



买入

25% ↑

目标价格:人民币 20.00

原目标价格:人民币 25.00

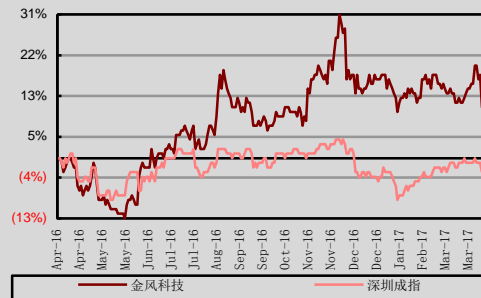
002202.CH

价格:人民币 16.06

目标价格基础:15倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.6)	(4.7)	(6.1)	13.6
相对深证成指	(8.2)	(5.1)	(8.5)	12.1

发行股数(百万)	2,736
流通股(%)	79
流通股市值(人民币 百万)	34,650
3个月日均交易额(人民币 百万)	227
净负债比率(%) (2017E)	59
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年3月31日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电气设备: 电源设备

沈成

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517030001

金风科技

逆势增长, 价值低估

公司发布2016年年报, 全年实现营业收入263.96亿元, 同比减少12.20%; 实现归属于上市公司股东的净利润30.03亿元, 同比增长5.39%, 对应每股收益为1.08元。公司预告2017年1季度盈利区间为0-1.85亿元, 同比减少50%-100%。公司2016年年报业绩符合预期, 2017年1季度业绩预告略低于预期。我们维持公司买入评级, 目标价格下调至20.00元。

支撑评级的要点

- **风机龙头地位稳固, 盈利能力持续提升:** 2016年, 公司国内新增装机超过6.34GW, 市场占有率同比提升1.9个百分点至27.1%, 连续六年国内排名第一。公司通过多种措施降低成本, 1.5MW、2.0MW、2.5MW风机的毛利率同比提升了0.84、4.44、1.65个百分点。预计风机净利率9%左右, 贡献约20亿元的净利润。
- **风电场业务稳步推进, 权益并网已超过3.5GW:** 2016年, 公司国内新增并网权益装机容量1,032.75MW, 累计权益并网容量3,558.18MW; 机组发电利用小时数为1,881小时。公司2016年风电场开发业务实现收入24.17亿元, 同比增长55.47%, 预计贡献净利润超过5亿元。
- **2017年一季报业绩预减无碍全年增长预期:** 2016年国内风电设备公开招标容量达28.3GW, 同比增长51.3%, 预示2017年国内市场景气大幅改善; 2017年1季度国内公开招标容量为7.4GW, 维持较高水平。公司预告2017年1季度业绩下滑, 我们分析主要原因是2016年1季度基数较高。行业2017年需求景气且公司市场占有率仍有望持续提升; 截至2016年底, 公司在手订单维持在14GW的历史高位, 对于公司未来发展给予有力支撑。

评级面临的主要风险

- 风电行业需求不达预期; 风机价格竞争超预期; 风电场业务不达预期。

估值

- 预计公司2017-2019年每股收益分别为1.35元、1.47元、1.68元, 对应市盈率分别为11.9倍、11.0倍、9.6倍; 维持公司**买入**的投资评级, 目标价由25.00元下调至20.00元, 对应于2017年15倍市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	30,062	26,396	30,715	32,667	35,894
变动(%)	70	(12)	16	6	10
净利润(人民币 百万)	2,849	3,003	3,680	4,008	4,595
全面摊薄每股收益(人民币)	1.042	1.098	1.345	1.465	1.680
变动(%)	53.4	5.4	22.6	8.9	14.7
市场预期每股收益(人民币)			1.402	1.572	1.790
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.650	n.a.	n.a.
调整幅度(%)			(18.5)	n.a.	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	15.4	14.6	11.9	11.0	9.6
价格/每股现金流量(倍)	9.2	14.2	8.3	7.5	5.8
每股现金流量(人民币)	1.75	1.13	1.94	2.15	2.77
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.6	11.4	9.5	8.2	7.0
每股股息(人民币)	0.480	0.000	0.245	0.267	0.306
股息率(%)	3.0	n.a.	1.5	1.7	1.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

公司年报业绩符合预期，一季度业绩预告略低于预期：公司发布 2016 年年报，全年实现营业收入 263.96 亿元，同比减少 12.20%；实现归属于上市公司股东的净利润 30.03 亿元，同比增长 5.39%，对应每股收益为 1.08 元。其中，公司 2016 年第四季度单季实现营业收入 94.31 亿元，同比减少 18.12%，环比增长 56.04%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.62 亿元，同比增长 16.27%，环比增长 24.86%，对应每股收益为 0.32 元。公司预告 2017 年 1 季度盈利区间为 0-1.85 亿元，同比减少 50%-100%。公司年报业绩符合预期，1 季度业绩预告略低于预期。

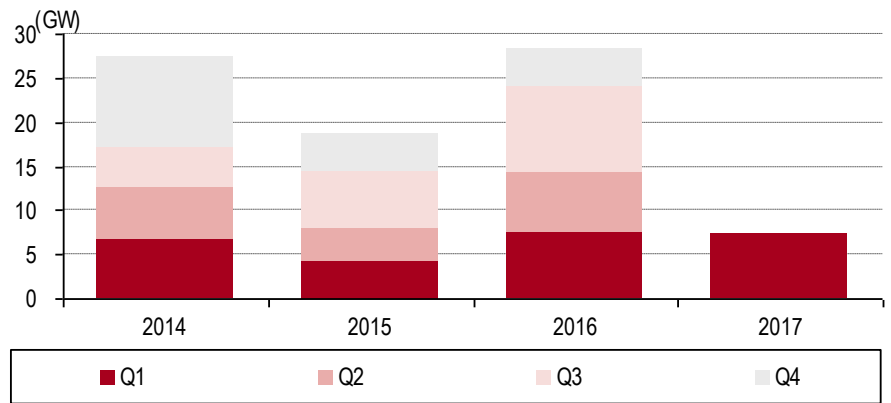
风机龙头地位稳固，盈利能力持续提升：尽管 2016 年国内新增风电装机容量同比减少 24%至 23.4GW，但公司国内新增装机超过 6.34GW，市场占有率同比提升 1.9 个百分点至 27.1%，连续六年国内排名第一。公司 2016 年实现对外销售容量 5,883MW，同比减少 16.57%，其中 2.0MW 机组销售容量占比由 2015 年的 17.50%增至 37.63%；同时，公司通过多种措施降低成本，1.5MW、2.0MW、2.5MW 风机的毛利率同比提升了 0.84、4.44、1.65 个百分点。预计风机净利率 9%左右，贡献约 20 亿元的净利润。

风电场业务稳步推进，权益并网已超过 3.5GW：2016 年公司国内新增并网装机容量 1,107.40MW，新增并网权益装机容量 1,032.75MW；累计并网装机容量 4,151.80MW，累计权益并网容量 3,558.18MW；在建风电场项目容量 392.50MW，权益容量 377.50MW；机组发电利用小时数为 1,881 小时。公司 2016 年风电场开发业务实现收入 24.17 亿元，同比增长 55.47%，预计贡献净利润超过 5 亿元。

顺应电改积极布局售电，智慧能源解决方案初见成效：在全国电力体制改革不断推进下，公司紧跟行业发展步伐，积极布局售电市场以推动风电消纳，促进公司发电资产的收益提升。公司首个售电公司已完成工商注册，与此同时公司积极参与新疆、宁夏、甘肃省电力公司组织的电力交易，并与多家企业、电网等签订多个双边协议、跨区外送协议。公司继续引领中国智能微电网产业发展，已在海内外建设了超过 10 个包含多能互补、能效管理等技术的智慧能源项目。公司规划设计的安徽无为智慧能源示范项目入选首批国家级“互联网+”智慧能源（能源互联网）示范项目。目前公司已与江苏大丰、安徽无为等多个城市签订了智慧能源城市的战略合作协议。

以“一带一路”为契机，推进实施国际化战略：公司国际化战略稳步推进，2016 年新增开发容量 440MW，同比增长 151.4%，国际风电项目已完工风电场装机容量 246MW，权益容量 121.74MW，在建风电项目容量 175MW，权益容量 43.75MW；2016 年国际业务实现销售收入 22.09 亿元。公司成功收购位于美国德克萨斯州的 Rattlesnake 风电项目，该项目规划容量为 160MW，将采用 64 台金风 2.5MW 永磁直驱机组，建成后将成为金风科技在美国建设的最大风电场；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。根据中国风能协会数据，2016 年公司风电机组出口量占全国出口总量的 70%；在“一带一路”的大背景下，海外业务将成为公司业绩增长的重要驱动力。

2017 年 1 季度国内公开招标容量 7.4GW 维持高位：根据国家能源局的数据和规划批复统计，截至目前国内已核准未建设项目容量为 94.35GW，其中位于非限电地区的项目总容量为 77.25GW，国内“十三五”风电装机需求无忧。2016 年国内风电设备公开招标容量达 28.3GW，同比增长 51.3%，预示 2017 年国内市场景气大幅改善；2017 年 1 季度国内公开招标容量为 7.4GW，维持较高水平，有利于打消市场对于 2018 年国内需求的担忧。

图表 1. 国内公开招标容量


资料来源：金风科技资料、中银证券

2017 年一季报业绩预减无碍全年增长预期：公司预告 2017 年 1 季度盈利区间为 0-1.85 亿元，同比减少 50%-100%，我们分析主要原因是 2016 年 1 季度基数较高：1) 2016 年 1 季度转让中材叶片确认了约 1.3 亿元的投资收益；2) 2015 年 4 季度的部分抢装项目在 2016 年 1 季度确认收入。事实上，根据行业季节性特点，1 季度一直为全年淡季；行业 2017 年需求景气且公司市场占有率仍有较大提升空间，公司 2017 年成长性无忧。截至 2016 年底，公司待执行订单总量为 7840.9 MW，中标未签订单 6335.2 MW，在手订单共计 14176.1 MW（包括海外订单 917 MW），维持在 14 GW 的历史高位，对于公司未来发展给予有力支撑。

投资建议：预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 1.35 元、1.47 元、1.68 元，对应市盈率分别为 11.9 倍、11.0 倍、9.6 倍；维持公司**买入**的投资评级，目标价下调至 20.00 元，对应于 2017 年 15 倍市盈率。

风险提示：风电行业需求不达预期；风机价格竞争超预期；风电场业务不达预期。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年度	2016 年度	同比(%)
营业收入	30,062.10	26,395.83	(12.20)
营业成本	22,093.01	18,671.41	(15.49)
毛利润	7,969.09	7,724.42	(3.07)
营业税金及附加	165.86	164.65	(0.73)
管理费用	1635.76	1909.61	16.74
销售费用	2757.07	2032.79	(26.27)
营业利润	3,410.4	3,617.4	6.07
资产减值	207.95	211.87	1.89
财务费用	491.44	759.9	54.63
投资收益	362.33	621.86	71.63
营业外收入	242.53	288.23	18.84
营业外支出	46.58	27.36	(41.26)
利润总额	3246.83	3,551.96	9.40
所得税	371.44	446.22	20.13
少数股东损益	25.89	102.75	296.87
归属于母公司的净利润	2849.5	3,002.98	5.39
基本每股收益(元)	1.05	1.08	3.03
毛利率(%)	29.26	26.51	
净利率(%)	9.48	11.38	

资料来源：公司数据，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	30,062	26,396	30,715	32,667	35,894
销售成本	(22,259)	(18,836)	(21,562)	(22,615)	(24,681)
经营费用	(4,056)	(3,233)	(3,501)	(3,174)	(3,067)
息税折旧前利润	3,747	4,327	5,652	6,878	8,146
折旧及摊销	(545)	(922)	(1,244)	(1,770)	(2,280)
经营利润(息税前利润)	3,202	3,405	4,407	5,108	5,866
净利息收入/(费用)	(491)	(760)	(976)	(1,244)	(1,331)
其他收益/(损失)	536	906	933	883	907
税前利润	3,247	3,552	4,364	4,746	5,442
所得税	(371)	(446)	(550)	(593)	(680)
少数股东权益	26	103	133	145	167
净利润	2,849	3,003	3,680	4,008	4,595
核心净利润	2,924	3,241	3,981	4,336	4,966
每股收益(人民币)	1.042	1.098	1.345	1.465	1.680
核心每股收益(人民币)	1.069	1.185	1.455	1.585	1.815
每股股息(人民币)	0.480	0.000	0.245	0.267	0.306
收入增长(%)	70	(12)	16	6	10
息税前利润增长(%)	59	6	29	16	15
息税折旧前利润增长(%)	53	15	31	22	18
每股收益增长(%)	53	5	23	9	15
核心每股收益增长(%)	53	11	23	9	15

