



## 利用小时数持续提升，H 股估值具备更强吸引力

2018.07.31

潘永乐(分析师)	徐超 (研究助理)
电话: 020-88832354	020-88836115
邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn	xu.chao1@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310518070002	A1310518060001

- **市场担忧配股引发股价波动,但历史数据证明 H 股配股对股价影响并不显著。**

我们根据过去 1 年港股 282 宗配股的平均涨跌幅统计发现,港股市场股价一般在配股前下降、配股后上涨,但整体平均对股价的影响相对较少。整体而言,H 股配股对金风 H 股股价的事件性影响可能并不十分显著。

- **金风科技 H 股目前 P/E 处于近年低位,且 A/H 溢价率位于 1 倍标准差上限附近,溢价率的修复更大概率将以 H 股估值上升来实现。**

与沪港通会降低 A/H 溢价率的先验判断不同,实际上就金风科技而言在 2015 年后 A/H 溢价率较 2013-2014 年明显上了一个台阶,且从 16 年下半年至今,AH 股溢价波幅主要处于均值和均值加减 1 个标准差之间(75% 溢价以内)。虽然溢价率上行往往预示着新一轮涨势的开始,但此时我们认为随着溢价率扩大,金风科技港股的安全边际更佳。

- **风电在经历上半年装机观望期后,处于低位的风机价格有望推动压抑的需求释放。**

2018 年 1-6 月份我国风电新增装机 7.53GW,同比上升 25.33%;其中 6 月份当月新增装机 1.23GW,较 5 月份环比上升 28.13%。就全年而言,我们维持 2018 年我国风电新增装机 20~25GW 的预测不变。根据我们草根调研了解,目前二线风机厂商净利润率短期内很难再有下降空间,风机价格回稳后,年初因风机价格下跌而压抑的风电装机需求在接下来的几个月有望释放。

- **绿证交易有放量迹象,市场对于风电补贴的担忧减缓有助于推动估值修复。**

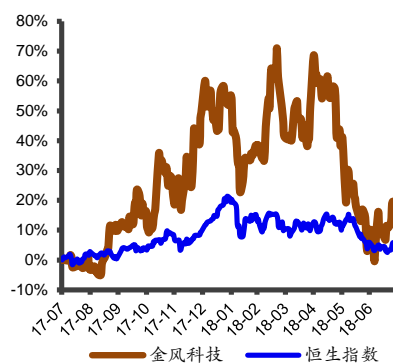
7 月 11 日,asp\_ge 和 casda\_ge 分别作为企业购买了 1650 个和 400 个绿色电力证书。自绿证启动自愿购买以来,截至 2018 年 7 月 24 日共计售出绿证 29327 个绿证,其中风电 29177 个。我们认为,随着国家补贴逐步退出,绿证强制购买有望在今年按计划启动。目前最新绿证成交价格约 142 元/个,折合约 0.14 元/kWh,这很大程度上有助于改善风电场现金流,从而进一步推动风电运营企业的估值修复。由于已建成风电场的折旧和维护成本基本固定,因此增加的发电小时数所带来的发电销售收入的增加基本上将全部转化为净利润。2017 年底金风科技的风电场权益并网容量是 3.868GW,在 2018 年风电平均利用小时数增加 200 小时的假设下,我们测算公司 2018 年净利润将因此增加 3.79 亿元。

## 强烈推荐

现价: 13.94CNY/9.99HKD

电力设备新能源行业

### 行业指数走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
2208.HK	-0.52	-4.88	-13.12
恒生指数	-8.37	18.42	9.04

### 基本资料

总市值(亿元)	467.15
总股本(亿股)	35.56
流通股比例	18.28%
资产负债率	67.75%
大股东	新疆风能有限责任公司
大股东持股比例	13.74%

数据支持: 朱俊谦



## 盈利预测与估值：

我们继续围绕“风机+风电场运营+风电后市场”主线逻辑来审视公司，看好发电小时数回升对金风运营风电场带来的业绩提升以及风机价格触底后放量对金风 Q3 销量的拉动。我们测算公司 18-20 年不考虑配股情况下金风科技 EPS 分别为 0.94、1.22、1.65 元人民币，对应 002202.SZ 市盈率为 14.83、11.42、8.45 倍，对应 2208.HK 市盈率为 9.23、7.07、5.26 倍。我们认为考虑 A/H 股溢价率等综合因素，建议投资者更加关注 2208.HK 的投资机会，给予 18 年 2208.HK 以 12 倍估值，对应目标价 12.98HKD，较目前股价有 30% 的上升空间，首次给予其“强烈推荐”评级。

## 风险提示：

电力市场化参与情况不及预期；绿证交易情况低于预期；公司运营风电场发电小时数下降；公司风机价格出现较大下跌；公司风电后市场增速低于预期。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	25219	34938	40132	46655
同比(%)	-4.80%	38.54%	14.87%	16.25%
归属母公司净利润 (百万元)	3055	3352	4339	5879
同比(%)	1.72%	9.75%	29.42%	35.51%
ROE(%)	13.46%	11.39%	13.69%	16.91%
每股收益(元)	0.73	0.94	1.22	1.65
P/E (002202.SZ)	19.09	14.83	11.42	8.45
P/E (2208.HK)	11.89	9.23	7.07	5.26

数据来源：公司公告，广证恒生



## 目录

1	历史数据证明 H 股配股对股价影响并不显著	4
1.1	港股过去 1 年约 11% 公司配股，整体平均平均对股价影响较少，平均配股后获正回报	4
1.2	同行配股：用于投资项目占比较公司高，配股前一周股价下跌	5
2	H 股估值处于近年低位，A/H 溢价率的收敛更大概率将以 H 股估值上升来实现	7
2.1	公司 AH 股价过往走势趋同，A/H 溢价率往往跟随股价上升	7
2.2	H 股目前估值位于近 4 年来低点，溢价率收敛大概率将以 H 股估值抬升来实现	8
3	基本面未变：风机板块表现有望好于去年	10
3.1	处于低位的风机价格有望推动压抑的装机需求释放	10
3.2	在手订单充裕，市占率再创新高	11
4	“绿证+消纳”：市场化推动风场盈利能力增强	12
4.1	国家补贴退坡刺激绿证交易有放量迹象	12
4.2	利用小时数增加，风电场盈利能力增强	13
5	盈利预测及估值	14

## 图表目录

图表 1	港股过去 1 年行业配股数量及金额（单位：百万元）	4
图表 2	过去 1 年港股配股前后股价表现统计	4
图表 3	港股过去同行配股情况对比	5
图表 4	华能新能源过往 3 次配股情况对比	6
图表 5	港股同行过往配股前后股价对比	6
图表 6	公司 A、H 股股价走势及 A/H 溢价（单位：元、%）	7
图表 7	公司 A/H 股溢价区间（单位：元、%）	7
图表 8	H 股股价与南下港股通持股比例对比	8
图表 9	A/H 股近 4 年 P/E 估值走势对比	8
图表 10	H 股近 5 年股价及 P/E 变化趋势	9
图表 11	H 股相关新能源发电上市公司估值比较	9
图表 12	中国风电新增装机规模（单位：GW）	10
图表 13	近 3 年中国风电当月新增装机规模对比（单位：万千瓦）	10
图表 14	国内风机季度招标均价（单位：元/KW）	11
图表 15	金风科技在手订单情况（单位：MW）	11
图表 16	金风科技国内市占率	12
图表 17	金风科技各型号风机毛利率变化趋势	12
图表 18	绿证购买荣誉榜单	13
图表 19	金风科技、龙源电力利用小时数变化	13
图表 20	平均风电利用小时数与风电场 IRR 的对比	13
图表 21	金风科技业务分拆预测（单位：亿元）	14

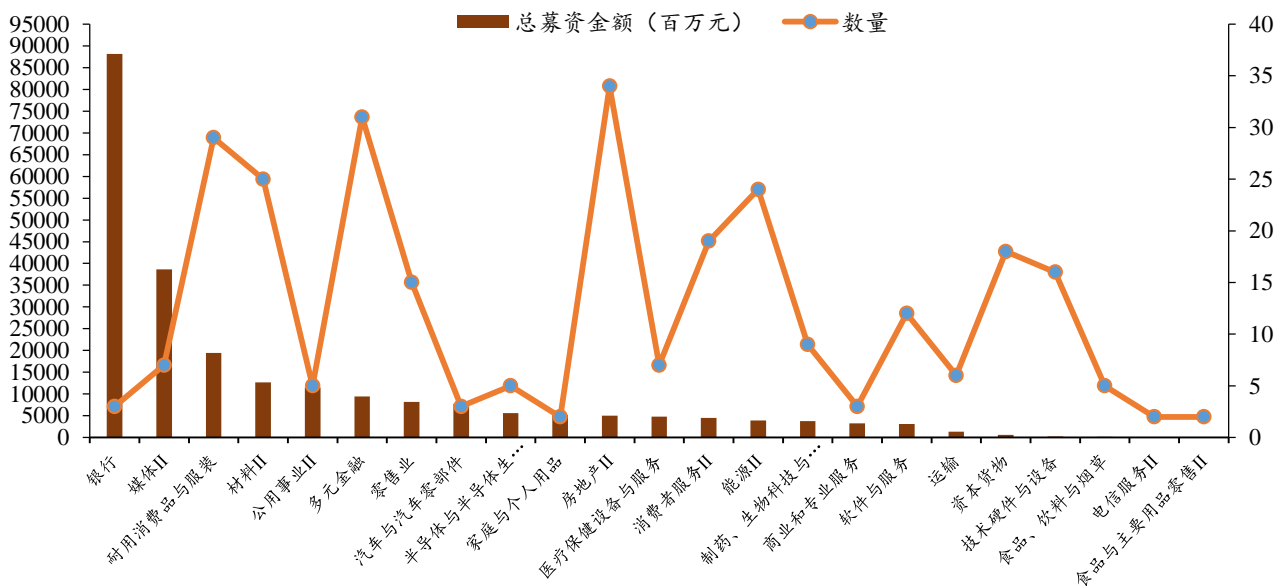
# 1 历史数据证明 H 股配股对股价影响并不显著

## 1.1 港股过去 1 年约 11% 公司配股，整体平均平均对股价影响较少，平均配股后获正回报

港股过去 1 年来有 241 只个股进行配股，占上市公司数量约 11%，平均募资 9.5 亿元。我们统计了港股过去一年来的配股情况，至今年 18 年 7 月 20 日的一年来，港股有 282 宗配股，涉及到 241 只个股，占港股上市公司数量约 11%，而其中 20 个为 H 股，14 个为红筹股。整体总募资金额是 2768.5 亿元，平均每宗配股募资 9.85 亿元。从行业层面，数量最多的是房地产、多元金融和耐用消费品，分别有 34、31 和 29 宗。从行业配股总金额看，排名前三是银行、媒体和耐用消费品，分别是 881、386 和 194 亿元。

公司所属行业为公用事业，在过去一年只出现 5 宗，但行业配股总募资金额达到 115 亿元，在 23 个行业里排行第 5，平均募资金额为 23 亿元。

图表 1 港股过去 1 年行业配股数量及金额（单位：百万元）



数据来源：Wind，广证恒生

根据过去 1 年港股 282 宗配股的平均涨跌幅统计，配股前下降，配股后上涨，但整体平均对股价的影响相对较少。我们统计了港股过去一年全部 282 宗配股的股价情况，配股价相对发行当日股价平均折让 0.11%。发行日当日平均涨跌幅为 -0.26%，而配股前一周平均下跌 1.24%，配股后一周平均涨 0.21%。整体配股前后一周平均涨跌幅差距为 1.46%。按照比例分布，配股前一周约 53.5% 个股下跌，40.4% 个股上涨，显示配股前下降占比仍然较高。而配股后一周回报中，约 51.4% 个股下跌，42.6% 个股上涨，显示虽然平均涨跌幅为 0.21%，但上涨比例低于下跌比例，总体上涨占比较配股前一周增加约 2.2 个百分点。

图表 2 过去 1 年港股配股前后股价表现统计

	整体平均 (%)
配股价较发行当日股价折让%	0.11
发行日当日涨跌幅%	-0.26



配股前一周表现%	-1.24
配股后一周表现%	0.21
配股一周前及一周后涨跌幅差距%	1.46

数据来源: Wind, 广证恒生

## 1.2 同行配股: 用于投资项目占比较高, 配股前一周股价下跌

我们选取同为港股风电行业的龙源电力(0916.HK)、华能新能源(0958.HK)和新天绿色能源(0956.HK)作为考察标的。龙源电力和新天绿色能源配股价较公告日折让约6-8%，募资金额分别是29和15.6亿元，低于公司本次计划的50亿元，而公司募资金额投资项目占比(40%)低于过往两家的占比(90%)。从我们梳理了港股同行过往配股情况,发现12年龙源电力和14年新天绿色能源的配股情况与公司本次相似,主要募资金额用来投资风电项目和补充营运资金。对比当时龙源电力和新天绿色能源分别募资29.1亿元和15.6亿元,本次公司募资50亿元金额虽然相对较大但也在可比范围内。而上述两家同行业公司过往配股价往往较公告日折让约6-8%，配股数量占发行前H股比例在21.1%-34.9%。配售对象主要是6-10名机构或专业投资者,主要是如果对象少于6人,公司便需要披露承配人的名字和资料。对比以往两家公司的资金用途,约90%为投资发电项目,只有约10%为补充营运资金,而公司这次配股只有40%为投资风电项目,有60%为补充资金及偿还负债。

图表 3 港股过去同行配股情况对比

	龙源电力 0916.HK	新天绿色能源 0956.HK	金风科技 2208.HK
发行日期	2012/12/13	2014/1/21	
配股总金额	29.06 亿元	15.64 亿元	少于 50 亿元
定价	5.08	3.35	
数量	572,100,000 股	476,725,396 股	711,240,660 股, A 股不超过 581,228,492 股, H 股不超过 130,012,168 股
对比公告日折让 (当日股价)	8.1% (5.53)	6.16% (3.57)	
对象	超过六名获配售人, 彼等为独立的专业、机构及其他投资者, 无关联第三方。配售后不会成为公司主要股东	不少于 6 名但不多于 10 名独立之专业、机构及/或其他投资者。无任何承配人紧随配售后成为本公司主要股东	H 股配售对象为 H 股配股股权登记日确定的合格的全体 H 股股东
H 股占比 (现发行)	21.10%	34.99%	
H 股占比 (配售后)	17.10%	25.92%	
用途	-70%中国风力发电项目 -15%投资境外风力机太阳能发电项目 -5%投资中国太阳能发电项目 -10%补充公司营运资本	-70%投资中国风力发电项目 -20%发展天然气业务 -10%补充公司营运资本	-40%投资海外风力项目 -30%补充公司流动资金 -30%偿还有息负债

数据来源: 公司公告, 广证恒生

华能新能源 (0958.HK) 分别在 13、14 和 17 年进行配股, 合共配股金额约 55 亿元, 与公司这次 50 亿元相约。华能新能源配股价较公告日折让 6-8%, 与其他两家的数据类似, 占 H 股未发行比例约 20%, 但并没有详细公布配股资金用途。

**图表 4 华能新能源过往 3 次配股情况对比**

	华能新能源 0958.HK	华能新能源 0958.HK	华能新能源 0958.HK
发行日期	2013/10/11	2014/12/15	2017/5/10
配股总金额	15.78 亿元	17.46 亿元	21.886 亿元
定价	2.71	2.5	2.61
数量	582,317,360 股	698,780,832 股	838,536,000 股
对比公告日折让(当日股价)	8.1% (5.53)	6.16% (3.57)	
对象	不少于六名和不多于十名承配人, 而该等承配人及其最终实益拥有人均为独立专业、机构及其他投资者。无承配人将于紧随配售完成后成为本公司主要股东	不少于六名和不多于十名承配人, 而该等承配人是无关联的独立专业、机构及其他投资者。无承配人将于紧随配售完成后成为本公司主要股东	不少于六名和不多于十名承配人, 而该等承配人是无关联的独立专业、机构及其他投资者。无承配人将于紧随配售完成后成为本公司主要股东
H 股占比 (现发行)	20%	20%	20%
H 股占比 (配售后)	16.70%	16.67%	16.67%
用途	作本公司一般公司用途	作本公司一般公司用途	作本公司一般公司用途

数据来源: 公司公告, 广证恒生

同行过往配股对股价影响相对较少, 配股前一周平均下跌 1.74%, 配股当日平均涨 0.64%, 而配股后一周平均跌 0.36%, 但上涨比例较下跌比例多。从对比港股同行过往 5 次配股对股价的影响, 配股前一周平均涨跌幅是 -1.74%, 配股当日平均涨 0.64%, 而配股后一周平均下跌 0.36%。与整体港股配股对股价的统计相似的是, 整体对股价的影响相对较少, 配股前主要是下跌。而配股后虽然平均下跌 0.36%, 但 5 次里有 3 次都是上涨的, 上涨比例高于下跌比例。

**图表 5 港股同行过往配股前后股价对比**

公司	股票代码	配股日期	配股前一周表现	配股当日涨跌幅	配股后一周表现
龙源电力	0916.HK	2012/12/13	-0.38%	2.41%	0.19%
新天绿色能源	0956.HK	2014/1/21	-6.96%	-2.19%	0.30%
华能新能源	0958.HK	2013/10/11	5.02%	0.34%	2.05%
华能新能源	0958.HK	2014/12/15	-2.33%	1.56%	-3.19%
华能新能源	0958.HK	2017/5/10	-4.01%	1.08%	-1.14%

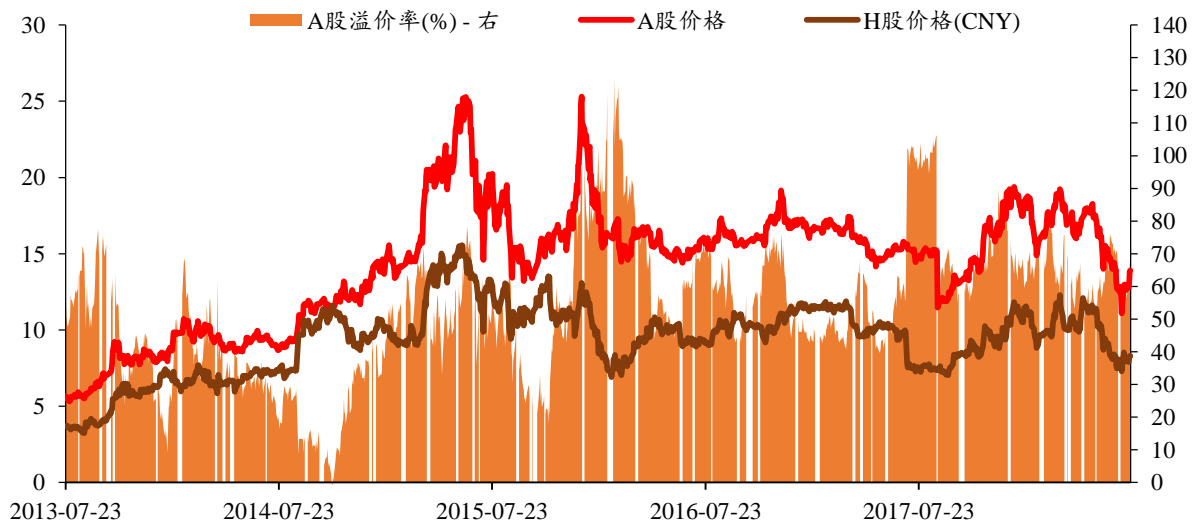
数据来源: 公司公告, Wind, 广证恒生

## 2 H 股估值处于近年低位，A/H 溢价率的收敛更大概率将以 H 股估值上升来实现

### 2.1 公司 AH 股价过往走势趋同，A/H 溢价率往往跟随股价上升

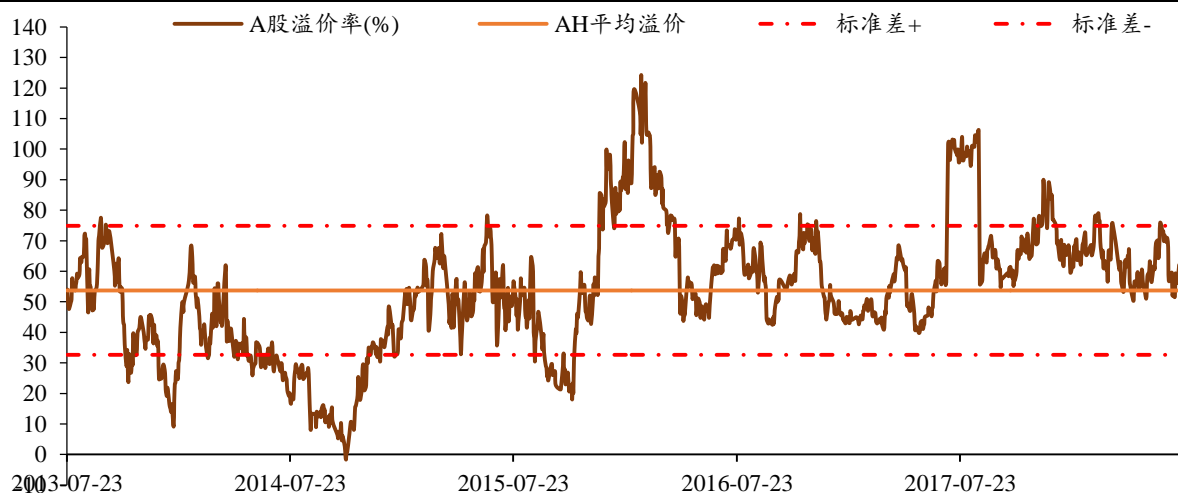
金风科技(2208.HK)历史上 AH 股价走势较为一致，A 股波幅较大；一般而言呈现出 AH 股价持续大幅下跌时溢价明显下降，AH 股价持续上行时溢价增加的规律。有两次明显 AH 股溢价扩大出现在股价下跌较大时，分别是 16 年 2 月和 17 年 9 月，当时 A/H 溢价增加至约 100%。与沪港通会降低 A/H 溢价率的先验判断不同，实际上就金风科技而言在 2015 年后 A/H 溢价率较 2013-2014 年明显上了一个台阶，且从 16 年下半年至今，AH 股溢价波幅主要处于均值和均值加减 1 个标准差之间（75% 溢价以内）。虽然溢价率上行往往预示着新一轮涨势的开始，但此时我们认为随着溢价率扩大，金风科技港股的安全边际更佳。

图表 6 公司 A、H 股股价走势及 A/H 溢价（单位：元、%）



数据来源：Wind，广证恒生

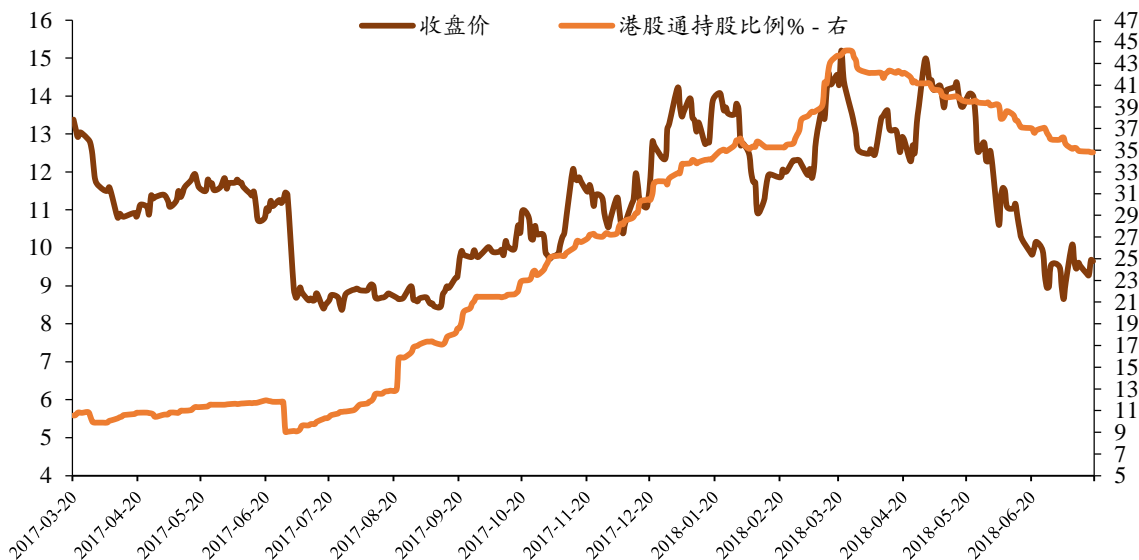
图表 7 公司 A/H 股溢价区间（单位：元、%）



数据来源：Wind，广证恒生

南下资金持续流入购买金风科技H股，对金风科技H股股价和A/H溢价产生了一定影响。我们观察到港股通持股比例与2208.HK股价走势有较强的相关性，截至今年3月港股通持有公司H股比例达到高位约44%，在港股通所有标的里持股比例排名前5。国内资金对H股的影响也间接影响A/H股溢价，也可解释去年底至今A/H溢价下行走势或受到资金流入持有H股及H股股价走势的影响。我们认为，在当前人民币贬值的趋势下，或有更多资金有意愿通过港股通渠道购买中资股的龙头企业。

图表 8 H股股价与南下港股通持股比例对比

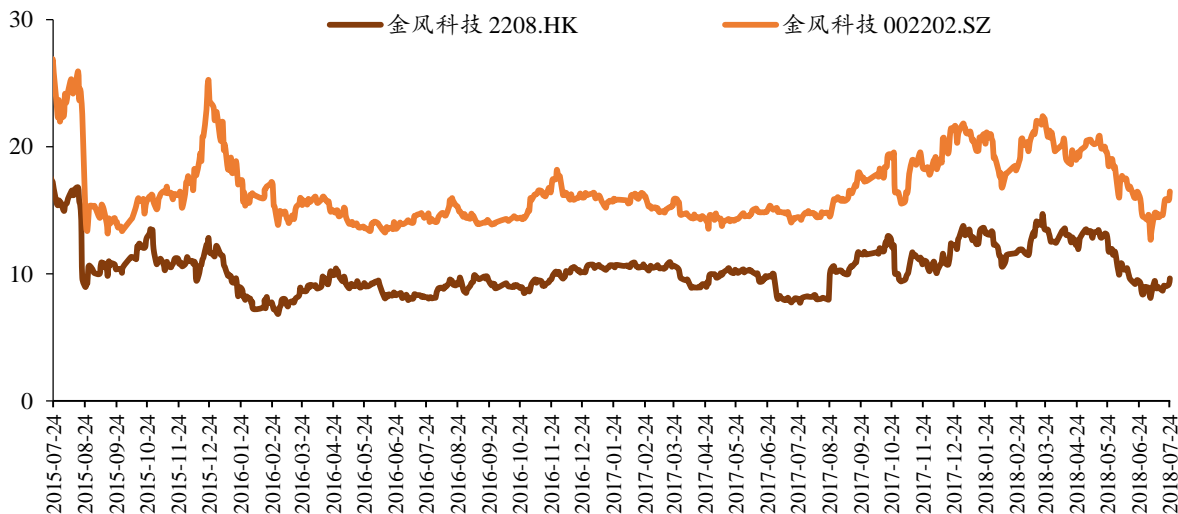


数据来源：Wind，广证恒生

## 2.2 H股目前估值位于近4年来低点,溢价率收敛大概率将以H股估值抬升来实现

公司H股过去5年平均P/E估值为22倍,估值在14年之前较高,而在15年后至今主要在20倍以下。参照历史估值水平,低位曾三次出现,分别在16年初,约7.8倍,另外就是在17年中,约8.2倍,然后就是当前约9倍。近4年来,三次P/E估值低位都是在股价经过大幅下跌后出现。

图表 9 A/H股近4年P/E估值走势对比

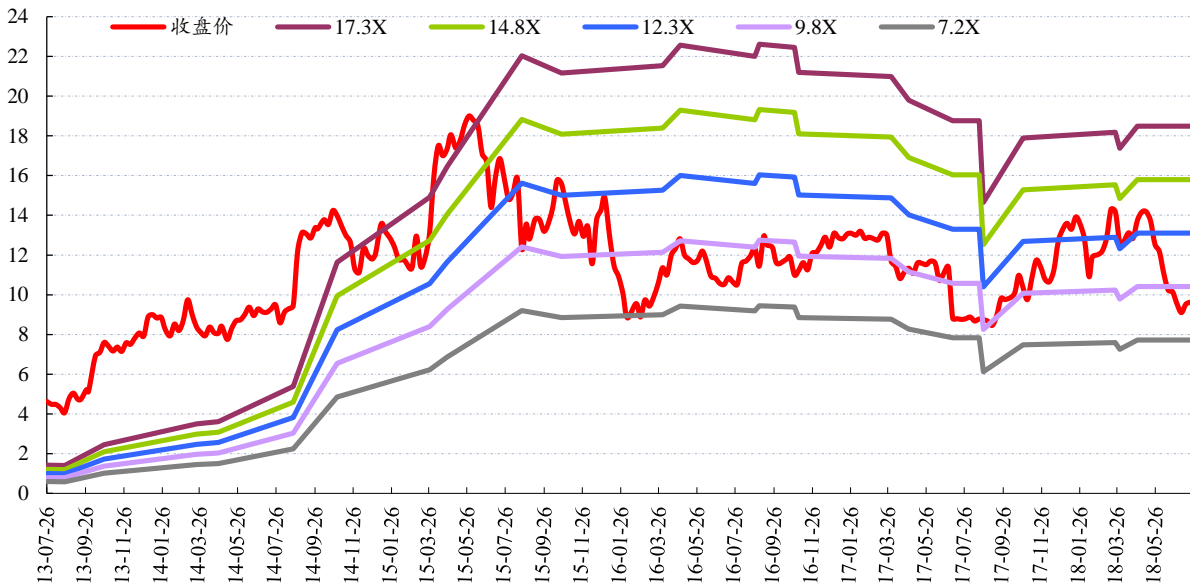


数据来源：Wind，广证恒生



金风科技 H 股 P/E 从 15 年底至今一直维持在 12.3 倍或以下，平均约在 9.8 倍。在 15 年底之前，H 股 P/E 较高，主要在 14.8-17.3 倍之间运行。我们观察 H 股 P/E 的变化趋势，近年出现三次低于 9.8 倍估值，分别是 16 年初、17 年中和当前时点。目前金风科技 H 股正处于近 4 年来的历史低位，我们认为，未来 A/H 溢价率的收敛更大概率将以 H 股估值的抬升来实现。

