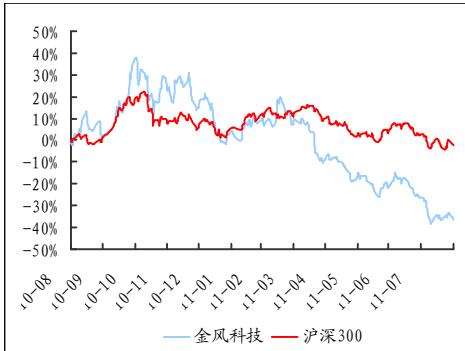


评级：**中性（首次）**

风机产品量价齐跌，业绩大幅下滑

报告时间：**2011年08月30日**

——**金风科技（002202）半年报点评**



市场数据（截至8月30日）：

所属行业	电力设备
最新价格	11.69元
上证指数	2566.59
深圳成指	11344.45
沪深300指数	2841.74

分析师：蔡文彬

执业证书编号：S0770511050001

电话：(0351) 4131415

E-mail: caiwb@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号山西世贸中心A座F12、F13

邮编：030012

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

➤ 2011年上半年金风科技实现营业收入51.94亿元，较上年同期降低17.61%；归属于母公司所有者的净利润4.25亿元，较上年同期降低45.05%。上半年实现基本每股收益0.1576元。

➤ **需求下滑、竞争加剧，风机销售量和价格双双下降** 在经历了持续多年高增长后，国内风电设备行业质量问题开始频繁显现，上半年连续发生了多起风机脱网事故。国家收回了地方风电项目审批权，对风电行业进行严格并网审批，并加强并网技术管理。因此，多因素共同作用导致了上半年风机需求增速回落。同时，随着风电整机行业产能的陆续释放，行业竞争进一步加剧，低价竞争致使风电整机价格大幅下滑。

在销量方面，上半年金风科技实现风机销量821台，同比下降了13.12%，销售容量下降了6.07%。在价格方面，上半年公司风机平均销售价格为3758元/千瓦，较去年平均价格下降了10.98%。风机销售量和价格双降，导致公司风机业务收入同比大幅下降22.87%，总营业收入下降了17.61%。此外，产能利用率和销售价格下降，以及稀土等原材料成本上升促使毛利率下滑，上半年公司风机业务毛利率下降了5.98个百分点至17.82%，整体毛利率降至21.14%。

➤ **下游业务毛利率维持高水平，但贡献有限** 金风科技下游业务维持了高盈利能力，风电服务和风电场开发业务的毛利率分别高达35%和67%，对稳定公司业绩起到了积极作用。但由于下游业务收入占比仅为2%左右，因此，对总体业绩贡献较为有限。同时，公司上半年风电场销售的投资收益为2.04亿元，较上年同期增长603.20%，占公司利润总额的38%。

预计转让风电项目的一次性投资收益，将继续成为未来公司业绩的稳定器。截止目前，公司拥有的已完工风电场总装机容量1,074MW，权益装机容量512.9MW；在建风电场项目总装机容量672MW，权益装机容量557MW。

➤ **下半年公司经营压力依旧** 国家近期规范了风电项目地方政府审批管理，风电项目地方审批权被收回至能源局，这将对下半年国内风电装机市场积极性产生较大负面影响。预计国内风电发展将进一步趋缓，风电设备行业的低价竞争格局将继续维持。因此，公司风机销售前景不容乐观，销售价格存在继续下滑的压力。其次，新风电并网技术标准对低电压穿越能力等技术要求明显提升，以及稀