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	3,247	3,552	4,364	4,746	5,442
折旧与摊销	545	922	1,244	1,770	2,280
净利息费用	491	760	976	1,244	1,331
运营资本变动	758	(931)	645	(1,070)	867
税金	(346)	(343)	(550)	(593)	(680)
其他经营现金流	80	(856)	(1,368)	(204)	(1,659)
经营活动产生的现金流	4,776	3,103	5,311	5,893	7,581
购买固定资产净值	294	332	7,220	7,020	6,820
投资减少/增加	159	203	650	600	600
其他投资现金流	(7,698)	(7,546)	(14,432)	(14,011)	(13,662)
投资活动产生的现金流	(7,245)	(7,011)	(6,562)	(6,391)	(6,242)
净增权益	(1,313)	0	(671)	(730)	(837)
净增债务	1,258	4,420	5,634	3,085	2,016
支付股息	1,313	0	671	730	837
其他融资现金流	(2,227)	827	(3,029)	(1,975)	(2,168)
融资活动产生的现金流	(970)	5,247	2,605	1,110	(152)
现金变动	(3,439)	1,338	1,354	612	1,187
期初现金	10,108	6,306	8,274	9,628	10,240
公司自由现金流	(2,469)	(3,909)	(1,251)	(498)	1,339
权益自由现金流	(720)	1,271	5,359	3,831	4,687

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	6,306	8,274	9,628	10,240	11,427
应收帐款	14,937	17,543	20,251	19,945	24,221
库存	3,037	3,192	3,938	3,540	4,621
其他流动资产	468	589	620	647	736
流动资产总计	24,748	29,598	34,438	34,372	41,005
固定资产	17,015	19,479	25,529	30,854	35,469
无形资产	737	1,068	993	919	844
其他长期资产	8,257	9,021	9,021	9,021	9,021
长期资产总计	26,009	29,567	35,543	40,793	45,333
总资产	52,572	64,437	75,218	80,376	91,549
应付帐款	14,275	14,473	18,432	16,075	21,581
短期债务	1,319	1,804	6,135	8,665	1,300
其他流动负债	5,365	8,387	7,813	8,820	8,546
流动负债总计	20,959	24,663	32,380	33,560	31,427
长期借款	10,761	15,419	16,722	17,277	26,658
其他长期负债	3,462	3,656	3,656	3,656	3,656
股本	2,736	2,736	2,736	2,736	2,736
储备	14,228	15,859	18,869	22,146	25,904
股东权益	16,964	18,594	21,604	24,882	28,640
少数股东权益	629	723	856	1,001	1,168
总负债及权益	52,572	64,437	75,218	80,376	91,549
每股帐面价值(人民币)	6.20	6.80	7.90	9.10	10.47
每股有形资产(人民币)	5.93	6.41	7.53	8.76	10.16
每股净负债/(现金)(人民币)	1.24	1.97	3.54	4.44	4.74

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.5	16.4	18.4	21.1	22.7
息税前利润率(%)	10.7	12.9	14.3	15.6	16.3
税前利润率(%)	10.8	13.5	14.2	14.5	15.2
净利率(%)	9.5	11.4	12.0	12.3	12.8
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.3
利息覆盖率(倍)	6.5	4.5	4.5	4.1	4.4
净权益负债率(%)	32.8	46.3	58.9	60.7	55.5
速动比率(倍)	1.0	1.1	0.9	0.9	1.2
估值					
市盈率(倍)	15.4	14.6	11.9	11.0	9.6
核心业务市盈率(倍)	15.0	13.6	11.0	10.1	8.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	18.7	16.9	13.7	12.6	11.0
市净率(倍)	2.6	2.4	2.0	1.8	1.5
价格/现金流(倍)	9.2	14.2	8.3	7.5	5.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.6	11.4	9.5	8.2	7.0
周转率					
存货周转天数	54.8	60.4	60.4	60.3	60.3
应收帐款周转天数	163.5	224.6	224.6	224.6	224.6
应付帐款周转天数	152.5	198.8	195.5	192.8	191.5
回报率					
股息支付率(%)	46.1	0.0	18.2	18.2	18.2
净资产收益率(%)	17.9	16.9	18.3	17.2	17.2
资产收益率(%)	5.8	5.1	5.5	5.7	6.0
已运用资本收益率(%)	2.7	2.3	2.2	2.1	2.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371