

2017年06月01日  
证券研究报告·专题报告

金风科技 (002202) 电气设备

买入 (首次)

当前价: 15.19 元

目标价: 18.60 元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 风电行业向暖，机组龙头迎来拐点

### 投资要点

- 全球风机龙头迎来业绩拐点：**公司是全球的风电机组龙头企业，而我国新能源发电行业也是全球最大的单体市场。随着2015年风电“抢装潮”后的行业热度下降，公司2016年及2017年第一季度出现利润增速下降趋势，但公司预报半年业绩有望转好，2017年上半年归母净利润有望同比增加0%-50%。公司已迎来业绩拐点，随着核准项目须在2019年前底开工建设的又一次“抢装潮”的到来，公司风机业务将持续向好。
- 风电消纳占比稳步提升：**截至2017年第一季度，我国风电上网消纳比例为4.8%，为687亿度，而我国风电消纳目标是2020年达到6%以上。随着全社会用电量的重新稳步提升，《能源发展“十三五”规划》预测2020年我国全社会用电量有望达到7万亿度，对风电建设规模和风电利用小时数的提升均提供了巨大空间，风电行业重新向好。
- 大功率机组占比逐步提升：**随着我国风电建设的东移、南移，低风速区对于大功率新机组的需求将拉动行业的结构变化。公司目前拥有自主知识产权1.5MW、2.0MW、2.5MW、3.0MW、6.0MW，代表着全球风力发电领域最具前景的技术路线。直驱永磁技术路线为公司长期可持续发展奠定了高屋建瓴的领先优势，公司的风机技术已处于全球领先的地位。而今年起海上风电招标开始放量，预计全年行业招标有望超过1GW规模，公司的3.0MW海上风电机组已得到市场认可，并储备了6.0MW直驱永磁机组，有望在未来海上风电建设中取得进一步的突破。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2017-2019年EPS分别为1.24元、1.45元和1.58元，对应PE分别为12倍、10倍和10倍。公司是全球的风电机组龙头，考虑到A股风电行业板块近20倍估值，而公司风电场运营占比提升从而拉低估值，综合考虑给予公司2017年15倍估值，对应股价18.6元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**风电机组新机型业务拓展或不及预期、我国弃风率或继续恶化的风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	26395.83	32572.24	37559.63	39738.79
增长率	-12.20%	23.40%	15.31%	5.80%
归属母公司净利润(百万元)	3002.98	3392.26	3979.00	4311.03
增长率	5.39%	12.96%	17.30%	8.34%
每股收益EPS(元)	1.10	1.24	1.45	1.58
净资产收益率ROE	15.00%	16.20%	17.04%	16.68%
PE	14	12	10	10
PB	2.01	1.94	1.74	1.57

数据来源: Wind, 西南证券

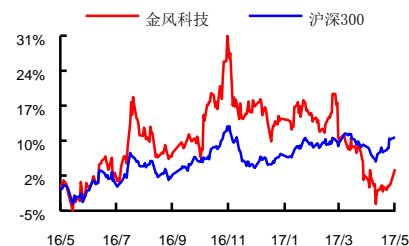
### 西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖  
执业证号: S1250513090001  
电话: 023-63786561  
邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 谭菁  
电话: 010-57631196  
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹  
电话: 021-68415929  
邮箱: lzh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	27.36
流通A股(亿股)	21.58
52周内股价区间(元)	14.16-19.15
总市值(亿元)	415.53
总资产(亿元)	618.13
每股净资产(元)	7.37

### 相关研究

## 目 录

<b>1 稳步发展的风机龙头</b> .....	<b>1</b>
<b>2 风电高潮暂时退却，政策保驾依旧不变</b> .....	<b>4</b>
2.1 新增装机同比出现回落，行业热潮退去 .....	4
2.2 政策持续引导，低风速地区成主战场 .....	5
<b>3 风机继续加码，风电场锦上添花</b> .....	<b>5</b>
3.1 大功率机组成主导，未来业绩无忧 .....	5
3.2 独辟蹊径，掌握直驱永磁核心技术 .....	6
3.3 海上风电加速发展，公司蓄力 6.0MW 机组 .....	7
3.4 风电场投资，未来盈利增长有保障 .....	8
<b>4 加快国际化进程，拓展新业务领域</b> .....	<b>10</b>
4.1 秉承壮志，成就世界金风 .....	10
4.2 进军水务业务，拓宽经营版图 .....	11
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>11</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>12</b>

## 图 目 录

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况 .....	1
图 2：公司 2016 年各业务毛利率情况 .....	1
图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速 .....	2
图 4：公司 2012 年以来净利润及增速 .....	2
图 5：2011 年以来公司毛利润及增速 .....	2
图 6：2011 年以来公司毛利率 .....	2
图 7：2011 年以来公司风机业务收入及增速 .....	3
图 8：2011 年以来风机业务毛利率 .....	3
图 9：2012 年以来公司市场占有率稳居第一 .....	3
图 10：我国风机厂商集中度趋于提升 .....	3
图 11：2010 年以来全球新增装机容量及增速 .....	4
图 12：2016 年全球新增装机容量排名 .....	4
图 13：2010 年以来我国新增装机及增速 .....	4
图 14：2010 年以来我国累计装机及增速 .....	4
图 17：2016 年我国海上风电厂商新增装机容量（MW） .....	8
图 18：2016 年我国前五海上风电厂商累计装机容量（MW） .....	8
图 20：2012 年以来风电场收入及增速 .....	9
图 21：2012 年以来风电场毛利润及增速 .....	9
图 22：金风科技风电场毛利率高于竞争对手 .....	10
图 23：金风科技机组利用小时高于全国 .....	10

## 表 目 录

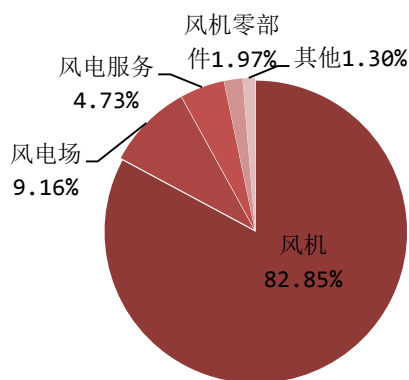
表 1：分业务收入及毛利率 .....	12
附表：财务预测与估值 .....	13

## 1 稳步发展的风机龙头

公司成立于 1998 年，是中国最早从事风电机组研发和制造的企业之一，目前已发展成为全球领先的风电机组制造商，并致力于成为国际化的清洁能源和节能环保整体解决方案提供商。金风科技汇集 6000 余名员工和科研力量、全球总装机总量超过 32GW，多次被美国麻省理工学院《科技评论》杂志选为“全球最具创新能力企业 50 强”。2007 年 12 月 26 日在深圳和香港两地上市。

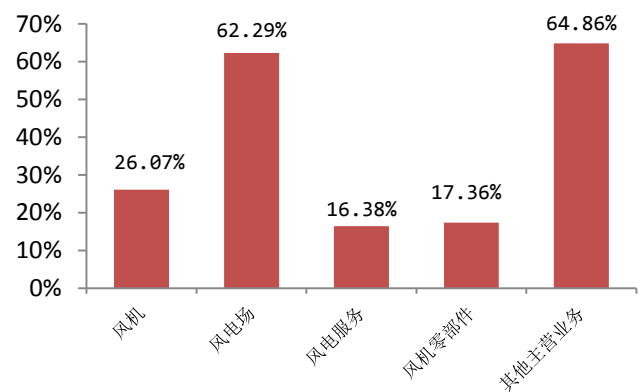
公司拥有**风机制造**、**风电服务**以及**风电场投资开发**三大业务板块，为公司提供了多元化盈利渠道。金风科技凭借在研发、制造风机及建设风电场所取得的丰富经验，不仅能为客户提供高质量风机，还开发出包括风电服务及风电场开发的整体解决方案，能满足客户在风电行业价值链多个环节的需要。公司机组采用直驱永磁技术，拥有 1.5MW、2.0MW、2.5MW、3.0MW 和 6.0MW 系列化机组，可适用于高温、低温、高海拔、低风速、沿海等不同运营环境。在市场拓展方面，公司在巩固国内市场的同时，积极拓展全球风电市场，发展足迹已遍布全球六大洲。

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

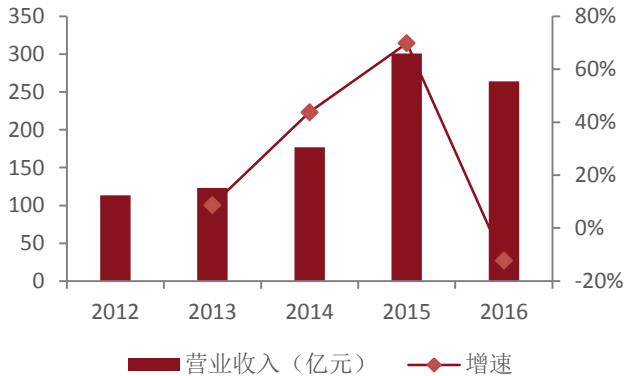
图 2：公司 2016 年各业务毛利率情况



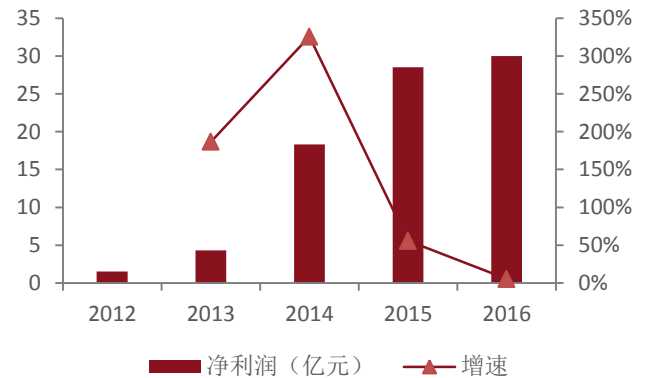
数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业绩情况：**“十一五”期间，我国风电行业开启全速增长的模式，但产业的高速增长带来了并网难、差能过剩、竞争无序等问题，这一状况在 2012 年得到了一定的改善。2012 年，我国风电投资大幅消减 31.8%，我国风电并网发电量达到 1004 亿千瓦时，同比增长 37.16%，并网新增装机达到 1285 万千瓦，同比减少 18.93%，新增装机和点电源投资双双被拉回基准线，产业发展步入良性轨道。

受益于行业良性发展，凭借技术领先优势，公司从 2012-2015 年进入快速发展时期，营收和净利润均大幅增长，龙头地位一举奠定。由于上网电价下调使得我国风电行业在 2015 年出现“抢装潮”使得公司营收出现近 70% 的增幅，但“抢装潮”后行业降温使得公司 2016 年营收同比出现下滑，但公司其他业务发展良好，净利润同比依旧增长，增速却出现大幅下滑。“十三五”以来，“三北”地区风电场建设已被政策限制，风电场建设向低风速地区转移，公司针对不同地形、气候储备了大功率风电机组，公司 2017 年第一季度在手订单已达 15.6GW，创历史新高，同时风电场投资开始放量，保证了公司今年及未来的盈利能力。

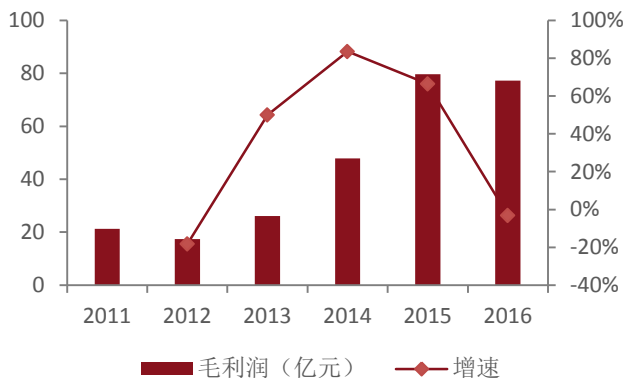
**图 3: 公司 2012 年以来营业收入及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

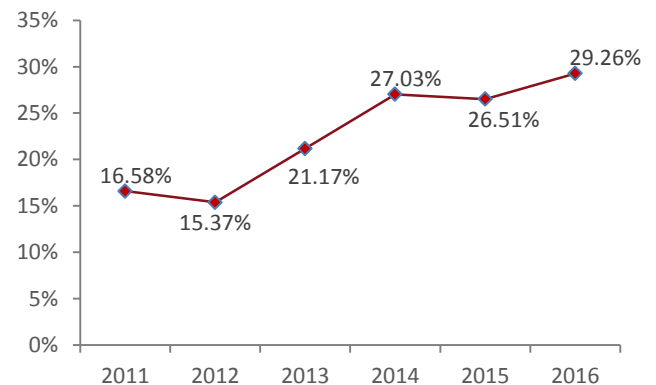
**图 4: 公司 2012 年以来净利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**盈利能力增强, 毛利率再创新高。**2016 年公司销售收入及装机容量有所下降, 但公司毛利率却创新高, 主要是因为公司前瞻性的战略布局、多元化盈利模式, 持续提升的研发能力及高毛利产品的优异表现, 加之行之有效的精益化管理及不断优化的资本结构, 保证了盈利能力持续提升。2016 年公司实现营业收入 263.96 亿元, 同比下降 12.2%; 从毛利率看, 2011-2016 年公司毛利率持续稳定提高, 2016 年公司的毛利率提升 2.75 个百分点达到 29.26%, 毛利率创出新高, 充分证明了公司的盈利能力提升。

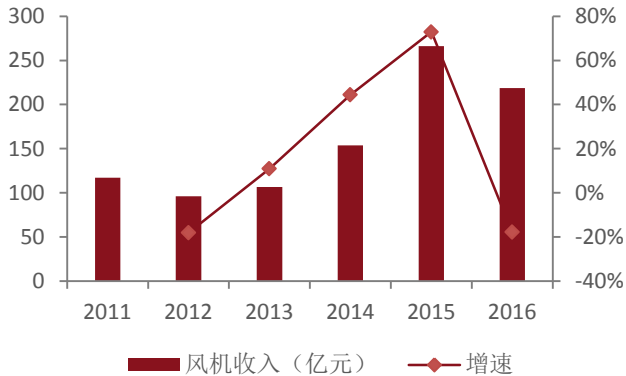
**图 5: 2011 年以来公司毛利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

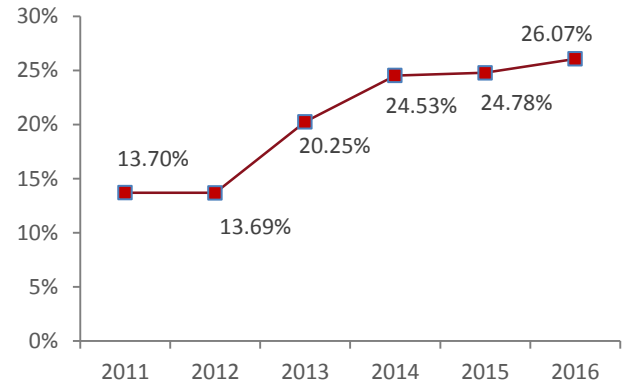
**图 6: 2011 年以来公司毛利率**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**风机为营收主要来源。**2016 年公司风机业务实现营业收入 218.7 亿元, 同比下降 17.8%, 风机销售收入占公司总营业收入的 82.9%。2016 年公司实现对外销售容量 5883MW, 同比下降 16.57%, 但公司通过多种措施降低成本, 1.5MW、2.0MW、2.5MW 及 3.0MW 风机的毛利率分别同比提升了 0.84、4.44、1.65 和 5.07 个百分点。风机业务整体毛利率 25.9%, 同比提升了 1.15 个百分点, 近 5 年来持续增长。

**图 7: 2011 年以来公司风机业务收入及增速**


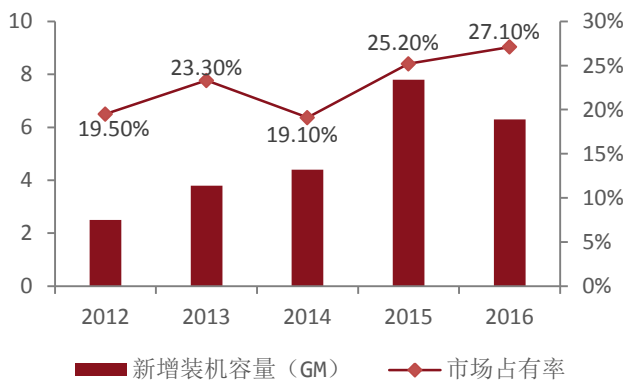
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 8: 2011 年以来风机业务毛利率**


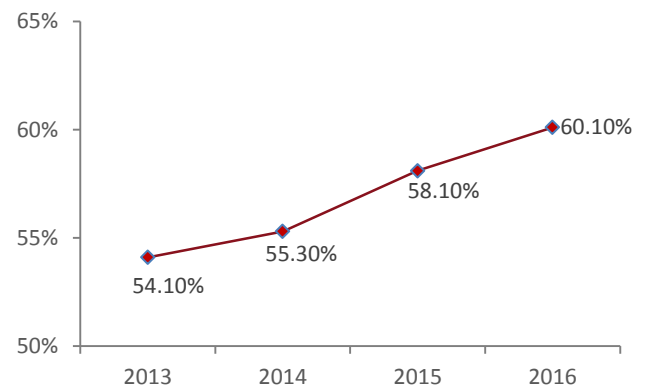
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**龙头地位愈加巩固。**根据中国风能协会统计数据, 2016 年中国风电新增装机大幅下滑, 公司 2016 年国内新增装机容量 6.34GW, 同比下降 18.2%。虽然新增装机容量下降, 但公司在国内的份额提高了 1.9 个百分点, 达到 27.1%, 超过第 2-4 名的市场份额之和, 连续 6 年排名国内市场第一。在累计装机市场份额中, 2016 年金风科技市场份额以 22.21% 排名第一, 龙头地位进一步巩固。

**行业集中度不断提升。**2016 年, 我国排名前五的风机厂商是金风科技、华锐风电、联合动力、明阳风电和东方电气, 市场份额分别为 22.21%、9.76%、9.69%、7.15% 和 5.37%。前五名风机厂商的市场份额由 2013 年的 54.1% 增加到 2016 年的 60.1%, 虽然行业集中趋势相对缓慢, 但参考国际风机市场并购风起云涌, 强者恒强, 国内风机市场的进一步整合仍然是大势所趋。

**图 9: 2012 年以来公司市场占有率稳居第一**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 10: 我国风机厂商集中度趋于提升**


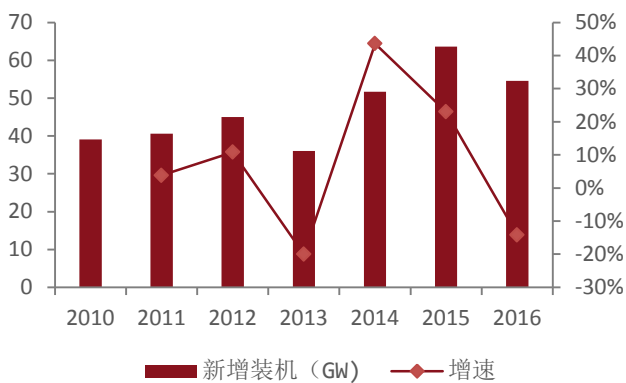
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 风电高潮暂时退却，政策保驾依旧不变

### 2.1 新增装机同比出现回落，行业热潮退去

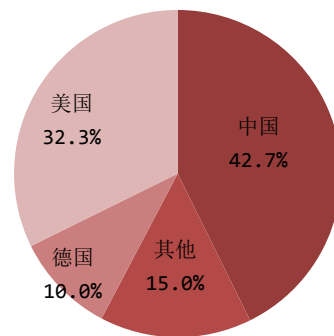
根据全球风能理事会最新发布的数据，2016 年全球风电市场新增装机容量 54.6GW，截止 2016 年底，全球累计装机容量达到 486.7GW，其中中国 2016 年新增装机容量仍居首位，占全球新增装机容量的 42.7%，排名第二、第三的分别为美国和德国，占全球新增装机的 15% 和 10%。全球新增装机同比下降，行业热情暂告一段落，随着行业集中度提升，行业格局逐渐稳定，风电进入理性发展阶段。

图 11：2010 年以来全球新增装机容量及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

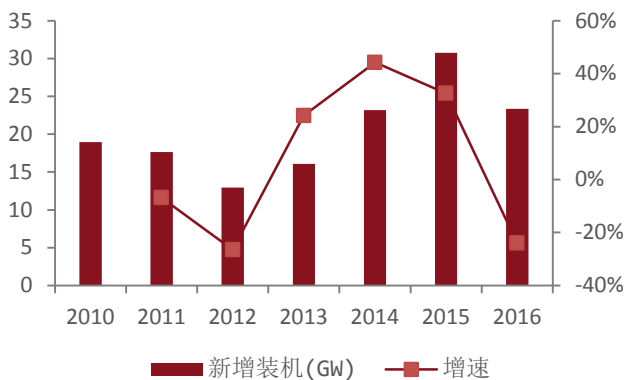
图 12：2016 年全球新增装机容量排名



数据来源：公司公告，西南证券整理

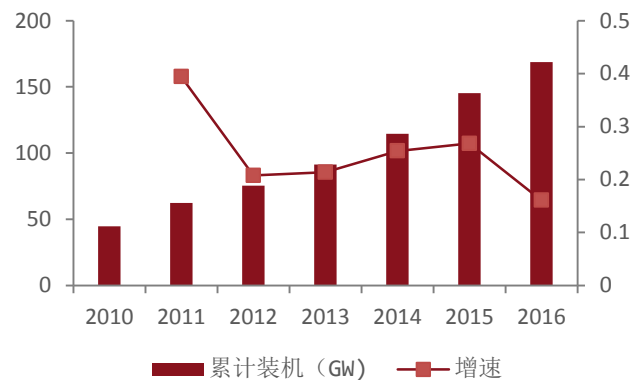
根据中国风能协会的统计，2016 年中国风电新增装机容量 23.4GW，同比下降 24%；累计装机容量达 168.8GW。协会数据与此前公布的 22GW-25GW 的预测范围吻合。我国风电新增装机容量首次出现下降，装机热潮暂时退去，风电向低风速地区转移不可逆转，将进一步优化我国风电布局。

图 13：2010 年以来我国新增装机及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2010 年以来我国累计装机及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理



## 2.2 政策持续引导，低风速地区成主战场

**探索市场化的消纳途径。**2016年10月8日，国家发改委、能源局发布了《售电公司准入与退出管理办法》和《有序开放配电网业务管理办法》，明确售电公司与配电业务的准入与退出条件，从根本上有效推进电力市场改革进程，有利于更多可再生发电企业开展市场化的售电业务实现多发满发。同月，国家能源局发布《跨区域省间可再生能源增量现货交易规则》，文件明确了增量现货交易是指通过跨区域输电通道，买方与卖方（可再生能源发电企业）通过跨区域省间现货交易系统开展以送端的弃电量为定位的增量现货交易，为提高新能源的消纳比例提供了切实的市场化途径。

**促进风电健康合理发展。**2016年12月28日，国家发改委发布《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》降低2018年1月1日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价，一至四类资源区，新核准建设陆上风电标杆电价分别调整为0.40元、0.45元、0.49元、0.57元，比上一档电价每千瓦时分别降低7分、5分、5分、3分；明确2018年以后海上风电标杆电价保持不变，近海为每千瓦时0.85元，潮间带为每千瓦时0.75元；通过鼓励招标等市场化方式确定新能源电价。该政策将合理引导风电投资，促进风电产业健康有序发展。

根据中国风能协会的数据，2016年，我国华东及中南部等低风速地区新增装机占比继续提高。与2015年相比，华东地区占比由13%增长到20%，中南地区占比由9%增长到13%，西南地区占比维持不变。西北地区 and 东北地区均出现减少，其中西北地区占比由38%下降到26%，东北地区由6%下降到3%。

根据国家能源局发布《风电发展“十三五”规划》，将加快开发中东部和南方低风速地区风电，切实提高风电消纳能力。到2020年底，风电累计并网装机容量确保达到2.1亿千瓦以上，风电年发电量确保达到4200亿千瓦时，目前风电累计装机余1.5亿千瓦，距离目标装机量有将近40%的空间，市场广阔。公司作为风电行业的龙头，未来将充分受益于风电行业的稳步发展。

## 3 风机继续加码，风电场锦上添花

### 3.1 大功率机组成主导，未来业绩无忧

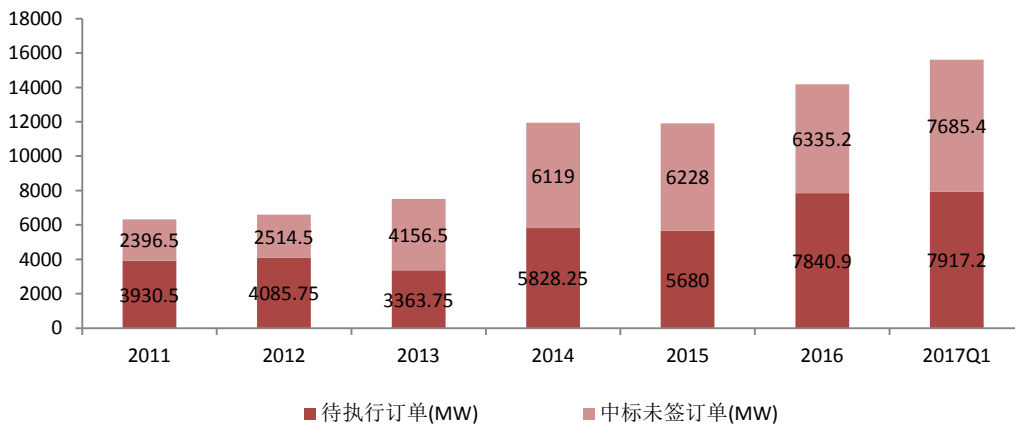
**大功率机组比重提高，2.0MW及以上机组开始发力。**2016年公司共完成销售容量5883MW，2.0MW以上机组比重为60.29%，比2015年的40.83%提升了19.46个百分点。2.0MW机组销售容量达到2214MW，同比增长79.42%，容量占比由2015年的17.5%增至37.6%。国家能源局发布《风电发展“十三五”规划》中明确了加快开发中东部和南方地区风电，切实提高风电消纳能力的目标，预计未来一段时间2.0MW以上机组将成为陆上风电的主导机型，公司在大功率机组的研发和生产具有决定领先地位。

2017年2月17日，国家能源局发布了《关于发布2017年度风险投资检测预警结果的通知》，检测结果显示：内蒙古、黑龙江、吉林、宁夏、新疆为2017年度风电开发建设红色区域。预警结果为红色表示该地区风电开发投资风险大，建议开发企业慎重决策建设风电项目，电网企业不再办理新的接网手续。上述5省均为“三北”地区，该地区由于风速较高，风机主要是1.5MW以下，目前“三北”地区弃风率居高不下，风电场建设处于饱和状态，1.5MW以下机组将逐渐被淘汰。



**公司在手订单创新高。**截止 2016 年 12 月 31 日，在手订单共计 14176.1MW，包括海外订单 917MW，同比增长 19%，其中待执行订单总量为 7840.9MW，同比增长 38%，中标未签订单 6335.2MW，同比增长 1.7%。进入 2017 年，公司在手订单再创新高，截止 2017 年 3 月 31 日，公司在手订单达到 15602.6MW，其中待执行订单为 7917.2MW，中标未签订单为 7685.4MW，2.0MW 以上机组占比超过 70%。但内蒙古、黑龙江、吉林、宁夏、甘肃、新疆 6 省成为风电开发建设红色预警区域，取消了近 800MW 的订单，即使如此，在手订单有近 15GW，保证未来业绩无后顾之忧。

**图 15：公司在手订单创新高**



数据来源：公司公告、西南证券整理

**未来 2 年将再现风电抢装潮。**在经历 2015 年风电抢装潮之后，风电行业整体有所回调，2016 年风电新增装机容量同比大幅下滑，2017 年消化之前过快的装机容量。国家能源局发布《关于建立可再生能源开发利用目标引导制度的指导意见》，明确全社会用电量中的非水电可再生能源电量比重在 2020 年达到 9%，风电消纳比例要达到 6% 以上，其中燃煤发电企业承担非水可再生能源发电量配额与火电发电量的比重达到 15% 以上。所以，从侧面来看，2018-2019 将再次出现风电抢装潮，公司作为国内风机龙头，技术储备及产能已为下一次抢装潮的到来做好准备。

### 3.2 独辟蹊径，掌握直驱永磁核心技术

2008 年，公司成功收购德国 VENSYS 能源有限公司，增强了研发实力，具备了完全自主研发的设计能力，最终获得了自主知识产权的直驱永磁技术，从而彻底结束了公司依赖引进技术的历史。

公司生产的直驱永磁机组发电机组具有发电效率高、维护与运行成本低、并网性能良好、可利用率高等优越性能，深得客户的欢迎和认可。公司目前拥有自主知识产权 1.5MW、2.0MW、2.5MW、3.0MW、6.0MW，代表着全球风力发电领域最具前景的技术路线。直驱永磁技术路线为公司长期可持续发展奠定了高屋建瓴的领先优势，公司的风机技术已处于全球领先的地位。

公司加大研发力度，在全球范围内已设立 7 个研发中心，拥有国内外研发技术人员超过 2000 人，持续提升的研发能力为公司客户价值最大化提供了坚实基础。

**图 16：金风科技全球研发中心及合作院校**


数据来源：公司公告、西南证券整理

**继续大功率机组研发。**2016 年公司继续推进 2.0MW、2.5MW 系列化机组研发工作，完成 2.0MW 超低风速、2.0MW 高海拔、2.5MW 高海拔及 2.5MW 高温机组的开发工作，上述机型均已推向市场。公司 121/3.0MW 直驱海上型首个近海海上项目已完成吊装及并网工作，该项目采用金风科技 10 台 121/3.0MW 机组，项目距离海岸垂直距离 6 海里。依托金风 2.5MW 及 3.0MW 机组的研发基础，公司完成面向国际市场及国内中低风速地区的全新 3.0MW (S) 产品平台的开发工作，首台样机在张北地区并网发电，该机组采用直驱永磁技术路线，单机容量为 3.4MW，风轮直径达 140 米级。

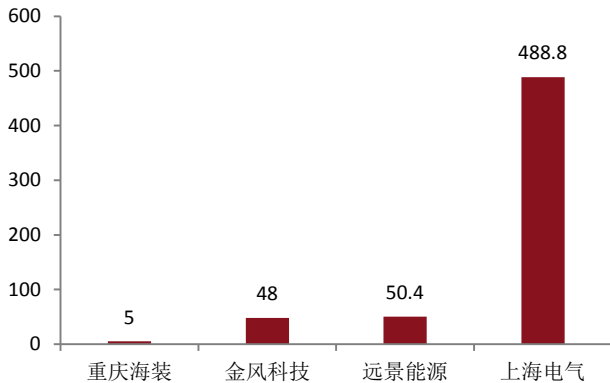
**注重产品认证，提升竞争力。**2016 年，2.5MW 平台的两个重点机型 GW109/2500 和 GW121/2500 获得国际权威认证机构 DNV-GL 颁发的型式认证证书，金风 3.0MW (S) 平台产品获得设计评估证书，为该机型未来市场部署奠定了良好基础。继 GW87/1500 和 GW93/1500 之后，GW109/2500 和 GW121/2500 两个机型均在北京鉴衡认证中心通过高原型式认证。至此，金风科技在 1.5MW、2MW、2.5MW 三个平台分别拥有高原型认证机组，证明金风机组在不同环境下的适应性及安全性均得到第三方机构，大大提升了机组在特殊环境下的竞争力。

### 3.3 海上风电加速发展，公司蓄力 6.0MW 机组

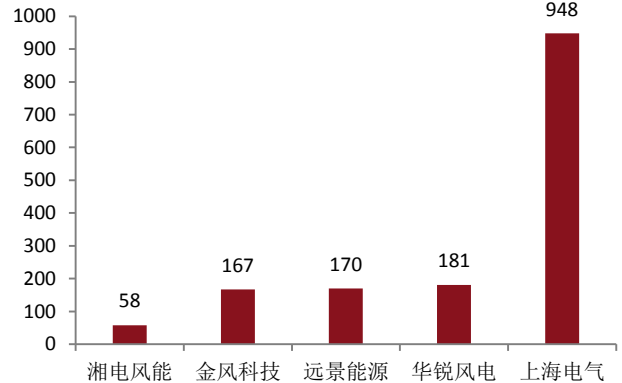
2016 年我国海上风电新增装机 154 台，新增装机容量 59 万千瓦，超过“十二五”时期任何一年，同比增长 64%，呈现加速发展的态势；截止 2016 年底，我国海上风电累计装机容量达到 163 万千瓦。根据全球风能理事会统计，2016 年我国海上新增装机容量超越丹麦，跻身全球第三。

2016 年公司新增海上装机容量 48MW，16 台 3.0MW 机组，截止 2016 年底公司累计装机容量 167MW，占海上风电市场的 10.26%。虽然公司的占比较小，但与二、三名的差距并不大。随着未来海上风电市场对新机型的需求增大，公司技术储备优势将得以体现，有望占据更多的市场份额。

公司 2015 年 3.0MW 机组首台海上样机实现并网发电，实现了海上风电市场的突破，目前公司为进一步开拓海上风电市场，储备了 6.0MW 直驱永磁机组，目前样机运行良好，积累一定经验后将推向市场，从来带来新的业绩增长点。

**图 17: 2016 年我国海上风电厂商新增装机容量 (MW)**


数据来源: CWEA, 西南证券整理

**图 18: 2016 年我国前五海上风电厂商累计装机容量 (MW)**


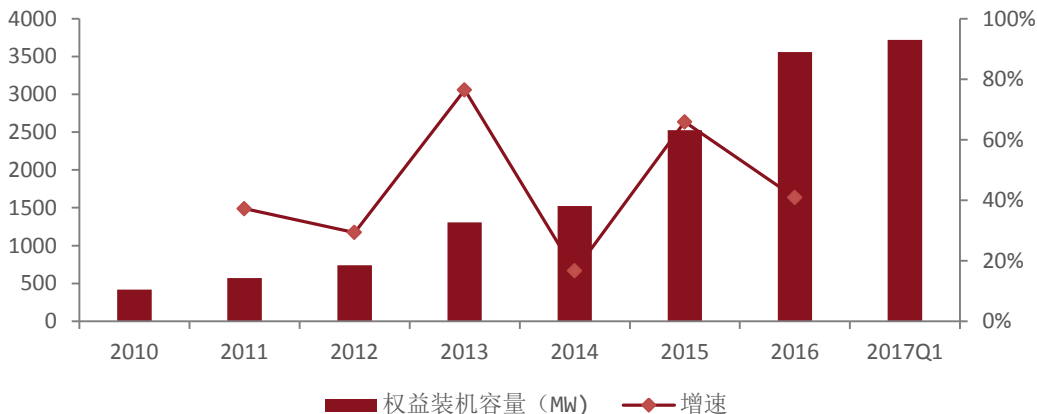
数据来源: CWEA, 西南证券整理

预计 2017 年我国海上风电招标总量将超过 1GW, 大部分将在明年建成, 2018 年海上风电将迎来快速发展。

### 3.4 风电场投资, 未来盈利增长有保障

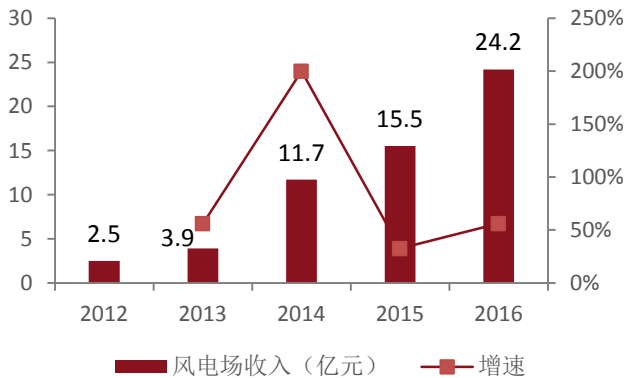
公司从 2007 年开始从事风电投资、开发与销售业务, 在运营早期收入主要来自于风电场的建设与销售, 这种模式在行业低谷的 2011-2012 年给公司带来了稳定的现金流。2013 年行业回暖, 风电场发电收益率提高, 公司风电业务模式逐步转为自主建设经营, 发电收入超过风电场销售收入, 带动了公司权益装机容量的迅速提升。

**公司权益装机容量快速增长。**在 2016 年风电行业市场向南方转移及总量有所回落的背景下, 公司在风电场投资与开发业务积极布局并加快优势资源储备, 实现较好业绩, 公司国内所开发风电场项目覆盖 25 个省, 下属 96 个项目公司, 资产规模超 260 亿元。截止至 2017 年 Q1, 公司已经并网的自营风电场权益装机容量约 3710MW, 其中 43%位于西北地区, 33.6%位于华北地区, 15.5%位于华东及南方地区; 目前在建容量约 521MW。

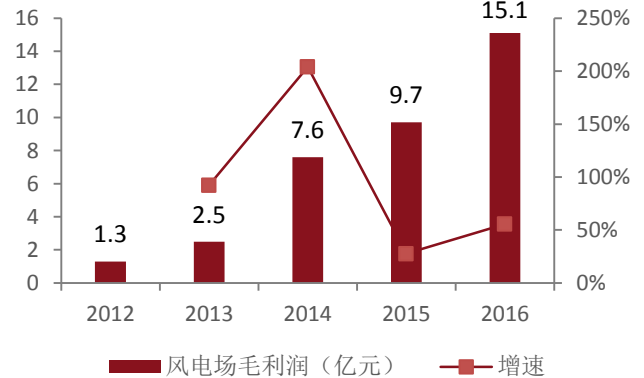
**图 19: 2010 年以来公司权益装机容量及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**风电场盈利贡献持续提升，未来可期。**2016年，公司经营的风电场项目实现发电收入24.2亿元，同比增长55.47%（子公司天润新能源实现净利润6.36亿元，同比增长79.2%），占公司总营收的9.2%。由于风电场业务毛利率稳定在60%以上，且风电场开发业务贡献了全部毛利润的19.5%，使得公司营收降低但净利润同比增加。随着开发重心继续南移，“三北”地区电网外送通道2017年逐步进入投产季节，限电问题将得到改善。公司风电场规模持续提升，盈利能力逐渐提升。风电场业绩贡献比例将逐步增加。

**图 20：2012 年以来风电场收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 21：2012 年以来风电场毛利润及增速**


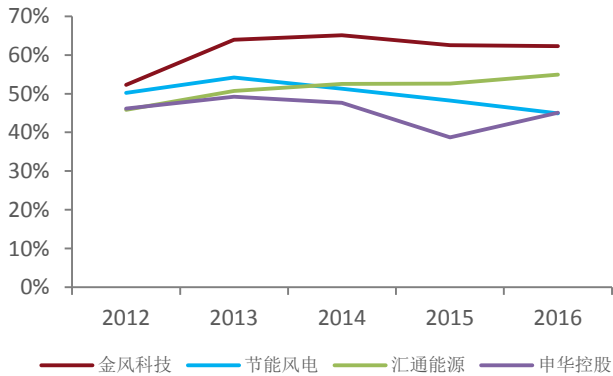
数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司风电场毛利率远高于同行水平。**自从2012年风电场收入并入报表，截止2016年，公司风电场毛利率5年间平均毛利率超过60%，远远高于同行业其他竞争对手。公司风电场运营毛利率处于高位，主要有以下三个原因：

