2012 年 8 月 27 日

评级：审慎推荐（维持）　　电力设备　　公司半年报点评

证券研究报告
分析师　何本虎　　S1080510120013
电　话：　0755-25832648
邮　件：　hebenhu@fcsc.cn

金风科技(002202)

——行业压力比想象的更大，维持“审慎推荐”

事件：8 月 25 日，公司公布 2012 上半年业绩，上半年实现收入 3483 百万元，同比增长-32.9%，实现净利润 72 百万元，同比增长-83.0%，对应的 EPS 为 0.03 元。**同时，公司预计 Q1-3 下降 50%~100%。**

要点：

1、结算数量下降显示行业压力

上半年，公司实现收入3483百万元，同比下降32.9%。**其中，行业因素决定的结算数量下降成为收入下降的主要原因。**

分项业务看，收入比重最大的1.5MW 产品的收入下降幅度44.5%与数量下降幅度43.1%接近一致。另外，2.5MW产品的数量减少1台的情况下收入基本持平，也表明单价因素影响不明显。

2011年，国内新增装机1763万千瓦，与2010年基本持平，公司以3600万千瓦超越华锐跃居行业首位。而且，行业集中度下降成为重要特征。

对于2012年的行业总体判断，下降是大概率事件，但下降幅度超过40%的概率不大。这个角度推算，公司的份额会有所下降，也许还是第一位。**也就是说，公司的行业压力从以前的份额之争转化为行业增速与份额变化两方面因素。**

图表 1 公司 2012 中主营收入和毛利率变化一览表

	收入（百万）	收入变化	毛利率	毛利率变化
1.5MW	2524	-44.5%	10.8%	下降 7.8 个百分点
2.5MW	133	0.4%	7.2%	提高 13.6 个百分点
零部件	542	34.4%	15.5%	下降 36.7 个百分点
风电服务	165	-	34.5%	-
风场开发	102	-	51.0%	-
合计	**3483**	**-32.9%**	**13.8%**	**下降 7.4 个百分点**

数据来源：公司公告　第一创业证券研究所

图表 2 公司 2012 中结算产品数量一览表

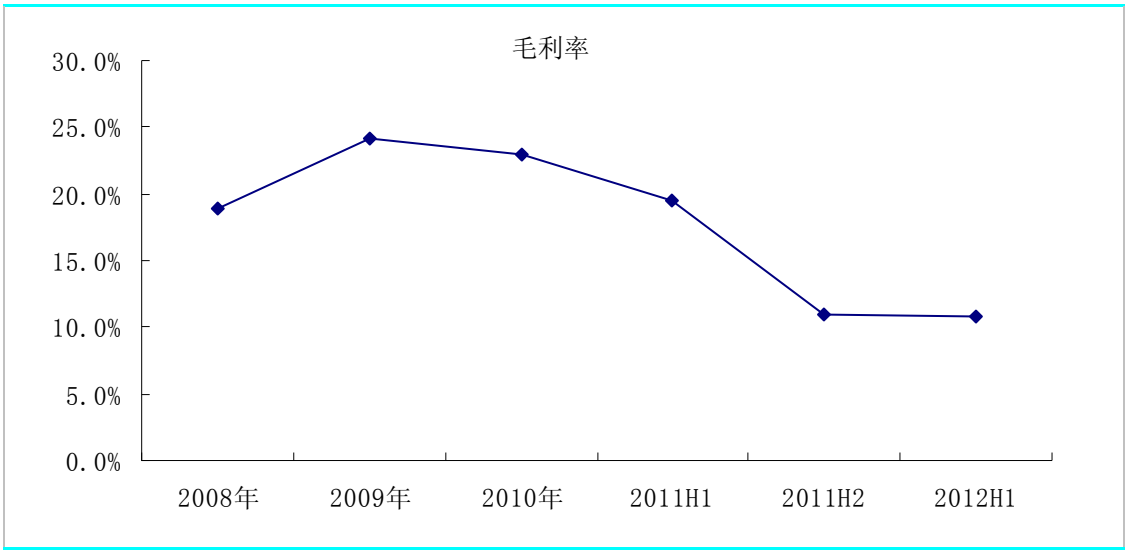
	2012 中（台）	2011 中（台）	同比变化
1.5MW	460	821	-43.1%
2.5MW	13	14	-7.1%

