提高14/25%至25.9/29.8吉瓦。我们认为新增装机快速扩张可能性很高，主要基于1)下游运营商具有强烈的锁定电价动机，2)经过2年去杠杆周期，下游国企运营商具备大幅增加资本开支能力；3)主要电力国企在增加可再生能源电源比例具有较大压力；4)目前在建项目规模明显增加。我们认为金风科技的风机对外出货量将较我们此前2019/2020年预期分别高16/28%，我们预计在市场蓬勃发展背景下公司所面临的风机平均售价及毛利压力将会明显缓解。

❖ **供股压力已获消除。**在近期获得中国证监会批准后，公司已实施其A+H市场供股计划。公司供股以2018年1倍市净率估值每股人民币7.02元（每股8.16港元）增发6.76亿新股，该供股将使每股盈利稀释16%。我们预期公司的供股计划将在两地市场顺利进行，并且供股的完成将有助于市场将对公司的关注点转回到目前下游市场的积极扩张。

❖ **估值将向上倾斜。**我们预期公司将具备两个主要的股价催化剂，包括1)市场基于风机销售畅旺将可能上调对于公司的盈利预测，以及2)在需求扩张下公司的估值将呈扩张状态。参考上一轮2014-15年市场需求扩张周期公司的估值状态，在乐观的市场预期下，我们预期公司的估值水平将在其5年平均9.5倍基础上向上倾斜。据此，我们的目标价将公司2019年预测市盈率倍数由此前10倍上调至11.5倍以反映公司股价在估值扩张期的潜力。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	26,174	24,971	27,699	30,753	33,527
净利润(百万人民币)	2,966	2,984	3,360	3,649	3,874
EPS (人民币)	0.83	0.84	0.94	0.90	0.92
EPS变动(%)	3	1	13	-4.9	2
市盈率(x)	10.5	10.4	9.2	9.7	9.5
市帐率(x)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	2.3	2.3	2.6	2.5	2.5
权益收益率(%)	14.9	13.2	13.3	11.8	11.0
净财务杠杆率(%)	52.8	66.7	76.6	52.5	53.0

资料来源：公司及招銀国际预测

买入(上调)

目标价	HK\$13.66
(前目标价)	HK\$9.37
潜在升幅	20.4%
当前股价	HK\$11.34

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

风电行业

市值(百万港元)	61,855
3个月平均流通(百万)	74.03
52周内高/低(港元)	14.98/5.56
总股本(百万)	3556.2

资料来源：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%

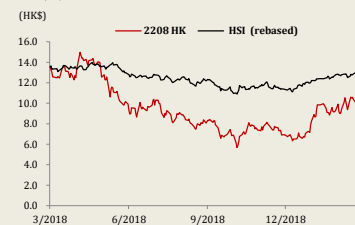
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	23.5%	21.5%
3月	64.3%	45.4%
6月	35.3%	29.9%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.goldwindglobal.com

- ❖ **我们的敏感性分析显示，FY19E 每股盈利增长在 7.1-23.8% 区间。**截止 2018 年 3 季度末，金风累积在手未执行订单达 18.2 吉瓦。我们认为公司的在手订单大部分来自固定补贴项目，使其 2019-20 年期间将在手订单转化为风机出货的可能性较高。基于我们的敏感性分析，2019 年出货量增长 11.5 / 29.1% / 40.9% 的假设情形下，我们估计公司的每股盈利增长将介于 7.1% 至 23.8% 之间，基准情形下每股盈利增长 15.5% 至人民币 1.02 元。我们认为我们假设的主要风险是：1) 电网对项目接入速度的控制，以及 2) 政府加强对风电场容量扩张的管控。根据我们对国有企业高级管理层业绩期观点表述的观察，他们对于中国政府风电政策保持稳定具有信心。我们认为这将降低 2019-20 年风电装机扩张的不确定性。
- ❖ **2019 年风机出货量指引将成为市场关注焦点。**金风已发布了 2018 年净利润为人民币 31.45 亿元，同比增长 5.4%。该业绩较我们预期略低 5.6%。尽管公司的完成业绩尚未发布，我们认为市场已大致消化了对于 2018 年运营情况及业绩的预期。我们相信市场将会把焦点置于 1) 2018 年实际风机出货量；2) 风机销售均价及毛利情况；以及更重要的是 3) 对于 2019 年风机出货量指引。我们认为市场希望通过管理层指引以进一步确认此轮装机规模的扩张。公司将于 3 月 29 日发布全年业绩，分析员会议将于 4 月 1 日举行。

