

持有

2021年风机毛利率将持续回升

金风科技 (2208.HK)

2021-04-28 星期三

投资要点

目标价: **15.2 港元**
 现价: 13.22 港元
 预计升幅: 15%

重要数据

日期	2021-04-27
收盘价 (港元)	13.22
总股本 (百万股)	4,225
总市值 (百万港元)	60,767
净资产 (百万元)	34,168
总资产 (百万元)	109,138
52 周高低 (港元)	19.5/6.14
每股净资产 (元)	8.09

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
 更新报告-20200911
 更新报告-20201104

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ **2021 年一季度盈利 9.72 亿元人民币, 同比增长 8.62%:**

公司 2021 年一季度实现营收约 68.22 亿元, 同比增长 24.78%; 归属于上市公司股东的净利润约 9.72 亿元, 同比增长 8.62%; 基本每股收益 0.2212 元。2021 年 1-3 月, 公司风机对外销售容量 1091.32MW, 同比增长 28.8%, 公司一季度业绩整体符合预期。

➤ **在手订单充裕, 预期公司 2021 年风机销售容量 10GW 以上:**

截至 2021 年 3 月 31 日, 在手外部订单共计 14451.85MW。其中公司外部待执行订单约为 11136.65GW, 其中 3S/4S 平台产品 5421.55MW, 占比提升至约 49%; 公司外部中标未签订单 3315.2MW, 内部订单为 1510.40MW。2021 年 1-3 月, 国内公开新增招标量 14.2GW, 同比增长 182%。公司预期 2021 年风电行业新增装机 35-40GW, 公司维持 2021 年销售容量 10GW 目标不变, 基于近期行业招标回暖向好, 预计实际销售容量有望超预期。

➤ **预期 2021 年公司风机毛利率有望持续回升:**

2021 年 3 月, 3S 机组投标均价为 2,860 元/千瓦、4S 机组投标均价为 2,940 元/千瓦。2020 年公司风机及零部件毛利率 14.4%, 2021 年一季度整机毛利率约 15%, 与 2020 年三、四季度毛利率基本持平。公司维持 2021 年全年风电整机 18% 毛利率目标指引不变。预期 2021 年公司风机毛利率有望持续改善, 主要受益未来风电机组大型化、具成本竞争力的新产品量产、抢装潮过后零部件价格下降以及规模化集采带来成本节约。

➤ **给予持有评级, 目标价 15.2 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 15.2 港元, 相当于 2021 年和 2022 年 16 和 14 倍 PE, 目标价较现价有 15% 上升空间, 给予持有评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	37,878	56,146	50,061	54,136	65,312
同比增长	32.5%	48.2%	-10.8%	8.1%	20.6%
毛利率	18.4%	17.2%	18.9%	19.0%	18.7%
净利润	2,210	2,964	3,350	3,812	4,386
同比增长	-31.3%	34.1%	13.0%	13.8%	15.1%
净利润率	5.8%	5.3%	6.7%	7.0%	6.7%
每股盈利 (元)	0.51	0.67	0.79	0.90	1.04
PE@13.22HKD	21.6	16.5	13.9	12.3	10.7

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2021年1-3月盈利9.72亿元人民币，同比增长8.62%：

公司2021年一季度实现营收约68.22亿元，同比增长24.78%；归属于上市公司股东的净利润约9.72亿元，同比增长8.62%；基本每股收益0.2212元。

图1：公司营业收入(人民币百万元)