数据来源：公司公告　第一创业证券研究所

2、毛利率维持相对低位

上半年，公司的综合毛利率下降是重要特征。其中，1.5MW 产品的毛利率仍最具有代表性。虽然同比下降幅度较大，但环比数据基本稳定。上半年的10.8%与2011下半年的11.0%基本持平。另外，我们推算的价格也较为稳定。某种程度上讲，目前的竞争基本趋向稳定。

图表 3　公司 1.5MW 产品毛利率变化对比图



数据来源：公司公告　第一创业证券研究所

3、定单并不少，行业不确定性成为重要因素

截止上半年，公司在手定单为4339MW，比上年同期的3315MW增长31%。公司持有的含未签订的定单为7806MW，比上年的7327MW增长7%。**其中，2.5MW的比重逐步提高成为重要特征。**

综合判断，由于行业增速放缓，定单结算的周期在延长。**公司目前的市场占有率已经处于很高水平，决定**

了公司的成长性在下降。

4、盈利预测及投资建议

我们预计2012年、2013年和2014年每股收益分别为0.09元、0.15元和0.23元，虽然股价调整很充分，但随着行业进入微利时代，不确定因素在增加，5.80元股价对应的PE也并不低，我们维持“审慎推荐”投资评级。

图表 4 公司 2010 年主营收入和毛利率变化一览表

百万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、750 千瓦				
收入	528	375	375	375
数量	211	150	150	150
单价	2.5	2.5	2.5	2.5
毛利率	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%
毛利	146	104	104	104
二、1.5 兆瓦				
收入	16249	20650	23600	27140
数量	2567	3500	4000	4600
单价	6.33	5.90	5.90	5.90
毛利率	22.9%	22.0%	22.0%	22.0%
毛利	3721	4543	5192	5971
三、2.5 兆瓦等				
收入	12	7700	11000	14300
数量	1	700	1000	1300
单价	12.32	11.00	11.00	11.00
毛利率	8.5%	15.0%	20.0%	25.0%
毛利	1	1155	2200	3575
四、其他				
收入	806	967	1161	1393
增长率	60.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	32%	32%	32%	32%
毛利	258	310	371	446
五、合计				
收入	17595	29692	36136	43208
增长率	64.1%	68.8%	21.7%	19.6%
毛利	4126	6111	7867	10095
毛利率	23.5%	20.6%	21.8%	23.4%

数据来源：公司公告　第一创业证券研究所

图表 5　盈利预测表

百万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、营业利润				
营业收入	17595	29692	36136	43208
减：营业成本	13467	23581	28268	33112
减：营业税金及附加	92	155	189	226
减：营业费用	1062	1703	1968	2236
减：管理费用	418	635	825	1073
减：财务费用	163	179	197	217
减：资产减值损失	188	207	227	250
加：投资收益	485	534	587	646
营业利润	2690	3766	5047	6739
二、利润总额				
加：营业外收支	109	120	132	145
利润总额	2799	3886	5179	6884
三、净利润				
减：所得税	416	583	777	1033
净利润	2383	3303	4402	5851
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	93	102	113	124
归属母公司净利润	2290	3201	4289	5728
总股本（百万）				2694.59
EPS(元)	0.23	0.09	0.15	0.23

数据来源：公司公告　第一创业证券研究所

5、风险因素：

（1）、毛利率波动的风险；

（2）、资产整合进度的不确定性

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。 任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281
P.R.China:200135