

金风科技 (2208 HK)

风险回报率变得吸引

- ❖ **目前估值反应较高的风险回报率。** 金风科技股价自中期业绩公布后下跌 22%。我们认为股价下跌的主要原因是市场对于可再生能源行业情绪疲弱以及对于中国政府限制在林地开发风电项目有明显的政策担忧。我们认为林地风电开发政策的收紧对于目前金风科技风机销售并没有直接威胁，市场对此过度恐慌，这使公司在目前的估值状态下提供了较好的风险回报率。此外，在风电项目朝向竞价平价目标过渡的时期，我们认为金风有较高几率基于其风电场全生命周期中较高的技术水平以及领先的度电成本进一步扩大其市场份额。目前金风的估值仅为 2018E/19E 年市盈率 7.0/6.3 倍，潜在股息收益率分别为 3.4%/3.8%。我们将公司 2019 年盈利预测略微下调，并考虑目前公司所面临的潜在政策风险，将目标价自每股 9.77 港元略微下调至 9.35 港元，对公司评级自持有上调至买入。
- ❖ **林地政策影响有限。** 中国林业和草原管理局发布了收紧在林地开发风电项目行为的征求意见稿。该征求意见稿旨在对林地风电场开发实施多重严格控制，引起了市场对于南方地区风电项目的关注，并顾虑政策的执行是否会对风机销售造成明显影响。我们认为 1) 该政策主要目的在于规范风电场在林地范围的发展行为，而非禁止项目开发；2) 现阶段，征求意见稿的内容仍在多部门之间存有谈判空间；3) 未来的风电项目开发将逐步转移到受环境影响较小的北方地区。基于上述三点，我们预计该政策的潜在影响有限。
- ❖ **获得更多市场份额以抵消毛利挤压影响。** 我们观察到 2018 年中国风机销售有明显回升趋势。中电联数据显示前 8 个月风机吊装数量同比增长 19.4% 至 10.3 吉瓦，证实了风电运营商有加速项目开发趋势以锁定较好的项目电价。对于金风而言，我们认为目前订单交付处于健康状态，公司 2018 年上半年订单交付的分配比例中，2016/17/18 年所签订单交付比例分别约为 25/50/25%。展望未来，我们认为公司将面临来自原材料成本增加以及风机平均销售价格持续下降所带来的毛利率压力，但同时我们认为公司将有能力通过 1) 持续推出更大规模机组以降低综合成本，以及 2) 随着过去 18 个月内日益提升的中标率持续扩大市场份额来抵消毛利下降对公司所造成的影响。
- ❖ **管理层对前三季度维持正增长展望。** 尽管 2017 年 3 季度公司对苹果的风电资产出售实现了较好的一次性收益，使公司去年同期业绩基数较高，管理层仍然对 2018 年前三季度盈利增长维持正面指引。我们预期主要增长动力将来自风电场投资和新成立的水处理业务。基于原材料价格成本上涨及风机销售价格下跌压力，我们将公司 2018E/19E 年盈利自人民币 32.45/36.00 亿分别轻微下调 2.2% 至人民币 31.75/35.19 亿。除公司主营业务以外，我们认为公司还有能力通过处置风电投资资产以平滑未来的盈利增长。

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

买入(上调)

目标价	HK\$9.37
(前目标价)	HK\$9.77)
潜在升幅	36.9%
当前股价	HK\$6.84

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

风电行业

市值(百万港元)	35,667
3 个月平均流通(百万)	35.49
52 周内高/低(港元)	15.82/6.40
总股本(百万)	3556.2

数据源：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%

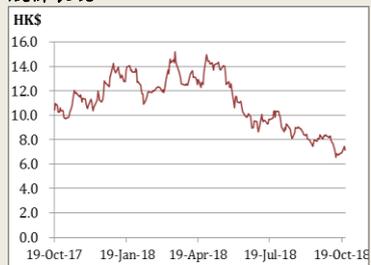
数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-11.3%	-5.2%
3 月	-27.9%	-20.9%
6 月	-39.5%	-30.0%

