

金風科技 (2208 HK)

毛利率觸底；下半年反彈在望

金風科技上半年盈利差於預期，主要歸因於 1) 風機利潤率受擠壓至 11.3%；2) 銷售和分銷及行政費用成本高於預期。儘管如此，公司表示風機毛利率已觸底反彈，我們認為公司出現結構性機會。我們預計市場對金風科技的擔憂將隨著均價上升及成本減少而逐漸釋除。我們上調公司評級至「買入」，目標價上調至 12.06 港元。

■ **上半年毛利率受壓跌至 11.3%**。收入同比大增 43.2% 至 157.7 億元（人民幣，下同），主要受下列因素影響：1) 風機銷售增長強勁，出貨量增長達 45.7%；2) 風電服務同比收入增長 131.8%。不過，由於風機毛利率進一步下滑 10 個百分點至 11.3%，而低毛利率 EPC 業務量增加亦拖累風電服務毛利率下降 11 個百分點至 8.7%，整體毛利率同比下跌 10.5 個百分點至 20.7%。銷售和分銷費用/行政費用亦分別顯著增長 106.3%/ 29.5%。淨利潤為 11.34 億元，同比下降 24.1%。低於市場預期。

■ **毛利率受壓結束。我們測算風機銷售均價在上半年同比下降 4.4%，較為嚴峻的毛利水平顯示金風科技同樣面對成本壓力。根據管理層解釋，成本大幅上升是產品類型和零部件升級所致，與材料成本的絕對增長無關。因目前零部件升級屬產品生命週期的早期階段，管理層預計成本曲線將在下半年至不久的將來得到改善。隨著 1) 低成本訂單逐漸釋放殆盡，以及 2) 新風機招標價明顯提高，管理層預計風機毛利率將在 2019 年下半年至 2020 年間有所回升。公司對 2019 財年的風機毛利率指引維持在僅下降 5 個百分點。我們相信風電銷售業務已於 2019 年上半年見底，下半年反彈可期。**

■ **為 2020 年以後機遇做好準備。**對於平價項目機遇，管理層採取積極措施，在年底前將現有 46 條產品線整合至 22 條。新產品將分為 2.0s / 2.5s / 3.0s / 6.0s 四大平臺系列。我們相信產品整合將有助公司更有效地控制成本。管理層強調，公司已在提高產品發電能力方面投放資源，為 2020 年以後的電價平價機遇做好準備。

■ **風機前景有所改善，上調至買入評級。**基於成本上漲高於預期，我們將金風科技的 2019 年每股盈利預測下調 7.3%，隨著價格和成本改善，我們將 2020/21 年每股盈利預測上調 2.5%/ 2.1%，以反映風機毛利率有所提升。根據我們的敏感度分析，風機均價/成本每增加 1%，將為 2020 財年帶來 5.4%/ 5.5% 盈利增長。鑒於毛利率前景改善，我們預計市場對金風科技的看法將轉趨正面。基於 2020 年預測市盈率 11.8 倍，上調目標價 30.4% 至 12.06 港元。上調對公司展望至買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	24,971	28,590	34,146	39,727	38,442
淨利潤 (百萬人民幣)	2,984	3,145	2,859	3,860	4,311
EPS (人民幣)	0.84	0.88	0.70	0.91	1.02
EPS 變動 (%)	0.6	5.4	-20.4	29.6	11.7
市盈率 (x)	9.5	9.0	11.4	8.8	7.8
市帳率 (x)	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.5	3.1	2.1	2.7	3.1
權益收益率 (%)	13.2	12.6	9.6	11.3	11.5
淨財務杠杆率 (%)	66.7	69.3	61.3	69.4	74.9

資料來源：公司及招銀國際證券預測

敬請參閱尾頁之免責聲明

招銀國際研究報告之彭博搜索代碼：**CMBR**

本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

買入 (上調)

目標價	HK\$12.06
(此前目標價)	HK\$9.25)
潛在升幅	+31.5%
當前股價	HK\$9.17

中國風電行業

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	56,267
3 月平均流通量 (百萬港元)	38.25
52 周內股價高/低 (港元)	11.70/5.32
總股本 (百萬)	774(H)
	3,451(A)

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	4.3%	15.4%
3-月	10.9%	17.9%
6-月	7.7%	20.7%
12-月	9.7%	20.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

近期報告

- “一季度風機出貨強勁；毛利受壓在預料之中”- 2019 年 4 月 30 日
- “受益於新一輪資本開支擴張週期”- 2019 年 3 月 25 日

財務分析

利潤表

12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	24,971	28,590	34,146	39,727	38,442
風機銷售	19,346	22,169	25,856	28,730	25,573
風電服務	2,057	1,647	2,518	3,075	2,852
風電投資	3,247	3,904	4,554	6,338	7,958
其它業務	321	870	1,218	1,584	2,059
銷售成本	(17,505)	(21,247)	(26,927)	(29,958)	(27,946)
毛利	7,466	7,344	7,219	9,768	10,496
其它淨收入	1,631	2,073	2,370	1,295	818
營銷費用	(2,101)	(1,897)	(2,327)	(2,442)	(2,174)
行政費用	(2,520)	(2,738)	(2,732)	(2,781)	(2,691)
其它費用	(377)	(295)	(307)	(358)	(346)
息稅前收益	4,098	4,487	4,223	5,483	6,103
融資成本淨額	(818)	(1,071)	(1,094)	(1,220)	(1,323)
合資及聯營企業	210	266	295	317	341
特殊項目	0	0	0	0	0
稅前利潤	3,491	3,682	3,423	4,580	5,122
所得稅	(342)	(400)	(394)	(550)	(640)
稅後利潤	3,149	3,283	3,030	4,031	4,482
少數股東權益	(94)	(67)	(100)	(100)	(100)
永續債權益	(71)	(71)	(71)	(71)	(71)
淨利潤	2,984	3,145	2,859	3,860	4,311

