

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 11.98

目标价格: 18

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

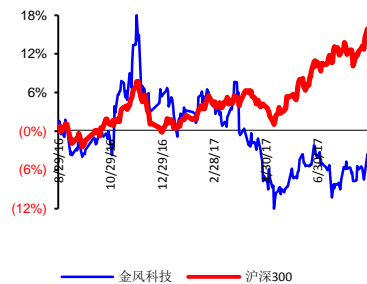
联系人: 花秀宁

Email: huaxn@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	3,556
流通股本(百万股)	3,455
市价(元)	11.98
市值(百万元)	42,603
流通市值(百万元)	41,389

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 盈利能力提升,风电场业务发力
- 2 金风科技:业绩符合预期,低估值风电龙头
- 3 雨季和汛期影响风机交付,在手订单创历史新高

### 公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30,062.10	26,395.83	30,898.12	34,547.79	38,427.16
增长率 yoy%	69.80%	-12.20%	17.06%	11.81%	11.23%
净利润	2,849.50	3,002.98	3,464.92	3,989.28	4,917.33
增长率 yoy%	55.74%	5.39%	15.38%	15.13%	23.26%
每股收益(元)	1.04	1.10	0.97	1.12	1.38
每股现金流量	1.75	1.13	1.44	1.55	1.75
净资产收益率	17.00%	15.03%	14.78%	14.54%	15.20%
P/E	21.88	15.59	12.30	10.68	8.66
PEG	0.39	2.89	0.80	0.71	0.37
P/B	3.72	2.34	1.82	1.55	1.32

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年报,实现营业收入 98.40 亿元,同比降低 9.90%,归母净利润 11.33 亿元,同比降低 21.87%,经营活动产生的现金流量净额-15.52 亿元, EPS 0.3087 元, ROE 5.76%。
- **由于区域转移和结构调整,风机销售和毛利率有所影响,但市场份额稳步提升,在手订单依旧维持高位。** 2017 年上半年,风机业务实现收入 69.66 亿元,同比降低 21.92%,主要是受国内风电装机由三北地区向中东部转移过程中建设周期延长影响。就具体机型而言,1.5MW、2.0MW、2.5MW 和 3.0MW 机型的销售容量同比变化-73.99%、-11.11%、95.98%和 0%,销售平均单价分别为 3.68、3.54、3.82、5.18 元/W,1.5MW 风机销售同比降低主要是因为 1.5MW 机型的需求减少。由于风电场业务的快速发展,风机业务在总营收中的比例为由去年同期的 81.69%降低到 70.80%,由此可以看到风机业务仍是公司第一主营业务。就风机整体业务来说,上半年毛利率为 24.56%,较去年同期降低 2.07 个 PCT,拆分来看主要是 2.5MW 机型毛利率下滑导致的,上半年 2.5MW 机型销售 852.50MW,占全部销售容量的比例由去年同期的 18.33%提高到 45.48%,为第一大销售机型,而其毛利率较去年同期降低 4.41 个 PCT。2017 年上半年,国内风电并网容量 6.01GW,公司上半年风机销售容量 1.87GW,市场份额由 2016 年的 27.1%提升至 31.1%。2017 年上半年,国内陆上风电公开招标容量 13214MW,定标容量 5636MW,公司新增国内陆上风电订单 2349MW,占比达到 41.7%,截止 2017 年 6 月 30 日,公司在手订单共计 15064.65MW,维持在历史高位水平。
- **风电场并网容量增加叠加弃风限电改善,风电场业绩大幅增加。** 2017 年上半年,风电场业务实现发电收入 16.60 亿元,比去年同期上升 45.64%。风电场销售的投资收益为 0.93 亿元,较上年同期增加 81.10%。风电场收入大幅增加主要是以下两个原因:(1)风电并网容量增加,2017 年上半年,公司国内新增并网装机容量 93.5MW,新增并网权益装机容量 88.6MW,截至报告期末,公司风电场并网装机容量 4491MW,权益并网容量 3769MW;(2)弃风限电改善,随着位于非限电地区的增量项目投入运营,2017 年上半年公司自营风电场的标准运行小时数同比增加 47 小时至 979 小时,此外公司在西北地区积极开展电力直接交易业务,上半年直接交易电量占公司全部发电量的 21%。截止 2017 年 6 月底,公司在建风电场项

