

买入

未来风机结构持续优化，支撑毛利率回升

金风科技 (2208.HK)

2020-09-11 星期五

投资要点

目标价: **8.00 港元**
 现价: 6.27 港元
 预计升幅: 28%

重要数据

日期	2020-09-10
收盘价 (港元)	6.27
总股本 (百万股)	4,225
总市值 (百万港元)	42,492
净资产 (百万元)	31,370
总资产 (百万元)	102,558
52 周高低 (港元)	10.25/5.42
每股净资产 (元)	7.42

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

新疆风能有限责任公司 (13.76%)
 中国三峡新能源有限公司 (10.54%)
 和谐健康保险股份有限公司 (13.50%)

相关报告

深度报告-20191231

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ **2020 年上半年盈利 12.75 亿元人民币，同比增长 7.63%:**

截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，公司实现营业收入 194.25 亿元人民币，同比增长 23.47%；归属股东的净利润 12.75 亿元人民币，同比增长 7.63%；基本每股收益 0.2898 元，期内公司经营性净现金流净流入 16.7 亿元人民币，同比增长 152.6%。公司收入增长主要受益风机销量持续增长，而盈利仅小幅增长则主要由于整机业务占营业收入比重增加，以及海外 EPC 业务亏损带来公司综合毛利率和净利率的下降。

➤ **公司维持风机毛利率 15% 指引不变:**

上半年，公司风机销售收入 145.66 亿元，同比增长 25.14%，公司风机销量 4.1GW，同比增长 28.5%，风机销售毛利率 12.13%，同比提高 0.74 个百分点。公司维持 2020 年全年 12-14GW 总出货量规模以及风机毛利率 15% 指引不变。公司上半年交付以 2S 平台产品为主，下半年 3S/4S/6S 平台产品会上升。预期随着低价订单的消化完毕，下半年交付订单产品的结构优化将有利于风机毛利率的提升。

➤ **在手订单充裕，产品结构进一步优化:**

截至 2020 年 6 月 30 日，公司外部在手订单 17.42GW，其中海上风电订单 2.24GW，国际外部订单 1.59GW。从产品类型业看，2S 系列合计 9.95GW，占比 57.1%；3S/4S 系列约为 5GW 占比升至 28.7%；6S/8S 系列 2.24GW 占比 12.9%。总体来看，公司在手订单充裕，未来产品结构将进一步优化，有利支撑公司收入和利润持续增长。

➤ **维持买入评级，目标价 8.00 港元:**

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 8.00 港元，相当于 2020 年和 2021 年 10 和 9 倍 PE，目标价较现价有 28% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	28,590	37,878	48,653	46,657	50,097
同比增长	14.5%	32.5%	28.4%	-4.1%	7.4%
毛利率	25.7%	18.4%	20.1%	20.9%	21.6%
净利润	3,217	2,210	2,983	3,278	3,869
同比增长	5.3%	-31.3%	35.0%	9.9%	18.0%
净利润率	11.3%	5.8%	6.1%	7.0%	7.7%
每股盈利 (元)	0.88	0.51	0.71	0.78	0.92
PE@6.27HKD	6.3	10.8	7.8	7.1	6.0

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2020 年上半年盈利 12.75 亿元人民币，同比增长 7.63%：

截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，公司实现营业收入 194.25 亿元人民币，同比增长 23.47%；归属股东的净利润 12.75 亿元人民币，同比增长 7.63%；基本每股收益 0.2898 元，期内经营性净现金流净流入 16.7 亿元人民币，同比增长 152.6%。公司收入增长主要受益风机销量持续增长，而盈利仅小幅增长则主要由于整机业务占营业收入比重增加，以及海外 EPC 业务亏损带来公司综合毛利率和净利率的下降。

2020 年上半年公司实现对外销售容量 4.1GW，同比增加 28.5%，其中：2S 系列机组销售容量同比增加 25.2%至 3,571.7MW，占比 87.1%；3S/4S 系列产品的销售容量同比增长 14%至 276.4MW，占比 6.7%；6S/8S 平台机组销售容量同比大幅提升 268.9%至 165.8MW，占比 4%。

2020 年第二季度，公司实现营业收入 139.6 亿元人民币，同比增加 35.0%，综合毛利润为 22.03 亿元人民币，毛利率为 15.8%；归属于母公司的净利润同比减少 60.3%至 3.8 亿元人民币，归属于母公司的净利率同比下降 6.5 个百分点至 2.7%。

图1：公司季度收入(人民币百万元)

