

## 行业步伐放缓不挡龙头逆流而上，且待金风吹向世界

■事件：金风科技公布 2016 年年报，实现营业收入 263.96 亿元，同比减少 12.20%；净利润 30.03 亿元，同比增长 5.39%；对应 EPS 为 1.10 元；符合预期。公司拟每 10 股送 3 股并派现 2.00 元（含税）。公司同时公告，2017 年一季度业绩下滑 50-100%，主要是由于风机销量同比下降同时投资收益减少所致。

■行业步伐放缓，不挡龙头逆流而上：公司年内新增风力发电机组装机超过 6.34GW，市场占有率较上年增长 1.9%至 27.1%，连续六年国内排名第一。公司 2016 年风力发电机组及零部件业务营业收入为 223.87 亿元，同比下降 17.13%。受制于 2015 年全国风电装机“抢装潮”影响，2016 年风电新增装机 2,337 万千瓦相比于 2015 年新增装机 3139 万千瓦下降 25.55%，并且向中南部转移。公司在此行业潮流中持续推进精益管理、价值管理，消除低效环节，实现降低成本和提高毛利率。公司各类规格风力发电机组毛利率均有不同程度增长。其中 3.0MW 风机由去年同期的 25.54%提升至 30.61%，提升 5.07Pcts，2.0MW 风机由去年同期的 20.33%提升至 24.77%，提升 4.44Pcts。公司以高品质产品及优质服务，在手订单稳步增加，2016 年待执行订单总量为 7.84GW，中标未签订单 6.34GW，共计 14.18GW，2015 年共计 11.91GW，同期增长 19.05%。预计未来行业集中度将进一步提高，作为龙头企业掌握大量订单形成规模优势，将随市场平稳持续增长。

■风电场开发日益扩大，风电服务转型智能：公司 2016 年风电风电场开发业务营业收入为 24.17 亿元，同比增长 55.47%；风场营收占比由 2015 年的 5.17%提升到 9.16%，增加 3.99Pcts。公司在风电需求从三北向华东华南转移的且总量降低的背景下积极开发风电场业务，加快优势资源储备，风电场覆盖省份达到 25 个，下属项目公司达到 96 个。年内公司新增并网装机容量 1,107MW，新增并网权益装机容量为 1,033MW，在建风电场项目容量 393MW，权益容量 378MW。公司紧跟行业前进步伐，稳步建设各地风电基地，以实现低压侧并网就近消纳，促进公司发电资产的收益提升。公司 2016 年风电服务业务营业收入 12.49 亿元，同比减少 2.94%，毛利率增长 4.7 个百分点至 16.38%。公司 2016 年推出风电全生命周期整体解决方案及相关创新产品。其中 EPC 整体解决方案实现将电力建设投资控制到最小化和质量控制到最大化。同时公司推出 GOPLUS 风电场移动运维平台，有助于运营管理者及工程师实时获取风机运行数据等各项指标，提升

投资评级 **买入-A**  
首次评级

6 个月目标价：**21.00 元**  
股价 (2017-03-29) **17.16 元**

交易数据

总市值 (百万元)	46,941.88
流通市值 (百万元)	37,023.04
总股本 (百万股)	2,735.54
流通股本 (百万股)	2,157.52
12 个月价格区间	14.40/19.15 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.79	-4.06	6.63
绝对收益	2.14	0.59	7.27

**黄守宏** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

相关报告

机组整体运行水平。公司未来会将风电服务业务向集中化、共享化、智能化方向转型，并且实现运营模式上的创新。

■ **金风吹向世界，海外市场取得重大突破：**2016 年公司国际风电项目营业收入为 22.09 亿元。其中已完工风电场装机容量 246MW，权益容量 121.74MW，在建风电项目容量 175MW，权益容量 43.75MW。根据公司 16 年中报，全资子公司金风美国成功收购美国德克萨斯州的 Rattlesnake 项目，规划容量为 160MW，将成为公司在美国建设的最大风电场。公司在 2016 年底与 Apple 达成合作，转让子公司其下 4 个项目公司各 30% 的股权给 Apple，形成双赢局面。公司与 Apple 的合作推动其打造绿色供应链的目标，并且能为公司在海外提升作为风电整机解决方案提供商的知名度和影响力，以此为公司在海外寻求更多合作提供机会。预计未来公司在稳居行业龙头位置的同时，将以“一带一路”为契机，发展更多海外国家，将金风吹向世界。

