

金風科技(002202.SZ)

A/H 股投資評等及目標價

A 股	持有
	002202.SZ 目標價：31.62RMB
H 股	

基本資料

股票信息	H股	A股
目前股價		29.24
股票代碼		002202.SZ
日成交量		18552200
52周最高價/最低價		36.55/21.84
發行股數(百萬股)		1400
其中：流通股(百萬股)		614.73
第一大股東	新疆風能有限責任公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
002202.SZ	2.99%	6.33%	4.13%	2.02%
399001.SZ	-5.99%	-6.17%	-2.90%	-8.98%

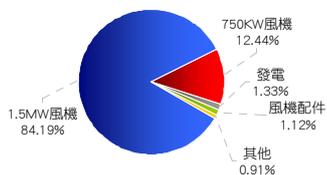
資料來源：元富上海

股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

產品主結構



資料來源：元富上海

元富上海代表處

分析師：鍾璘揚 James Chung

電郵：linyangchung.sh@masterlink-cn.com

市場競爭激烈，公司仍穩坐龍頭位置

- **特許權招標市場集中度高，金風科技市場地位逐漸下降：**風電市場集中度下降，但華銳、東汽、金風仍然穩占國內招標份額80.97%，而二線廠商湘電、明陽、運達等企業的市場份額逐漸增加。預計未來風電市場份額將進一步分散，原因是行業二三線廠商陸續進入批量生產階段，國內市場競爭壓力增加。
- **風電設備價格將在2010年平均下滑17.91%**隨著市場企業數增加，市場競爭更加激烈，近來，二三線廠商透過價格策略拓展市場份額，導致國內風電整機價格開始下滑。國內三大巨頭金風、東汽及華銳之風電整機價格目前已平均下滑15%，金風科技風機價格已從2008年的6,400元/kw下跌至2009年的5,400元/kw，下滑幅度達15.63%。由於風電機市場在2010年處於供過於求的狀態，風電機價格將持續下滑，預計將在2010年下降至4,433元/kw，較現有價格低17.91%。
- **公司毛利率下滑：**公司2010年主要銷售產品為1.5MW風電機，其價格較780KW為高，但毛利率明顯較低。1.5MW風電機的銷售將拉低公司毛利率，從1H09年的23.41%掉到2010年的19.00%。除此之外，考慮到風電市場競爭激烈而導致的風電機價格滑落幅度較原材料價格的下滑幅度大，預計公司毛利率將從2009年的24.19%下滑至2010年的21.67%。
- **隨著風電市場趨於成熟，公司營收已開始進入穩定成長期：**元富預估金風科技2009年營收將達到110.14億元，YoY+70.55%；2010年營收將達133.89億元，YoY+21.56%，EPS分別達1.02元及1.09元。對應目前股價29.77元，2009年及2010年動態市盈率分別為29.17倍和27.31倍，鑒於公司成長增速減慢，元富給予金風科技投資評級為持有評級，給予公司目標價31.62元。

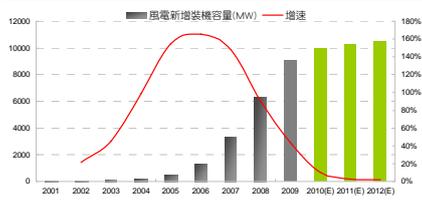
主要財務分析

	2007	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
主營業務收入	3,103.03	6,457.81	11,013.79	13,388.58	16,584.73
年增率(%)	165.81%	108.11%	70.55%	21.56%	23.87%
主營業務利潤	608.85	879.27	1,591.91	1,695.61	2,240.44
年增率(%)	132.81%	44.42%	81.05%	6.51%	32.13%
淨利潤	629.60	914.53	1,434.04	1,525.92	1,994.89
年增率(%)	139.62%	45.26%	56.81%	6.41%	30.73%
每股收益	1.26	0.91	1.02	1.09	1.42
市盈率(倍)	100.32	27.75	29.29	27.52	21.05
市淨率(倍)	23.81	6.17	7.69	6.44	5.20
股價/經營現金	30.13	41.70	(163.06)	108.53	89.43
ROA(%)	11.61%	9.37%	9.51%	8.66%	9.44%
ROE(%)	21.52%	25.34%	27.05%	24.18%	25.46%
現金股利率	0.18%	0.40%	0.33%	0.33%	0.33%

資料來源：元富上海

國內風電行業將持續增長

國內風電設備需求持續增長



資料來源：元富上海

隨著全球環境危機的日益加劇，風力發電在為經濟提供穩定電力供應同時，可以有效緩解空氣污染、水污染和溫室效應問題，因此風力發電已成為各個國家替代能源首選。中國2008年共建風電場81個，新增風電裝機容量達630萬千瓦，位列全球第二，僅落後於美國。2009年新增風電裝機容量達908萬千瓦，增速達44.17%，超過我們預期。考慮到國內各個風電企業快速擴大產能，國內新增裝機容量仍將持增長態勢，預計2010年及2011年國內風電新增裝機容量將達1,000萬千瓦及1,030萬千瓦，而國內風電總裝機容量將達3,129萬千瓦及4,159萬千瓦。

風電行業進入規模化產業階段

近年來，國家提出建設千瓦級世界級規模的風電基地，打造“風電三峽”、“空中三峽”，通過風電的規模化簡設和集中送出措施，提高風電建設的規模效益。在內蒙古、甘肅、新疆、河北和江蘇等能資源豐富地區，國家能源局2008年分別展開了6個千萬千瓦級風電基地的規劃和建設工作。國內風電產業從2008年起開始進入快速發展期，2004年國內風電整機生產企業僅為6家，2007年已達30多家，2009年已達70多家，較國外風電企業總和數更多。在70多家風電企業中，國有控股企業27家，民營企業23家，其餘則為合資或外方獨資企業。另外，在風電零部件方面，風葉生產企業達50家，塔筒生產企業近100家。

雖然國內風電設備企業數量持續增加，單國內相關核心技術仍缺乏

國內風電企業雖然眾多，但並不表示風電產品能夠滿足市產需求。國內70多家風電企業中，八成企業並無自主生產能力，主要靠上游企業提供葉片、齒輪和發電機來進行組裝工作，因此國內風電產品規格參差不齊，帶來國內市場混亂。目前，國內本土供應商仍未能真正掌握部分核心技術。國內僅有金風科技、東方電氣及華銳風電等十幾家企業能提供兆瓦級設備。而零部件方面，國內僅有風機葉片及風架能滿足市場需求，關鍵設備之一的風機軸承相關技術嚴重欠缺，多數零配部建仍需從國外進口。全國具備兆瓦級風機製造能力企業中，華銳、金風、東汽已為行業第一梯隊、湘電股份、重慶海裝、廣東明陽仍為第二梯隊。

國家政策將抑制國內以組裝風電設備為主、缺乏自主生產能力的小型企業

對於風電行業缺乏核心技術及盲目擴張問題，國家近期發佈對應政策：國家發改委、商務部、財政部聯合發佈“關於發佈鼓勵進口技術和產品目錄（2009年版）的通知”，公告國內風電企業在進口國外風電設備時將不再享受政策優惠，同時中央要求國內風電企業提高自主研發能力。除此之外，風電行業在2009年8月26日被發改委列入同鋼鐵、水泥、玻璃、多晶硅、煤化工等並列的六大產能過剩行業之一，詳細政府實際規劃還有待政府發佈。元富認為此政策目標抑制國內以組裝風電設備為主、缺乏自主生產能力的小型企業，因此將有利於有核心技術的大型企業。



特許權招標市場集中度高，金風科技市場地位逐漸下降

國家發改委推行的特許權開發方式即通過招標確定風電開發商和上網電價。從2009年5月公佈的蒙古/冀525萬千瓦特許權專案招標中標情況看，風電市場集中度下降，但華銳、東汽、金風仍然穩占國內招標份額80.97%，而二線廠商湘電、明陽、運達等企業的市場份額逐漸增加。預計未來風電市場份額將進一步分散，原因是行業二三線廠商陸續進入批量生產階段，國內市場競爭壓力增加。

特許權招標市場

	(2007年9月) 第五批特許權		(2008年7月) 酒泉特許權		(2009年5月) 525萬特許權	
	中標量	占比	中標量	占比	中標量	占比
華銳	45	47.37%	179	47.11%	200.5	38.16%
東汽	20	21.05%	115	30.26%	147.45	28.06%
金風	30	31.58%	81	21.32%	77.5	14.75%
湘電					30	5.71%
明陽					30	5.71%
運達					25	4.76%
國電					15	2.85%
其他			5	1.32%		
總合	95	100.00%	380	100.00%	525.45	100.00%
	萬千瓦	%	萬千瓦	%	萬千瓦	%

資料來源：元富上海

1.5MW風機將為2010年國內風電機主流機種

在政府強力推動大機容量新能源發電機的背景之下，國內企業近年來正在致力於研發兆瓦級風電機。而隨著1.5MW風電技術逐漸成熟，國內市場兆瓦級以下的風電機如750KW及780KW風電機將逐漸在2010年被淘汰，1.5MW風電機將成為2010年及2011年的主流機種。

國內風電市場將開始進入供過於求狀態

從產能來看，國內風機製造企業將在2010年將達到1276.5萬千瓦，其中金風科技、東方電氣及華銳風電產能分別為375萬千瓦、304萬千瓦及270萬千瓦，市占率分別為20.53%、16.64%及14.78%，國外風機製造企業的產能將達550萬千瓦，總產能將達1826.5萬千瓦，較2010年國內規劃新增裝機容量1000萬千瓦多，整體風電市場2010年供過於求幅度達82.65%。

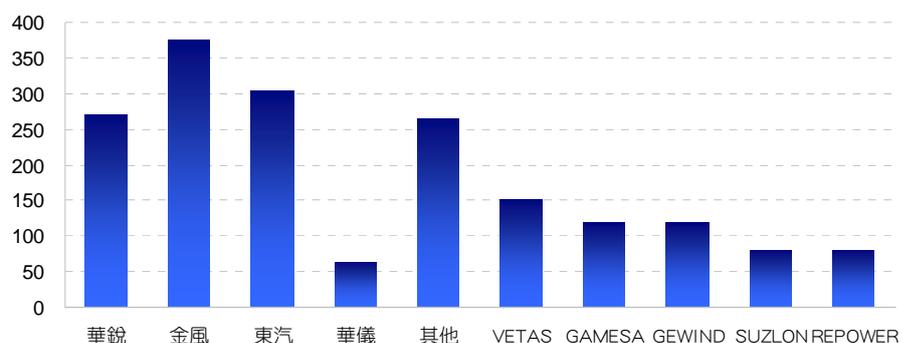
國內風電機產能

2010年風電機產能

	華銳	金風	東汽	華儀	其他(台數)
750MW		1000			
780MW				300	
1MW					450
1.5MW	1800	2000	1500	250	150
1.65MW			100		
2MW			250		850
2.5MW					110
合計					

資料來源：元富上海

裝機容量(萬千瓦)



資料來源：元富上海



公司致力於擴產及研發

公司1H09在北京亦莊基地、新疆烏魯木齊基地、內蒙包頭基地、甘肅酒泉、德國生產基地已完成擴產並已開始生產風電機，除此之外，公司西安基地專案正在建設中，預計將於年底完工；南京基地專案計畫於2009年下半年開工建設。全部基地完工後，兆瓦級風機產能將達到2,000台。公司2.5MW及3MW風機還在處於研發階段，目前屬於樣機製造階段，計畫在2009年下半年完成第一台2.5MW及3.0MW樣機的安裝，未來投資建設江蘇大豐海上風機基地。

2009年訂單總量將達4,000兆瓦，大幅成長54.56%。

3Q09國內訂單

	訂單量	台數
750W	527.25	703
1.5MW	1381.5	921
已中標但未簽約	1735.5	1157
總合	3644.25	2781
	兆瓦	台數

