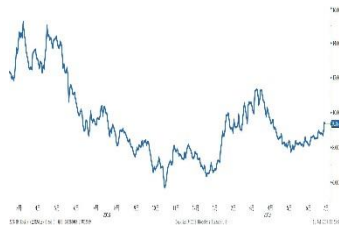




GREAT ROC
CAPITAL SECURITIES LIMITED
鴻騰資本證券有限公司
A wholly-owned subsidiary of UNF (Holdings) Limited (HSEK stock code 1468)
英國(控股)有限公司之全資附屬公司 (香港交易所上市編號:1468)

金風科技 GOLDWIND (2208.HK)

12 JULY 2019



來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	9.36
總市值 (億港元)	567.5
52週高位	11.42
52週低位	5.04

*截至7月11日

1Q19 財務資料摘要

人民幣(億元)	
收入	54.0
變動(%)	39.8
營業利潤	2.6
變動(%)	-8.8
淨利潤	2.3
變動(%)	-4.7

H股主要股東資料

	持股
施罗德	16.0
安邦	6.9
貝萊德	6.2
摩根大通	4.8

來源: 披露易

業務模式

- 金風科技(2208)為一間在中國從事風電製造的企業。公司的業務分為四大板塊，包括風機製造、風電服務、風電場投資與開發、其他。2018年，公司約有77.5%收入來自風機製造分部，涵蓋銷售風機及相關零部件。其次，約有13.7%收入由風電場投資與開發分部貢獻，即從旗下風電場產生的發電收入。
- 根據彭博新能源財經統計資料，金風科技2018年度國內新增裝機超過7GW（含海上400MW），市場佔有率達到33.5%，連續八年中國排名第一；全球則排名第二。
- 截至2019年第一季度，金風在全國、國外合計併網的自營風電場權益裝機容量為4,722MW，其中約34%位於西北、33%位於華北。