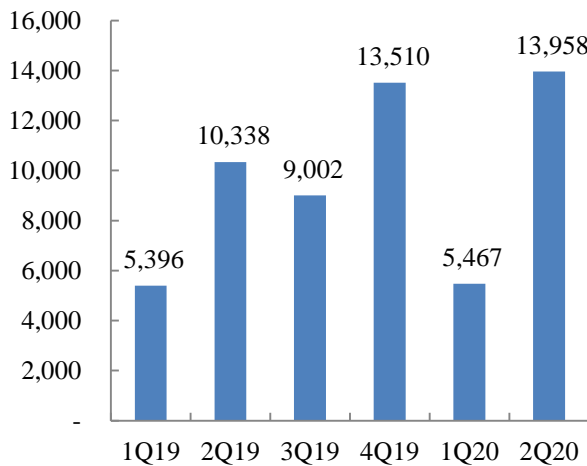
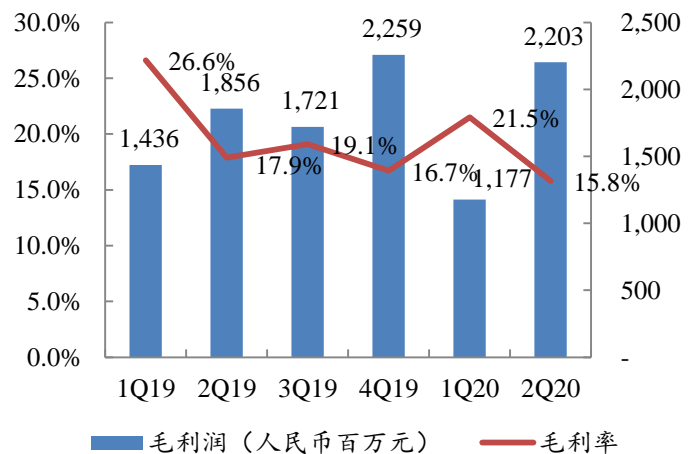


图2：公司季度毛利润和毛利率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司维持风机毛利率 15%指引不变：

上半年，公司风机销售收入 145.66 亿元，同比增长 25.14%，风机销售毛利率 12.13%，同比提高 0.74 个百分点。公司维持 2020 年全年 12-14GW 总出货量规模以及风机毛利率 15%指引不变。公司上半年交付以 2S 平台产品为主，下半年 3S/4S/6S 平台产品会上升。预期随着低价订单的消化完毕，下半年交付订单产品的结构将有利于风机毛利率的提升。

图3: 公司风机月度公开招标价格 (元/kW)

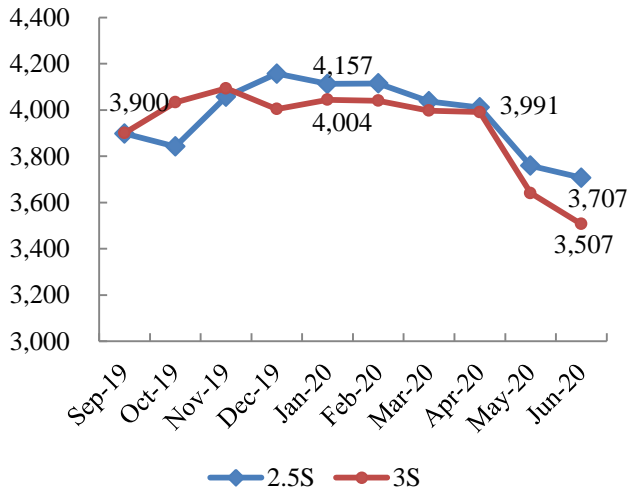
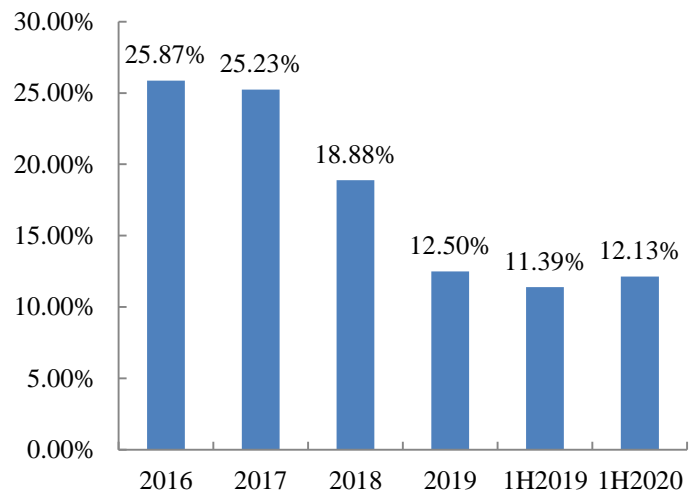


图4: 公司风机制造与销售毛利率



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

在手订单充裕, 产品结构进一步优化:

截至2020年6月30日, 公司外部在手订单17.42GW (待执行订单共计16.35GW, 已中标未签合同订单1.07GW), 上风电订单2.24GW, 国际外部订单1.59GW。从产品类型来看, 2S系列合计9.95GW, 占比57.1%; 3S/4S系列约为5W, 占比升至28.7%; 6S/8S系列2.24GW, 占比12.9%。总体来看, 公司在手订单充裕, 产品结构进一步优化, 将支撑公司收入和利润持续增长。

维持买入评级, 目标价 8.00 港元:

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况, 给予公司目标价 8.00 港元, 相当于2020年和2021年10和9倍PE, 目标价较现价有28%上升空间, 维持买入评级。

风险提示:

