

金风科技 (002202.SZ)

行业龙头逆势增长，三因素依然值得期待

● 2016 年业绩稳步提升 5% 以上

公司发布 2016 年业绩快报，公司实现营业收入 263.95 亿元，同比下降 12.2%，归母净利润 30.03 亿元，同比增长 5.39%。业绩实现稳定增长主要来自于风电场规模的扩大，发电量同比增加；公司加强精细化管理，自身盈利能力不断提升。对于 2017 年，我们认为装机量保持稳定，弃风限电边际改善和龙头企业市场份额提升依然是支撑公司业绩稳定增长的重要因素。

● 风电机组：市场份额提升，交货量四季度环比提升

CWEA 数据显示 2016 年全国新增风电装机量为 23GW，同比下降 25%。金风科技作为国内风电设备的龙头企业地吊装量为 6.34GW（含内销），市场份额同比增长约 2% 超过 27%，符合我们之前对于市场份额集中度不断提升的预测。4 季度雨季的消退，风电机组的交货环比回升。

● 风电场：规模扩张，弃风限电边际改善

公司风电场规模保持持续增长，截止 2016 年中期，公司风电场权益并网规模超过 3GW，实现收入 11.39 亿元，同比增长 36.55%。考虑下半年并网量保持稳定增长和弃风限电的改善，全年风电场的盈利有望超过 7 亿元。

● 风电服务和其他

2016 年上半年金风科技的风电服务实现收入 4.46 亿元。2016 年上半年公司水务，融资租赁，投资等业务实现相关收益。公司还积极推动国际化进程，四季度在美国和南美分别获得了订单。

● 投资建议

公司的市场份额稳步提升，风电场规模稳步提升。我们预计公司 2017 年和 2018 年的 EPS 分别为 1.30 和 1.46 元/股，对应的估值分别为 13X、12X，维持买入评级。

● 风险提示：装机规模不达预期；风电行业政策发生重大变化 盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	17,704.22	30,062.10	26,395.83	29,957.06	34,832.69
增长率(%)	43.84%	69.80%	-12.20%	13.49%	16.28%
EBITDA(百万元)	2,574.22	3,964.37	4,635.32	5,324.15	6,229.82
净利润(百万元)	1,829.68	2,849.50	2,963.94	3,545.70	4,003.07
增长率(%)	327.85%	55.74%	4.02%	19.63%	12.90%
EPS (元/股)	0.679	1.042	1.083	1.296	1.463
市盈率 (P/E)	20.81	21.88	15.65	13.08	11.59
市净率 (P/B)	2.59	3.72	2.35	1.99	1.70
EV/EBITDA	14.32	17.29	12.39	11.19	9.87

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

16.96 元

前次评级

买入

报告日期

2017-02-26

相对市场表现



分析师：陈子坤 S0260513080001

010-59136752

chenzikun@gf.com.cn

分析师：王理廷 S0260516040001

0755-82534784

wangliting@gf.com.cn

相关研究：

金风科技 (002202.SZ)：2016-12-08

Apple 合作拓展品牌影响力，“世界的金风”进程不断加速

金风科技 (002202.SZ)：季 2016-10-31

节因素拖累三季度业绩，订单创新高指引未来增长预期

金风科技 (002202.SZ)：多 2016-08-27

项指标优异，龙头地位恒强

联系人：华鹏伟 010-59136752

huapengwei@gf.com.cn

纪成炜 021-60750617

jichengwei@gf.com.cn

目录索引

2016 年业绩稳步提升 5%以上	4
风电机组: 市场份额提升, 交货量四季度环比提升	4
风电场: 规模扩张, 弃风限电边际改善	5
风电服务和其他	6
投资建议和盈利预测	6

图表索引

图 1: 我国历年风电新增装机容量 (GW)	4
图 2: 我国历年风电累计装机容量 (GW)	4
图 3: 公司风电机组市场占有率	4
图 4: 公司机组在手订单合计 (MW)	5
图 5: 公司机组待执行订单 (MW)	5
图 6: 公司机组中标未签订订单 (MW)	5
图 7: 截止三季度公司机组中标未签订订单构成.....	5
图 8: 全国弃风率	5

