

證券業務部每周證券評論

新疆金風科技股份有限公司 (股份代號: 02208)

Xinjiang Goldwind Science & Technology Co., Ltd.

12 JUNE 2018

目標價 \$13.65

公司簡介

重點財務數據 (截至31/12/2017止)

每股基本盈利	人民幣0.84元
全年每股股息	人民幣0.2元
市盈率 (x)	13.17
市帳率 (x)	1.73
派息比率	23.81%

資料來源:
彭博、新疆金風科技股份有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

新疆金風科技股份有限公司(簡稱“金風科技”或“集團”),金風科技於1998年成立,於2007年12月於深交所中小企業板上市(股份代號:002202)並於2010年10月成功於香港聯合交易所主板上市。金風科技是中國最早從事風電製造的企業之一,是風力發電機組製造商及風電整體解決方案供應商。集團擁有風機製造、風電服務、風電場投資與開發三大主要業務以及水務等其他業務。金風科技憑藉在研發、製造風機及建設風電場所取得的豐富經驗,不僅能為客戶提供高質量的風機,還開發出包括風電服務及風電場開發的整體解決方案,能滿足客戶在風電行業價值鏈多個環節的需要。集團的機組採用直驅永磁技術,為適應市場的快速增長及滿足客戶多元化需求,持續不斷完善和細化產品路線,擁有1.5MW、2.XMW、2.5MW、3.0MW(S)和6.XMW系列化機組,可適用於高低溫、高海拔、低風速、沿海等不同運行環境。2017年,集團於國內新增裝機超過5.3GW,連續七年國內排名第一;新增裝機市場排名中排名全球第三。

業績回顧 (截至31/03/2018止)

按照中國會計準則,截至2018年3月31日止3個月,集團的營業收入同比增長7.7%至38.6億元(人民幣,下同);股東應佔溢利同比增長32.7%至2.4億元;每股基本收益6.25分,同比增長36.2%。截至2018年3月31日止,集團持有貨幣資金46.23億元,較2017年12月31日減少40.3%;短期借款為14.47億元,長期借款為156.31億元。

截至2017年12月31日止,集團的總資產增加13.0%至727.88億元;而總負債增加12.7%至493.13億元。於2017年12月31日,集團持有現金及現金等價物為67.56億元,較2016年底的75.34億元減少10.3%;流動比率為1.48x,較去年底的1.47x提升了0.003x;集團的資本負債比率為57.96%,較2016年底的56.48%提升了1.48個百分點。

圖表一

業績	截至12月31日止12個月		
	2017	2016	變動%
人民幣千元			
收益	24,970,835	26,173,892	-4.6%
毛利	7,465,718	7,558,068	-1.2%
毛利率	29.9%	28.9%	1.0%
股東應佔利潤	3,054,657	3,002,982	1.7%
人民幣千元	2017年12月31日	2016年12月31日	變動%
總資產	72,787,841	64,437,167	13.0%
總負債	49,312,840	43,738,373	12.7%
流動比率(x)	1.48	1.47	0.003
現金及現金等價物	6,756,114	7,534,171	-10.3%
資本負債比率(%)	57.96%	56.48%	1.48%

資料來源: 新疆金風科技股份有限公司

圖表二

投資要點及利好因素

分部收入及業績	截至12月31日止12個月				
	佔比%	2017	佔比%	2016	變動%
收入					
風力發電機組製造與銷售	77.5%	19,345,998	85.1%	22,264,112	-13.1%
風電服務	8.2%	2,056,618	4.8%	1,245,537	65.1%
風電場開發	13.0%	3,247,362	9.2%	2,414,248	34.5%
其他	1.3%	320,857	1.0%	249,995	28.3%
總計	100.0%	24,970,835	100.0%	26,173,892	-4.6%
稅前利潤					
風力發電機組製造與銷售	45.4%	1,585,829	78.5%	2,788,638	-43.1%
風電服務	2.4%	83,253	2.3%	81,044	2.7%
風電場開發	45.4%	1,584,237	16.7%	594,764	166.4%
其他	7.6%	266,564	15.4%	547,626	-51.3%
抵銷	-0.8%	(29,327)	-13.0%	(460,116)	-93.6%
總計	100.0%	3,490,556	100.0%	3,551,956	-1.7%