风险提示：系统性风险将带来个股估值的大幅波动，请投资者注意风险。

土等原材料价格上涨,将使得公司风机生产成本压力增大。因此,公司下半年仍然面临较大的经营压力。

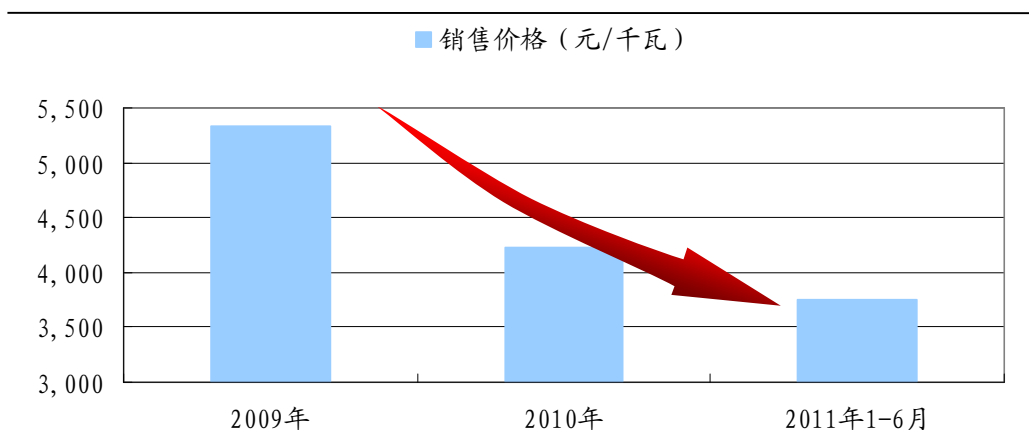
► **投资建议:** 预计金风科技 2011、2012 年每股收益分别为 0.34 元、0.39 元,目前股价对应市盈率分别为 34、30 倍,结合未来成长性,公司估值尚缺乏吸引力。我们认为,目前风电设备行业低价竞争格局将维持,行业景气度将继续下滑,行业性投资机会还是需要继续等待。而金风科技作为行业龙头企业,其业绩将持续受压,首次给予公司“中性”的投资评级。

图表 1 风力发电机组销售情况及对比

机型	2011 年 1-6 月		2010 年 1-6 月		销售容量变动 (%)
	销售台数	容量 (MW)	销售台数	容量 (MW)	
2.5MW	14	35	0	0	-
1.5MW	807	1,210.50	823	1,234.50	-1.94
750KW	0	0	122	91.5	-100
合计	821	1,245.50	945	1,326.00	-6.07

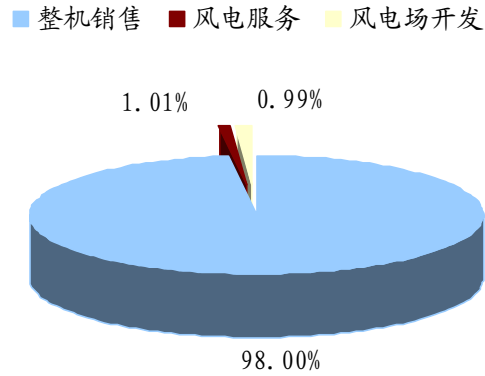
资料来源:公司公告、大同证券研究部

图表 2 1.5MW 主流机组销售价格变化



资料来源:公司公告、大同证券研究部

图表 3 上半年公司营业收入结构



资料来源：公司公告、大同证券研究部

图表 4 盈利预测结果

项目	2010A	2011E	2012E
主营收入 (万元)	1,759,552	1,337,341	1,517,458
主营收入增长率	63.86%	-24.00%	13.47%
EBITDA (万元)	255,668	103,026	126,578
EBITDA增长率	39.78%	-59.70%	22.86%
净利润 (万元)	228,952	92,725	106,248
净利润增长率	31.16%	-59.50%	14.59%
EPS (元/股)	0.85	0.34	0.39

资料来源：大同证券研究部

风险提示

已售风机低电压改造成本支出超预期；稀土等原材料价格再次大幅上涨。

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内, 股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内, 股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+”表示市场表现好于基准, “-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注 1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3: 基准指数为沪深 300 指数

分析师声明:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师, 保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点, 结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明:

本报告由大同证券经纪有限责任公司 (已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格) 制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想, 见解及分析方法, 并不代表大同证券经纪有限责任公司。

版权声明:

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。