2016 年业绩稳步提升 5%以上

公司发布2016年业绩快报，公司实现营业收入263.95亿元，同比下降12.2%；实现归属上市公司股东的净利润30.03亿元，同比增长5.39%；实现每股收益1.08元，同比增长3.03%。其中四季度实现营业收入94.31亿元，同比下降33.69%，环比增长56.03%；四季度实现净利润8.62亿元，同比增长16.27%，环比增长24.85%。

金风科技业绩实现稳定增长主要来自于风电场规模的扩大，发电量同比增加；公司加强精细化管理，自身盈利能力不断提升。对于2017年，我们认为装机量保持稳定，弃风限电边际改善和龙头企业市场份额提升依然是支撑公司业绩稳定增长的重要因素。

风电机组：市场份额提升，交货量四季度环比提升

中国风能协会发布的数据显示，2016年全国新增风电装机量为23GW，同比下降25%。

图1：我国历年风电新增装机容量（GW）



数据来源：CWEA、广发证券发展研究中心

图2：我国历年风电累计装机容量（GW）



数据来源：CWEA、广发证券发展研究中心

金风科技作为国内风电设备的龙头企业地吊装量为6.34GW（含内销），市场份额同比增长约2%超过27%，符合我们之前对于市场份额集中度不断提升的预测。我们预计金风科技对外销售风电机组约5.5GW，以4100元/KW的风电机组销售价格计算，实现营业收入约220亿元。

图3：公司风电机组市场占有率

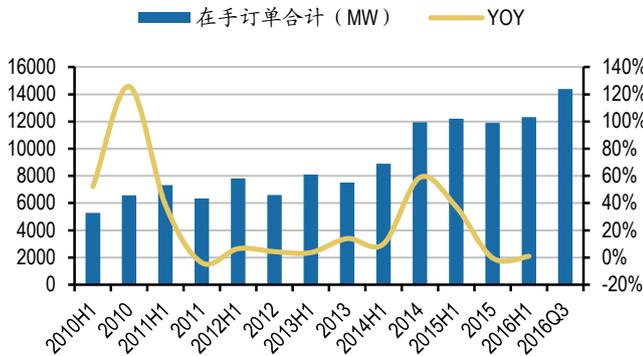


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

同时，金风科技由于三季度南方雨季和施工周期的影响，风电机组的交付受到了

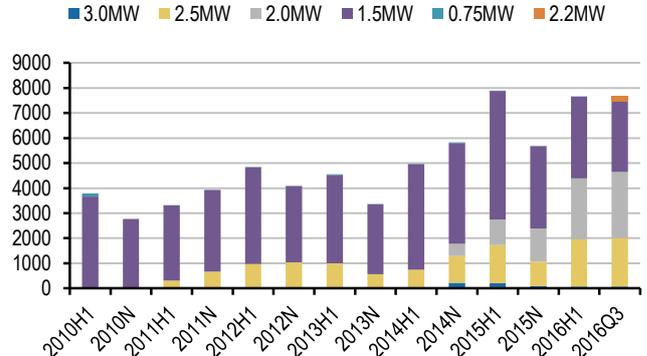
影响，造成了三季度单季度净利润同比下降约20%。而随着4季度雨季的消退，风电机组的交货环比回升。

图4：公司机组在手订单合计（MW）



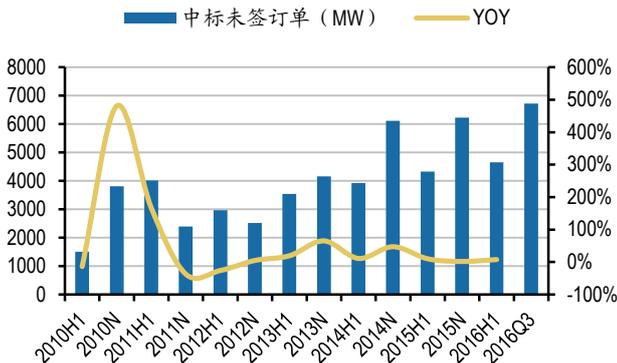
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图5：公司机组待执行订单（MW）