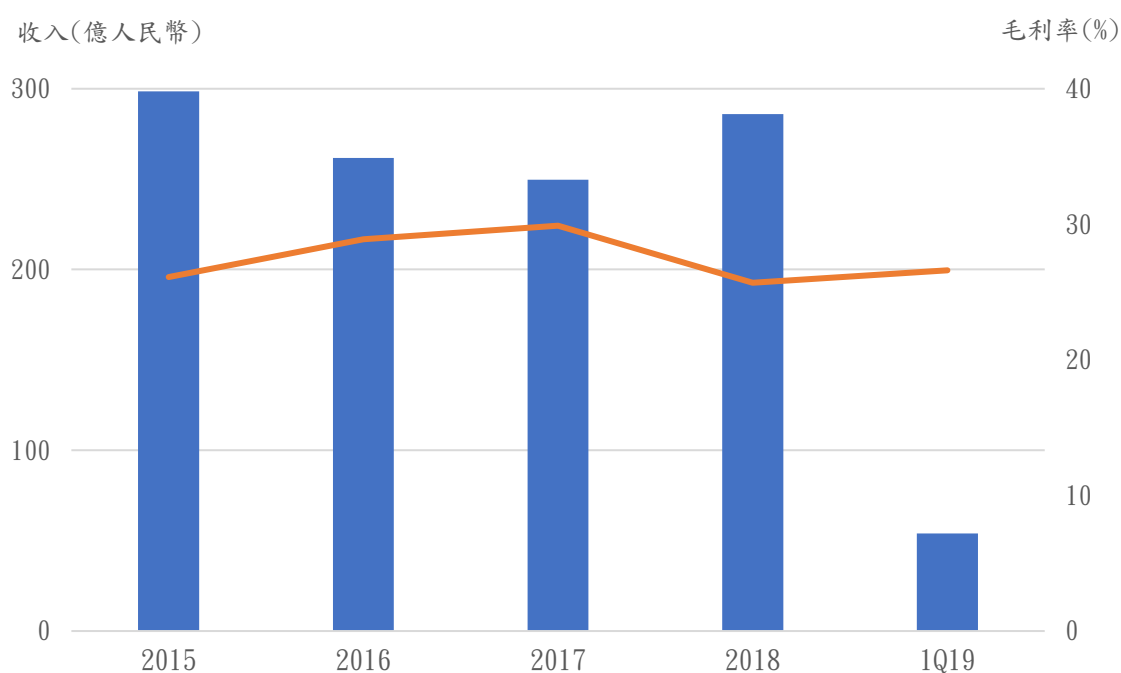
金風科技的風機產品



圖片來源: 官方網頁

經營業績及近期發展

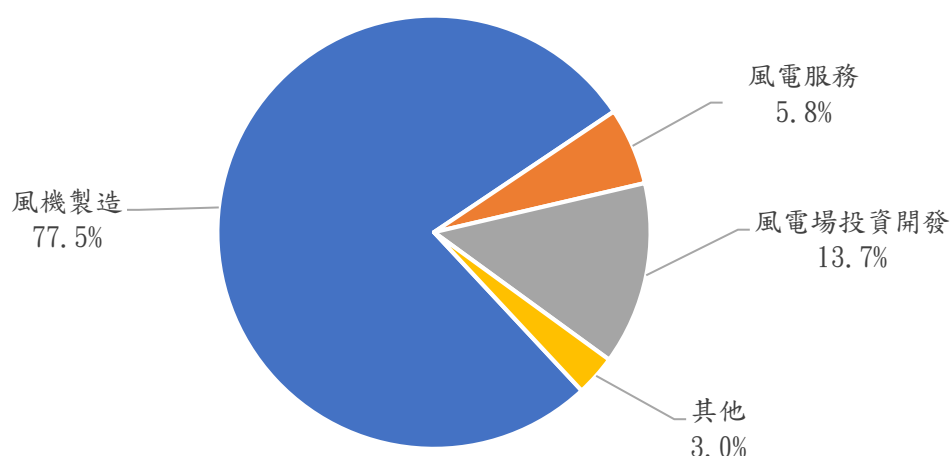
- 截至 2019 年 3 月底止之首季業績，金風科技收入按年上升 39.8% 至 54.0 億人民幣；公司擁有人應佔溢利則按年下跌 4.7% 至 2.3 億人民幣。收入增長顯著，相信是第一季度銷情理想，對外銷售容量達到 929MW，其中 2S 平台及 2.5S 平台分別佔 73.4% 及 17.0%。然而，公司於首季執行 2018 年的低價訂單，致毛利率按年急跌 9.4 個百分點至 26.6%。同時，風資源季節性波動及部分北部地區冬季採取限電措施，期內自營風電場的標準運行小時按年下跌 53 小時至 537 小時，拖累首季盈利錄得負增長。



來源：公司年報，經鴻騰資本證券整理

- 截至 2019 年 3 月底止，公司手頭上的外部訂單按年上升 14.6% 至 19.23GW，創歷史新高。當中已簽訂合同訂單急增 45.9% 至 15.2GW。來自國際市場的外部訂單有 861.8MW，遍布澳洲、中東及非洲、北美等。此外，隨著客戶需求的變化，產品結構逐步優化。在外部訂單的分布中，2S 平台產品的訂單佔比從 4Q18 的 60%，下降至 54%。2.5S 機型則從 4Q18 的 28%，上升至 1Q19 的 33%。
- 在建容量分布方面，國際及中國權益在建容量分別為 1,224MW 和 1,552MW。中國在建容量中，逾 60% 容量來自消納較好的南方和華東地區，意味裝機結構會進一步改善。

FY18 收益分布



人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018
風機製造	26,858,326	22,264,112	19,345,998	22,168,536
風電服務	1,281,972	1,245,537	2,056,618	1,647,494
風電場投資與開發	1,552,876	2,414,248	3,247,362	3,903,991
其他	152,824	249,995	320,857	870,286
總數	29,845,998	26,173,892	24,970,835	28,590,307

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

FY18 成本結構

人民幣(千元)	2015	2016	2017	2018
銷售及分銷費用	2,867,868	2,210,763	2,101,058	1,896,605
行政開支	1,635,756	1,940,483	2,520,463	2,737,783
經營開支	405,186	445,072	119,302	195,952
財務費用	555,681	686,650	817,782	1,071,300

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

前景

- 受到中央政策方向的驅動，今年以來中國風電設備的招標量創單季新高，容量同比上升 1 倍至 14.9GW。國家發改委早前公布《關於完善風電上網電價政策通知》，在 2018 年底前已核准的海上風電項目，需要在 2021 年底前建成併網，才能以每千瓦時 0.85 元的上網電價。至於陸上風電方面，2018 年底前核准的項目，2020 年底未完成併網的話，將不會獲得國家補貼。故此，

預期國內今明兩年都會掀起搶裝潮，風電項目的建設進度會提速，對於風機銷售帶來正面作用。

- 另一方面，自 4Q18 以來各機組投標價格逐步回升，普遍維持在每千瓦 3,400 元人民幣之上。在國策推動的背景下，預期今年風電設備招標市場會保持暢旺，預料將利好招標價格延續上升趨向。特別是當公司完成 2018 年的低價訂單後，毛利率將會有所改善，拉動盈利能力增強。

風險因素

- 內地經濟不穩，導致電力需求下降
- 新增裝機不似預期
- 風機價格遜預期
- 政策風險

投資建議

- 2019 年為風電行業的一個轉捩點，因政策推進，行業從低谷步向高速建設期。金風科技為國內風電裝機的龍頭企業，憑藉其市場份額、技術優勢和手頭上充足訂單，預料受惠於行業的搶裝潮，今年收入會有不俗增長。不過毛利率改善的利好因素需時反映，料收成期於 2020 年。投資策點上，現價為預測市盈率 10.4 倍，略低於過去 5 年平均水平。考慮到行業基本面好轉，後市具備上升動力，可考慮現價收集。

盈利預測

人民幣(億)	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	285.9	381.5	435.2	444.8
稅前溢利	36.8	35.8	46.6	54.1
淨利潤	32.2	27.3	35.6	41.2

來源：公司年報、彭博

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk