

电机

署名人: 王鹏

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 马蘅

S0960110120165

021-52340802

maheng@cjis.cn

金风科技

002202

中性

毛利率继续下滑, 出货量明年或有回升

公司发布 2011 年三季报, 实现总营收 94.2 亿元, 同比下滑 13.52; 净利润 6.15 亿元, 同比下滑 59.85%; 基本每股收益 0.23 元。同时, 预告 2011 年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降幅度为 50.00% ~ 100.00%。

6-12 个月目标价: 9.68 元

当前股价: 9.20 元

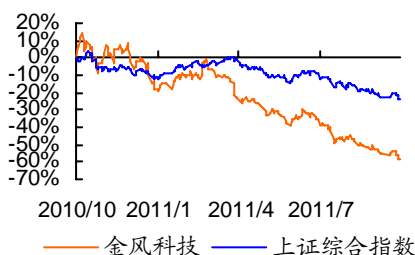
评级调整: 首次

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2317.28 |
| 总股本(百万) | 2695 |
| 流通股本(百万) | 2589 |
| 流通市值(亿) | 238 |
| EPS (TTM) | 0.72 |
| 每股净资产(元) | 5.06 |
| 资产负债率 | 51.4% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|--------|--------|--------|
| 金风科技 | -16.13 | -35.64 | -46.76 |
| 上证综合指数 | -7.79 | -16.22 | -23.44 |



相关报告

投资要点:

- **毛利率继续下滑, 存货水平仍高。**公司前三季度实现营收 94.2 亿, 同比下降 13.52%, 净利润 6.15 亿, 同比下滑 59.85%, 非经常性损益 0.96 亿, 基本每股收益 0.23 元。前三季度投资收益 3.16 亿, 主要来自风场股权出售。销售毛利率 18.62%, 同比减少 5.88 个百分点, 单季毛利已下降到 15.4%。净利率 6.53%, 同比减少 7.53 个百分点。三项费用率 13%, 同比增加 1.22 个百分点。应收帐款 110 亿, 比去年同期增加 42.5 亿; 存货 71.3 亿, 比去年同期增加 21.1 亿, 比今年上半年下降 1.48 亿。三季度营业成本环比增加了 35.07%, 而营业收入环比增加 26.57%, 我们认为主要由于整机价格仍然处于低位, 而上游原材料价格上涨抬升了成本, 使得毛利率进一步受到挤压。虽然短期内整机价格回升较难, 但我们预期四季度随着原材料价格回落成本上升压力有所减轻。虽然存货较上半年略有下降, 仍处于历史高位, 我们预期一方面由于风机出货增速平平, 一方面则可能是在原材料高位时期补充库存, 建议继续关注库存变化。
- **目前在手订单 3581MW, 已中标但未签正式合同订单 3412.5MW, 预计明年出货量或有所回升。**公司公告截至今年 9 月底的在手订单 3.58GW, 同比减少 218MW; 已中标未签约订单 3.41GW, 同比增加 1.61GW。结合今年上半年已销售装机量来看, 今年全年销售装机量或略有下降, 但我们认为主要压力来自上半年行业政策的变化和下游风电运营商资金收缩, 预期明年的装机量将有所提高, 从订单结构看 2.5MW 比重增加, 1.5MW 比重下降有利于优化产品毛利率。
- **首次给予中性的投资评级。**我们预测公司 2011-2013 年基本每股收益为 0.41、0.44、0.51 元, 目前股价对应 2011 年 PE 22.4 倍。首次对公司作中性的投资评级, 未来 6-12 月的目标价格为 8.8-9.68 元。
- **风险提示:** 整机商价格继续下降, 毛利率持续走低。

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 17596 | 14917 | 15588 | 18238 |
| 同比(%) | 64% | -15% | 4% | 17% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2290 | 1097 | 1198 | 1373 |
| 同比(%) | 31% | -52% | 9% | 15% |
| 毛利率(%) | 23.5% | 17.3% | 18.5% | 19.1% |
| ROE(%) | 17.2% | 8.2% | 8.2% | 8.6% |
| 每股收益(元) | 0.85 | 0.41 | 0.44 | 0.51 |
| P/E | 10.83 | 22.60 | 20.69 | 18.05 |
| P/B | 1.87 | 1.85 | 1.69 | 1.55 |
| EV/EBITDA | 6 | 11 | 7 | 6 |

