

金风科技 (2208 HK)

进入转型期

❖ **净利润略低于预期。** 金风公布 FY17 业绩。收入为人民币 249.71 亿元，同比下降 4.6%。收入同比下滑主要是由于风机制造板块收入下滑所致。风电机组对外出货量为 5,082 兆瓦，同比下降 13.1%。风电服务和风电场业务的收入方面则增长显著，分别同比增长 65.1% 和 34.5%。2017 年金风录得其他收入人民币 16.31 亿元，其中包括出售 384 兆瓦风电场所带来的一次性收益。由于公司锐意大举海外扩张同时增加了研发支出，管理费用同比增长 29.9%。有效税率方面，因享受税费减免的风电场业务盈利贡献占比提升，2017 年有效税率为 9.8%，较 2016 年低 2.7 个百分点。归属于普通股股东的净利润为 29.84 亿元，同比增长 0.6%，较我们预期低 5.6%。公司宣布派发每股人民币 0.2 元的股息，派息比率为 23.8%。

❖ **风机销售面临压力。** 风机出货量连续第二年录得下滑，主要是由于金风传统销售强势区域三北地区（红 6 省区域）在 2017 年受到政策限制禁止新增装机政策影响。此外，南方地区对风电日趋严格的环评环境要求也拖慢了公司风机的出货速度。面对市场局面的变化，竞争日趋激烈，在风机公开招标市场带来了显著的价格压力。我们认为金风在 2017 年对产品出货价格以及材料成本均实施了良好的控制。风机业务板块毛利率为 24.9%，同比仅微跌 0.6 个百分点。对于 2018 年展望，管理层预期国内风机销售市场规模恢复至 22-25 吉瓦，含对内销售在内，金风目标维持占据 30% 左右市场份额，对外出货量至少约为 6 吉瓦，预料同比增长 17.8%。对于公司的风机销售判断，我们采用较为保守的预估，预期公司对外出货量增长 10%，对应销售量为 5,590 兆瓦。

❖ **两地市场增发融资驱动业务转型。** 金风在发布业绩同期公布了 A+H 两地市场进行配股募资，计划规模不超过人民币 50 亿元。管理层解释配股融资主要用于风电场和其他业务的发展，以获取较好的项目回报，同时也促使公司的业务收入架构能够趋向更加均衡。金风 2018 年计划资本开支 100 亿人民币以上，用于 1.3 吉瓦的风电场投资，其中 690 兆瓦项目来自海外。高额的资本开支用于长期回报项目，将驱使金风趋向于资本密集型，但同时也将为公司带来持续性更加稳定的收入来源。若配股集资进程顺利并获得两地股东同意，管理层预期在 2018 年上半年完成有关供股计划。

❖ **维持持有评级。** 在通往风电平价上网的路途上，我们预计金风将在风机销售定价和利润率两方面持续面临挑战。短期来看，我们认为市场关注点将在公司从风机销售轻资产运营转向资本密集型重资产运营，对股价构成一定压力。长期增长则有待风电场和企业业务释放业绩增长。估值方面，鉴于公司的风机技术的现金水平，以及可再生能源配额制政策刺激的推出，我们对公司给予 2018 年 12 倍预测市盈率进行估值，目标价是每股 12.51 港元。我们对金风维持持有评级。

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	28,257	32,027	35,099
净利润(百万人民币)	2,966	2,984	3,114	3,473	3,798
EPS (人民币)	0.83	0.84	0.88	0.98	1.07
EPS 变动 (%)	3	1	4	12	9
市盈率 (x)	13.8	13.7	13.1	11.8	10.8
市帐率 (x)	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3
股息率 (%)	1.7	1.7	1.8	2.0	2.2
权益收益率 (%)	14.9	13.2	12.4	12.5	12.3
净财务杠杆率 (%)	52.8	66.7	84.1	85.9	83.4

数据来源：公司及招银国际预测

持有(维持)

目标价	HK\$12.51
(前目标价)	HK\$9.27
潜在升幅	-5.79%
当前股价	HK\$13.28

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

风电行业

市值(百万港元)	73,735
3 个月平均流通(百万)	120.77
52 周内高/低(港元)	15.82/8.17
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	18.0%	21.7%
3 月	11.8%	9.1%
6 月	44.4%	32.8%

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)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售收入	26,174	24,971	28,257	32,027	35,099
风机销售	22,264	19,346	21,068	22,943	24,530
风电服务	1,246	2,057	2,878	3,341	3,644
风电投资	2,414	3,247	3,894	5,222	6,299
其它业务	250	321	417	521	626
销售成本	(18,616)	(17,505)	(19,811)	(22,216)	(24,260)
毛利	7,558	7,466	8,446	9,811	10,839
其它净收入	1,085	1,631	940	936	954
营销费用	(2,211)	(2,101)	(2,374)	(2,690)	(2,948)
行政费用	(1,940)	(2,520)	(2,261)	(2,722)	(2,983)
其它费用	(445)	(377)	(424)	(480)	(526)
息税前收益	4,047	4,098	4,327	4,854	5,335
融资成本净额	(687)	(818)	(894)	(1,041)	(1,186)
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	3,785	4,213	4,605
所得税	(446)	(342)	(500)	(569)	(636)
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	3,114	3,473	3,799

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)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
非流动资产	31,341	39,707	43,646	48,609	52,418
固定资产	19,479	22,838	28,049	32,064	34,940
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	10,863	11,439	11,954
流动资产	33,097	33,081	28,503	32,507	36,296
存货	3,192	4,083	3,255	3,255	3,255
现金及现金等价物	8,274	7,740	4,907	6,594	8,358
应收账款	16,746	17,048	17,252	19,533	21,522
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	19,822	21,662	24,168
应付账款	14,473	15,257	11,882	12,940	13,835
其它应付	5,026	6,360	3,289	3,728	4,086
借贷	2,672	5,999	2,592	2,834	4,061
其它流动负债	2,492	1,985	2,058	2,160	2,186
非流动负债	19,075	19,713	26,350	30,650	32,678
借贷	15,419	15,886	22,698	26,851	28,859
融资租赁	2,367	2,097	2,413	2,472	2,421
其它非流动负债	1,290	1,730	1,239	1,327	1,397
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	23,595	26,320	29,286
股东权益	18,481	21,192	23,595	26,320	29,286

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)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
息税前收益	4,047	4,098	4,327	4,854	5,335
折旧和摊销	924	1,152	1,261	1,599	1,905
运营资金变动	(3,322)	(1,562)	(3,174)	(1,731)	(1,668)
税务开支	(439)	(480)	(358)	(507)	(575)
其它	1,454	1,483	3,240	905	285
经营活动所得现金流	3,103	3,023	2,482	3,897	4,187
资本开支	(5,039)	(4,843)	(5,985)	(5,567)	(4,731)
联营公司	(261)	(1,083)	(210)	(351)	(400)
其它	(1,711)	(1,172)	(1,473)	0	0
投资活动所得现金净额	(7,011)	(7,098)	(7,668)	(5,918)	(5,131)
股份发行	337	0	0	0	0
净借贷	5,596	3,794	3,405	4,395	3,235
股息	(1,313)	(547)	(711)	(747)	(834)
其它	626	135	0	0	0
融资活动所得现金净额	5,247	3,382	2,694	3,648	2,401
现金增加净额	1,338	(693)	(2,492)	1,626	1,458
年初现金及现金等价物	6,141	7,526	6,746	4,254	5,880
汇兑	47	(88)	0	0	0
年末现金及现金等价物	7,526	6,746	4,254	5,880	7,338
受限制现金	740	983	648	709	1,020
定期存款	8	10	5	5	0
资产负债表现金	8,274	7,740	4,907	6,594	8,358

数据来源：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	74.6	71.6	69.9
火电	4.8	8.2	10.2	10.4	10.4
风电	9.2	13.0	13.8	16.3	17.9
其它业务	1.0	1.3	1.5	1.6	1.8
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	28.9	29.9	29.9	30.6	30.9
税前利率	13.6	14.0	13.4	13.2	13.1
净利润率	11.3	11.9	11.0	10.8	10.8
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	1.4	1.5	1.5
速动比率 (x)	1.2	1.0	1.3	1.4	1.5
现金比率 (x)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
平均存货周转天数	43.4	53.2	47.4	37.1	33.8
平均应收款周转天数	218.1	247.0	221.5	209.6	213.5
平均应付周转天数	281.8	309.9	250.0	203.9	201.4
债务 / 股本比率 (%)	87.4	93.2	97.4	103.1	103.3
净负债/股东权益比率 (%)	52.8	66.7	83.8	85.6	83.1
回报率 (%)					
资本回报率	14.8	13.2	12.4	12.5	12.3
资产回报率	4.6	4.1	4.3	4.3	4.3
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.83	0.84	0.88	0.98	1.07
每股股息 (人民币)	0.20	0.20	0.21	0.23	0.26
每股账面价值 (人民币)	5.62	6.38	7.06	7.82	8.66

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。