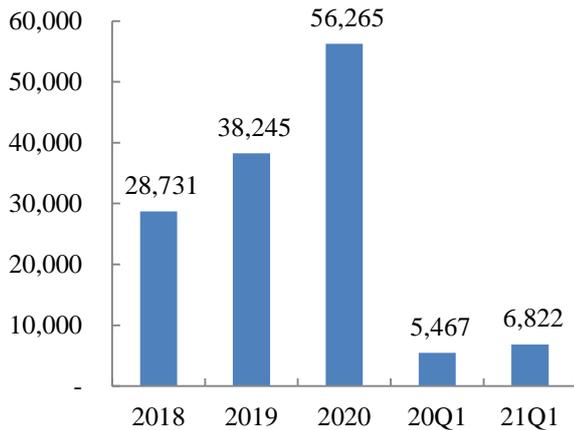


图2：公司毛利润和毛利率



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

一季度风机销售量同比增长28.8%，风机月度公开招标价格下行：

2021年1-3月，公司风机对外销售容量1091.32MW，同比增长28.8%，其中1.5MW机组4.65MW，占比0.43%；2S平台机组581.65MW，占比53.30%；3S/4S平台机组317.97MW，占比29.13%；6S/8S平台机组187.05MW，占比17.14%。2021年1-3月，国内公开新增招标量14.2GW，同比增长182%。2021年3月，3S机组投标均价为2,860元/千瓦、4S机组投标均价为2,940元/千瓦。

图3：风机月度公开招标价格(元/kW)

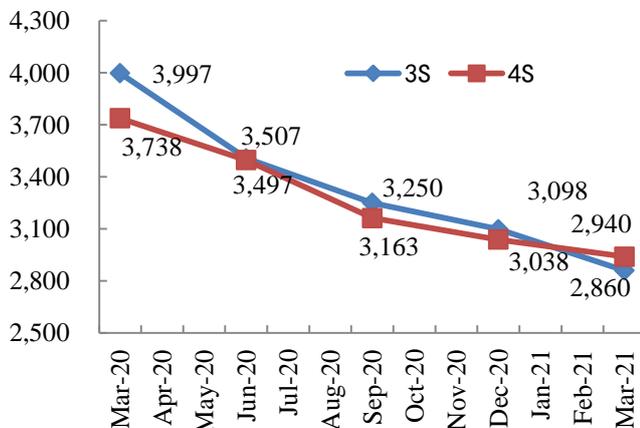
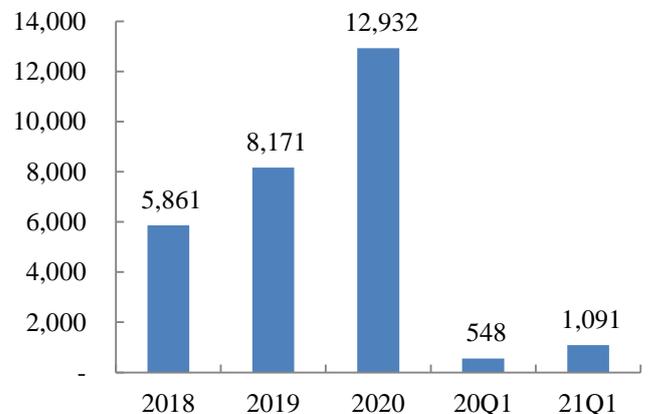


图4：风机销售容量(MW)



