

# 金风科技 (2208 HK)

## 市占率明显提升，但压力犹在

- ❖ **评级自买入下调至持有。**金风科技近期股价表现强势，在 2018 年 10 月末因 3 季报不及预期股价大幅下跌后，股价已从 1 年期低位大幅反弹约 80%。我们认为公司股价反弹主要受 2018 年 4 季度风机销售表现强劲所刺激。进入 2019 年，我们认为公司风机销售市场份额稳步提升以及风机招标价格企稳回升将有助于缓解公司目前所面临的市场竞争压力。尽管如此，我们仍然预见原材料成本上升和销售均价下跌将构成对公司风机销售业务的主要挑战。基于公司近期已获得中国证监会核准，我们认为公司的供股计划实施将为期不远。经过对销售数据的更新及将供股影响纳入模型考虑，我们对 2018-20 年的每股盈利预测分别调整 5.8/-9.2/18.4% 至人民币 0.94/0.90/0.92 元。基于 2019 年 10 倍预测市盈率，我们将公司目标价自每股 9.37 港元上调至 9.8 港元。我们认为公司目前估值合理，评级由买入下调至持有。
- ❖ **市场份额显著扩张。**根据彭博新能源财经数据，2018 年中国市场实现风电吊装量 21 吉瓦，意味市场规模同比增长 16.7%；金风科技仍然维持市场领先地位，市场份额同比增加 2.5 个百分点至 31.9%。除金风数据以外，彭博数据同时揭示中国风机销售市场呈进一步整合趋势：市场规模扩大部分大多被前 4 名风机厂商所获，而其余厂商出货量均为持平或下降。我们认为市场数据再一次确认 1) 金风科技的风电机组具备强劲的市场竞争力；2) 管理层具备强烈的意愿以实现销售目标承诺；3) 尽管 2019 年开始将面临竞价及平价上网等压力，中国风电市场将在 2019-20 年维持可观增长。
- ❖ **原材料成本及风机销售均价下跌将是主要挑战。**原材料成本急剧上升所带来的风机部件供应短缺在 2018 年为金风带来了一定挑战。由于美国生产税收抵免 (PTC) 政策将在 2019 年末到期，美国风电场开发商或将进行抢装，我们预期风机零部件供应商将优先满足利润率更高的海外订单需求，从而在 2019 年对中国厂商带来持续部件供应压力。我们认为金风有能力实现对供应链的管控并维持良好的出货节奏，但在材料成本端仍将面临较大挑战。在风机销售价格方面，由于金风具有充沛的历史订单支持，中标价下跌将延后反应，2018 年我们预测风机销售均价仅下跌 5%。基于 2017-18 年风机招标价格持续下跌，我们认为公司的风机销售均价仍将面临持续下跌压力。
- ❖ **供股将为期不远。**公司近期已获得中国证监会核准在 A 股及港股市场进行供股。基于供股计划更新后 10 供 1.9 股方案，金风计划通过供股增发 6.76 亿股筹集人民币 47.4 亿元，每股供股价人民币 7.02 元。该价格对应 A 股及 H 股现价分别折让 48.6% 及 19.9%。我们认为公司供股将为期不远。

### 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：公司及招银国际预测

## 持有(下调)

目标价	HK\$9.80
(前目标价)	HK\$9.37
潜在升幅	-1.6%
当前股价	HK\$9.96

### 萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

### 风电行业

市值(百万港元)	52,655
3 个月平均流通(百万)	34.36
52 周内高/低(港元)	15.82/5.56
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	50.5%	39.2%
3 月	40.2%	28.3%
6 月	5.9%	8.3%