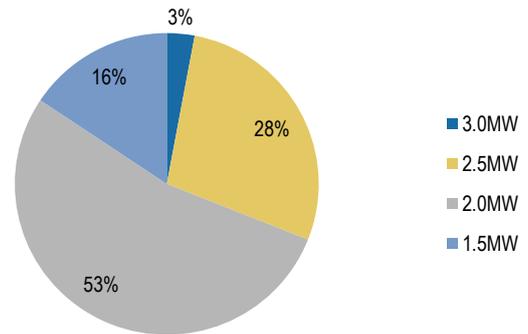
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图6：公司机组中标未签订订单（MW）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7：截止三季度公司机组中标未签订订单构成



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

风电场：规模扩张，弃风限电边际改善

公司风电场规模保持持续增长，截止2016年中期，公司风电场权益并网规模超过3GW，实现收入11.39亿元，同比增长36.55%。考虑下半年并网量保持稳定增长和弃风限电的改善，全年风电场的盈利有望超过7亿元。

数据显示，2016年全年风电的发电量为2410亿千瓦时，弃风电量为497亿千瓦时，限电率为17%，全年的弃风限电情况边际改善。根据国家能源局公布的数据，2016年第1季度、上半年、前3季度，全年的限电率为26%、21%、19%和17%，分拆到每个季度的限电率约为26%、17%、14%和12%，弃风限电边际改善。

图8：全国弃风率



数据来源：国家能源局、广发证券发展研究中心

风电服务和其他

2016年上半年金风科技的风电服务实现收入4.46亿元。2016年上半年公司水务，融资租赁，投资等业务实现相关收益。公司还积极推动国际化进程，四季度在美国和南美分别获得了订单。

美国金风与Viridis签订排他性意向协议，为怀俄明州1.87GW的Viridis Eolia风电场项目提供2.5MW及3.0MW永磁直驱机组，交付期至2022年。Viridis位于美国怀俄明州的梅迪辛博，持有和运营的可再生能源项目遍布北美、中美、南美及加勒比海地区。与Viridis签订1.87GW大额订单，奠定未来海外机组业务增长基石。

全资子公司金风国际与国电投、太平洋水电智利公司签署智利蓬塔项目风力发电设备机组采购协议，提供了32台GW121/2500风电机组和10年的运维服务，项目预计于2018年中旬并网发电，这是公司在智利斩获的第二个机组订单，将南美市场开拓起到重要作用。

投资建议和盈利预测

对于行业来说，我们认为装机量保持稳定，弃风限电边际改善和龙头企业市场份额提升依然是支撑公司业绩稳定增长的重要因素。公司的市场份额稳步提升，风电场规模稳步提升。我们预计公司2017年和2018年的EPS分别为1.30和1.46元/股，对应的估值分别为13X、12X，维持买入评级。

风险提示

装机规模不达预期；风电行业政策发生重大变化

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	27312	25287	27225	33356	41485
货币资金	10108	6306	2000	2500	3000
应收及预付	13002	15405	19326	23564	29312
存货	3650	3037	5298	6572	8353
其他流动资产	553	538	600	720	820
非流动资产	17682	27286	33839	38934	43832
长期股权投资	917	1047	1047	1047	1047
固定资产	8165	9539	12812	14865	16728
在建工程	2317	7476	9476	11476	13476
无形资产	741	1112	948	976	1000
其他长期资产	5542	8111	9556	10571	11581
资产总计	44994	52572	61064	72291	85317
流动负债	21613	20959	25559	32284	40444
短期借款	2548	1319	1458	3597	5647
应付及预收	14716	17861	21602	25587	31097
其他流动负债	4350	1778	2500	3100	3700
非流动负债	8231	14223	15111	16021	16831
长期借款	6023	8389	8689	9089	9389
应付债券	0	2372	2372	2372	2372
其他非流动负债	2208	3462	4050	4560	5070
负债合计	29844	35182	40670	48305	57275
股本	2695	2736	2736	2736	2736
资本公积	7942	8195	8195	8195	8195
留存收益	4262	6034	8997	12543	16546
归属母公司股东权	14691	16761	19725	23271	27274
少数股东权益	459	629	668	715	768
负债和股东权益	44994	52572	61064	72291	85317

