

买入

毛利率环比改善，业绩持续向上

金风科技 (2208.HK)

2020-11-04 星期三

投资要点

目标价: **12.8 港元**
 现价: 10.5 港元
 预计升幅: 22%

➤ **2020 年前三季度盈利 20.7 亿元人民币，同比增长 30%:**

2020 年 1-9 月公司实现收入 370.3 亿元人民币，同比增长 49.7%，归属于母公司净利润 20.7 亿元人民币，同比增长 30.0%；2020 年三季度公司实现收入 176.1 亿元人民币，同比增长 95.6%，归属于母公司净利润 7.9 亿元人民币，同比增长 95.6%。公司三季度业绩表现良好，符合预期。

重要数据

日期	2020-11-03
收盘价 (港元)	10.5
总股本 (百万股)	4,225
总市值 (百万港元)	55,233
净资产 (百万元)	31,370
总资产 (百万元)	102,558
52 周高低 (港元)	10.96/5.42
每股净资产 (元)	7.42

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **三季度毛利率环比改善，维持 2020 年全年风机毛利率 15% 目标:**

公司 2020 年三季度综合毛利润为 30.1 亿元，毛利率为 17.1%，环比上升 1.32 个百分点；2020 年 1-9 月综合毛利率为 17.3%，同比下降 3 个百分点，主要由于整机业务占营业收入比重增加，以及部分业务毛利率下降。公司维持 2021 年全年风机 15% 毛利率目标指引不变，并预期 2021 年毛利率有望持续改善，主要受益未来交付结构中低毛利产品将大幅减少、高毛利的海上风电订单的交付、具成本竞争力的新产品量产以及抢装潮过后零部件价格下降。

➤ **在手订单充裕，初步预期公司 2021 年出货量 10GW 以上:**

截至 2020 年 9 月 30 日，公司外部在手订单合计 15,620MW，其中待执行订单共计 14,046MW，已中标未签合同订单共计 1,574MW。分产品来看，2S 系列产品的在手订单合计 7,957MW，占比 50.9%；3S/4S 系列产品的在手订单量增至 5,094MW，占比升至 32.6%；6S/8S 系列产品订单量为 2,420MW，占比为 15.5%。预期 2021 年风电行业新增装机 30GW，公司 2020 年出货量 10GW 以上，公司未来业绩有望持续增长。

➤ **维持买入评级，目标价 12.8 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 12.8 港元，相当于 2021 年和 2022 年 13 和 10.6 倍 PE，目标价较现价有 22% 上升空间，维持买入评级。

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

研究部

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

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	28,590	37,878	48,653	50,061	53,415
同比增长	14.5%	32.5%	28.4%	2.9%	6.7%
毛利率	25.7%	18.4%	20.1%	20.4%	21.4%
净利润	3,217	2,210	2,983	3,585	4,402
同比增长	5.3%	-31.3%	35.0%	20.2%	22.8%
净利润率	11.3%	5.8%	6.1%	7.2%	8.2%
每股盈利 (元)	0.88	0.51	0.71	0.85	1.04
PE@10.5HKD	10.3	17.7	12.8	10.7	8.7

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2020年1-9月盈利20.7亿元人民币，同比增长30%：

2020年1-9月公司实现营业收入370.3亿元人民币，同比增加49.7%；1-9月综合毛利率为17.3%，同比下降3个百分点，主要由于整机业务占营业收入比重增加，以及部分业务毛利率下降；1-9月归属于母公司的净利润同比增加30.0%至20.7亿元人民币，归属于母公司的净利率同比下降0.8个百分点至5.6%。

2020年三季度公司实现营业收入176.1亿元人民币，同比增加95.6%；2020年三季度综合毛利润为30.1亿元，毛利率为17.1%；2020年三季度公司归属于母公司的净利润同比增加95.6%至7.9亿元人民币，归属于母公司的净利率与上年同期持平。

受益2020年风电行业抢装潮，公司1-9月实现对外风机销售容量8,316MW，同比增加58.6%，其中：2S机型仍为公司风机销售的主力机型，销售容量达到7,009MW，同比增长53.9%，占比84.3%；3S/4S机型销售容量774MW，同比增长53.0%，占比9.3%；6S/8S机型销售容量344MW，同比增长179.7%，占比4.1%。

2020年1-9月由于公司风机销售收入增加，并加强对应收账款的管理，销售商品收到的现金增加，经营净现金流入金额为23.2亿元，较上年同期增长459.0%。

2020年1-9月，公司经营性资产周转速度同比有所改善，现金循环周期同比减少16天至90天；公司加强对存货和应收账款的管理，同时营业收入同比增加，存货周转天数同比减少16天至86天，应收账款周转天数同比减少47天。

图1：公司营业收入(人民币百万元)

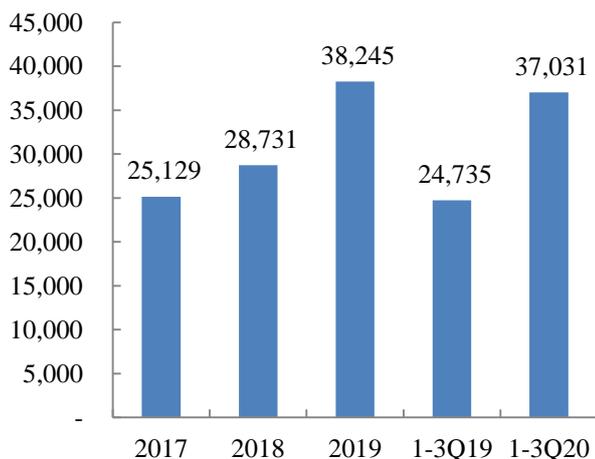


图2：公司毛利润和毛利率



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

公司毛利率环比改善，维持2020年全年风机毛利率15%指引不变：

2020年三季度公司综合毛利率为17.1%，环比提升1.32个百分点。公司维持2021

年全年风机 15% 毛利率目标指引不变，并预期未来公司毛利率有望持续改善，主要基于：1) 交付结构的变化：公司目前 2S 交付产品占比较高，达到 84%，未来将下降到 50% 左右水平。2021 年交付结构里面，低毛利的产品将大幅减少；2) 2021 年交付的海上风电项目有利提升综合毛利率；3) 新产品量产，通过平台化模块设计，减少设计复杂，新产品成本相对有竞争力，而规模化量产也将进一步降低采购成本；4) 2020 年抢装潮过后，预期零部件价格会下降。

图3：风机月度公开招标价格（元/kW）

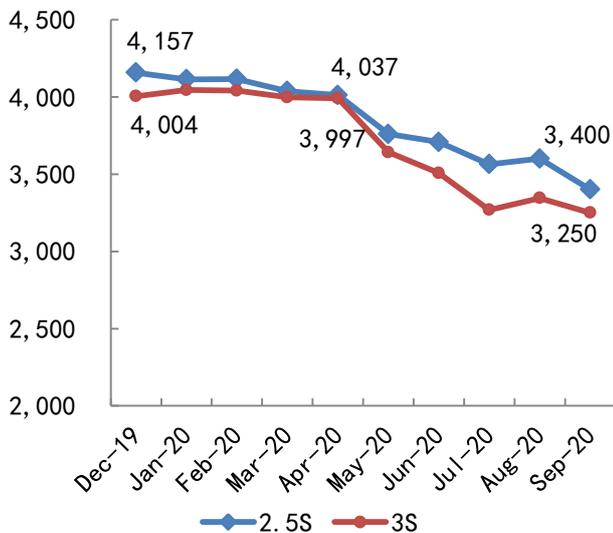
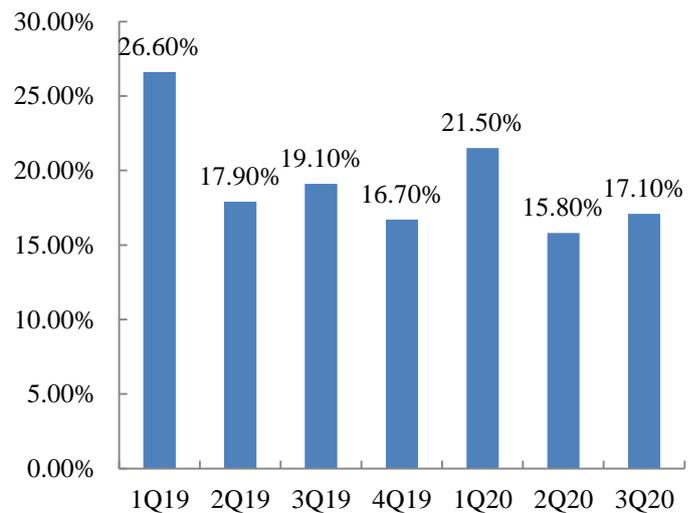