风电行业装机需求不及预期, 风机毛利率不及预期。

表1: 行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	营业收入 (亿港元)			净利润 (亿港元)			PE		PB MRQ	
					2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E		2021E
风电整机行业														
601615.SH	明阳智能	RMB	13.31	187	77.9	116.6	49.6%	4.9	8.0	63.6%	26.2	13.8	10.7	2.5
300772.SZ	运达股份	RMB	13.05	38	37.6	55.7	48.3%	1.4	1.2	-13.4%	36.0	10.8	7.1	2.6
002202.SZ	金风科技	RMB	9.88	384	327.4	424.9	29.8%	36.7	24.7	-32.8%	18.9	12.0	10.0	1.3
行业平均											27.0	12.2	9.3	2.1
2208.HK	金风科技	HKD	6.27	435	327.4	424.9	29.8%	36.7	24.7	-32.8%	10.7	7.5	6.3	0.8

资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

财务报表摘要
损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	28,590	37,878	48,653	46,657	50,097
经营成本	(21,247)	(30,915)	(39,375)	(36,921)	(39,285)
其他收入	2,073	2,373	1,835	1,883	1,934
行政费用	(2,738)	(2,637)	(3,406)	(3,266)	(3,507)
财务开支	(1,071)	(1,109)	(1,133)	(1,181)	(1,231)
应占联营公司利润	63	13	13	14	14
其他开支	(196)	(611)	(550)	(495)	(446)
税前盈利	3,682	2,561	3,458	3,799	4,484
所得税	(400)	(331)	(447)	(491)	(580)
少数股东应占利润	66	20	27	30	35
净利润	3,217	2,210	2,983	3,278	3,869
折旧及摊销	(1,214)	(1,434)	(1,641)	(1,848)	(2,055)
EBITDA	3,831	2,719	4,384	4,931	5,822
增长					
总收入 (%)	14%	32%	28%	-4%	7%
EBITDA (%)	4%	-29%	61%	12%	18%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	5,012	6,807	5,255	5,452	4,742
应收账款	16,895	17,993	28,751	27,571	29,605
存货	4,997	8,124	9,260	8,683	9,239
其他流动资产	6,014	15,520	8,531	10,121	12,030
流动资产	32,918	48,444	51,796	51,827	55,615
固定资产	25,509	29,010	32,766	35,918	38,863
其他固定资产	22,938	25,603	22,650	24,246	25,851
非流动资产	48,447	54,613	55,416	60,165	64,715
总资产	81,364	103,057	107,212	111,991	120,330
流动负债	31,601	49,569	58,149	57,250	61,024
应付帐款	20,000	25,428	37,064	34,754	36,979
短期银行贷款	3,470	5,705	5,819	5,936	6,055
其他短期负债	8,131	18,436	15,265	16,560	17,990
非流动负债	23,288	21,264	22,109	23,071	24,116
长期银行贷款	18,865	16,036	16,838	17,680	18,564
其他负债	4,424	5,228	5,271	5,391	5,552
总负债	54,889	70,833	80,259	80,321	85,140
少数股东权益	1,514	1,549	1,627	1,708	1,793
股东权益	24,961	30,675	25,327	29,962	33,397
每股账面值(人民币元)	7.02	7.26	5.99	7.09	7.90
营运资金	1,317	(1,125)	(6,353)	(5,424)	(5,409)

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
EBITDA利率(%)	13%	7%	9%	11%	12%
净利率(%)	11%	6%	6%	7%	8%
营运表现					
SG&A/收入(%)	10%	7%	7%	7%	7%
实际税率(%)	11%	13%	13%	13%	13%
股息支付率(%)	28%	25%	25%	25%	25%
库存周转	86	86	86	86	86
应付账款天数	344	344	344	344	344
应收账款天数	216	216	216	216	216
ROE(%)	13%	7%	12%	11%	12%
ROA(%)	4%	2%	3%	3%	3%
财务状况					
净负债/股本	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6
收入/总资产	0.35	0.37	0.45	0.42	0.42
总资产/股本	3.26	3.36	4.23	3.74	3.60
收入对利息倍数	26.7	34.1	42.9	39.5	40.7

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	3,831	2,719	4,384	4,931	5,822
融资成本	1,858	5,983	6,712	1,809	1,049
营运资金变化	(2,164)	(2,442)	(5,228)	929	14
所得税	(400)	(331)	(447)	(491)	(580)
营运现金流	3,125	5,929	5,420	7,178	6,305
资本开支	(5,943)	(10,968)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
其他投资活动	(171)	702	(1,456)	(1,329)	(1,214)
投资活动现金流	(6,114)	(10,267)	(6,456)	(6,329)	(6,214)
负债变化	450	(593)	916	958	1,003
股本变化	0	669	0	0	0
股息	914	552	746	819	967
其他融资活动	(162)	5,503	(2,178)	(2,430)	(2,771)
融资活动现金流	1,201	6,131	(516)	(652)	(801)
现金变化	(1,787)	1,793	(1,553)	197	(710)
期初持有现金	6,746	5,012	6,807	5,255	5,452
汇率变动	53	2	0	0	0
期末持有现金	5,012	6,807	5,255	5,452	4,742

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>