图表 10 H 股近 5 年股价及 P/E 变化趋势



数据来源：Wind，广证恒生

图表 11 H 股相关新能源发电上市公司估值比较

公司	股票代码	股价	市值 (亿元)	EPS17	P/E 15	P/E 16	P/E 17	P/E 最新
龙源电力	0916.HK	6.88	553	0.46	11.41	13.03	10.82	10.38
华能新能源	0958.HK	2.73	288	0.29	11.34	8.27	8.43	8.01
大唐新能源	1798.HK	1.32	96	0.08	76.37	227.03	9.32	7.16
华电福新	0816.HK	1.79	151	0.24	8.16	5.88	6.27	5.67
新天绿色能源	0956.HK	2.40	89	0.25	8.56	12.93	7.39	5.92
协合新能源	0182.HK	0.35	30	0.02	9.29	6.63	5.32	12.51
中广核新能源	1811.HK	1.37	59	0.01	4.65	6.32	9.40	12.15
北控清洁能源集团	1250.HK	0.18	112	0.03	897.62	84.40	15.78	7.17
京能清洁能源	0579.HK	1.75	144	0.26	9.90	7.27	6.24	5.65
运营企业平均		2.08	169.09	0.18	115.26	41.31	8.78	8.29
中国高速传动	0658.HK	10.04	164	0.28	14.45	11.66	17.11	30.38
国电科环	1296.HK	0.39	24	0.01	-4.85	-0.63	7.20	45.23

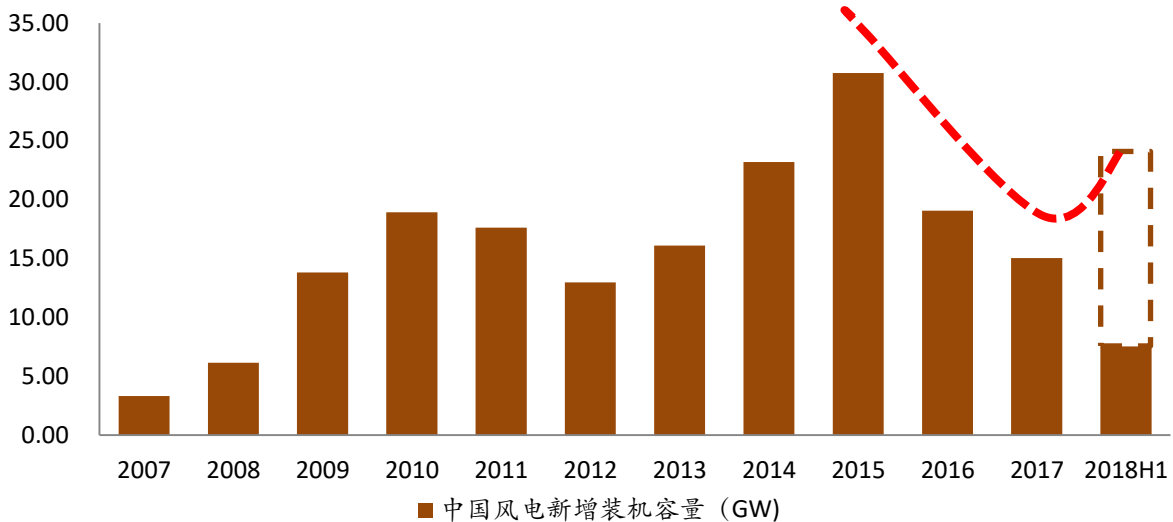
数据来源：Wind，广证恒生

### 3 基本面未变：风机板块表现有望好于去年

#### 3.1 处于低位的风机价格有望推动压抑的装机需求释放

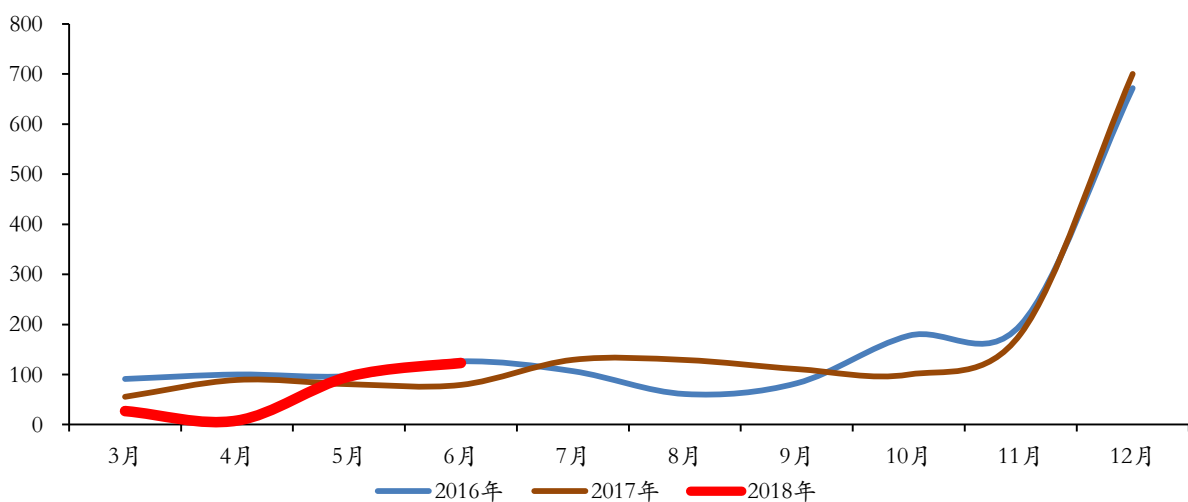
2018年1-6月份我国风电新增装机7.53GW，同比上升25.33%；其中6月份当月新增装机1.23GW，较5月份环比上升28.13%。2018Q1我国风电新增招标7.4GW，同比上升10.45%。在3月、4月新增装机低于去年之后，5月开始当月新增装机已经恢复到了2016年的水平，我们维持2018年全年新增装机20-25GW的目标区间不变。在当前的政策环境下更可能落在20GW附近，若绿证强制购买等友好政策推出后今年新增装机规模有望向预期区间上限靠近。