目容量 796.75MW，权益容量 614MW。

- **风电服务迅速发展，收入和毛利率大幅提高。**2017 年上半年实现风电服务收入 7.11 亿元，较上年同期增加 59.16%；毛利率 24.24%，同比增长 7.86 个百分点。报告期内，公司对“能巢”系统进行规模化商业部署，目前已获得 1.44GW 订单。截止报告期末，公司运维服务团队为全球超过 2.5 万台机组提供建设、运维等服务和技术支持；近 19000 台机组、涉及国内外 389 个风电场接入金风科技全球监控中心。
- **海外业务拓展顺利，在手国际订单突破 1GW。**海外业务是公司“两海”战略中的一环，目前公司国际化战略稳步推进。截至 2017 年 6 月底，公司待开发和储备项目的合计容量达到 1770.3MW；新增来自美国、菲律宾、古巴等地的海外订单合计 231MW；公司在手的国际订单突破 1GW，达到 1017MW，订单以 121/2.5MW 和 82/1.5MW 为主。
- **海上风电稳步推进，在手订单达到 825MW。**公司积极布局并开拓海上风电（“两海”战略中的另一环）市场，各项工作稳步推进。公司在江苏大丰建立了海上风电产业化基地，该基地是公司在中国沿海重点打造的风机研发和生产制造基地，已经成功开发了 3.X(MW)和 6.X(MW)为主的海上产品平台。2017 年上半年，国内海上风电项目招标 2066MW，占全国招标量的 13.5%，公司新增中标海上风电 503MW。截至报告期末，公司海上风电在手订单容量为 825MW，主要机型为 3.X 和 6.X。
- **外延水务业务，运营规模达 75 万吨/天，致力于成为智慧水务解决方案提供商。**除了风电之外，公司积极向更具发展增值空间的节能环保领域渗透。截至 2017 年上半年，公司水务项目已覆盖 17 个城市，在手运营水厂 13 家，待建 2 家，并表运营规模 75 万吨/天，水费回收率为 90.7%，所有水厂均达标运行。公司投资的新加坡纳阳公司，拥有国际领先的 3D 水处理膜打印技术，性能与成本远优于国内主流企业；未来，公司将逐步成为涵盖规划设计、工程建设、关键设备制造、水厂运营的智慧水务解决方案提供商。
- **1-9 月归母净利润同比增长 0-50%，对应 Q3 同比增长 46%-201%。**公司预计 2017 年 1-9 月实现归母净利润 21.41-32.11 亿元，同比增长 0-50%，对应于 2017Q3 归母净利润为 10.08-20.78 亿元，同比增长 46%-201%。增长主要由于本公司自有风电场装机容量较去年同期增加，发电量同比增加，以及处置风电场部分股权导致的投资收益增加所致。
- **投资建议：**预计 2017-2019 年分别实现净利润 34.65、39.89 和 49.17 亿元，同比分别增长 15.38%、15.13%、23.26%，当前股价对应三年 PE 分别为 12、11、9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**风电装机不及预期、风电场建设不及预期，海外业务和海上风电拓展不及预期，水务业务发展不及预期。

图表 1: 公司财务数据预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	17,704	30,062	26,396	30,898	34,548	38,427
增长率	43.84%	69.8%	-12.2%	17.1%	11.8%	11.2%
营业成本	-12,918	-22,093	-18,671	-22,323	-24,842	-27,065
% 销售收入	73.0%	73.5%	70.7%	72.2%	71.9%	70.4%
毛利	4,786	7,969	7,724	8,576	9,705	11,362
% 销售收入	27.0%	26.5%	29.3%	27.8%	28.1%	29.6%
营业税金及附加	-87	-166	-165	-182	-209	-229
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,371	-2,757	-2,033	-2,607	-2,788	-3,171
% 销售收入	7.7%	9.2%	7.7%	8.4%	8.1%	8.3%
管理费用	-1,191	-1,636	-1,910	-1,958	-2,344	-2,522
% 销售收入	6.7%	5.4%	7.2%	6.3%	6.8%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	2,136	3,410	3,617	3,829	4,364	5,440
% 销售收入	12.1%	11.3%	13.7%	12.4%	12.6%	14.2%
财务费用	-522	-491	-760	-516	-473	-446
% 销售收入	2.9%	1.6%	2.9%	1.7%	1.4%	1.2%
资产减值损失	-123	-208	-212	0	0	0
公允价值变动收益	1	-22	24	0	0	0
投资收益	560	362	622	492	557	525
% 税前利润	26.5%	11.2%	17.5%	12.2%	11.9%	9.1%
营业利润	2,052	3,051	3,291	3,806	4,448	5,518
营业利润率	11.6%	10.1%	12.5%	12.3%	12.9%	14.4%
营业外收支	57	196	261	228	245	237
税前利润	2,109	3,247	3,552	4,034	4,693	5,754
利润率	11.9%	10.8%	13.5%	13.1%	13.6%	15.0%
所得税	-255	-371	-446	-484	-576	-699
所得税率	12.1%	11.4%	12.6%	12.0%	12.3%	12.1%
净利润	1,854	2,875	3,106	3,550	4,116	5,056
少数股东损益	24	26	103	85	127	138
归属于母公司的净利润	1,830	2,849	3,003	3,465	3,989	4,917
净利润率	10.3%	9.5%	11.4%	11.2%	11.5%	12.8%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	10,108	6,306	8,274	6,939	8,854	11,016
应收款项	11,996	14,937	17,543	16,896	20,469	21,890
存货	3,650	3,037	3,192	3,557	4,054	4,364
其他流动资产	2,342	1,006	4,087	4,087	4,218	4,247
流动资产	28,095	25,287	33,097	31,480	37,594	41,517
% 总资产	61.4%	48.1%	51.4%	47.5%	50.4%	51.4%
长期投资	4,410	5,783	7,060	7,060	7,060	7,060
固定资产	10,482	17,015	19,479	22,830	24,789	26,948
% 总资产	22.9%	32.4%	30.2%	34.4%	33.2%	33.3%
无形资产	741	1,112	1,600	1,701	1,941	2,090
非流动资产	17,682	27,286	31,341	34,792	36,992	39,300
% 总资产	38.6%	51.9%	48.6%	52.5%	49.6%	48.6%
资产总计	45,777	52,572	64,437	66,272	74,586	80,817
短期借款	2,860	1,752	2,694	890	890	890
应付款项	13,940	16,549	18,301	18,293	22,277	23,314
其他流动负债	5,519	2,658	3,668	3,765	3,978	4,117
流动负债	22,320	20,959	24,663	22,948	27,145	28,321
长期贷款	6,023	8,389	11,867	11,867	11,867	11,867
其他长期负债	2,208	5,834	7,209	7,209	7,209	7,209
负债	30,550	35,182	43,738	42,024	46,221	47,397
普通股股东权益	14,768	16,761	19,976	23,441	27,430	32,348
少数股东权益	459	629	723	808	935	1,073
负债股东权益合计	45,777	52,572	64,437	66,272	74,586	80,817

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.679	1.042	1.098	0.974	1.122	1.383
每股净资产 (元)	5.481	6.127	7.302	6.592	7.713	9.096
每股经营现金净流 (元)	1.050	1.746	1.134	1.437	1.550	1.754
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.39%	17.00%	15.03%	14.78%	14.54%	15.20%
总资产收益率	4.00%	5.42%	4.66%	5.23%	5.35%	6.08%
投入资本收益率	19.70%	16.90%	13.43%	12.65%	13.28%	15.06%
增长率						
营业总收入增长率	43.84%	69.80%	-12.20%	17.06%	11.81%	11.23%
EBIT增长率	290.10%	59.66%	6.07%	5.85%	13.97%	24.65%
净利润增长率	327.85%	55.74%	5.39%	15.38%	15.13%	23.26%
总资产增长率	33.19%	14.84%	22.57%	2.85%	12.54%	8.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	200.0	147.5	194.2	170.8	182.5	176.7
存货周转天数	94.0	55.2	60.9	58.1	59.5	58.8
应付账款周转天数	145.6	125.4	186.1	155.7	170.9	163.3
固定资产周转天数	117.3	107.5	184.1	221.5	239.3	252.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.63%	35.69%	47.41%	38.54%	26.19%	15.76%
EBIT利息保障倍数	4.1	6.9	4.8	7.4	9.2	12.2
资产负债率	66.74%	66.92%	67.88%	63.41%	61.97%	58.65%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,854	2,875	3,106	3,550	4,116	5,056
少数股东损益	0	0	0	85	127	138
非现金支出	561	759	1,148	1,245	1,624	1,952
非经营收益	-131	-246	-101	-106	-226	-185
营运资金变动	545	1,388	-1,051	420	-2	-585
经营活动现金净流	2,829	4,776	3,103	5,194	5,639	6,376
资本开支	2,744	7,450	5,608	4,468	3,579	4,023
投资	640	-13	-1,517	0	0	0
其他	430	218	114	492	557	525
投资活动现金净流	-1,675	-7,245	-7,011	-3,976	-3,022	-3,499
股权募资	3	466	1,547	0	0	0
债权募资	5,022	390	5,763	-1,804	0	0
其他	-933	-1,770	-2,017	-664	-576	-576
筹资活动现金净流	4,093	-913	5,294	-2,468	-576	-576
现金净流量	5,248	-3,382	1,385	-1,250	2,041	2,301

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。