■ **投资建议：**给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 21.00 元。我们预计公司 2017-2019 年的营收增速同比增长分别为 12%、16%、22%；归母净利润同比增长分别为 11%、16%、20%；EPS 分别为 1.22/1.41/1.69 元。考虑公司龙头地位稳固市场份额有望进一步提升，未来随着一带一路战略推进海外业务有望放量，给予公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 21.00 元。

■ **风险提示：**国内风电装机量低于预期；三北地区弃风限电改善较小；海外市场经营风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	30,062.1	26,395.8	28,789.1	31,706.2	36,115.5
净利润	2,849.5	3,003.0	3,326.9	3,858.0	4,632.9
每股收益(元)	1.04	1.10	1.22	1.41	1.69
每股净资产(元)	6.13	7.30	7.51	8.56	9.91
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	16.5	15.6	14.1	12.2	10.1
市净率(倍)	2.8	2.3	2.3	2.0	1.7
净利润率	9.5%	11.4%	11.6%	12.2%	12.8%
净资产收益率	17.0%	15.0%	16.2%	16.5%	17.1%
股息收益率	2.8%	0.0%	2.5%	2.2%	2.0%
ROIC	38.0%	23.2%	17.8%	21.0%	28.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	30,062.1	26,395.8	28,789.1	31,706.2	36,115.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	22,093.0	18,671.4	20,210.2	22,312.3	25,375.3	营业收入增长率	69.8%	-12.2%	9.1%	10.1%	13.9%
营业税费	165.9	164.6	172.7	183.9	205.9	营业利润增长率	48.7%	7.9%	11.9%	16.3%	21.6%
销售费用	2,757.1	2,032.8	2,188.0	2,282.8	2,528.1	净利润增长率	55.7%	5.4%	10.8%	16.0%	20.1%
管理费用	1,635.8	1,909.6	2,015.2	2,060.9	2,239.2	EBITDA 增长率	36.0%	21.7%	-0.2%	12.6%	17.3%
财务费用	491.4	759.9	591.0	614.1	655.0	EBIT 增长率	37.6%	14.4%	5.5%	14.6%	19.8%
资产减值损失	207.9	211.9	181.0	200.3	197.7	NOPLAT 增长率	38.7%	12.9%	6.2%	14.6%	19.8%
加:公允价值变动收益	-22.5	23.6	12.7	-17.1	7.2	投资资本增长率	85.1%	38.5%	-3.2%	-11.8%	16.0%
投资和汇兑收益	362.3	621.9	240.0	250.0	290.0	净资产增长率	14.2%	19.0%	3.0%	13.8%	15.8%
<b>营业利润</b>	3,050.9	3,291.1	3,683.6	4,284.7	5,211.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	195.9	260.9	167.5	189.4	181.7	毛利率	26.5%	29.3%	29.8%	29.6%	29.7%
<b>利润总额</b>	3,246.8	3,552.0	3,851.1	4,474.1	5,393.3	营业利润率	10.1%	12.5%	12.8%	13.5%	14.4%
减:所得税	371.4	446.2	462.1	536.9	647.2	净利润率	9.5%	11.4%	11.6%	12.2%	12.8%
<b>净利润</b>	2,849.5	3,003.0	3,326.9	3,858.0	4,632.9	EBITDA/营业收入	13.6%	18.8%	17.2%	17.6%	18.2%
						EBIT/营业收入	11.8%	15.3%	14.8%	15.5%	16.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	106	182	210	184	155
货币资金	6,306.4	8,274.4	2,303.1	2,536.5	2,889.2	流动营业资本周转天数	-12	14	28	14	23
交易性金融资产	-	25.9	38.7	21.5	28.7	流动资产周转天数	320	398	361	296	309
应收账款	13,944.8	15,343.7	14,590.9	17,057.7	20,834.2	应收账款周转天数	152	200	187	180	189
应收票据	992.3	2,198.8	368.6	2,388.0	1,187.7	存货周转天数	40	42	48	43	45
预付账款	467.7	588.5	1,082.3	449.5	1,309.0	总资产周转天数	589	798	740	627	596
存货	3,037.2	3,192.3	4,563.2	3,023.3	5,920.6	投资资本周转天数	141	249	260	219	195
