



业绩分析 金风科技 (H) (2208.HK)

中性

证券研究报告

业绩符合预期；2015年前景积极

与预测不一致的方面

我们估算，金风科技2014年剔除一次性项目公允价值收益的核心净利润同比增长了409%，至人民币17.2亿元（高华预测为17.8亿元），主要得益于风电场业务收入同比增长218%的推动。我们估算，1.5MW风机销售同比增长57%推动2014年风机发货量同比增长43%至4.2GW。虽然2014年机组利用小时数从2013年的2,412小时降至2,182小时，但是已安装风电场装机容量17%的增长显著提高了下游业务的盈利贡献。此外应收账款天数因客户回款改善而从2013年的298天降至219天，但是风电场完工后的利息支出确认推动财务成本大幅上升了85%。

投资影响

我们预计金风科技2015年的业务重点将是风机销售和下游项目开发。分析师推介会的要点如下：**1)**截至2014年底，金风科技风机销售的在手订单为11.9GW，四季度增长了34%。公司2015年的发货量目标超过了5GW，其中包括1.5GW新型低速2MW风机产品。**2)**对于下游业务而言，金风科技计划在2015年将超过1GW项目实现并网。我们估算截至2015年底，公司的权益装机容量将达到2.5GW，而且具备高盈利能力的风电场项目（毛利率超过60%，内部股权收益率为13%）可能为金风科技贡献收入人民币18亿元。**3)**就海外市场扩张而言，金风科技在巴拿马、罗马尼亚和泰国的在手订单规模为488MW，公司预计将于2015-16年完工。为了体现下游业务的增长，我们将2015-16年净利润预测上调了6%/7%。相应地，我们将金风科技H/A股基于2015年行业市净率 vs 净资产回报率计算的12个月目标价格分别从此前的12.4港元/人民币14.6元上调至13.2港元/人民币15.5元（仍基于1.75倍/2.57倍的H/A股预期市净率）。我们推出了人民币23.88亿元的2017年净利润预测。我们维持对于H/A股的中性评级。上行风险：风电场开发快于预期；下行风险：风机销售放缓。

金风科技2014年业绩概览

Goldwind (Rmb mn)	2H13	1H14	2H14	HoH%	YoY%	2013	2014	YoY%
Net profit	335	331	1,499	353%	348%	428	1,829.7	328%
Core profit	293	311	1,055	239%	260%	338	1,720	409%

资料来源：公司数据、高华证券研究

所属投资名单

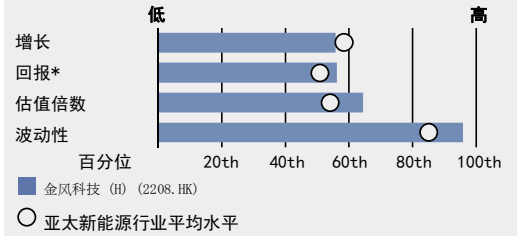
中性

行业评级：中性

何方 (分析师) 执业证书编号: S1420514050001
+86(21)2401-8925 frank.he@ghst.cn 北京高华证券有限责任公司
刘帅 (研究助理)
+86(21)2401-8935 shuai.liu@ghst.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