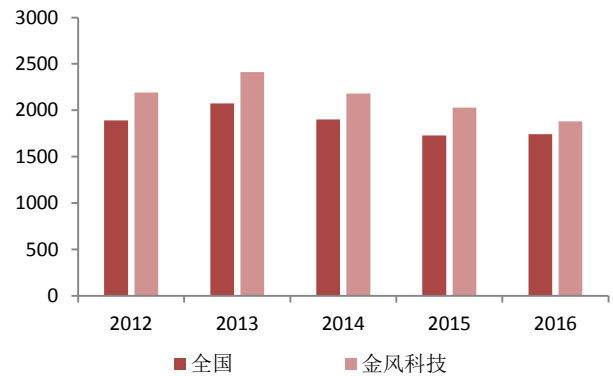
(1) 风电场采用自己生产的机组，机组销售毛利率转移到风电场运营。公司风电场的初始投资在6500元/kw，低于行业平均1000元/kw。而且公司目前的风机采用直驱永磁全功率整流技术，可靠性高和发电效率高，性能稳定，降低了运营维护成本，从而使毛利率远高于同行。

(2) 公司风电场选址合理，布局优化。公司的风电场主要集中于新疆、山西和内蒙古，在限电率严重的甘肃、东北地区权益装机容量较小，布局较为合理。

(3) 公司风电场机组利用小时数超过全国平均水平。2016年，公司风电场机组发电利用小时数为1881小时，高出全国风电平均利用小时数139小时。

**图 22：金风科技风电场毛利率高于竞争对手**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 23：金风科技机组利用小时高于全国**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**风电场未来规划加大。**风电场的毛利率在 60% 以上，加大风电场的投资，会提高公司整体毛利率。2017-2019 年，公司规划每年都新增 800-1000MW 建设规模，风电场规模的扩大及其高毛利率，在主营业务风机收入保持稳定的情况下，必将提高公司未来的盈利能力。

## 4 加快国际化进程，拓展新业务领域

### 4.1 秉承壮志，成就世界金风

作为最早走出国门的国内风电企业之一，公司多年来积极推进国际化战略，并以“本土化推进国际化”的宗旨，不仅在美洲、澳洲、欧洲等重点目标市场取得多项突破，同时在非洲、亚洲等新兴市场积极布局，参与国际市场竞争，取得好成绩。2016 年公司国际风电项目已完工风电场装机容量 246MW，权益容量 121.74MW，在建风电项目 175MW，权益容量 43.75MW；2016 年公司国际业务实现销售收入 22.09 亿元。**截至 2017 年 Q1，公司在手国际订单为 846.5MW，国际业务已遍布全球六大洲。**

**亚洲市场：**公司在泰国的首个批量性柔塔项目完成吊装，容量为 99MW；继巴基斯坦一期项目后，公司获得巴基斯坦二期的机组销售订单，容量为 99MW。

**澳洲市场：**2016 年，公司将持有澳大利亚白石项目 75% 股权转让给中节能风力发电股份有限公司澳洲分公司，该项目容量为 175MW，采用 70 台 2.5MW 机组，公司将为项目提供 EPC 及质保、运维服务，建成后该项目将成为澳大利亚新南威尔士州最大的风电场。

**美国市场：**2016 年 5 月份，公司成功收购位于美国德克萨斯州的 Rattlesnake 风电项目，该项目容量为 160MW，将采用 64 台金风 2.5MW 直驱永磁机组，建成后成为金风科技在美国建设的最大风电场。2016 年底，公司向美国高科技巨头 Apple 转让了南阳、淄博、朔州、昭通四家下属风电项目公司各 30% 的股权，通过这一合作为拓展国际项目打开了想象空间。与 Apple 展开合作，有助于实现公司绿色电力的直供销售，对于提升公司作为风电整体解决方案提供品牌知名度及影响力、拓展国际风电场的市场运营空间具有积极意义。



**购建澳大利亚最大风电场项目：**2017年5月5日，金风科技全资子公司金风国际控（香港）股有限公司以1.1亿澳元的价格，收购 Origin Energy Limited 旗下的 Stockyard Hill 风电场项目公司 100% 的股权，并由金风科技或全资子公司以不高于 3.35 亿澳元投资建设。

Stockyard Hill 风电场项目位于澳大利亚维多利亚州 Ballarat 以西约 35 公里，墨尔本以西 140 公里。项目规划容量为 527.5MW，将使用 149 台 140 米叶轮直径的 140/3S 直驱永磁机组，年发电量约 2000GWh。项目处于开发最后阶段，并计划于 2019 年年底商业运营，建成后将成为澳大利亚最大的风电场，可满足约 40 万户维多利亚家庭的用电需求。

对 Stockyard Hill 风电场项目的投资，作为国际化战略的重要举措，标志着公司在国际化进程中又迈出了坚实的一步，充分体验了公司的技术实力和国际化的决心。

## 4.2 进军水务业务，拓宽经营版图

在务实主营业务的同时，公司积极布局在新能源产业领域开展战略性投资，为公司可持续发展注入新的力量。

目前，公司新能源领域投资项目涉及新能源、新材料、节能环保等。2016 年公司水务业务发展迅速，新增投资运营水厂 6 家，合计投资运营水厂 11 家，每日总设计处理量达 72.3 万吨，年度综合水费回收率达到 99.7%。公司采用智慧化水务处理模式，开发水务 APP，实现物联网+基础应用+智能应用的有机结合；引进水务行业全球领先的 3D 打印膜技术，能够有效降低水务处理成本、提升效率。

2016 年有 70 万吨的水处理量，预计 2017 年将会增加到 100 万吨左右。水务业务是每月结算，现金流好，不会存在大量的应收账款，效益是非常可观的。公司目前正在研发新的工艺，可以做到目前市场处理膜 1/3 的成本，未来水务业务将会为公司贡献更多的盈利，前景值得期待。

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司主业风力发电机组在 2016 年因“抢装潮”后行业降温而受到影响，但目前在手订单近 15GW 为历史新高，我们认为公司此业务销售量有望重回高增速。公司 2016 年风机业务的单位售价约 3717 元/kW，我们预计此价格会随行业发展持续下降，2017-2019 年分别约 3650 元、3620 元和 3600 元，对应销售量与 Q1 在手订单有一定的联系。此业务虽然单价下降，但公司通过规模化生产，成本控制等手段，使得毛利率维持在 26% 不变；

假设 2：假设公司的风电场每年扩建近 800MW，对应售电价格不变，使得风电场开发业务收入稳步提升，风电场 62% 的毛利率稳定不变；

假设 3：风机零部件业务基数较低，将随全球风电行业的增速而稳定提升，毛利率维持在 17% 不变。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：