現金流量表

12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	4,098	4,487	4,223	5,483	6,103
折舊和攤銷	1,133	1,381	1,592	2,092	2,538
運營資金變動	(1,562)	2,667	1,061	(1,505)	(2,777)
稅務開支	(480)	(348)	(399)	(409)	(559)
其它	1,483	2,887	(2,299)	3,162	2,580
經營活動所得現金流	3,023	3,125	5,639	7,726	5,667
資本開支	(4,843)	(6,708)	(8,056)	(8,056)	(5,729)
聯營公司	(1,083)	(1,270)	(266)	(295)	(317)
其它	(1,172)	(1,837)	(2,850)	(3,420)	(3,078)
投資活動所得現金淨額	(7,098)	(6,114)	(11,172)	(11,771)	(9,124)
股份發行	0	0	4,744	0	0
淨借貸	3,794	450	4,582	1,098	3,530
股息	(547)	(711)	(889)	(686)	(926)
其它	135	1,463	0	0	0
融資活動所得現金淨額	3,38	1,20	8,43	412	2,60
現金增加淨額	(693)	(1,787)	2,903	(3,632)	(852)
年初現金及現金等價物	7,526	6,746	5,012	7,915	4,283
匯兌	(88)	53	0	0	0
年末現金及現金等價物	6,746	5,012	7,915	4,283	3,431
受限制現金	983	38	98	101	103
定期存款	10	16	0	0	0
資產負債表現金	7,740	5,066	8,013	4,384	3,534

資產負債表

12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	39,707	48,447	56,084	62,761	66,547
固定資產	22,838	25,509	32,019	38,032	41,273
預付款及其它應收	1,555	1,407	1,856	1,916	1,886
預付租金	302	292	313	334	353
合資及聯營公司投資	2,391	3,660	3,927	4,221	4,539
其它非流動資產	12,62	17,57	17,96	18,25	18,49
流動資產	33,081	32,918	36,243	36,280	35,076
存貨	4,083	4,997	4,988	5,559	5,890
現金及現金等價物	7,740	5,066	8,013	4,384	3,534
應收賬款	17,048	16,895	17,556	20,434	19,763
預付款	2,650	4,526	4,330	4,470	4,400
其它流動資產	1,560	1,434	1,357	1,434	1,490
流動負債	29,600	31,601	34,184	37,115	33,842
應付帳款	15,257	20,000	21,874	24,305	21,635
其它應付	6,360	6,372	6,054	6,652	6,437
借貸	5,999	3,470	4,896	5,055	5,168
其它流動負債	1,985	1,759	1,360	1,103	601
非流動負債	19,713	23,288	25,530	26,039	28,410
借貸	15,886	18,865	22,020	22,959	26,377
融資租賃	2,097	1,983	1,509	912	38
其它非流動負債	1,730	2,441	2,001	2,167	1,995
少數股東權益	788	1514	1614	1714	1814
永續中期票據	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495
股東權益	18,908	20,457	26,395	29,469	32,753
總權益	21,192	23,466	29,504	32,678	36,062

主要比率

12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
風機銷售	77.5	77.5	75.7	72.3	66.5
風電服務	8.2	5.8	7.4	7.7	7.4
自營風電場	13.0	13.7	13.3	16.0	20.7
其它業務	1.3	3.0	3.6	4.0	5.4
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	29.9	25.7	21.1	24.6	27.3
稅前利率	14.0	12.9	10.0	11.5	13.3
淨利潤率	11.9	11.0	8.4	9.7	11.2
有效稅率	9.8	10.9	11.5	12.0	12.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0
速動比率 (x)	1.0	0.9	0.9	1.0	0.9
現金比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
平均存貨周轉天數	53.2	58.0	53.4	48.5	54.4
平均應收款周轉天數	247.0	216.7	184.1	174.5	190.8
平均應付周轉天數	309.9	302.8	283.8	281.3	300.0
債務/股本比率 (%)	93.2	84.4	82.5	78.1	80.1
淨負債/股東權益比率 (%)	66.7	69.3	61.3	69.4	74.9
回報率 (%)					
資本回報率	13.2	12.6	9.2	11.3	11.5
資產回報率	4.1	3.9	3.1	3.9	4.2
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.84	0.88	0.70	0.91	1.02
每股股息 (人民幣)	0.20	0.25	0.17	0.22	0.24
每股賬面價值 (人民幣)	6.38	7.02	7.33	8.08	8.87

資料來源：公司及招銀國際證券預測

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）發表於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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

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，並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，並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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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。