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	17704	30062	26396	29957	34833
营业成本	12918	22093	19339	21808	25406
营业税金及附加	87	166	79	150	104
销售费用	1371	2757	1848	2097	2438
管理费用	1191	1636	1339	1648	1916
财务费用	522	491	555	578	601
资产减值损失	123	208	434	108	145
公允价值变动收益	1	-22	0	10	-10
投资净收益	560	362	600	500	400
营业利润	2052	3051	3402	4079	4612
营业外收入	122	243	100	100	100
营业外支出	65	47	50	50	50
利润总额	2109	3247	3452	4129	4662
所得税	255	371	449	537	606
净利润	1854	2875	3003	3592	4056
少数股东损益	24	26	39	47	53
归属母公司净利润	1830	2849	2964	3546	4003
EBITDA	2574	3964	4635	5324	6230
EPS (元)	0.68	1.04	1.08	1.30	1.46

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	2829	4776	1933	3413	3720
净利润	1854	2875	3003	3592	4056
折旧摊销	438	554	845	1069	1262
营运资金变动	545	1385	-2184	-1184	-1714
其它	-8	-38	269	-64	116
投资活动现金流	-1675	-7245	-6786	-5475	-5570
资本支出	-2744	-7450	-6866	-5600	-5600
投资变动	905	286	80	115	40
其他	165	-81	0	10	-10
筹资活动现金流	4093	-913	546	2562	2350
银行借款	6367	5237	438	2539	2350
债券融资	-1345	-4847	663	600	600
股权融资	3	466	0	0	0
其他	-933	-1770	-555	-578	-601
现金净增加额	5248	-3382	-4306	500	500
期初现金余额	4455	10108	6306	2000	2500
期末现金余额	9703	6725	2000	2500	3000

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	43.8	69.8	-12.2	13.5	16.3
营业利润增长	331.5	48.7	11.5	19.9	13.1
归属母公司净利润增长	327.8	55.7	4.0	19.6	12.9
获利能力(%)					
毛利率	27.0	26.5	26.7	27.2	27.1
净利率	10.5	9.6	11.4	12.0	11.6
ROE	12.5	17.0	15.0	15.2	14.7
ROIC	19.9	16.9	13.1	12.1	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	66.3	66.9	66.6	66.8	67.1
净负债比率	-0.1	0.4	0.5	0.5	0.5
流动比率	1.26	1.21	1.07	1.03	1.03
速动比率	1.05	1.04	0.80	0.78	0.77
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.62	0.46	0.45	0.44
应收账款周转率	1.83	2.47	1.83	1.66	1.52
存货周转率	3.88	6.61	3.65	3.32	3.04
每股指标(元)					
每股收益	0.68	1.04	1.08	1.30	1.46
每股经营现金流	1.05	1.75	0.71	1.25	1.36
每股净资产	5.45	6.13	7.21	8.51	9.97
估值比率					
P/E	20.8	21.9	15.7	13.1	11.6
P/B	2.6	3.7	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	14.3	17.3	12.4	11.2	9.9

广发电力设备与新能源研究小组

陈子坤：首席分析师，10年相关产业协会和证券从业经验。2016年新财富电力设备新能源行业入围，2015年新财富环保行业第一名，2013年、2014年新财富有色金属行业第一名，2013年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。