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

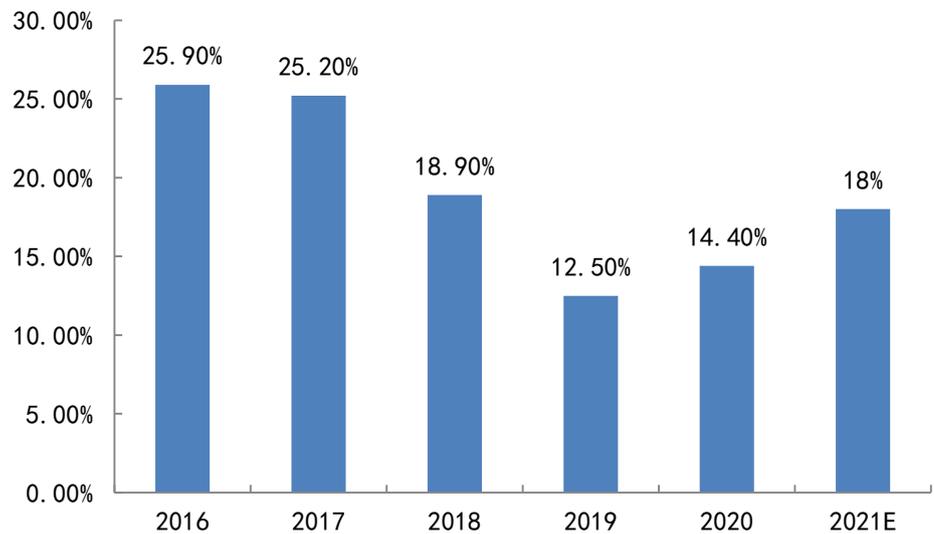
在手订单充裕，预期公司 2021 年风机销售容量 10GW 以上：

截至 2021 年 3 月 31 日，在手外部订单共计 14451.85MW。其中公司外部待执行订单为 11136.65MW，分别为：1.5MW 机组 25.5MW，2S 平台产品 3986.1MW，3S/4S 平台产品 5421.55MW，6S/8S 平台产品 1703.5MW；公司外部中标未签订单 3315.2MW，包括 1.5MW 机组 49.5MW，2S 平台产品 1957.6MW，3S/4S 平台产品 1308.1MW。此外，集团另有内部订单为 1510.40MW。公司预期 2021 年风电行业新增装机 35-40GW，公司维持 2021 年销售容量 10GW 目标不变，预计实际销售容量有望超预期。

预期 2021 年公司风机毛利率有望持续回升：

2020 年公司风机及零部件毛利率 14.4%，2021 年一季度整机毛利率约 15%，与 2020 年三四季度毛利率基本持平。公司维持 2021 年全年风电整机 18% 毛利率目标指引不变。预期 2021 年公司风机毛利率有望持续改善，主要受益未来风电机组大型化、具成本竞争力的新产品量产、抢装潮过后零部件价格下降以及规模化集采带来成本节约。

图5：公司风机及零配件板块毛利率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

给予持有评级，目标价 15.2 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 15.2 港元，相当于 2021 年和 2022 年 16 和 14 倍 PE，目标价较现价有 15% 上升空间，给予持有评级。

风险提示:

风电行业装机需求不及预期，风机价格下降超出预期。

表1: 行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	净利润 (亿港元)			PE				PB MRQ	
					2020	2021E	2021年增速	2020	2021E	2022E	2023E		
风电运营													
0916.HK	龙源电力	HKD	11.70	940	56.2	65.5	16.6%	16.7	14.4	12.6	10.3	1.4	
0182.HK	协合新能源	HKD	0.55	46	8.0	10.1	25.6%	5.8	4.6	3.9	3.4	0.6	
0956.HK	新天绿色能源	HKD	2.87	334	17.9	21.0	17.0%	6.2	5.3	5.1	4.6	0.7	
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.45	105	14.1	16.9	20.0%	7.5	6.0	-	-	0.4	
1811.HK	中广核新能源	HKD	1.91	82	12.6	15.1	20.0%	6.5	5.2	-	-	0.9	
行业平均								8.5	7.1	7.2	6.1	0.8	
风电整机													
601615.SH	明阳智能	HKD	16.73	326	16.3	27.3	67.0%	23.8	14.3	12.8	12.8	2.2	
300772.SZ	运达股份	HKD	16.30	48	2.1	3.5	71.1%	27.7	16.3	12.6	12.6	2.6	
002202.SZ	金风科技	HKD	12.25	508	35.2	40.1	13.8%	17.5	13.9	12.2	12.2	1.5	
行业平均								23.0	14.8	12.5	12.5	2.1	
2208.HK	金风科技	HKD	13.22	607.67	35.21	40.07	13.8%	16.5	13.9	12.3	10.7	1.4	

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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	37,878	56,146	50,061	54,136	65,312
经营成本	(30,915)	(46,498)	(42,636)	(43,826)	(12,442)
其他收入	2,373	2,147	1,883	1,934	1,988
行政费用	(2,637)	(3,485)	(3,107)	(3,360)	(4,054)
财务开支	(1,109)	(881)	(1,333)	(1,391)	(1,452)
应占联营公司利润	13	16	17	17	18
其他开支	(611)	(618)	(556)	(501)	(451)
税前盈利	2,561	3,274	3,700	4,211	4,845
所得税	(331)	(308)	(348)	(396)	(456)
少数股东应占利润	20	2	2	3	3
净利润	2,210	2,964	3,350	3,812	4,386
折旧及摊销	(1,434)	(1,641)	(1,848)	(2,055)	(2,262)
EBITDA	2,719	3,632	4,982	5,705	6,554
增长					
总收入 (%)	32%	48%	-11%	8%	21%
EBITDA (%)	-29%	34%	37%	15%	15%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	6,807	7,709	6,471	7,454	8,016
应收账款	17,993	22,977	29,583	31,991	38,595
存货	8,124	5,718	10,027	10,307	10,616
其他流动资产	15,520	7,635	6,693	7,909	9,367
流动资产	48,444	44,038	52,774	57,661	66,595
固定资产	29,010	33,380	35,918	38,863	41,602
其他固定资产	25,603	31,719	29,602	31,252	32,920
非流动资产	54,613	65,100	65,521	70,115	74,522
总资产	103,057	109,138	118,295	127,776	141,117
流动负债	49,569	47,845	60,240	62,620	34,463
应付帐款	25,428	28,610	40,134	41,254	11,712
短期银行贷款	5,705	5,612	5,724	5,839	5,956
其他短期负债	18,436	13,623	14,381	15,527	16,795
非流动负债	21,264	26,320	27,376	28,530	29,786
长期银行贷款	16,036	19,943	20,940	21,987	23,086
其他负债	5,228	6,377	6,436	6,543	6,700
总负债	70,833	74,165	87,616	91,151	64,249
少数股东权益	1,549	805	845	888	932
股东权益	30,675	34,168	29,834	35,738	75,936
每股账面值(人民币元)	7.26	8.09	7.06	8.46	17.97
营运资金	(1,125)	(3,807)	(7,465)	(4,959)	32,132

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
EBITDA利率(%)	7%	6%	10%	11%	10%
净利率(%)	6%	5%	7%	7%	7%
营运表现					
SG&A/收入(%)	7%	6%	6%	6%	6%
实际税率(%)	13%	9%	9%	9%	9%
股息支付率(%)	25%	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(%)	7%	9%	11%	11%	6%
ROA(%)	2%	3%	3%	3%	3%
财务状况					
净负债/股本	0.5	0.5	0.7	0.6	0.3
收入/总资产	0.37	0.51	0.42	0.42	0.46
总资产/股本	3.36	3.19	3.97	3.58	1.86
收入对利息倍数	34.1	63.7	37.5	38.9	45.0

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	2,719	3,632	4,982	5,705	6,554
融资成本	5,983	4,735	4,193	503	(34,584)
营运资金变化	(2,442)	(2,682)	(3,659)	2,506	37,091
所得税	(331)	(308)	(348)	(396)	(456)
营运现金流	5,929	5,377	5,168	8,319	8,605
资本开支	(10,968)	(7,578)	(5,000)	(5,000)	(5,750)
其他投资活动	702	1,859	(1,315)	(1,157)	(1,013)
投资活动现金流	(10,267)	(5,719)	(6,315)	(6,157)	(6,763)
负债变化	(593)	3,814	1,109	1,161	1,216
股本变化	669	0	0	0	0
股息	552	741	837	953	1,097
其他融资活动	5,503	(3,085)	(2,034)	(3,293)	(3,593)
融资活动现金流	6,131	1,470	(87)	(1,179)	(1,280)
现金变化	1,793	1,128	(1,234)	983	562
期初持有现金	5,012	6,807	7,705	6,471	7,454
汇率变动	2	(230)	0	0	0
期末持有现金	6,807	7,705	6,471	7,454	8,016

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>