其他流动资产	538.2	3,472.9	1,752.2	1,921.1	2,382.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	901.1	1,191.3	973.4	1,022.0	1,062.2	ROE	17.0%	15.0%	16.2%	16.5%	17.1%
持有至到期投资	-	50.0	16.7	22.2	29.6	ROA	5.5%	4.8%	6.3%	7.0%	7.5%
长期股权投资	1,047.2	1,308.0	1,308.0	1,308.0	1,308.0	ROIC	38.0%	23.2%	17.8%	21.0%	28.6%
投资性房地产	73.7	70.8	70.8	70.8	70.8	<b>费用率</b>					
固定资产	9,539.4	17,093.6	16,478.6	15,863.6	15,248.6	销售费用率	9.2%	7.7%	7.6%	7.2%	7.0%
在建工程	7,475.7	2,385.1	2,385.1	2,385.1	2,385.1	管理费用率	5.4%	7.2%	7.0%	6.5%	6.2%
无形资产	736.6	1,068.1	993.4	918.7	844.0	财务费用率	1.6%	2.9%	2.1%	1.9%	1.8%
其他非流动资产	7,512.1	8,173.6	6,989.0	7,585.7	7,553.3	三费/营业收入	16.2%	17.8%	16.7%	15.6%	15.0%
<b>资产总额</b>	52,572.4	64,437.2	53,914.0	56,573.7	63,053.3	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,319.5	1,803.7	6,740.3	1,552.7	874.1	资产负债率	66.9%	67.9%	60.5%	57.1%	55.5%
应付账款	9,833.1	10,197.0	7,614.9	12,292.4	11,783.0	负债权益比	202.3%	211.3%	152.9%	133.2%	124.5%
应付票据	4,826.8	4,879.1	6,659.1	4,798.6	8,770.9	流动比率	1.21	1.34	0.90	1.04	1.20
其他流动负债	4,979.5	7,783.2	6,495.4	7,625.2	7,425.2	速动比率	1.06	1.21	0.73	0.93	0.99
长期借款	8,388.6	11,866.5	-	-	-	利息保障倍数	7.21	5.33	7.23	7.98	8.96
其他非流动负债	5,834.3	7,208.8	5,083.7	6,042.3	6,111.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	35,181.8	43,738.4	32,593.4	32,311.2	34,964.8	DPS(元)	0.48	-	0.43	0.38	0.35
少数股东权益	629.2	722.6	781.6	859.6	970.2	分红比率	46.1%	0.0%	35.0%	27.0%	20.7%
股本	2,735.5	2,735.5	2,735.5	2,735.5	2,735.5	股息收益率	2.8%	0.0%	2.5%	2.2%	2.0%
留存收益	14,228.3	15,858.7	17,803.4	20,667.3	24,382.7						
<b>股东权益</b>	17,390.6	20,698.8	21,320.6	24,262.4	28,088.4						
						<b>现金流量表</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	2,875.4	3,105.7	3,326.9	3,858.0	4,632.9	EPS(元)	1.04	1.10	1.22	1.41	1.69
加:折旧和摊销	554.0	936.6	689.7	689.7	689.7	BVPS(元)	6.13	7.30	7.51	8.56	9.91
资产减值准备	207.9	211.9	-	-	-	PE(X)	16.5	15.6	14.1	12.2	10.1
公允价值变动损失	22.5	-23.6	12.7	-17.1	7.2	PB(X)	2.8	2.3	2.3	2.0	1.7
财务费用	548.6	678.7	591.0	614.1	655.0	P/FCF	-85.6	17.3	-9.7	25.7	38.9
投资损失	-362.3	-621.9	-240.0	-250.0	-290.0	P/S	1.6	1.8	1.6	1.5	1.3
少数股东损益	25.9	102.7	62.1	79.3	113.2	EV/EBITDA	14.9	9.7	9.4	7.4	6.2
营运资金的变动	-1,929.6	-3,148.8	1,209.3	1,125.0	-3,562.1	CAGR(%)	11.0%	15.2%	22.3%	11.0%	15.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	4,776.1	3,102.5	5,651.8	6,098.9	2,245.8	PEG	1.5	1.0	0.6	1.1	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	-7,245.2	-7,011.1	621.3	190.2	202.7	ROIC/WACC	3.9	2.4	1.8	2.2	3.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	-969.8	5,246.5	-12,244.4	-6,055.8	-2,095.8	REP	1.0	0.9	1.2	1.1	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034