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](http://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
<b>销售收入</b>	<b>26,174</b>	<b>24,971</b>	<b>27,699</b>	<b>30,753</b>	<b>33,527</b>
风机销售	22,264	19,346	20,931	22,238	23,580
风电服务	1,246	2,057	2,217	2,781	3,269
风电投资	2,414	3,247	3,813	4,775	5,479
其它业务	250	321	738	959	1,199
销售成本	(18,616)	(17,505)	(19,754)	(22,006)	(24,224)
<b>毛利</b>	<b>7,558</b>	<b>7,466</b>	<b>7,945</b>	<b>8,747</b>	<b>9,302</b>
其它净收入	1,085	1,631	1,240	1,302	1,314
营销费用	(2,211)	(2,101)	(1,876)	(1,928)	(1,949)
行政费用	(1,940)	(2,520)	(2,216)	(2,614)	(2,850)
其它费用	(445)	(377)	(415)	(461)	(503)
<b>息税前收益</b>	<b>4,047</b>	<b>4,098</b>	<b>4,677</b>	<b>5,046</b>	<b>5,314</b>
融资成本净额	(687)	(818)	(960)	(1,030)	(1,078)
合资及联营企业	192	210	351	400	456
特殊项目	0	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>3,552</b>	<b>3,491</b>	<b>4,068</b>	<b>4,416</b>	<b>4,692</b>
所得税	(446)	(342)	(537)	(596)	(648)
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)
<b>净利润</b>	<b>2,966</b>	<b>2,984</b>	<b>3,360</b>	<b>3,649</b>	<b>3,874</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>31,341</b>	<b>39,707</b>	<b>41,930</b>	<b>45,227</b>	<b>48,424</b>
固定资产	19,479	22,838	26,394	28,845	31,171
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	10,801	11,277	11,728
<b>流动资产</b>	<b>33,097</b>	<b>33,081</b>	<b>28,328</b>	<b>34,182</b>	<b>35,466</b>
<b>存货</b>	<b>3,192</b>	<b>4,083</b>	<b>3,255</b>	<b>3,255</b>	<b>3,255</b>
现金及现金等价物	8,274	7,740	4,997	8,886	8,307
应收账款	16,746	17,048	16,987	18,915	20,743
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
<b>流动负债</b>	<b>24,663</b>	<b>29,600</b>	<b>19,430</b>	<b>20,463</b>	<b>22,405</b>
应付账款	14,473	15,257	11,805	12,542	13,299
其它应付	5,026	6,360	3,224	3,580	3,902
借贷	2,672	5,999	2,509	2,586	3,685
其它流动负债	2,492	1,985	1,892	1,756	1,519
<b>非流动负债</b>	<b>19,075</b>	<b>19,713</b>	<b>24,605</b>	<b>25,712</b>	<b>25,152</b>
借贷	15,419	15,886	21,260	22,586	22,391
融资租赁	2,367	2,097	2,113	1,828	1,404
其它非流动负债	1,290	1,730	1,232	1,297	1,358
<b>少数股东权益</b>	<b>723</b>	<b>788</b>	<b>888</b>	<b>988</b>	<b>1088</b>
<b>永续中期票据</b>	<b>1,495</b>	<b>1,495</b>	<b>1,495</b>	<b>1,495</b>	<b>1,495</b>
<b>净资产总额</b>	<b>18,481</b>	<b>21,192</b>	<b>23,840</b>	<b>30,751</b>	<b>33,749</b>
<b>股东权益</b>	<b>18,481</b>	<b>21,192</b>	<b>23,840</b>	<b>30,751</b>	<b>33,749</b>

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
<b>息税前收益</b>	<b>4,047</b>	<b>4,098</b>	<b>4,677</b>	<b>5,046</b>	<b>5,314</b>
折旧和摊销	924	1,152	1,215	1,406	1,533
运营资金变动	(3,322)	(1,562)	(2,989)	(1,735)	(1,672)
税务开支	(439)	(480)	(361)	(543)	(601)
其它	1,454	1,483	2,869	(191)	(58)
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>3,103</b>	<b>3,023</b>	<b>2,782</b>	<b>2,792</b>	<b>3,445</b>
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)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(7,011)</b>	<b>(7,098)</b>	<b>(6,332)</b>	<b>(4,263)</b>	<b>(4,327)</b>
股份发行	337	0	0	4,744	0
净借贷	5,596	3,794	1,884	1,404	904
股息	(1,313)	(547)	(711)	(806)	(876)
其它	626	135	0	0	0
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>5,247</b>	<b>3,382</b>	<b>1,172</b>	<b>5,341</b>	<b>28</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>1,338</b>	<b>(693)</b>	<b>(2,377)</b>	<b>3,870</b>	<b>(854)</b>
年初现金及现金等价物	6,141	7,526	6,746	4,369	8,240
汇兑	47	(88)	0	0	0
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>7,526</b>	<b>6,746</b>	<b>4,369</b>	<b>8,240</b>	<b>7,386</b>
受限制现金	740	983	627	646	921
定期存款	8	10	0	0	0
<b>资产负债表现金</b>	<b>8,274</b>	<b>7,740</b>	<b>4,997</b>	<b>8,886</b>	<b>8,307</b>

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
<b>销售组合(%)</b>					
水电	85.1	77.5	75.6	72.3	70.3
火电	4.8	8.2	8.0	9.0	9.8
风电	9.2	13.0	13.8	15.5	16.3
其它业务	1.0	1.3	2.7	3.1	3.6
<b>合计</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	28.9	29.9	28.7	28.4	27.7
税前利率	13.6	14.0	14.7	14.4	14.0
净利润率	11.3	11.9	12.1	11.9	11.6
有效税率	12.6	9.8	13.2	13.5	13.8
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(x)	1.3	1.1	1.5	1.7	1.6
速动比率(x)	1.2	1.0	1.3	1.5	1.6
现金比率(x)	0.3	0.2	0.2	0.4	0.3
平均存货周转天数	43.4	53.2	48.3	38.6	35.4
平均应收款周转天数	218.1	247.0	224.2	213.1	215.9
平均应付周转天数	281.8	309.9	250.0	201.9	194.7
债务/股本比率(%)	87.4	93.2	90.6	75.7	71.8
净负债/股东权益比率(%)	52.8	66.7	76.6	52.5	53.0
<b>回报率(%)</b>					
资本回报率	14.8	13.2	13.3	11.3	11.0
资产回报率	4.6	4.1	4.8	4.6	4.6
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股盈利(人民币)	0.83	0.84	0.94	0.90	0.92
每股股息(人民币)	0.20	0.20	0.23	0.22	0.22
每股账面价值(人民币)	5.62	6.38	7.12	7.62	8.33

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。