



买入

22% ↑

目标价格:人民币 18.00

原目标价格:人民币 15.00

002202.CH

价格:人民币 14.74

目标价格基础:17倍 18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	12.9	11.1	31.6	21.7
相对深证成指	1.2	6.4	20.3	15.7

发行股数(百万)	3,556
流通股(%)	79
流通股市值(人民币 百万)	41,342
3个月日均交易额(人民币 百万)	210
净负债比率(%) (2017E)	44
主要股东(%)	
安邦人寿保险股份有限公司-保守型投资组合	8

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年10月26日收市价为标准

相关研究报告

《金风科技: 三季度预增重返成长轨道》2017.8.28

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

三季度报业绩增速转正, 行业复苏经营向好

公司发布2017年三季度报, 前三季度盈利22.96亿元, 同比增速转正至7.26%, 并预告全年增长0-50%, 符合预期。风电行业复苏, 公司经营向好, 维持公司买入评级, 目标价上调至18.00元。

支撑评级的要点

- **三季度报业绩增长7.26%, 预告全年增长0-50%:** 公司前三季度实现营业收入170.07亿元, 同增0.25%; 实现归属上市公司股东净利润22.96亿元, 同比增长7.26%, 对应每股收益为0.63元。其中第三季度单季实现营业收入71.67亿元, 同比增长18.58%, 环比增长14.57%; 实现归属上市公司股东净利润11.63亿元, 同比增长68.44%, 环比增长22.15%, 对应每股收益为0.33元。公司预告全年盈利21.41-32.11亿元, 同比增长0-50%。
- **风机毛利率预计环比平稳, 投资收益大幅增厚业绩:** 2017年3季度单季, 预计公司实现风机销售1.5GW左右, 毛利率预计24%-25% (与上半年基本一致); 风电场运营预计贡献利润超过2亿元; 投资收益贡献6.20亿元, 主要来源于风电场项目的转让。
- **核准招标预示行业复苏, 订单维持高位支撑未来发展:** 国家能源局提出2017-2020年新增建设规模合计110GW, “十三五”需求无忧; 2017年前三季度国内风电设备招标6.7GW、8.6GW、6.1GW, 处于较高水平。截至2017年3季度末, 公司待执行订单9.6GW, 中标未签订单5.8GW, 在手订单共计15.4GW, 维持历史高位。市场新机型频繁推出, 今年以来2.0MW风机投标均价下降约7%, 公司将通过持续降本增效以应对降价压力。

评级面临的主要风险

- 风电行业需求不达预期; 海外市场开拓不达预期; 风机价格竞争超预期。

估值

- 预计公司2017-2019年每股收益分别为0.93元、1.08元、1.24元, 对应市盈率分别为15.9倍、13.6倍、11.9倍; 维持公司**买入**的投资评级, 目标价由15.00元上调至18.00元, 对应于2018年17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	27,463	31,836	36,191
变动(%)	70	(12)	4	16	14
净利润(人民币 百万)	2,849	3,003	3,306	3,849	4,418
全面摊薄每股收益(人民币)	1.042	1.098	0.930	1.082	1.242
变动(%)	53.4	5.4	(15.3)	16.4	14.8
市场预期每股收益(人民币)			0.945	1.102	1.300
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.345	1.465	1.680
调整幅度(%)			(30.9)	(26.1)	(26.1)
全面摊薄市盈率(倍)	14.2	13.4	15.9	13.6	11.9
价格/每股现金流量(倍)	8.4	13.0	10.4	12.7	7.0
每股现金流量(人民币)	1.75	1.13	1.42	1.16	2.10
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.9	13.4	13.0	10.6	8.7
每股股息(人民币)	0.480	0.200	0.186	0.216	0.248
股息率(%)	3.3	1.4	1.3	1.5	1.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2016 年前三季度	2017 年前三季度	同比(%)
营业收入	16,964.75	17,006.75	0.25
营业成本	11,777.83	11,873.89	0.82
毛利润	5,186.92	5,132.86	(1.04)
营业税金及附加	71.51	98.52	37.77
管理费用	1,345.26	1,474.65	9.62
销售费用	1,097.13	1,214.87	10.73
营业利润	2,673.02	2,344.82	(12.28)
资产减值	171.85	230.50	34.13
财务费用	529.63	561.60	6.04
投资收益	386.88	845.11	118.44
营业外收入	187.49	4.81	(97.43)
营业外支出	12.50	14.93	19.44
利润总额	2,532.20	2,656.88	4.92
所得税	327.60	301.29	(8.03)
少数股东损益	63.88	59.42	(6.98)
归属于母公司的净利润	2,140.72	2,296.17	7.26
基本每股收益(元)	0.78	0.63	(19.41)
毛利率(%)	30.57	30.18	(0.39 个百分点)
净利率(%)	13.00	13.85	0.85 个百分点