图表 12：中国风电新增装机规模（单位：GW）



数据来源：国家能源局，广证恒生

图表 13：近3年中国风电当月新增装机规模对比（单位：万千瓦）

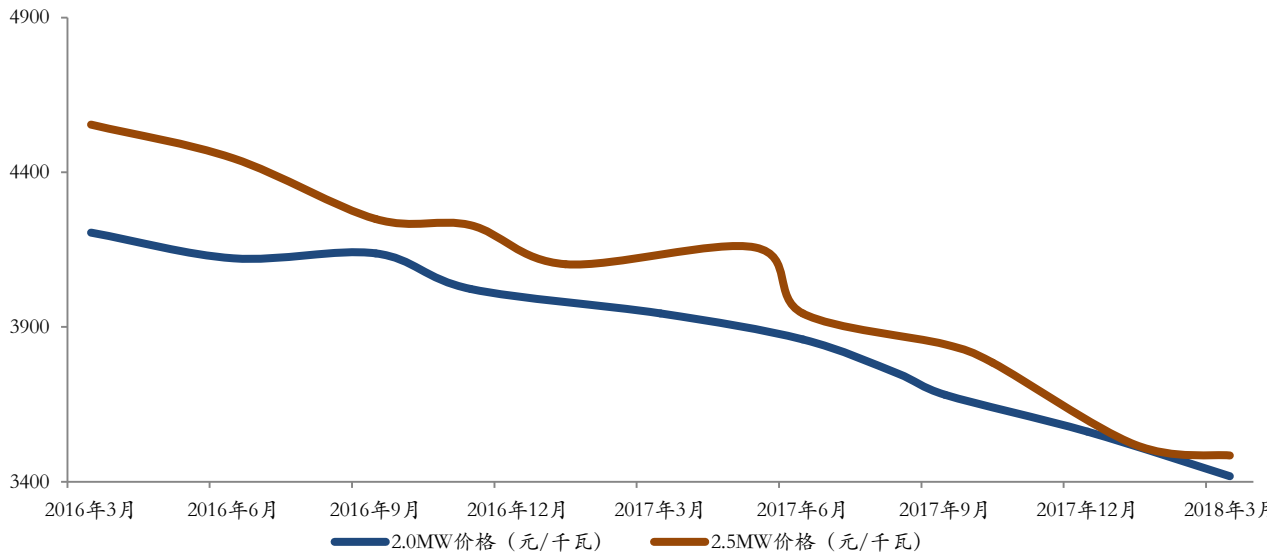


数据来源：国家能源局，广证恒生

自2016Q1开始近2年来，风机价格出现了较为明显的下跌趋势，2.5MW机型投标均价由4554元/kw下跌至3485元/kw，跌幅达23.47%；2.0MW机型投标均价由4205元/kw下跌至3418元/kw，跌幅达18.71%。但我们观察到，2.0MW和2.5MW机型的价差在显著地收窄，从2016Q1的348元/kw缩窄至67元/kw。我们认为这一现象反映了风机价格已经越来越接近其成本线，2.0MW机型价格下跌速度显著低于2.5MW机

型也侧面可以佐证这一判断。今年近4个月以来,2.0MW 机组投标月均价环比降速已经从3.6%下降至0.5%, 2.5MW 机型投标月均价环比降速从7.5%下降至0.4%, 整体投标价格呈现出逐步企稳的状态。

**图表 14 国内风机季度招标均价 (单位: 元/KW)**

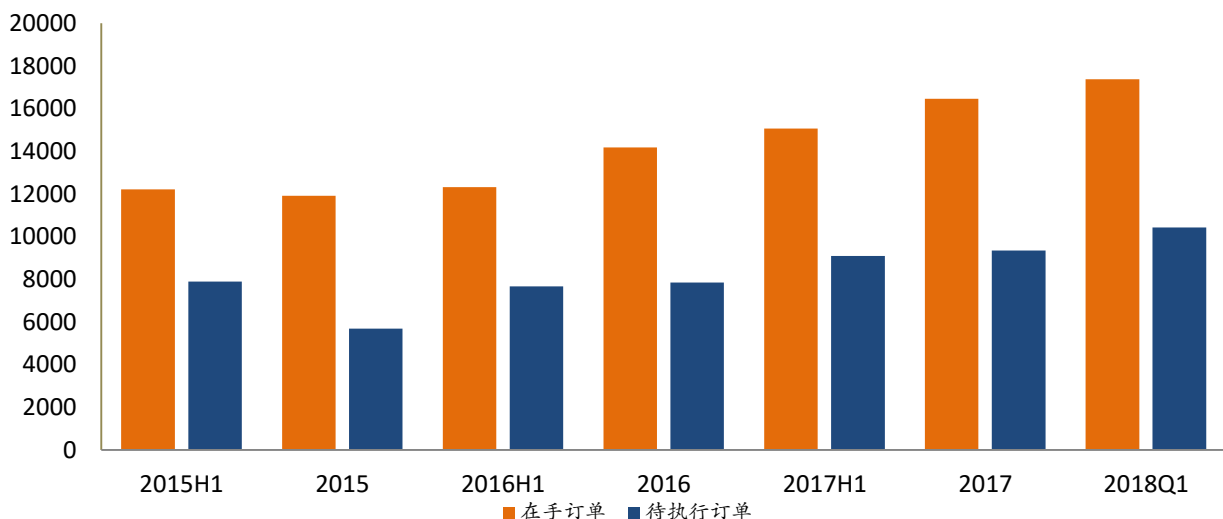


数据来源: 金风科技官网, 广证恒生

### 3.2 在手订单充裕, 市占率再创新高

公司作为绝对行业龙头, 2018Q1 在手订单再创新高, 市场观望心态有望结束。截至2018Q1, 公司在手订单总计17.37GW (YoY+5.5%), 其中已签约订单10.43GW (YoY+11.55%), 已中标未签约订单6.35GW (YoY -2.3%), 内部订单591MW (YoY -1.8%)。2018Q1 预收账款44.28亿元, 同比增长34.6%。我们观察到, 公司在手订单再创历史新高, 但已中标未签约订单有所减少。由于2018年一季度风机价格依旧处于下降通道, 下游厂商的观望心态使得公司经营策略转为加速兑现已中标未签约订单。但我们判断, 随着风机价格下降趋势趋缓, 下游观望心态将逐渐结束, 公司策略上有望趋向于加快现有在手订单的执行。