資料來源: 新疆金風科技股份有限公司

1. **分部業績及營運數據。**截至 2017 年 12 月 31 日止 12 個月，集團 2017 年的營業收入同比下跌 4.6% 至 249.71 億元。2017 年集團的收入減少主要由於(1)2017 年風電行業整體維持低速發展，令集團的風機銷售收入下跌；(2)由於集團在 EPC 服務領域的收入較去年同比大幅增長，(3)隨著集團正式進入運營階段的風電場容量增加，令集團的發電收入同比實現大幅增長，(4)因集團的水務業務的銷售收入有顯著增長所致；整體毛利同比下跌 1.2% 至 74.66 億元；毛利率較去年同期的 28.9% 提升了 1 個百分點至 29.9%。集團去年四大分部的表現如下：

風力發電機組製造與銷售：佔集團整體收入 77.5% 的風力發電

製造與銷售分部，其去年的收入同比下跌 13.1% 至 193.46 億元。分部的毛利同比下跌 15.1% 至 48.17 億元。毛利率同比 2016 年的 25.5% 下跌了 0.59 個百分點至 24.9%。分部溢利同比下跌 43.1% 至 15.86 億元。

截至 2017 年 12 月 31 日止年度，集團 2017 年實現對外銷售容量為 5,081.5MW，同比減少 13.6%，其中 3.0MW 機組銷售量同比 44.4% 至 45MW；2.5MW 機組銷售量同比增長 10.6% 至 1,377.5MW；2.0MW 機組銷售量同比增長 37% 至 3,032MW；1.5MW 機組銷售量同比下 73.2% 至 627MW；

風電服務：佔集團整體收入 8.2% 的風電服務分部，其去年的收入同比增長 65.1% 至 20.57 億元。分部毛利同比增長 55.3% 至 3.12 億元。分部溢利同比增長 2.7% 至 8,325 萬元。

截至 2017 年 12 月 31 日止年度，集團運維服務團隊為全球超過 35,337 台機組、992 個風電場提供建設、運維等服務和技術支援，20,176 台機組接入金風科技全球監控中心；

風電場開發：佔集團整體收入 13.0% 的風電場開發分部，其去年的收入同比增長 34.5% 至 32.47 億元。分部毛利同比增長 42.3% 至 21.38 億元。分部溢利同比增長 1.66 倍至 15.84 億元。

於 2017 年 12 月 31 日，集團國內新增並網裝機容量 515.94MW，新增並網權益裝機容量 344.82MW。截至 2017 年 12 月 31 日，集團累計風電場並網裝機容量 4,713.50MW，累計權益並網容量 3,868MW；在建風電場項目容量 1,523.15MW，權益容量 1,496.15MW。2017 年國內新增權益核准容量 1,814MW，截至 2017 年底國內已核准未開工的權益容量為 2,780MW，機組發電利用小時數為 1,994 小時。其中，國際風電項目已完工風電場裝機容量 421MW，權益容量 124.1MW，在建風電項目容量 690MW，權益容量 690MW。

其他：佔集團整體收入 1.3% 的其他分部(從事水務和融資租賃)，其去年的收入同比增長 28.3% 至 3.21 億元。分部毛利同比增長 11.3% 至 1.99 億元。分部溢利同比下跌 51.3% 至 2.67 億元。

截至 2017 年 12 月 31 日止，集團運營的水廠合計 28 家，設計水處理規模近 170 萬噸/日，全年共處理生活污水、工業廢水 16,951.70 萬噸；水務業務實現銷售收入同比增長 70.7% 至 161.7 百萬元，淨利潤同比增長 2.46 倍至 81.33 百萬元。

2. **風電行業發展情況。**在環保的需求下非石化能源發電的佔比及重要性已被中國政府逐漸提高。在「十三五規劃」當中的能源部份，可再生能源及潔淨能源如風電、水電、光伏及天然氣發展已佔了當中一定程度的篇幅。而發改委、能源局於 2017 年 1 月 5 日正式發佈《能源發展十三五規劃》，期內非化石能源消費比重提高到 15% 以上，天然氣消費比重力爭達到 10%，煤炭消費比重降低到 58% 以下。《規劃》要求推進非化石能源可持續發展。而為實現 2020 年和 2030 年非化石能源分別佔一次能源消費比重 15% 和 20% 的目標，加快建立清潔低碳的現代能源體系，促進可再生能源產業持續健康發展，國家相繼出臺了《天然氣發展“十三五”規劃》及《可再生能源發展“十三五”規劃》。

投資要點及利好因素

去年底發改委發佈了《可再生能源發展“十三五”規劃》，規劃提出將非石化燃料在能源組合中的佔比由2015年約佔12%，提升至2020年的15%，以及2030年的20%。到2020年，全部可再生能源發電裝機6.8億千瓦，發電量1.9萬億千瓦時，佔全部發電量的27%。屆時，風電項目電價可與當地燃煤發電同平台競爭。限電地區的風電、太陽能發電年度利用小時數全面達到全額保障性收購的要求。在全面協調推進風電開上，規劃提出，到2020年底，全國風電並網裝機確保達到2.1億千瓦以上。《規劃》亦明確，“十三五”期間，我國在可再生能源領域的新增投資將達到2.5萬億元，較“十二五”期間增長近39%。其中，到2020年，新增風電裝機約8000千瓦，新增投資約7000億元。而按《風電發展「十三五」規劃》，中國政府目標於2020年前將全國累計風電網機容量達到210GW以上，即2016年2020年的5年期間，風電網機的年複合增長率可達到10%至20%，風電發電量會有18%的複會增長率。要提高風電的發電率及利用率，首先要解決棄風的問題，去年11月發改委及國定能源局印發了《解決棄水棄風棄光問題實施方案》。到今年3月國家能源局再發布了《可再生能源電力配額及考核辦法（徵求意見稿）》，明確了2018年和2020年各省的可再生能源電力總量配額指標、非水電可再生能源配額指標，以及考核監督辦法。辦法要求將可再生能源電力消納作為一項約束性指標，相信能有效提高風電光伏等可再生能源發電終端的消費比重，以解決風電限電的問題。

從國家統計局的數據顯示，2017年，全國發電量6.5萬億千瓦時，比上年增長5.9%。其中，火電增長5.1%，水電增長0.5%，核電增長16.3%，風電增長24.4%，太陽能發電增長57.1%。2017年，風力發電量2950億千瓦時，比上年增長24.4%，已成為我國第三大類型電源。2017年中國風電平均利用小時數1,948小時，同比增加203小時。風電棄風電量419億千瓦時，平均棄風率12%，較去年同比降低5.2個百分點。其中，三北地區紅色預警地區的棄風率下降趨勢明顯，寧夏、內蒙古、黑龍江棄風率均低於20%。風電的快速發展，是建立在產業技術水準顯著提高、行業管理逐步完善，以及相關補貼政策出臺落實的基礎之上，得益於加快開發中東部和南方地區陸上風能資源、有序推進“三北”地區風電就地消納利用的建設佈局。最新，國家能源局發佈的數據顯示，2018年1至3月，全國風電發電量979億千瓦時，同比增長39.4%；全國平均風電利用小時數592小時，同比增加124小時。1月份至3月份，全國棄風電量91億千瓦時，同比減少44億千瓦時；全國平均棄風率8.5%，棄風率同比下降8%。全國棄風電量和棄風率“雙降”。從數據的變化中看到，非石化能源結構逐步提升，而風電於今年一季度的數據中的發電量增長加快，棄風率亦大幅下降，相信在進入夏季用電量的高峰期下風電發電的利用率會進一步提高，有利集團風電服務及風電銷售的業務。

2. **國策扶持。**「美國中國」、「藍天保衛戰」已升級到成為國家級的戰略，能源將會成為當中改革令中國更美麗的一個重要角色，國家能源局已積極地推動電力結構的改革。為實現“十三五”非石化能源佔比的目標，去年多個相關部委不斷出臺完善行業發展的政策，當中有個個利集團「兩海戰略」及業務發展。而「兩海戰略」即是發展海上風電及拓展海外風電市場。

在海上風電發展上，2017年5月4日，發改委、國家海洋局發佈了《全國海洋經濟發展「十三五」規劃》，規劃指出要因地制宜、合理佈局海上風電產業，鼓勵在深遠海建設離岸式海上風電場，調整風電並網政策，健全海上風電產業技術標準體系和用海標準；加強5兆瓦、6兆瓦及以上大功率海上風電設備研製，突破離岸變電站、海底電纜輸電關鍵技術，延伸儲能裝置、智能電網等海上風電配套產業。去年海上風電全面啟動，據中國風能協會數據顯示，2017年中國海上新增裝機容量116萬千瓦，累計280萬千瓦；同時海上風電招標量大幅增長，2017年國內海上風電項目招標3.4GW，較2016年同期增長了81%，佔全國招標量的12.5%。隨著中國海上風電建設成本持續優化、配套產業日漸成熟，海上風電也迎來「加速期」。而金風科技為加快海上市場拓展、資源儲備以及質量能力建設，推出了針對海上風電開發的整體解決方案「6.X機型+

投資要點及利好因素

單樁基礎一體化設計解決方案」，在為客戶實現低基礎造價、低吊裝成本、低徵地費用、低海纜成本、低運維成本的同時，結合風電機組的大葉輪與大容量，實現該區域海上風電的高收益。去年集團海上項目新增中標量65萬千瓦，佔比全國總定標量19.6%，海上市場新增裝機量20.78萬千瓦，累計裝機量37.38萬千瓦。而集團目前在中國的江蘇鹽城建立了中國最大的海上風電機組研發中心和實驗平臺，在福建建立了零部件聯合制造基地和出口基地，未來還將在山東等地建立此類基地。相信在“十三五”規劃中國家規劃目標是到2020年確保並網5GW，力爭開工10GW。我國海上風力資源豐富，國家已為海上風力發電大開綠燈下，集團會爭取得更多海上風電項目建設及相關的售後風電服務的收入。

在海外項目發展上，2017年6月19日，發改委、國家海洋局聯合發佈《關於印發「一帶一路」建設海上合作設想的通知》，通知中指出中國政府高度重視與有關國家的海上合作，加強戰略溝通，搭建合作平臺，開展一系列合作項目。集團去年的海外市場新增開發及儲備項目容量創歷史新高，達到1.2GW，包括澳大利亞720MW（其中Stockyard Hill，527.5MW項目為澳大利亞最大風電項目），美國160MW及阿根廷350MW。國際風電項目已完工風電場裝機容量421MW，權益容量124.1MW，在建風電項目容量690MW，權益容量690MW。集團更於去年實現了6個新興市場的突破，在烏茲別克斯坦實現了裝機並網、土耳其市場完成機組的吊裝、簽訂了哈薩克斯坦援建項目訂單、在菲律賓獲得首份訂單、首次進入阿根廷風電市場開展項目投資，實現了巴西發電機服務業務的新突破。集團進軍海外的業務模式將會採用“縱向發展”戰略，即是將風電場投資、風機製造、售後服務等方面縱向打通，進一步提升其競爭能力。集團亦同時嘗試海外智慧微網等新業務模式，去年已在尼日利亞收穫智能微網項目訂單，這將是非洲大陸首個微網項目。另外，集團已在美國實現了分布式項目的擴容，在銷售模式上實現創新。相信隨著全球推行“可再生能源發電”、“一帶一路”及“中國製造2025”戰略的國家戰略下集團會在海外取得更多與風機製造、風電服務、風電場投資與開發等的訂單項目及收入。

除「兩海戰略」之外，因應國策集團亦積極發展分散式風電。2017年5月27日，國家能源局發佈《關於加快推進分散式接入風電項目建設有關要求的通知》，通知指出，要切实做好分散式接入風電項目建設，分散式接入風電項目不受年度指導規模的限制；2017年10月31日及12月28日，國家能源局先後發佈了《關於開展分布式發電市場化交易試點的通知》及補充通知，明確分布式發電市場化交易的機制為分布式發電項目單位與配電網內就近電力使用者進行電力交易，電網企業承擔分布式發電的電力輸送並配合有關電力交易機構組織分布式發電市場化交易，按政府核定的標準收取「過網費」。同時明確了分布式發電市場化交易可採取的三種模式。去年集團積極推進分散式風電項目開發，已獲得14萬千瓦分散式項目核准。相信隨著分散式風電扶持政策進一步升級，而分散式接入風電項目不受年度指導規模的限制，加上湖南省、山西省、河南省、內蒙古自治區、新疆相繼發佈了「十三五」分散式風電建設方案下。分散式風電有望迎來快速發展期，成為風電行業新的增長點，有助集團亦會可因此而取得更多分散式項目的訂單。

股價走勢 (圖表三)

集團於6月10日的收市價為\$11.08，股價按年升25.45%。集團的股價上周受到6月1日發改委公佈削減光伏補貼及暫緩今年新專案配額所拖累，集團的股價由12元以上的位置跌至上周五收市11.08元的水平，下跌幅度超過9%。現時14天相對強弱指數亦已由早前的高位回落至34.5195的水平，股價回落至10天、20天及50天移動平均線以下，而MACD線及訊號線於利淡的區間內，短期集團的股價在大市氣氛不穩的情況下仍有整固的壓力。但該光伏新政未有對風電發電行業構成影響，雖然能源局目標是2020至2022年要全面退出對風電行業的補貼，但現時風電的補貼本身已較低，上周的急跌是市場過度憂慮。長遠已言，風電作為國內第三大能源，對國家的可再生能源發展及利用，以及大氣治理等方面起著重要的作用。未來在國家及全球對環保能源的需求提升下，金風科技作為國內第一大及全球第三大的風力發電設備商的收入有望可進一步提升。建議投資可於11元附近的水平增持或吸納，以憧憬集團未來的盈利能行進一步提升。

資料來源: 彭博

估值預測

以 6 月 8 日的收市價\$11.08 計算，其市盈率及市帳率分別為 11.72 及 1.41 倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏低的水平。集團於 4 月底公佈了今年第一季度的業績，扭轉過去兩年收入下跌的情況，因集團旗下東北地區營運的風電場棄風限電情況好轉，加上華南地區新增風電裝機投入營運，帶動風機利用率改善，風電利用小時反彈。而集團同時公佈，截至 2018 年 3 月 31 日，集團待執行外部訂單總量為 10,433.05MW，較 2017 年 12 月 31 日增長 11.5%，而在手外部訂單共計 16782.7MW，較 2017 年 12 月 31 日增長 5.8%，其中海外在手訂單 813MW。此外，集團另有內部訂單為 591.7MW。而集團亦同時對 2018 年 1 至 6 月的經營業績作出預測，預期今年上半年的股東應佔利潤同比增長 0%至 50%。現時集團有大量的在手訂單有待釋放，風電行業的運行及監管已有改善，今年能源局已將內蒙古、黑龍江及寧夏紅色預警區域解禁，該三省可重新興建風電場，證明行業最艱難的時間已過，加上棄風限電情況已大幅改善，有利帶動風電行業的盈利重拾增長，金風科技作為國內第一大及全球第三大的風力發電設備商，在非石化能源消費佔比逐步提升下，集團未來的收入亦會因此而逐步提升。另外，亦睇好集團的新興業務—水務業務，水務處理亦為國家重視的一環，截至 2017 年 12 月 31 日止，集團運營的水廠合計 28 家，設計水處理規模近 170 萬噸／日，全年共處理生活污水、工業廢水 16,951.70 萬噸；水務業務實現銷售收入同比增長 70.73%至 161.70 百萬元，淨利潤同比增長 2.46 倍至 81.33 百萬元。相信隨著集團深耕水務產業鏈，拓展大環保產業，逐漸發展成為一體化環保產業綜合服務商下，其水務業務的收入亦會成為集團的另一增長引擎。在眾多利好風電行業及環保行業發展的政策扶持下，加上金風科技本身的技術優勢，看好集團未來的發展及，所以會將金風科技的目標價定在\$13.65 即相當於約 11.66 倍市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 23.65%的潛在升幅。 資料來源: 彭博

風險因素

- 風電上網電價的下調，影響集團未來的裝機量
- 海上風電市場發展不及預期
- 國際油價持續低迷，影響風電的利用率
- 風機價格市場競爭超出預期，會影響集團的毛利

利益披露及免責聲明

利益披露：本報告的作者為香港證監會持牌人，分析員本人及其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務。

免責聲明：本研究報告由工銀亞洲的分析員所編制。閣下在收取及閱讀本研究報告時，即表示同意以下所述的條款及限制所約束。

本研究報告只提供與工銀亞洲的客戶，在未經工銀亞洲事先以書面同意前，本報告所載的資料不得以任何形式、任何理由複製、分發或公佈本研究報告的全部或部分的內容。工銀亞洲不會對任何經由利用本刊物所載的資料所構成直接或間接的損失而負責。

工銀亞洲、其有關聯及附屬公司，可能持有本研究報告內所述或有關公司之證券，並可能不時進行買賣，或對其有興趣。並且，工銀亞洲、其有關聯及附屬公司可能與本研究報告內所述或有關公司不時會進行業務往來，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽出其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供銀行投資銀行、顧問、包銷、融資或其他的服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本研究報告時，應該要留意任何或上述的情況，因有可能導致真正或潛在的利益衝突。

本研究報告的內容及所載的資料均由公開的渠道所獲得，並相信為正確及可靠的來源，報告內所覆蓋的內容、分析、預期及意見是基於該等資料而作出的，只屬個人的意見分析。工銀亞洲不會作出明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。本報告所載的任何意見、預測、假設、估值及價格，全屬指定的日期，而在無提前通知的情況下，或可能會隨時變更。本研究報告所載的任何資料或研究會隨時變更，工銀亞洲並無任何責任更改公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在以上所提及的情況下，工銀亞洲並不會對任何使用經公開的資料或研究而帶來直接或間接的損失所負責。

本研究報告只為提供一般數據之性質及提供給客戶作閱覽之用，並沒有考慮及照顧任何某特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本研究報告所提及的產品並非適合所有的投資者，投資者不應依賴本研究報告作出任何投資決定，並應尋求獨立的財務、法律及稅務專業意見。本研究報告內的任何資料或意見均不構成或被視為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。