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	27,463	31,836	36,191
销售成本	(22,259)	(18,836)	(19,433)	(22,571)	(25,562)
经营费用	(4,056)	(3,233)	(3,516)	(3,375)	(3,405)
息税折旧前利润	3,747	4,327	4,514	5,890	7,224
折旧及摊销	(545)	(922)	(1,093)	(1,619)	(2,129)
经营利润(息税前利润)	3,202	3,405	3,421	4,271	5,095
净利息收入/(费用)	(491)	(760)	(758)	(825)	(984)
其他收益/(损失)	536	906	1,230	1,050	1,050
税前利润	3,247	3,552	3,893	4,497	5,161
所得税	(371)	(446)	(467)	(508)	(583)
少数股东权益	26	103	120	140	160
净利润	2,849	3,003	3,306	3,849	4,418
核心净利润	2,924	3,241	3,576	4,156	4,767
每股收益(人民币)	1.042	1.098	0.930	1.082	1.242
核心每股收益(人民币)	1.069	1.185	1.005	1.169	1.340
每股股息(人民币)	0.480	0.200	0.186	0.216	0.248
收入增长(%)	70	(12)	4	16	14
息税前利润增长(%)	59	6	0	25	19
息税折旧前利润增长(%)	53	15	4	30	23
每股收益增长(%)	53	5	(15)	16	15
核心每股收益增长(%)	53	11	(15)	16	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	3,893	4,497	5,161
折旧与摊销	545	922	1,093	1,619	2,129
净利息费用	491	760	758	825	984
运营资本变动	758	(931)	776	(531)	568
税金	(346)	(343)	(467)	(508)	(583)
其他经营现金流	80	(856)	(1,007)	(1,781)	(778)
经营活动产生的现金流	4,776	3,103	5,045	4,120	7,481
购买固定资产净值	294	332	5,060	7,020	6,820
投资减少/增加	159	203	980	800	800
其他投资现金流	(7,698)	(7,546)	(10,120)	(14,040)	(13,640)
投资活动产生的现金流	(7,245)	(7,011)	(4,080)	(6,220)	(6,020)
净增权益	(1,313)	(547)	(661)	(770)	(884)
净增债务	1,258	4,420	2,393	4,022	3,138
支付股息	1,313	547	661	770	884
其他融资现金流	(2,227)	827	(1,981)	(1,594)	(1,867)
融资活动产生的现金流	(970)	5,247	412	2,427	1,271
现金变动	(3,439)	1,338	1,378	327	2,731
期初现金	10,108	6,306	8,274	9,652	9,980
公司自由现金流	(2,469)	(3,909)	965	(2,100)	1,461
权益自由现金流	(720)	1,271	4,117	2,746	5,582

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	9,652	9,980	12,711
应收帐款	14,937	17,543	16,250	22,923	21,609
库存	3,037	3,192	3,234	4,230	4,223
其他流动资产	468	589	501	765	669
流动资产总计	24,748	29,598	29,638	37,898	39,212
固定资产	17,015	19,479	23,520	28,996	33,762
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	33,534	38,936	43,627
总资产	52,572	64,437	68,430	82,076	88,067
应付帐款	14,275	14,473	15,185	19,263	19,748
短期债务	1,319	1,804	1,300	4,108	1,300
其他流动负债	5,365	8,387	7,071	9,399	8,072
流动负债总计	20,959	24,663	23,556	32,770	29,120
长期借款	10,761	15,419	18,316	19,529	25,475
其他长期负债	3,462	3,656	3,656	3,656	3,656
股本	2,736	2,736	3,556	3,556	3,556
储备	14,228	15,859	18,503	21,583	25,117
股东权益	16,964	18,594	22,060	25,139	28,673
少数股东权益	629	723	843	982	1,142
总负债及权益	52,572	64,437	68,430	82,076	88,067
每股帐面价值(人民币)	6.20	6.80	6.20	7.07	8.06
每股有形资产(人民币)	5.93	6.41	5.92	6.81	7.83
每股净负债/(现金)(人民币)	1.24	1.97	1.80	2.84	2.96

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	16.4	18.5	20.0
息税前利润率(%)	10.7	12.9	12.5	13.4	14.1
税前利润率(%)	10.8	13.5	14.2	14.1	14.3
净利率(%)	9.5	11.4	12.0	12.1	12.2
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	6.5	4.5	4.5	5.2	5.2
净权益负债率(%)	32.8	46.3	43.5	52.3	47.2
速动比率(倍)	1.0	1.1	1.1	1.0	1.2
估值					
市盈率(倍)	14.2	13.4	15.9	13.6	11.9
核心业务市盈率(倍)	13.8	12.4	14.7	12.6	11.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	16.8	15.2	17.9	15.4	13.4
市净率(倍)	2.4	2.2	2.4	2.1	1.8
价格/现金流(倍)	8.4	13.0	10.4	12.7	7.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.9	13.4	13.0	10.6	8.7
周转率					
存货周转天数	54.8	60.4	60.4	60.4	60.4
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	197.1	197.5	196.7
回报率					
股息支付率(%)	46.1	18.2	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	17.9	16.9	16.3	16.3	16.4
资产收益率(%)	5.8	5.1	4.5	5.0	5.3
已运用资本收益率(%)	2.7	2.3	2.1	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