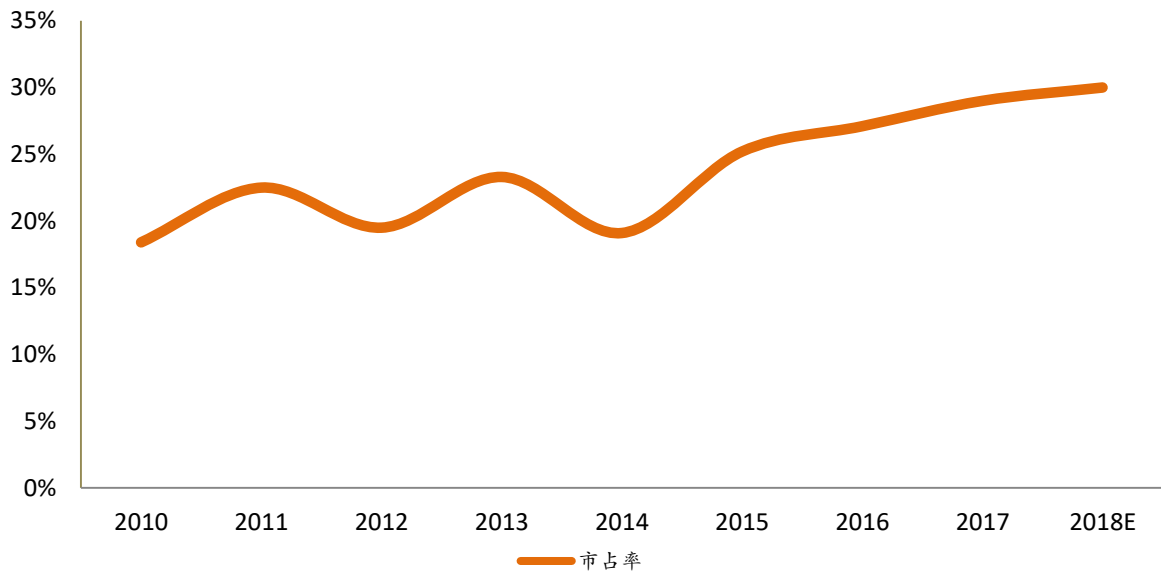
**图表 15 金风科技在手订单情况 (单位: MW)**



数据来源: 金风科技官网, 广证恒生

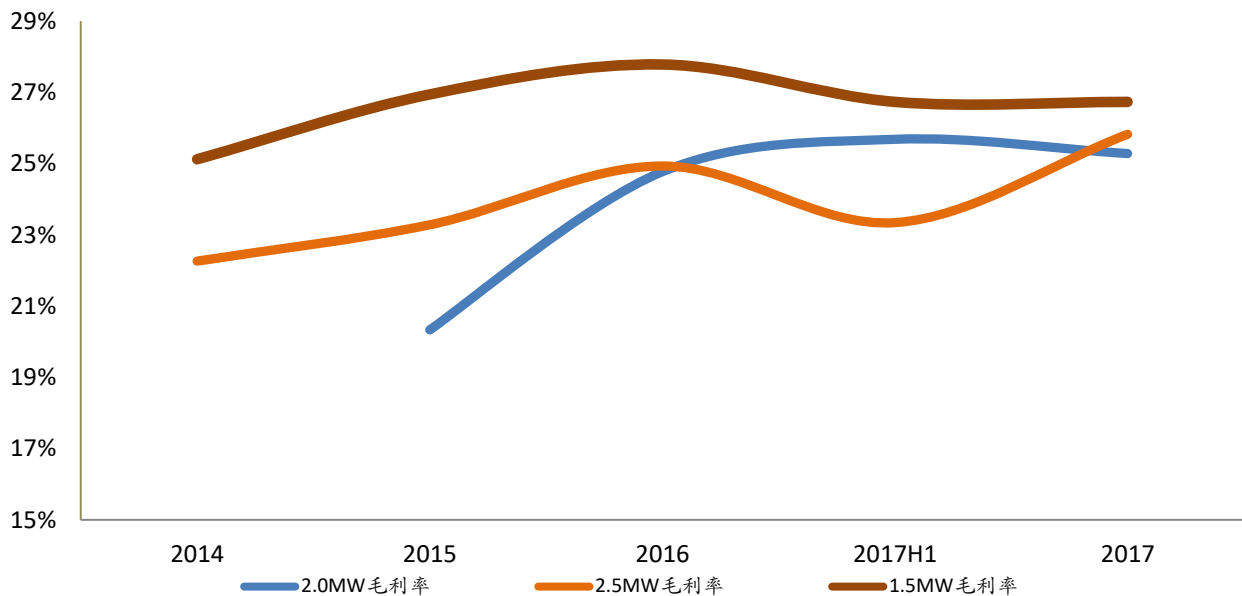
随着风机价格下跌, 根据我们草根调研二三线风机厂商目前已经接近其生产成本, 在这一情况下龙头企业金风截至2018年一季度报还有7.36%的净利润率。我们预计随着行业市场化去产能展开, 叠加人民币贬值后海外风机企业竞争力削弱, 金风在国内的市占率继续提升是大概率事件。

图表 16 金风科技国内市占率



数据来源：金风科技官网，广证恒生

图表 17 金风科技各型号风机毛利率变化趋势



数据来源：公司公告，广证恒生

## 4 “绿证+消纳”：市场化推动风场盈利能力增强

### 4.1 国家补贴退坡刺激绿证交易有放量迹象

绿证是是国家对发电企业每兆瓦时非水可再生能源上网电量颁发的电子凭证。2001 年荷兰率先开展了绿证交易，此后，美国、日本、英国、法国、荷兰、瑞典、丹麦、芬兰、瑞士、挪威、意大利、奥地利、比利时、加拿大、澳大利亚等 20 多个国家均实行了绿证交易。2017 年 1 月国家发改委、财政部、能源局三部委联合发布了《关于试行可再生能源绿色电力证书核发及自愿认购交易制度的通知(发改能源

[2017]132号)》，我国绿色电力证书制度正式试行。2017年7月1日，我国进一步开展了绿证自愿认购，通过市场化机制促进可再生能源消纳及推广。

当前国家补贴不断退坡推动风电企业积极推出绿证销售。自绿证启动自愿购买以来，截至2018年7月24日已有1790名认购者，共计售出绿证29328个绿证，其中风电29178个，可见售出的绿证中99%以上为风电。风电绿证从推出以来认购量一直不甚理想，而2018年7月11日，阿科玛（苏州）高分子材料有限公司和阿科玛集团旗下的全资子公司河北凯德生物材料有限公司分别购买了1650个和400个绿色电力证书。我们判断，绿证交易在近期有可能有所放量。市场对于国家补贴的逐步退出可能需要一个适应期和调整期，我们预计下半年将启动绿色电力配额考核和证书强制约束交易，这也有利于中长期解决弃风限电问题。

**图表 18 绿证购买荣誉榜单**

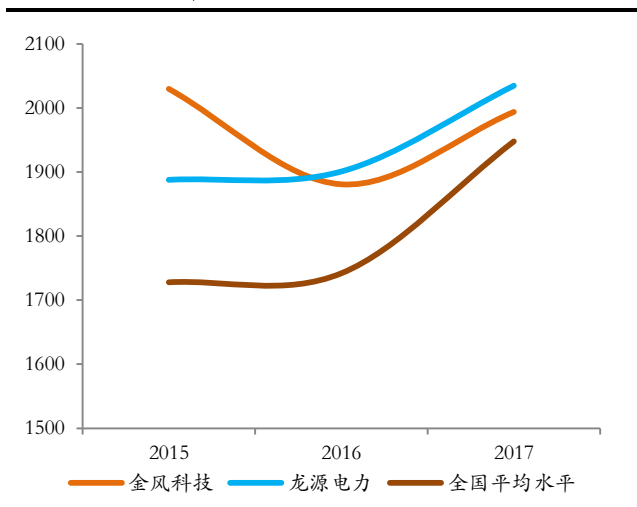
个人购买者		企业购买者	
个人购买者名称	购买绿证个数	企业购买者名称	购买绿证个数
孙发刚	50	明阳智慧能源集团股份公司	10100
李芬	10	新疆金风科技股份有限公司	3050
曹周生	10	中国节能环保集团有限公司	2828
周雪峰	10	阿科玛（苏州）高分子材料有限公	1650
向高	7	江森自控（中国）投资有限公司	1000
刘衍	7	远景能源（江苏）有限公司	600
刘敦舒	6	水电水利规划设计总院	500
林祖彬	6	河北凯德生物材料有限公司	400
申雪、赵宏博	5	浙江运达风电股份有限公司	400
朱宇宁	5	哈密市发展和改革委员会	300

数据来源：绿证认购平台，广证恒生

## 4.2 利用小时数增加，风电场盈利能力增强

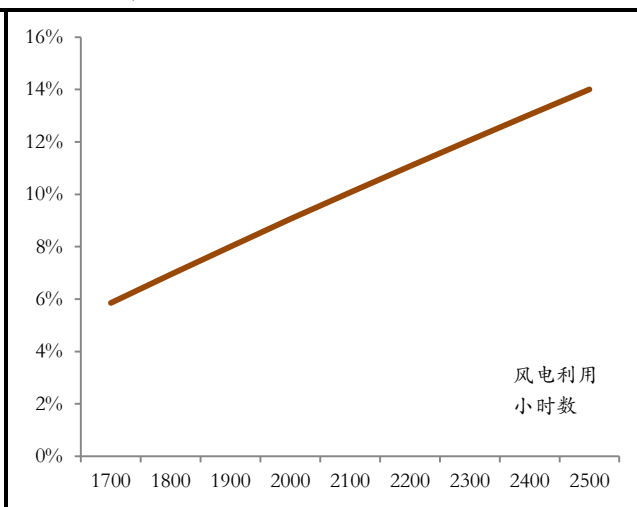
2015-2017年之间，金风科技所运营的风电场年平均发电利用小时数显著高于全国平均水平，但随着时间推移，数值与全国平均水平逐渐接近。从2016年起，公司发电利用小时数开始呈增长趋势，我们通过对比发现，金风科技风电场平均利用小时数的增长速度与龙源电力基本相当，但绝对数值仍低于龙源电力，我们认为这与金风科技运营的风电场区域上分布于西北地区较多有关。