数据源：彭博

股价表现



数据源：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	27,710	31,578	35,775
风机销售	22,264	19,346	20,913	22,724	24,870
风电服务	1,246	2,057	2,217	2,780	3,280
风电投资	2,414	3,247	3,842	5,115	6,426
其它业务	250	321	738	959	1,199
销售成本	(18,616)	(17,505)	(19,749)	(22,488)	(25,543)
毛利	7,558	7,466	7,961	9,090	10,233
其它净收入	1,085	1,631	938	930	941
营销费用	(2,211)	(2,101)	(1,875)	(1,970)	(2,056)
行政费用	(1,940)	(2,520)	(2,217)	(2,684)	(3,041)
其它费用	(445)	(377)	(416)	(474)	(537)
息税前收益	4,047	4,098	4,392	4,892	5,540
融资成本净额	(687)	(818)	(888)	(1,026)	(1,172)
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	3,855	4,266	4,824
所得税	(446)	(342)	(509)	(576)	(666)
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	3,175	3,519	3,988

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	43,343	48,054	52,563
固定资产	19,479	22,838	27,783	31,547	35,049
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	10,825	11,401	11,989
流动资产	33,097	33,081	27,943	31,369	34,945
存货	3,192	4,083	3,255	3,255	3,255
现金及现金等价物	8,274	7,740	4,607	5,675	6,690
应收账款	16,746	17,048	16,991	19,314	21,839
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	19,464	21,042	23,813
应付账款	14,473	15,257	11,795	12,816	14,026
其它应付	5,026	6,360	3,225	3,676	4,164
借贷	2,672	5,999	2,577	2,803	4,051
其它流动负债	2,492	1,985	1,866	1,747	1,571
非流动负债	19,075	19,713	25,784	29,485	31,557
借贷	15,419	15,886	22,441	26,325	28,687
融资租赁	2,367	2,097	2,112	1,843	1,458
其它非流动负债	1,290	1,730	1,232	1,318	1,412
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	23,655	26,412	29,555
股东权益	18,481	21,192	23,655	26,412	29,555

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	4,392	4,892	5,540
折旧和摊销	924	1,152	1,223	1,489	1,753
运营资金变动	(3,322)	(1,562)	(3,002)	(1,816)	(1,900)
税务开支	(439)	(480)	(358)	(516)	(585)
其它	1,454	1,483	2,911	575	167
经营活动所得现金流	3,103	3,023	2,523	3,322	3,662
资本开支	(5,039)	(4,843)	(5,681)	(5,206)	(5,206)
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)	(7,728)	(5,659)	(5,724)
股份发行	337	0	0	0	0
净借贷	5,596	3,794	3,133	4,110	3,610
股息	(1,313)	(547)	(711)	(762)	(845)
其它	626	135	0	0	0
融资活动所得现金净额	5,247	3,382	2,422	3,348	2,765
现金增加净额	1,338	(693)	(2,783)	1,011	703
年初现金及现金等价物	6,141	7,526	6,746	3,963	4,974
汇兑	47	(88)	0	0	0
年末现金及现金等价物	7,526	6,746	3,963	4,974	5,677
受限制现金	740	983	644	701	1,018
定期存款	8	10	5	5	0
资产负债表现金	8,274	7,740	4,607	5,675	6,690

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	75.5	72.0	69.5
火电	4.8	8.2	8.0	8.8	9.2
风电	9.2	13.0	13.9	16.2	18.0
其它业务	1.0	1.3	2.7	3.0	3.4
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	28.9	29.9	28.7	28.8	28.6
税前利率	13.6	14.0	13.9	13.5	13.5
净利润率	11.3	11.9	11.5	11.1	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	1.4	1.5	1.5
速动比率(x)	1.2	1.0	1.3	1.3	1.5
现金比率(x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
平均存货周转天数	43.4	53.2	48.3	37.6	33.2
平均应收款周转天数	218.1	247.0	224.2	209.8	209.9
平均应付周转天数	281.8	309.9	250.0	199.7	191.8
债务/股本比率(%)	87.4	93.2	96.1	100.8	101.9
净负债/股东权益比率(%)	52.8	66.7	83.7	86.6	87.2
回报率(%)					
资本回报率	14.8	13.2	12.6	12.6	12.8
资产回报率	4.6	4.1	4.5	4.4	4.6
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.83	0.84	0.89	0.99	1.12
每股股息(人民币)	0.20	0.20	0.21	0.24	0.27
每股账面价值(人民币)	5.62	6.38	7.07	7.85	8.73

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。