投资摘要

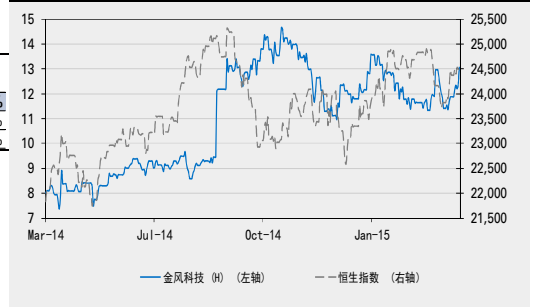


* 回报 - 资本回报率 投资摘要指标的全面描述请参见本报告的披露部分。

主要数据

主要数据	当前			
股价 (HK\$)	13.06			
12个月目标价格 (HK\$)	13.20			
002202.SZ 股价 (Rmb)	17.81			
002202.SZ 12个月目标价格 (Rmb)	15.50			
市值 (HK\$ mn / US\$ mn)	35,191.3 / 4,538.5			
外资持股比例 (%)	--			
	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
每股盈利 (Rmb) 新	0.64	0.69	0.83	0.89
每股盈利调整幅度 (%)	(2.6)	7.1	8.6	--
每股盈利增长 (%)	409.4	8.7	19.8	6.6
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.64	0.69	0.83	0.89
市盈率 (X)	12.7	15.1	12.6	11.8
市净率 (X)	1.5	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA (X)	11.0	12.2	9.4	8.6
股息收益率 (%)	4.9	2.7	3.2	3.4
净资产回报率 (%)	12.2	12.2	13.5	13.3
ROIC (%)	24.6	16.2	12.9	11.8

股价走势图



股价表现 (%)

股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	10.7	(2.4)	62.8
相对于恒生指数	5.5	(5.6)	45.2

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为3/27/2015收盘价)

金风科技(H): 财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	资产负债表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入	17,572.6	22,145.8	22,947.5	22,471.8	现金及等价物	9,528.5	9,242.3	13,643.4	15,459.6
主营业务成本	(12,572.0)	(15,431.7)	(15,322.6)	(14,192.5)	应收账款	11,294.2	15,402.0	11,003.3	14,854.7
销售、一般及管理费用	(2,655.7)	(3,499.0)	(3,579.8)	(3,505.6)	存货	3,649.6	5,228.9	3,586.8	4,578.8
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	3,622.6	3,622.6	3,622.6	3,622.6
其它营业收入/(支出)	(98.6)	(243.6)	(114.7)	(112.4)	流动资产	28,094.9	33,495.9	31,856.1	38,515.6
EBITDA	2,246.3	2,971.4	3,930.3	4,661.4	固定资产净额	10,481.8	15,529.9	18,727.8	21,663.4
折旧和摊销	(434.2)	(472.1)	(634.9)	(897.1)	无形资产净额	265.3	206.2	147.2	88.1
EBIT	1,812.1	2,499.3	3,295.4	3,764.2	长期投资	1,821.7	2,028.4	2,253.6	2,478.8
利息收入	63.2	139.3	135.1	199.4	其它长期资产	5,113.7	5,113.7	5,113.7	5,113.7
财务费用	(584.3)	(829.2)	(1,174.5)	(1,519.7)	资产合计	45,777.3	56,374.2	58,098.4	67,859.6
联营公司	36.3	68.4	73.0	73.0	应付账款	5,728.1	10,337.8	5,614.4	9,161.3
其它	781.7	438.4	452.2	452.2	短期贷款	5,857.7	5,857.7	5,857.7	5,857.7
税前利润	2,109.0	2,316.1	2,781.2	2,969.1	其它流动负债	10,734.0	10,322.5	9,809.9	9,012.0
所得税	(255.5)	(421.9)	(511.2)	(548.8)	流动负债	22,319.8	26,518.1	21,282.1	24,031.1
少数股东损益	(23.8)	(24.9)	(30.1)	(32.3)	长期贷款	6,022.7	11,022.7	16,022.7	21,022.7
优先股股息前净利润	1,829.7	1,869.4	2,239.9	2,388.0	其它长期负债	2,207.8	2,460.4	3,047.3	3,595.2
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	8,230.6	13,483.2	19,070.0	24,617.9
非经常性项目前净利润	1,829.7	1,869.4	2,239.9	2,388.0	负债合计	30,550.3	40,001.2	40,352.1	48,649.0
税后非经常性损益	109.8	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	1,719.9	1,869.4	2,239.9	2,388.0	普通股权益	14,767.8	15,889.4	17,233.4	18,666.1
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.68	0.69	0.83	0.89	少数股东权益	459.2	483.5	512.9	544.5
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.64	0.69	0.83	0.89	负债及股东权益合计	45,777.3	56,374.2	58,098.4	67,859.6
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.64	0.69	0.83	0.89	每股净资产(Rmb)	5.48	5.90	6.40	6.93
每股股息(Rmb)	0.40	0.28	0.33	0.35					
股息支付率(%)	62.7	40.0	40.0	40.0					
自由现金流收益率(%)	2.3	(12.1)	4.3	(3.0)					
增长率和利润率(%)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	比率	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入增长率	44.1	26.0	3.6	(2.1)	CROCI(%)	24.6	16.2	12.9	11.8
EBITDA增长率	358.8	32.3	32.3	18.6	净资产回报率(%)	12.2	12.2	13.5	13.3
EBIT增长率	601.7	37.9	31.9	14.2	总资产回报率(%)	4.2	3.7	3.9	3.8
净利润增长率	409.4	8.7	19.8	6.6	平均运用资本回报率(%)	13.2	11.8	12.4	12.3
每股盈利增长	409.4	8.7	19.8	6.6	存货周转天数	96.6	105.0	105.0	105.0
毛利率	28.5	30.3	33.2	36.8	应收账款周转天数	219.1	220.0	210.0	210.0
EBITDA利润率	12.8	13.4	17.1	20.7	应付账款周转天数	149.6	190.0	190.0	190.0
EBIT利润率	10.3	11.3	14.4	16.8	净负债/股东权益(%)	15.4	46.7	46.4	59.5
					EBIT利息保障倍数(X)	3.5	3.6	3.2	2.9
现金流量表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	估值	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
优先股股息前净利润	1,829.7	1,869.4	2,239.9	2,388.0	基本市盈率(X)	12.7	15.1	12.6	11.8
折旧及摊销	434.2	472.1	634.9	897.1	市净率(X)	1.5	1.8	1.6	1.5
少数股东权益	23.8	24.9	30.1	32.3	EV/EBITDA(X)	11.0	12.2	9.4	8.6
运营资本增减	169.0	(1,077.4)	1,317.4	(1,296.5)	企业价值/总投资金(X)	1.3	1.4	1.2	1.1
其它	372.6	693.7	775.3	885.4	股息收益率(%)	4.9	2.7	3.2	3.4
经营活动产生的现金流	2,829.4	1,982.7	4,997.7	2,906.4					
资本开支	(2,312.6)	(5,461.2)	(3,773.7)	(3,773.7)					
收购	(55.9)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	693.8	100.0	100.0	100.0					
投资活动产生的现金流	(1,674.7)	(5,361.2)	(3,673.7)	(3,673.7)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(234.5)	(1,077.8)	(747.8)	(896.0)					
借款增减	5,022.5	5,000.0	5,000.0	5,000.0					
普通股发行(回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(734.9)	(829.8)	(1,175.2)	(1,520.5)					
筹资活动产生的现金流	4,053.1	3,092.4	3,077.0	2,583.5					
总现金流	5,207.7	(286.1)	4,401.1	1,816.2					

注: 最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源: 公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

何方
frank.he@ghsl.cn

刘帅
shuai.liu@ghsl.cn

图表1: 金风科技 2014 年业绩概览

Goldwind' results summary (Rmb mn)	2H13	1H14	2H14	HoH%	YoY%	2013	2014	YoY%	Comments
Turnover									
Wind turbine generator manufacturing	8,389	3,683	12,021	226%	43%	11,222	15,704	40%	1.5MW contributed to 79.28% of WTG sales in 2014
Wind power services	382	241	408	69%	7%	590	649	10%	
Wind farm development and others	198	520	699	34%	253%	385	1,220	217%	Increase in numbers of operating wind farms
Total revenues	8,969	4,444	13,128	195%	46%	12,196	17,573	44%	Recovery of China's wind power industry
Cost of sales	(7,114)	(3,095)	(9,911)	220%	39%	(9,742)	(13,006)	34%	D&A +117%, raw materials +50% yoy
Gross profit									
Wind turbine generator manufacturing	1,715	963	2,717	182%	58%	2,167	3,681	70%	
Wind power services	17	26	49	89%	182%	42	75	79%	
Wind farm development and others	123	360	451	25%	266%	246	810	230%	
Total gross profit	1,855	1,349	3,217	138%	73%	2,454	4,566	86%	
SG&A	(1,428)	(855)	(1,801)	111%	26%	(2,042)	(2,656)	30%	Higher product warranty provisions and labor costs
Other operating expenses	(69)	(61)	(38)	-37%	-45%	(154)	(99)	-36%	
EBIT (operating profit)	358	434	1,378	218%	285%	258	1,812	602%	
Finance costs	(154)	(221)	(300)	36%	95%	(282)	(521)	85%	Recognition of interest exp post wind farm completion
Share of P&L from JV and associates	55	38	49	30%	-11%	148	87	-41%	
Other non-operating income/(loss)	136	126	604	379%	345%	381	731	92%	Gain on disposals of wind farm project companies
Profit before taxation	396	377	1,732	360%	338%	506	2,109	317%	
Taxation	(66)	(32)	(223)	594%	238%	(72)	(255)	255%	Due to higher PBT on higher sales
Minority interest	5	(14)	(10)	-29%	-292%	(6)	(24)	298%	
Net profit	335	331	1,499	353%	348%	428	1,830	328%	
Exceptionals	42	19	444	2206%	951%	90	110	22%	
Core profit	293	311	1,055	239%	260%	338	1,720	409%	
EPS (Rmb)	0.12	0.12	0.56	353%	348%	0.16	0.68	328%	
Key financial and operating data									
Gross margin (%)									
Wind turbine generator manufacturing	20%	26%	23%	-3.6ppt	2.2ppt	19%	23%	4.1ppt	Due to cost control and mass production
Wind power services	5%	11%	12%	1.2ppt	7.5ppt	7%	12%	4.4ppt	
Wind farm development and others	62%	69%	64%	-4.7ppt	2.4ppt	64%	66%	2.6ppt	
Total gross margin	21%	30%	25%	-5.8ppt	3.8ppt	20%	26%	5.9ppt	
Wind turbine generator (WTG) sale									
WTG capacity sold (MW)	2,261	942	3,248	245%	44%	2,923	4,190	43%	The company targets to ship over 5GW in 2015
750KW	11	-	8	N/A	-21%	11	8	-27%	
1.5MW	1,713	692	2,857	313%	67%	2,262	3,549	57%	
2.5MW	538	250	383	53%	-29%	650	633	-3%	
WTG ASP (Rmb/MW)	3.65	3.73	3.64	-2%	0%	3.64	3.67	1%	
Wind farm development capacity (MW)									
Total installed capacity	1,777	1,894	2,000	6%	13%	1,777	2,000	13%	
Attributable installed capacity	1,306	1,423	1,522	7%	17%	1,306	1,522	17%	The company targets to connect over 1GW to the grid in 2015
Total project under construction	567	451	1,474	227%	160%	567	1,474	160%	
Attributable capacity under construction	553	446	1,454	226%	163%	553	1,454	163%	

资料来源: 公司数据、高华证券研究

信息披露附录

申明

我们，何方、刘帅，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

何方：中国新能源、亚太基础设施行业、亚太综合集团企业。

亚太综合集团企业：北京控股、长江实业、长江基建、中国燃气、招商局国际、华润燃气、新天绿色能源、中信股份、中远太平洋、大连港、新奥能源、复星国际、银河娱乐集团有限公司、合和实业、Hutchison Port Holdings Trust、和记黄埔、怡和控股、昆仑能源、Melco Crown Entertainment、新濠博亚娱乐、Melco International Development、MGM China、地铁公司、NWS Holdings、Sands China、上实控股、上海国际港务、Shun Tak Holdings、中石化冠德、SJM Holdings、Summit Ascent Holdings、太古股份公司 (A)、天合化工、天津发展、天津港发展、Towngas China、九龙仓集团、会德丰、Wynn Macau、盈德气体。

亚太基础设施行业：中交建(A)、中交建(H)、中国机械工程、中国铁建(A)、中国铁建(H)、中国中铁(A)、中国中铁(H)、中国建筑国际、宁沪高速(A)、宁沪高速(H)、深高速(A)、深高速(H)、成渝高速(A)、成渝高速(H)、中石化炼化工程、浙江沪杭甬。

中国新能源：阿特斯、中国传动、保利协鑫、晶科能源、隆基股份、兴业太阳能、天合光能、金风科技、金风科技(H)。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：金风科技 (Rmb19.06)、金风科技 (H) (HK\$14.58)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购股票要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2015 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。