**图表 19 金风科技、龙源电力利用小时数变化**



数据来源：公司公告，广证恒生

**图表 20 平均风电利用小时数与风电场 IRR 的对比**



数据来源：广证恒生



2017年下半年以及2018年初以来,由于可再生能源消纳被提上重要工作日程,国内风电利用小时数开始显著上升。目前行业风电发电利用小时整体呈上升趋势,公司发电利用小时数的增加将进一步提高发电量,盈利能力将得到增强。我们经过测算,在目前的装机成本和上网电价水平假设下,一旦国内平均风电利用小时数超过2100小时,新增风电场IRR即可以超过10%,风电场的投资吸引力将较为显著的体现,从而助推国内的风电新增装机需求并拉动金风的风机业务。另外,由于已建成风电场的折旧和维护成本基本固定,因此增加的发电小时数所带来的发电销售收入的增加基本上将全部转化为净利润。经过我们测算,在0.49元/kWh的电价下,发电利用小时数每增加100小时将为1GW的风电运营企业增加约9800万元的净利润。2017年底金风科技的风电场权益并网容量是3.868GW,在2018年风电平均利用小时数增加200小时的假设下,我们测算公司2018年净利润将因此增加3.79亿元。

## 5 盈利预测及估值

我们继续围绕“风机+风电场运营+风电后市场”主线逻辑来审视公司,看好发电小时数回升对金风运营风电场带来的业绩提升以及风机价格触底后放量对金风Q3销量的拉动。我们测算公司18-20年不考虑配股情况下金风科技EPS分别为0.94、1.22、1.65元人民币,对应002202.SZ市盈率为14.83、11.42、8.45倍,对应2208.HK市盈率为9.23、7.07、5.26倍。我们认为考虑A/H股溢价率等综合因素,建议投资者更加关注2208.HK的投资机会,给予18年2208.HK以12倍估值,对应目标价12.98HKD,较目前股价有30%的上升空间,首次给予其“强烈推荐”评级。

图表 21 金风科技业务分拆预测 (单位: 亿元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>风机</b>					
营收	218.68	187.09	258.75	279.00	309.75
YoY	-17.80%	-14.45%	38.30%	7.83%	11.02%
毛利率	26.04%	25.50%	25.00%	24.00%	24.00%
<b>风电场收入</b>					
营收	24.17	32.55	47.73	66.89	83.80
YoY	55.47%	34.66%	46.63%	40.15%	25.28%
毛利率	65.90%	65.90%	71%	73%	75%
<b>风电服务</b>					
营收	12.49	20.61	28.85	40.40	56.55
YoY	-2.94%	64.99%	39.98%	40.03%	39.97%
毛利率	16.38%	15.35%	15.00%	14.00%	14.00%
<b>风机零部件</b>					
营收	5.19	7.36	10.18	10.98	12.19
YoY	26.26%	41.83%	38.30%	7.83%	11.02%
毛利率	17.36%	17.33%	17.50%	17.50%	17.50%

数据来源: 公司公告, 广证恒生



附录：公司财务预测表

单位：人民币百万元

资产负债表					现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	32740	37608	39280	41182	<b>经营活动现金流</b>	3051	5468	6625	6823
现金	7431	10598	11087	11012	税后经营利润	1955	3347	4369	5966
应收账款	17048	18000	19000	20000	折旧摊销	1137	2927	3227	3598
其它应收款	967	1500	1333	1960	利息费用	818	767	686	710
预付账款	701	800	850	900	投资损失	259	226	226	226
存货	4083	4200	4500	4800	营运资金变动	-567	-1499	-1384	-3177
其他	2510	2510	2510	2510	其它	270	-184	-200	-200
<b>非流动资产</b>	38105	38135	38882	39258	<b>投资活动现金流</b>	-7098	-2874	-3874	-3874
长期投资	2459	2449	2439	2429	资本支出	-8083	-3000	-4000	-4000
固定资产	22838	23029	23919	24409	长期投资	0	0	0	0
无形资产	3054	2749	2445	2140	其他	985	126	126	126
其他	9754	9908	10079	10279	<b>筹资活动现金流</b>	3382	573	-2263	-3024
<b>资产总计</b>	70845	75744	78162	80440	短期借款变化	0	-2055	0	0
<b>流动负债</b>	28464	26494	25994	24494	长期借款变化	0	0	500	500
短期借款	2055	0	0	0	其他	3382	2628	-2763	-3524
应付账款	15257	15000	14000	13000	<b>现金净增加额</b>	-753	3168	489	-75
其他	11152	11494	11994	11494					
<b>非流动负债</b>	18906	18906	19406	19906	<b>主要财务比率</b>	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	15886	15886	16386	16886	<b>成长能力</b>				
其他	3020	3020	3020	3020	营业收入增长率	-4.80%	38.54%	14.87%	16.25%
<b>负债合计</b>	47370	45400	45400	44400	营业利润增长率	6.69%	12.24%	30.53%	36.53%
少数股东权益	788	910	1066	1279	归母净利润增长率	1.72%	9.75%	29.42%	35.51%
归属母公司股东权益	22687	29434	31696	34761	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	70845	75744	78162	80440	毛利率	30.24%	31.00%	31.00%	32.00%
					净利率	12.53%	9.94%	11.20%	13.06%
					ROE	13.46%	11.39%	13.69%	16.91%
<b>利润表</b>	2017	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>				
营业收入	25219	34938	40132	46655	资产负债率	66.86%	59.94%	58.08%	55.20%
营业成本	23115	24107	27691	31725	流动比率	1.12	1.42	1.51	1.68
营业税金及附加	161	225	259	301	速动比率	0.98	1.17	1.24	1.38
营业费用	2101	2446	2609	3033	<b>营运能力</b>				
管理费用	2520	3319	3612	3732	总资产周转率	0.35	0.46	0.51	0.58
财务费用	790	767	686	710	应收账款周转率	1.46	1.94	2.11	2.33
资产减值损失	259	226	226	226	存货周转率	4.29	5.74	6.15	6.61
公允价值变动收益	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
投资净收益	1213	0	0	0	每股收益	0.73	0.94	1.22	1.65
<b>营业利润</b>	3509	3938	5140	7018	每股经营现金流	0.86	1.54	1.86	1.92
其他非经营损益	-18	148	148	148	每股净资产	6.38	8.28	8.91	9.77
<b>利润总额</b>	3491	4087	5289	7167	<b>估值比率</b>				
所得税	342	613	793	1075	P/E (002202.SZ)	19.09	14.83	11.42	8.45
<b>净利润</b>	3149	3474	4496	6092	P/E (2208.HK)	11.89	9.23	7.07	5.26
少数股东损益	94	121	157	213					
<b>归属母公司净利润</b>	3055	3352	4339	5879					

数据来源：WIND，公司公告，广证恒生



### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。市场有风险，投资需谨慎。