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 流动资产 | 22500 | 19732 | 17159 | 19761 |
| 现金 | 9658 | 8000 | 5000 | 6000 |
| 应收账款 | 7065 | 5236 | 5474 | 6208 |
| 其它应收款 | 350 | 247 | 293 | 338 |
| 预付账款 | 504 | 1291 | 1257 | 1344 |
| 存货 | 4391 | 4554 | 4696 | 5368 |
| 其他 | 532 | 403 | 439 | 504 |
| 非流动资产 | 5562 | 12685 | 17309 | 22699 |
| 长期投资 | 323 | 616 | 677 | 711 |
| 固定资产 | 1703 | 7496 | 11980 | 16970 |
| 无形资产 | 508 | 611 | 708 | 788 |
| 其他 | 3028 | 3963 | 3945 | 4230 |
| 资产总计 | 28062 | 32417 | 34468 | 42460 |
| 流动负债 | 12120 | 15786 | 16252 | 22562 |
| 短期借款 | 1069 | 5234 | 5383 | 10460 |
| 应付账款 | 4648 | 3628 | 3824 | 4468 |
| 其他 | 6403 | 6924 | 7045 | 7634 |
| 非流动负债 | 2311 | 2810 | 3119 | 3362 |
| 长期借款 | 1465 | 2114 | 2377 | 2631 |
| 其他 | 845 | 695 | 742 | 731 |
| 负债合计 | 14431 | 18596 | 19371 | 25924 |
| 少数股东权益 | 342 | 402 | 458 | 526 |
| 股本 | 2695 | 2695 | 2695 | 2695 |
| 资本公积 | 7977 | 7977 | 7977 | 7977 |
| 留存收益 | 2659 | 2840 | 4039 | 5412 |
| 归属母公司股东权益 | 13289 | 13419 | 14639 | 16010 |
| 负债和股东权益 | 28062 | 32417 | 34468 | 42460 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营活动现金流 | 186 | 1666 | 1563 | 2023 |
| 净利润 | 2384 | 1157 | 1255 | 1440 |
| 折旧摊销 | 169 | 286 | 579 | 863 |
| 财务费用 | 163 | 46 | 339 | 596 |
| 投资损失 | -476 | -380 | -500 | -520 |
| 营运资金变动 | -1975 | 588 | -112 | -409 |
| 其它 | -79 | -30 | 3 | 52 |
| 投资活动现金流 | -2575 | -7133 | -4674 | -5748 |
| 资本支出 | 2667 | 7000 | 5000 | 6100 |
| 长期投资 | 83 | 285 | 66 | 35 |
| 其他 | 174 | 153 | 392 | 387 |
| 筹资活动现金流 | 7279 | 3808 | 111 | 4725 |
| 短期借款 | 772 | 4165 | 149 | 5078 |
| 长期借款 | -557 | 649 | 262 | 255 |
| 普通股增加 | 1295 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 6307 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -538 | -1006 | -300 | -607 |
| 现金净增加额 | 4783 | -1658 | -3000 | 1000 |

| 利润表 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| 营业收入 | 17596 | 14917 | 15588 | 18238 |
| 营业成本 | 13467 | 12338 | 12703 | 14751 |
| 营业税金及附加 | 92 | 64 | 67 | 55 |
| 营业费用 | 1062 | 867 | 889 | 967 |
| 管理费用 | 418 | 484 | 475 | 537 |
| 财务费用 | 163 | 46 | 339 | 596 |
| 资产减值损失 | 188 | 126 | 131 | 139 |
| 公允价值变动收益 | 9 | 3 | 4 | 4 |
| 投资净收益 | 476 | 380 | 500 | 520 |
| 营业利润 | 2691 | 1374 | 1488 | 1718 |
| 营业外收入 | 114 | 79 | 87 | 89 |
| 营业外支出 | 5 | 7 | 7 | 7 |
| 利润总额 | 2800 | 1447 | 1568 | 1801 |
| 所得税 | 416 | 289 | 314 | 360 |
| 净利润 | 2384 | 1157 | 1255 | 1440 |
| 少数股东损益 | 94 | 60 | 56 | 67 |
| 归属母公司净利润 | 2290 | 1097 | 1198 | 1373 |
| EBITDA | 3023 | 1706 | 2406 | 3177 |
| EPS (元) | 0.85 | 0.41 | 0.44 | 0.51 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 63.9 | -15.2 | 4.5% | 17.0 |
| 营业利润 | 38.2 | -48.9 | 8.3% | 15.5 |
| 归属于母公司净利润 | 31.2 | -52.1 | 9.2% | 14.6 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 23.5 | 17.3 | 18.5 | 19.1 |
| 净利率 | 13.0 | 7.4% | 7.7% | 7.5% |
| ROE | 17.2 | 8.2% | 8.2% | 8.6% |
| ROIC | 38.4 | 8.9% | 8.4% | 8.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 51.4 | 57.4 | 56.2 | 61.1 |
| 净负债比率 | 20.71 | 41.72 | 42.36 | 52.18 |
| 流动比率 | 1.86 | 1.25 | 1.06 | 0.88 |
| 速动比率 | 1.49 | 0.96 | 0.77 | 0.64 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.82 | 0.49 | 0.47 | 0.47 |
| 应收账款周转率 | 3 | 2 | 3 | 3 |
| 应付账款周转率 | 4.05 | 2.98 | 3.41 | 3.56 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.85 | 0.41 | 0.44 | 0.51 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.07 | 0.62 | 0.58 | 0.75 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.93 | 4.98 | 5.43 | 5.94 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 10.83 | 22.60 | 20.69 | 18.05 |
| P/B | 1.87 | 1.85 | 1.69 | 1.55 |
| EV/EBITDA | 6 | 11 | 7 | 6 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

马蘅, 中投证券研究所新能源行业研究员。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意,本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434