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售收入	26,174	24,971	27,920	35,421	41,962
风机销售	22,264	19,346	21,152	26,906	31,909
风电服务	1,246	2,057	2,217	2,781	3,483
风电投资	2,414	3,247	3,813	4,775	5,324
其它业务	250	321	738	959	1,247
销售成本	(18,616)	(17,505)	(19,754)	(25,230)	(30,236)
毛利	7,558	7,466	8,166	10,191	11,726
其它净收入	1,085	1,631	1,241	1,313	1,345
营销费用	(2,211)	(2,101)	(1,896)	(2,333)	(2,638)
行政费用	(1,940)	(2,520)	(2,234)	(3,011)	(3,567)
其它费用	(445)	(377)	(419)	(531)	(629)
息税前收益	4,047	4,098	4,858	5,629	6,237
融资成本净额	(687)	(818)	(960)	(1,034)	(1,099)
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	4,248	4,995	5,594
所得税	(446)	(342)	(561)	(674)	(772)
减:非控制股东权益	(103)	(94)	(454)	(100)	(100)
永续中期票据持有人	(37)	(71)	(71)	(71)	(71)
净利润	2,966	2,984	3,162	4,150	4,651

资料来源:公司及招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
非流动资产	31,341	39,707	41,944	45,516	48,962
固定资产	19,479	22,838	26,394	28,845	31,168
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	10,814	11,565	12,269
流动资产	33,097	33,081	28,663	38,481	43,888
存货	3,192	4,083	3,255	3,255	3,255
现金及现金等价物	8,274	7,740	5,223	10,882	12,471
应收账款	16,746	17,048	17,095	21,218	25,000
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	19,606	23,821	28,511
应付账款	14,473	15,257	11,929	15,175	17,996
其它应付	5,026	6,360	3,250	4,123	4,884
借贷	2,672	5,999	2,509	2,597	3,729
其它流动负债	2,492	1,985	1,918	1,926	1,901
非流动负债	19,075	19,713	24,620	26,236	26,645
借贷	15,419	15,886	21,260	22,776	23,148
融资租赁	2,367	2,097	2,119	1,978	1,809
其它非流动负债	1,290	1,730	1,241	1,482	1,688
少数股东权益	723	788	1242	1342	1442
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	23,643	31,102	34,757
股东权益	18,481	21,192	23,643	31,102	34,757

资料来源:公司及招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
息税前收益	4,047	4,098	4,858	5,629	6,237
折旧和摊销	924	1,152	1,215	1,406	1,535
运营资金变动	(3,322)	(1,562)	(2,976)	(1,449)	(1,645)
税务开支	(439)	(480)	(364)	(572)	(684)
其它	1,454	1,483	2,887	174	643
经营活动所得现金流	3,103	3,023	3,009	4,311	5,124
资本开支	(5,039)	(4,843)	(4,285)	(3,810)	(3,810)
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)	(6,332)	(4,263)	(4,327)
股份发行	337	0	0	4,744	0
净借贷	5,596	3,794	1,884	1,604	1,505
股息	(1,313)	(547)	(711)	(759)	(996)
其它	626	135	0	0	0
融资活动所得现金净额	5,247	3,382	1,172	5,589	509
现金增加净额	1,338	(693)	(2,150)	5,637	1,306
年初现金及现金等价物	6,141	7,526	6,746	4,596	10,233
汇兑	47	(88)	0	0	0
年末现金及现金等价物	7,526	6,746	4,596	10,233	11,539
受限制现金	740	983	627	649	932
定期存款	8	10	0	0	0
资产负债表现金	8,274	7,740	5,223	10,882	12,471

资料来源：公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售组合(%)					
水电	85.1	77.5	75.8	76.0	76.0
火电	4.8	8.2	7.9	7.8	8.3
风电	9.2	13.0	13.7	13.5	12.7
其它业务	1.0	1.3	2.6	2.7	3.0
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	28.9	29.9	29.2	28.8	27.9
税前利率	13.6	14.0	15.2	14.1	13.3
净利润率	11.3	11.9	11.3	11.7	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	1.5	1.6	1.5
速动比率 (x)	1.2	1.0	1.3	1.5	1.5
现金比率 (x)	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4
平均存货周转天数	43.4	53.2	48.0	33.5	28.3
平均应收款周转天数	218.1	247.0	223.2	197.4	201.0
平均应付周转天数	281.8	309.9	251.2	196.1	200.2
债务 / 股本比率 (%)	87.4	93.2	90.1	74.8	71.3
净负债/股东权益比率 (%)	52.8	66.7	76.3	46.4	42.3
回报率 (%)					
资本回报率	14.8	13.2	12.6	12.7	12.8
资产回报率	4.6	4.1	4.5	4.9	5.0
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.83	0.84	0.89	1.02	1.10
每股股息 (人民币)	0.20	0.20	0.21	0.25	0.26
每股账面价值 (人民币)	5.62	6.38	7.07	7.70	8.57

资料来源：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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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責任。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。