

评级：审慎推荐（维持）
电力设备
公司年报点评

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

电话：0755-82303677

邮件：hebenhu@fcsc.cn

金风科技(002202)

——预计 2013 年有所回升，维持“审慎推荐”

事件：3月23日，公司公布2012年业绩，实现收入11324百万元，同比增长-11.8%，实现净利润153百万元，同比增长-74.8%，对应的EPS为0.06元。另外，公司拟10派0.55元。同时，公司预计2013Q1实现净利3089万元至3397万元，同比增长400%至450%。

要点：

1、结算数量下降显示行业压力

容量增速下降是收入下降的主要原因

2012年，公司实现收入11324百万元，同比下降11.8%。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26.7%与容量下降幅度23.1%接近一致。另外，2.5MW产品的收入增长94.1%，容量增长为69%，对应的单价有15%左右的上升，表明容量下降成为收入下降主要原因。

行业压力成为长期因素

2011年，国内新增装机1763万千瓦，预计2012年不足1500万千瓦，下降幅度为15%左右。虽然公司以19%的略微下降1个百分点的占有率仍处于第一位置，但难以显示出成长弹性。对于2013年及未来相当长一段时间内，我们认为行业难以再现过去的高成长，也决定了公司的规模成长空间有限。

图表1 公司2012年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	7952	-26.7%	13.9%	下降0.7个百分点
2.5MW	1644	94.1%	12.6%	提高9.6个百分点
零部件	1031	94.1%	16.9%	下降36.7个百分点
风电服务	400	6.87%	21.3%	下降5.5个百分点
风场开发	254	82.9%	51.0%	下降36.7个百分点
合计	11324	-11.8%	15.4%	下降1.2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 年结算产品数量一览表

	2012 年 (台)	2011 年 (台)	同比变化
1.5MW	1478	1921	-23.1%
2.5MW	147	87	69.0%

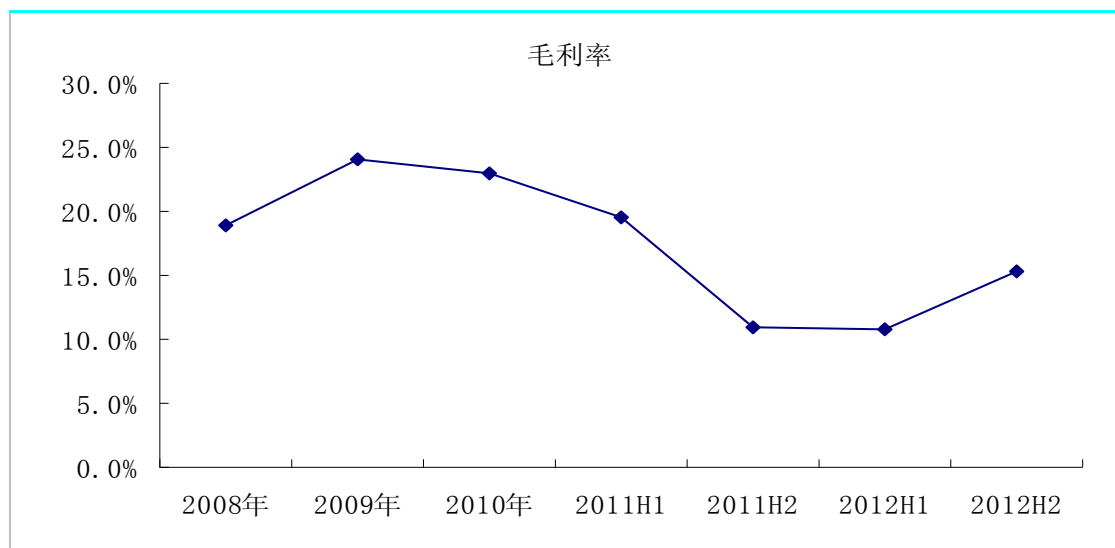
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

2、价格企稳，毛利率有望逐步回升

我们在前面已经分析到，公司2012年的下降已经从产品价格下降转向新增容量下降。我们简单测算，2012年的1.5MW产品价格为538万元，比上年的565万元略有下降，但幅度已经不大，而2.5MW的1120万元比上年的976万元的增幅超过15%。

随着价格逐步企稳，也使得毛利率逐步回升成为可能。我们以1.5MW产品为例，2011年下半年和2012年上半年是毛利率基本稳定，均为11%左右，而2012年下半年出现了明显回升，奠定了2013年业绩复苏的基础。

图表 3 公司 1.5MW 产品分别会计期间毛利率变化对比图



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



3、定单数据体现行业状况

截止2012年12月31日，公司待执行订单总量为4085.75MW，比截止上半年的4339MW有所下降。与去年同期的3930.50MW相比，增速显著下降，与行业状况基本一致。

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2013年、2014年和2015年每股收益分别为0.16元、0.22元和0.28元，目前的5.71元股价对应的PE分别为34.8倍、25.9倍和20.2倍，虽然股价调整很充分，但估值优势并不明显。随着行业进入增速下降时代，不确定因素在增加，我们维持“审慎推荐”投资评级。

图表 4 公司主营收入和毛利率变化一览表

百万	2012 年	2013E	2014E	2015E
一、1.5 兆瓦				
收入	7952	8480	9010	9540
数量	1478	1600	1700	1800
单价	5.38	5.30	5.30	5.30
毛利率	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利	1105	1272	1352	1431
二、2.5 兆瓦等				
收入	1646	1530	1800	2070
数量	147	170	200	230
单价	11.20	9.00	9.00	9.00
毛利率	12.6%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利	207	230	270	311
三、其他				
收入	1726	2071	2485	2982
增长率	54.0%	100.0%	100.0%	100.0%
毛利率	25%	30%	30%	30%
毛利	431	621	746	895
四、合计				
收入	11324	12081	13295	14592



增长率	-11.8%	6.7%	10.1%	9.8%
毛利	1744	2123	2367	2636
毛利率	15.4%	17.6%	17.8%	18.1%

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	2012 年	2013E	2014E	2015E
一、营业利润				
营业收入	11324	12081	13295	14592
减：营业成本	9584	9958	10928	11956
减：营业税金及附加	55	59	65	71
减：营业费用	813	781	773	764
减：管理费用	713	749	786	825
减：财务费用	330	380	436	502
减：资产减值损失	107	118	129	142
加：投资收益	412	453	499	548
营业利润	134	491	676	880
二、利润总额				
加：营业外收支	73	80	88	97
利润总额	207	571	764	977
三、净利润				
减：所得税	42	116	155	198
净利润	165	455	609	779
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	12	13	15	16
归属母公司净利润	153	442	595	763
总股本（百万）				2694.59
EPS(元)	0.06	0.16	0.22	0.28

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