图4：公司季度毛利率



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，初步预期公司 2021 年出货量 10GW 以上：

截至 2020 年 9 月 30 日，公司外部在手订单合计 15,620MW，其中待执行订单共计 14,046MW，已中标未签合同订单共计 1,574MW。分产品来看，2S 系列产品的外部在手订单合计 7,957MW，占比 50.9%；3S/4S 系列产品的在手订单量增至 5,094MW，占比升至 32.6%；6S/8S 系列产品订单量为 2,420MW，占比为 15.5%。预期 2021 年风电行业新增装机 30GW，公司 2020 年出货量 10GW，未来业绩有望持续增长。

维持买入评级，目标价 12.8 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 12.8 港元，相当于 2021 年和 2022 年 13 和 10.6 倍 PE，目标价较现价有 22% 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，公司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)	净利润 (亿港元)			PE				PB MRQ
					2019	2020E	2020年增速	2019	2020E	2021E	2022E	
风电运营												
0916. HK	龙源电力	HKD	5.43	436	48.3	54.4	12.6%	9.0	8.0	6.9	6.2	0.7
0182. HK	协合新能源	HKD	0.41	34	6.7	7.1	5.2%	5.1	4.9	4.1	3.5	0.5
0956. HK	新天绿色能源	HKD	1.82	231	15.8	17.6	11.2%	4.4	4.0	3.7	3.3	0.5
1798. HK	大唐新能源	HKD	1.14	83	10.5	12.5	19.6%	7.9	7.0	6.9	6.5	0.4
1811. HK	中广核新能源	HKD	1.03	44	8.7	9.7	11.9%	5.1	4.6	4.2	4.0	0.6
行业平均								6.3	5.7	5.2	4.7	0.5
风电整机												
601615. SH	明阳智能	HKD	16.57	233	8.0	16.3	104.8%	32.7	16.5	12.0	10.9	2.9
300772. SZ	运达股份	HKD	15.60	46	1.2	2.3	94.1%	43.0	23.0	12.2	9.6	3.0
002202. SZ	金风科技	HKD	11.79	477	24.7	7.1	-71.3%	22.5	15.5	12.7	11.8	1.5
行业平均								32.7	18.3	12.3	10.8	2.5
2208. HK	金风科技	HKD	10.50	552	24.7	32.0	29.9%	18.0	13.8	10.9	9.8	1.2

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	50,061	53,415
经营成本	(21,247)	(30,915)	(39,375)	(39,845)	(41,972)
其他收入	2,073	2,373	1,835	1,883	1,934
行政费用	(2,738)	(2,637)	(3,406)	(3,504)	(3,739)
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	4,155	5,102
所得税	(400)	(331)	(447)	(538)	(660)
少数股东应占利润	66	20	27	32	40
净利润	3,217	2,210	2,983	3,585	4,402
折旧及摊销	(1,214)	(1,434)	(1,641)	(1,848)	(2,055)
EBITDA	3,831	2,719	4,384	5,288	6,440
增长					
总收入 (%)	14%	32%	28%	3%	7%
EBITDA (%)	4%	-29%	61%	21%	22%

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	4,718	4,340
应收账款	16,895	17,993	28,751	29,583	31,565
存货	4,997	8,124	9,260	9,371	9,871
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	53,792	57,806
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	113,957	122,521
流动负债	31,601	49,569	58,149	60,002	63,554
应付帐款	20,000	25,428	37,064	37,507	39,509
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	83,073	87,670
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	29,176	33,058
每股账面值(人民币元)	7.02	7.26	5.99	6.91	7.82
营运资金	1,317	(1,125)	(6,353)	(6,210)	(5,748)

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%	12%	13%
ROA(%)	4%	2%	3%	3%	4%
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	0.44	0.44
总资产/股本	3.26	3.36	4.23	3.91	3.71
收入对利息倍数	26.7	34.1	42.9	42.4	43.4

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	5,288	6,440
融资成本	1,858	5,983	6,712	1,552	395
营运资金变化	(2,164)	(2,442)	(5,228)	143	462
所得税	(400)	(331)	(447)	(538)	(660)
营运现金流	3,125	5,929	5,420	6,444	6,636
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	896	1,101
其他融资活动	(162)	5,503	(2,178)	(2,506)	(2,904)
融资活动现金流	1,201	6,131	(516)	(652)	(801)
现金变化	(1,787)	1,793	(1,553)	(536)	(378)
期初持有现金	6,746	5,012	6,807	5,255	4,718
汇率变动	53	2	0	0	0
期末持有现金	5,012	6,807	5,255	4,718	4,340

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>