資料來源：元富上海

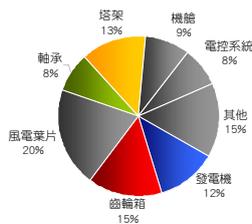
在2009年三季末，公司風電機訂單總數達364.43萬千瓦，共2,781台風電機，其中包括703台750KW風電機，921台1.5MW風電機及已中標但未簽約的1,157台1.5MW風電機。預計在2009年年底，公司訂單將達4,000兆瓦，較2008年增長54.56%。在2010年，公司新增訂單數量將呈微成長勢態，達4,200兆瓦。

風電設備價格將在2010年平均下滑17.91%

隨著市場企業數增加，市場競爭更加激烈，近來，二三線廠商透過價格策略拓展市場分額，導致國內風電整機價格開始下滑。國內三大巨頭金風、東汽及華銳之風電整機價格目前已平均下滑15%，金風科技風機價格已從2008年的6,400元/kw下跌至2009年的5,400元/kw，下滑幅度達15.63%。由於風電機市場在2010年處於供過於求的狀態，風電機價格將持續下滑，預計將在2010年下降至4,433元/kw，較現有價格低17.91%。

成本下滑速度不及價格下跌，導致毛利率下滑

風電整機成本結構



資料來源：元富上海

在公司風電機成本方面，由於原材料價格下降，行業競爭激烈以及產能規模的提升，公司在2009年與零部件供應商談判，部分的葉片及定子採購價格數度下調。從公司定子及葉片的兩次調價公告來看，2007年簽訂的定子合同額下調17.50%，2008年簽訂的定子及葉片合同下調約9%。然葉片占風機整機成本20%，定子不及整機成本的15%，因此公司整機成本僅下降了3.15%。由於風電整機設備建設通常為一年，因此公司當年銷售風電機營收依照前一年的合同所定。公司2010年主要銷售產品為1.5MW風電，其價格較780KW為高，但毛利率明顯較低。1.5MW風電機的銷售將拉低公司毛利率，從1H09年的23.41%掉到2010年的19.00%。除此之外，考慮到風電市場競爭激烈而導致的風電機價格滑落幅度較原材料價格的下滑幅度大，預計公司毛利率將從2009年的24.19%下滑至2010年的21.67%。

隨著風電市場趨於成熟，公司營收已開始進入穩定成長期

考慮到公司市占率及風電機價格的下滑，金風科技營收已無法如往年般快速增長，公司已開始進入營收穩定期，2009年及2010年營收增速將下降。元富預估金風科技2009年營收將達到110.14億元，YoY+70.55%；2010年營收將達133.89億元，YoY+21.56%，EPS分別達1.02元及1.09元。對應目前股價29.77元，2009年及2010年動態市盈率分別為29.17倍和27.31倍，鑒於公司成長增速減慢，元富給予金風科技投資評級為持有評級，給于公司目標價31.62元。



損益表

百萬元

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09(F)	1Q10(F)	2Q10(F)	3Q10(F)	4Q10(F)	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
營業收入	1,147	2,661	2,925	4,281	1,339	2,008	3,079	6,962	6,458	11,014	13,389	16,585
營業成本	831	2,016	2,240	3,263	1,049	1,573	2,412	5,453	4,873	8,349	10,487	12,904
營業毛利	317	645	684	1,018	290	435	667	1,509	1,585	2,664	2,902	3,681
營業費用	64	217	307	483	127	185	278	616	706	1,072	1,206	1,441
營業利潤	252	428	377	535	164	250	389	893	879	1,592	1,696	2,240
營業外收入	26	76	40	15	66	66	66	66	286	157	264	304
營業外支出	0	3	6	3	1	1	1	1	2	13	4	4
利潤總額	278	500	411	547	229	315	454	958	1,163	1,736	1,956	2,540
所得稅	73	103	17	67	43	60	88	187	126	260	378	486
少數股東損益	9	17	6	10	13	13	13	13	122	42	52	60
歸屬母公司淨利潤	196	380	387	470	173	242	354	757	915	1,434	1,526	1,995
每股收益	0.20	0.27	0.28	0.34	0.12	0.17	0.25	0.54	0.91	1.02	1.09	1.42
QoQ/YoY(%)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09(F)	1Q10(F)	2Q10(F)	3Q10(F)	4Q10(F)	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
營業收入	(72.70)	131.93	9.92	46.37	(68.73)	50.00	53.33	126.09	108.11	70.55	21.56	23.87
營業利潤	(56.44)	69.72	(11.91)	41.97	(69.43)	53.06	55.46	129.33	44.42	81.05	6.51	32.13
利潤總額	(67.39)	79.76	(17.87)	33.15	(58.22)	37.97	44.03	110.82	85.54	49.35	12.62	29.91
歸屬母公司淨利潤	(71.33)	93.46	1.91	21.33	(63.23)	40.24	45.91	114.05	45.26	56.81	6.41	30.73
各項比率	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09(F)	1Q10(F)	2Q10(F)	3Q10(F)	4Q10(F)	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
毛利率	27.59	24.25	23.40	23.78	21.67	21.67	21.67	21.67	24.54	24.19	21.67	22.19
營業利潤率	21.97	16.08	12.89	12.50	12.22	12.47	12.64	12.82	13.62	14.45	12.66	13.51
總利潤率	24.26	18.80	14.05	12.78	17.07	15.70	14.75	13.75	18.00	15.77	14.61	15.32
歸屬母公司淨利率	17.13	14.29	13.25	10.98	12.91	12.07	11.48	10.87	14.16	13.02	11.40	12.03

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)	Year-end Dec. 31	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
貨幣資產	3,286	3,029	3,416	3,885	淨利潤	1,021	1,476	1,578	2,055
短期投資	0	9	0	0	折舊與攤銷	52	55	50	50
應收帳款	2,619	4,406	5,355	6,634	投資收入	(266)	(48)	(240)	(280)
存貨	2,119	3,630	4,559	5,610	營運資金變化	(3)	(1,706)	(791)	(1,137)
其他流動資產	1,036	1,060	951	951	其他	57	(12)	(40)	(48)
流動資產	9,061	12,133	14,281	17,080	來自營運之現金流量	862	(235)	557	640
長期投資	26	28	38	48	資本支出	955	900	800	800
固定資產	1,099	1,944	2,694	3,444	長投增減	46	98	80	80
其他資產	879	1,416	1,205	1,204	其他	(92)	66	15	15
總資產	11,065	15,521	18,219	21,777	來自投資之現金流量	(1,000)	(736)	(705)	(705)
短期借款	50	390	200	200	自由現金流量	(138)	(971)	(148)	(65)
應付帳款	2,652	4,175	5,243	6,452	借款增(減)	844	1,218	1,045	1,045
其他流動負債	2,882	2,956	2,787	2,612	現金股利支出	101	510	510	510
流動負債	5,584	7,521	8,231	9,264	其他	0	0	0	0
長期負債	1,282	2,362	3,342	4,322	來自融資之現金流量	743	708	535	535
其他長期負債	108	180	120	120	匯率調整	0	6	0	0
總負債	6,973	10,063	11,693	13,706	本期產生之現金流量	606	(258)	387	470
普通股股本	1,000	1,400	1,400	1,400	Ratio Analysis				
資本公積金	1,670	1,670	1,670	1,670	Year-end Dec. 31	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
累計留存收益	1,061	1,985	3,001	4,486	ROA(%)	9.37%	9.51%	8.66%	9.44%
少數股權	362	404	456	516	ROE(%)	25.34%	27.05%	24.18%	25.46%
股東權益	4,092	5,458	6,526	8,071	ROCE(%)	45.44%	39.25%	33.28%	35.91%

資料來源：元富上海

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 30-50%	中性	行業符合行業指數	
區間買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 10-30%	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 10%內			
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 10%			