

金风科技 (2208 HK)

科技创新驱动未来增长

- ❖ **从优秀到卓越。**近期我们参加了金风科技的反向路演。基于市场共识，我们相信金风已经是一家优秀的风机制造商。在物联网、大数据、云计算以及虚拟辅助等技术的革新推动下，我们相信金风已经从过往专注于传统的产品质量以及生产效率转向 1) 风机及风电场的定制化工程设计及布局，2) 产品高速迭代，3) 供应链整合，以及 4) 综合性售后增值服务。金风通过技术和研发实力的积累，揭示了公司从优秀到卓越的路线。透过公司的反向路演，我们更加清晰的理解为什么苹果公司选择金风作为其中国供应链中的绿色能源合作伙伴。
- ❖ **平价上网路线清晰。**金风已经为风电平价上网做了非常全面的准备。在十三五期间，金风将平准化度电成本 (LCOE) 降低的主要渠道有 1) 通过推出新的风机产品，将单位风机容量的发电量每年提高 6%；2) 缩短整个风机产销供应链周转周期。管理层透露，公司测算在人民币 7 元/瓦投资水平，2,600 利用小时，对应风火同价的情况下，风电场可以满足保险资金的投资收益要求，并且风险很低。此外，公司测算通过供应链周转期加快，可以为产品带来约 10% 的成本缩减空间。对于 2020 年实现平价上网，管理层表示充满信心，并且认为平价上网的挑战主要在于消纳端，而不在技术端。
- ❖ **多种技术支持产品和服务优势。**建立在中国最多的在运风电机组（约 22,000 台风机销售）基础上，金风建立了与互联网企业相似的数据架构，用以捕捉，整合，并累计风机运营数据。大数据和云计算的发展使金风得以 1) 通过释放设计余量在不增加成本情况下提升风机能力；2) 缩短产品迭代周期；3) 加速风电场中针对单台风机的最优设计配置；4) 相较以往单机优化，有能力在风电场层级实现整体优化；5) 通过丰富的数据支持提供多样化的维保和风电场增值服务。金风的技术专家透露，公司在全球领域参与了超过 80 项针对工业企业技术革新的 VC 投资，并计划每年将其中的 10 项应用于公司的成本节省或是产品效率提升两方面。
- ❖ **维持持有评级。**我们相信金风将会持续从产品的研发和设计改进中获益，并向市场交付具备竞争力的产品。基于其先进的互联网工业化应用，以及云计算能力，我们认为公司目前已在将行业带向另一台阶的步伐中领先一步。当行业重新步入回暖周期，我们看好金风的技术革新将会为公司带来积极的市场效应。但基于未来 2-3 年行业前景暂未明确，我们对金风维持持有评级。

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	27,433	29,228	31,293
净利润(百万人民币)	2,849	2,966	3,161	3,149	3,490
EPS (人民币)	0.81	0.83	0.89	0.89	0.98
EPS 变动 (%)	55	3	7	-0	11
市盈率 (x)	8.9	8.6	8.1	8.1	7.3
市帐率 (x)	1.5	1.3	1.1	1.1	1.0
股息率 (%)	6.7	2.8	6.3	5.5	6.1
权益收益率 (%)	17.1	14.9	14.0	13.0	13.2
净财务杠杆率 (%)	37.9	52.8	48.0	54.4	58.8

数据来源：公司及招银国际预测

持有(维持)

目标价	HK\$9.27
(前目标价)	HK\$9.27)
潜在升幅	+9.60%
当前股价	HK\$8.46

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

风电行业

市值(百万港元)	47,070
3个月平均流通(百万)	23.91
52周内高/低(港元)	10.46/7.82
总股本(百万)	3556.2

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	-2.5%	-5.3%
3月	-3.9%	-10.7%
6月	-13.8%	-26.6%

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

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售收入	29,846	26,174	27,433	29,228	31,293
风机销售	26,858	22,264	22,703	23,599	24,532
风电服务	1,282	1,246	1,272	1,336	1,403
风电投资	1,553	2,414	3,108	3,837	4,813
其它业务	153	250	350	455	546
销售成本	(22,069)	(18,616)	(19,525)	(20,681)	(21,980)
毛利	7,777	7,558	7,908	8,547	9,313
其它净收入	773	1,085	1,098	786	769
营销费用	(2,868)	(2,211)	(2,304)	(2,455)	(2,629)
行政费用	(1,636)	(1,940)	(1,811)	(1,929)	(2,065)
其它费用	(405)	(445)	(411)	(438)	(469)
息税前收益	3,641	4,047	4,479	4,511	4,919
融资成本净额	(556)	(687)	(846)	(905)	(936)
合资及联营企业	162	192	193	219	248
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	3,247	3,552	3,826	3,825	4,232
所得税	(371)	(446)	(494)	(505)	(571)
非控制股东权益	(26)	(103)	(100)	(100)	(100)
永续中期票据持有人	0	(37)	(71)	(71)	(71)
净利润	2,849	2,966	3,161	3,149	3,490

数据来源: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)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
非流动资产	27,286	31,341	34,097	38,321	42,325
固定资产	17,015	19,479	21,476	24,914	28,088
预付款及其它应收	1,939	1,595	1,849	1,849	1,849
预付租金	202	292	313	334	353
合资及联营公司投资	1,047	1,308	1,500	1,692	1,911
其它非流动资产	7,083	8,667	8,959	9,533	10,124
流动资产	25,287	33,097	32,924	31,158	32,405
存货	3,037	3,192	3,255	3,255	3,255
现金及现金等价物	6,147	7,534	10,535	7,608	7,292
应收账款	14,526	16,746	16,471	17,839	19,354
预付款	1,272	1,978	1,849	1,849	1,849
其它流动资产	304	3,646	814	608	655
流动负债	20,959	24,663	23,013	21,477	22,499
应付账款	14,275	14,473	12,804	13,310	13,836
其它应付	3,221	5,026	3,193	3,402	3,643
借贷	1,734	2,672	4,768	2,347	2,456
其它流动负债	1,730	2,492	2,248	2,418	2,564
非流动负债	14,223	19,075	20,595	22,763	24,818
借贷	10,761	15,419	16,608	18,485	20,361
融资租赁	2,203	2,367	2,705	2,945	3,075
其它非流动负债	1,260	1,290	1,282	1,334	1,382
少数股东权益	629	723	823	923	1023
永续中期票据	-	1,495	1,495	1,495	1,495
净资产总额	16,761	18,481	21,095	22,822	24,894
股东权益	16,761	18,481	21,095	22,822	24,894

数据来源: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)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
息税前收益	3,641	4,047	4,479	4,511	4,919
折旧和摊销	545	924	1,141	1,324	1,590
运营资金变动	1,492	(3,322)	(1,823)	(1,357)	(1,501)
税务开支	(162)	(439)	(496)	(495)	(512)
其它	(901)	1,454	1,483	827	544
经营活动所得现金流	4,776	3,103	3,458	3,949	4,050
资本开支	(7,006)	(5,039)	(3,045)	(4,717)	(4,717)
联营公司	(130)	(261)	(192)	(193)	(219)
其它	(110)	(1,711)	0	0	0
投资活动所得现金净额	(7,245)	(7,011)	(3,237)	(4,910)	(4,936)
股份发行	336	337	0	0	0
净借贷	614	5,596	3,285	(544)	1,986
股息	(1,053)	(1,313)	(547)	(1,423)	(1,417)
其它	(867)	626	0	0	0
融资活动所得现金净额	(970)	5,247	2,738	(1,967)	569
现金增加净额	(3,439)	1,338	2,959	(2,927)	(316)
年初现金及现金等价物	9,524	6,141	7,526	10,530	7,603
汇兑	56	47	45	0	0
年末现金及现金等价物	6,141	7,526	10,530	7,603	7,287
受限制现金	159	740	477	235	246
定期存款	6	8	5	5	5
资产负债表现金	6,306	8,274	11,012	7,843	7,537

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(%)					
风机销售	90.0	85.1	82.8	80.7	78.4
风电服务	4.3	4.8	4.6	4.6	4.5
风电投资	5.2	9.2	11.3	13.1	15.4
其它业务	0.5	1.0	1.3	1.6	1.7
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率(%)					
毛利率	26.1	28.9	28.8	29.2	29.8
税前利率	10.9	13.6	13.9	13.1	13.5
净利润率	9.5	11.3	11.5	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	1.5	1.4
速动比率(x)	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3
现金比率(x)	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3
平均存货周转天数	40.9	43.4	42.9	40.6	38.0
平均应收款周转天数	157.9	218.1	221.0	214.2	216.9
平均应付周转天数	207.7	281.8	255.0	230.5	225.4
债务/股本比率(%)	71.8	87.4	91.3	82.5	83.2
净负债/股东权益比率(%)	37.9	52.8	48.0	54.4	58.8
回报率(%)					
资本回报率	17.0	14.8	14.0	12.9	13.2
资产回报率	5.4	4.6	4.7	4.5	4.7
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.81	0.83	0.89	0.89	0.98
每股股息(人民币)	0.48	0.20	0.45	0.40	0.44
每股账面价值(人民币)	4.71	5.62	6.35	6.84	7.42

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。