**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
风力发电机组	收入	21867.88	27375.00	31656.90	33056.10
	增速	-17.80%	25.18%	15.64%	4.42%
	毛利率	26.07%	26.00%	26.00%	26.00%
风电场开发	收入	2416.98	2965.31	3528.20	4139.74
	增速	55.47%	22.69%	18.98%	17.33%
	毛利率	62.29%	62.00%	62.00%	62.00%
风电服务	收入	1249.08	1249.08	1249.08	1249.08
	增速	-2.94%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	16.38%	16.00%	16.00%	16.00%
合计风机零部件	收入	519.17	623.01	747.61	897.13
	增速	26.26%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	17.36%	17.00%	17.00%	17.00%
其他	收入	342.71	359.85	377.84	396.73
	增速	67.08%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	64.86%	65.00%	65.00%	65.00%
合计	收入	26395.83	32572.24	37559.63	39738.79
	增速	-12.20%	23.40%	15.31%	5.80%
	毛利率	29.26%	29.15%	29.26%	29.62%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.24 元、1.45 元和 1.58 元, 对应 PE 分别为 12 倍、10 倍和 10 倍。公司是全球的风电机组龙头, 考虑到 A 股风电行业板块近 20 倍估值, 而公司风电场运营占比提升从而拉低估值, 综合考虑给予公司 2017 年 15 倍估值, 对应股价 18.6 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 6 风险提示

风电机组新机型业务拓展或不及预期、我国弃风率或继续恶化的风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	26395.83	32572.24	37559.63	39738.79	净利润	3105.73	3467.46	4074.22	4418.98
营业成本	18671.41	23076.59	26568.81	27967.32	折旧与摊销	936.60	1454.08	1597.21	1688.40
营业税金及附加	164.65	188.23	221.16	234.86	财务费用	759.90	1317.91	1321.78	1349.33
销售费用	2032.79	2394.06	2816.97	2980.41	资产减值损失	211.87	200.00	200.00	200.00
管理费用	1909.61	2134.26	2476.90	2657.40	经营营运资本变动	-2828.06	2173.56	-982.91	223.08
财务费用	759.90	1317.91	1321.78	1349.33	其他	916.51	-705.44	-727.87	-725.16
资产减值损失	211.87	200.00	200.00	200.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3102.54</b>	<b>7907.57</b>	<b>5482.43</b>	<b>7154.63</b>
投资收益	621.86	500.00	500.00	500.00	资本支出	-2997.81	-1190.00	-1190.00	-1190.00
公允价值变动损益	23.62	24.00	24.00	24.00	其他	-4013.32	660.38	324.00	324.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-7011.13</b>	<b>-529.62</b>	<b>-866.00</b>	<b>-866.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>3291.08</b>	<b>3785.19</b>	<b>4478.00</b>	<b>4873.47</b>	短期借款	484.18	-1603.65	100.00	100.00
其他非经营损益	260.88	160.20	159.76	159.95	长期借款	3477.97	200.00	300.00	400.00
<b>利润总额</b>	<b>3551.96</b>	<b>3945.39</b>	<b>4637.76</b>	<b>5033.42</b>	股权融资	-9.51	0.00	0.00	0.00
所得税	446.22	477.93	563.54	614.44	支付股利	-1313.06	-1383.79	-1563.17	-1833.54
净利润	3105.73	3467.46	4074.22	4418.98	其他	2606.95	-3590.23	-1321.78	-1349.33
少数股东损益	102.75	75.20	95.22	107.95	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>5246.54</b>	<b>-6377.67</b>	<b>-2484.95</b>	<b>-2682.86</b>
归属母公司股东净利润	3002.98	3392.26	3979.00	4311.03	<b>现金流量净额</b>	<b>1385.03</b>	<b>1000.28</b>	<b>2131.48</b>	<b>3605.77</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	8274.37	9274.65	11406.13	15011.90	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	18131.09	20095.87	23944.88	25170.41	销售收入增长率	-12.20%	23.40%	15.31%	5.80%
存货	3192.28	3960.72	4588.49	4839.50	营业利润增长率	7.87%	15.01%	18.30%	8.83%
其他流动资产	3498.88	1683.08	1936.82	2047.69	净利润增长率	8.01%	11.65%	17.50%	8.46%
长期股权投资	1307.96	1507.96	1707.96	1907.96	EBITDA 增长率	21.76%	31.47%	12.81%	6.95%
投资性房地产	70.80	70.80	70.80	70.80	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	19478.69	19274.45	18935.64	18514.17	毛利率	29.26%	29.15%	29.26%	29.62%
无形资产和开发支出	1542.56	1488.46	1425.81	1354.60	三费率	17.81%	17.95%	17.61%	17.58%
其他非流动资产	8940.53	8934.79	8929.05	8923.31	净利率	11.77%	10.65%	10.85%	11.12%
<b>资产总计</b>	<b>64437.16</b>	<b>66290.79</b>	<b>72945.57</b>	<b>77840.35</b>	ROE	15.00%	16.20%	17.04%	16.68%
短期借款	1803.65	200.00	300.00	400.00	ROA	4.82%	5.23%	5.59%	5.68%
应付和预收款项	18975.16	22518.25	25823.65	27457.45	ROIC	17.78%	20.73%	23.96%	25.34%
长期借款	11866.55	12066.55	12366.55	12766.55	EBITDA/销售收入	18.90%	20.13%	19.69%	19.91%
其他负债	11093.01	10105.41	10543.75	10719.29	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>43738.37</b>	<b>44890.21</b>	<b>49033.94</b>	<b>51343.28</b>	总资产周转率	0.45	0.50	0.54	0.53
股本	2735.54	2735.54	2735.54	2735.54	固定资产周转率	1.98	1.83	2.02	2.16
资本公积	8185.30	8185.30	8185.30	8185.30	应收账款周转率	1.88	2.07	2.05	1.95
留存收益	7673.43	9681.90	12097.73	14575.22	存货周转率	5.70	6.19	5.99	5.74
归属母公司股东权益	19976.15	20602.74	23018.57	25496.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.30%	—	—	—
少数股东权益	722.64	797.84	893.06	1001.01	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>20698.79</b>	<b>21400.58</b>	<b>23911.63</b>	<b>26497.07</b>	资产负债率	67.88%	67.72%	67.22%	65.96%
负债和股东权益合计	64437.16	66290.79	72945.57	77840.35	带息债务/总负债	39.38%	35.24%	33.08%	32.56%
					流动比率	1.34	1.37	1.42	1.50
					速动比率	1.21	1.21	1.27	1.35
					股利支付率	43.73%	40.79%	39.29%	42.53%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	4987.57	6557.18	7396.99	7911.20	每股收益	1.10	1.24	1.45	1.58
PE	13.84	12.25	10.44	9.64	每股净资产	7.57	7.82	8.74	9.69
PB	2.01	1.94	1.74	1.57	每股经营现金	1.13	2.89	2.00	2.62
PS	1.57	1.28	1.11	1.05	每股股利	0.48	0.51	0.57	0.67
EV/EBITDA	8.49	5.95	5.04	4.32					
股息率	3.16%	3.33%	3.76%	4.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn