

收入、毛利及预期三重拐点已显现

增持 维持

目标价格：暂无

投资要点:

- 风机招标量同比增长 80% 左右，全年新增装机将恢复正增长
- 风机价格企稳回升，主要原材料价格下跌，公司毛利率持续提升
- 由于限制煤电、特高压逐步建成，政策转向支持风电发展的概率较大

报告摘要:

- 风电的项目的审批不再是国内风电市场增长的阻碍因素，近两年风电发展的主要瓶颈是电网的并网与消纳能力不足。截至到 2013 年 3 月份，“十二五”期间，已经有三批共 84.3GW 的拟核准风电项目通过审批，其中超过 2/3 的项目尚未进行招标建设。2011~2012 年国内风电新增装机量负增长的主要原因是电网消纳风电的能力有限，导致风电并网率低，弃风率高，建成不能并网，并网不能发电的现象严重。
- 通过电网两年多的努力，风电并网条件有所改善，逐渐打通风电消纳的瓶颈。2011 年年底，我国风电新增装机容量的并网率从最低点 40% 回升到 90% 以上，累计并网率达到 76%，2012 年底，估计累计并网率已经超过了 80%。同时以东北-华北直流背靠背扩建工程、哈密-郑州直流特高压、西北 750 千伏二通道等为代表的高压、特高压输电线路的开工及逐步投产都将极大改善电网消纳风电的能力。随着“三北”地区特高压建设的、稳步推进，风电平均利用小时数将出现拐点。
- 今年上半年风机招标量同比大幅度增长，预计全年风电新增装机将恢复正增长。今年一季度风机招标量达到 3.8GW，相对去年同期增长 73%，相对去年四季度环比增长 52%。今年 4 月份招标量继续增长达到 2.2GW，今年前 4 个月的招标量相当于去年前三个季度的招标量。在新增装机中，东南、西南部等并网条件较好的地区比重显著上升。据此预计今年新增装机量将达到约 15GW，同比增长约 16%。
- 风机价格企稳回升，主要原材料价格下跌，公司毛利率持续提高。风机平均招标价已超过 3900 元/kW，稀土永磁体、钢材等主要原材料价格进入下跌通道。风场服务与开发等高毛利业务比重在不断上升。
- 我们预计公司 2012、13、14 年的 EPS 分别为 0.27、0.36、0.48 元，对应的 PE 分别是 22、16、12 倍，首次给予“增持”评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	12843.13	11324.19	14082.70	16147.90	18665.40
增长率 (%)	-27.01	-11.83	24.36%	14.66%	15.59%
归母净利润(百万)	606.71	153.05	725.81	967.14	1298.85
增长率 (%)	-73.50	-74.77	374.22%	33.25%	34.30%
每股收益	0.23	0.06	0.269	0.359	0.482
市盈率	26.29	104.22	21.98	16.49	12.28

电力设备与新能源研究组

分析师:

王静(S1180510120001)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦(S1180511010008)

电话: 021-51782052

Email: zhaoxi@hysec.com

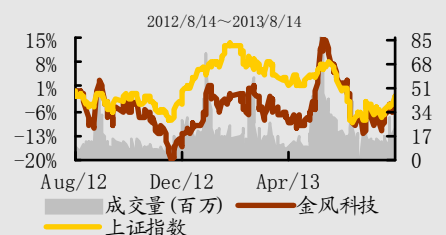
研究助理:

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



相关研究

公司中报简评*精工科技: 设备投资仍低靡, 横向拓展成关键

2013/8/11

行业周报*光伏行业: 多晶硅上涨受阻, 下游需求暂疲软

2013/8/11

公司半年报点评*隆基股份: 成本费用同下降, 竞争优势增强

2013/8/8

行业专题报告*光伏行业: 光伏政策细则落地, 分布式最受益

2013/7/16

公司跟踪报告*东方日升: 布局与区位优势致业绩超预期

2013/7/15 2013/7/8

目录

一、公司是国内最大的风电设备制造企业.....	4
二、风电发展障碍逐步解除，光明可期.....	4
1、风电发展空间仍然很大，离“天花板”尚远.....	4
2、“并网”与“限电”的状况有所改善，并网瓶颈有望打通.....	4
3、行业竞争格局逐渐稳定，龙头企业地位稳固，开始主导市场.....	6
三、公司财务状况向好，风机制造业务盈利见底回升.....	8
1、主要原材料与产品价格企稳，产品毛利止跌.....	8
2、现金流量好转，营运成本降低，费用率有望下降.....	10
3、新增及在手订单均增加，今年出货量及收入增长的概率大.....	12
四、公司的直驱永磁风机在低风速地区拥有优势.....	13
五、详细风险盈利与财务报表预测.....	16
六、风险提示.....	18
1、我国宏观经济增速放缓，影响全社会用电需求，可能会影响风电并网.....	18
2、大型业主可能会设立关联风电企业，挤占公司市场份额.....	18

插图

图 1: 累计并网率低于 80%	5
图 2: 年新增并网率回升至 90% 以上	5
图 3: 2012 年风电平均利用小时数下降幅度减缓	6
图 4: 2012 年装机较大地区的利用小时数	6
图 5: 相对欧洲中国风电装机所占比重仍然很低	6
图 6: 2011 ~ 2012 年新增装机容量	8
图 7: 2012 年国内市场份额排名	8
图 8: 钕铁硼价格持续下跌	8
图 9: 公司中标价格逐步企稳回升	8
图 10: 公司期末毛利率、净利率开始触底回升	9
图 11: 公司的单季度毛利率、净利率触底回升	9
图 12: 公司扣除投资收益后的单季度净利润开始显著回升 (百万元)	9
图 13: 下游发电企业净利润较去年基本持平	10
图 14: 下游发电企业经营现金流持续好转	10
图 15: 公司应收账款开始逐渐下降	11
图 16: 公司的经营现金流也开始好转	11
图 17: 规模效应显著, 营收显著影响毛利率和管理费用率	11
图 18: 2011 ~ 12 年已审批为招标的项目累积较多	12
图 19: 下游发电企业经营现金流持续好转	12
图 20: 公司在手订单创新高, 下半年有望释放	13
图 21: 公司去年的销量大幅度下降, 预期见底	13
图 22: 国内装机容量及按风区分类的新招标(%)	13
图 23: 直驱永磁机组与含齿箱机组输出功率对比	14
图 24: 2012 新增海上风电装机份额	15

表格

表 1: 中国陆地风能资源技术开发量 (亿千瓦)	4
表 2: 2012 年主要区域的弃风率统计	5
表 3: 公司分产品盈利预测	16
表 4: 金风科技财务报表预测	17

一、公司是国内最大的风电设备制造企业

金风科技是中国风电设备研发及制造行业的领军企业和全球领先的风电整体解决方案供应商。公司目前是中国最大、全球第二大风电设备制造商，也是全球最大的直驱永磁风机研制企业。

公司主营业务为大型风力发电机组的开发研制、生产及销售，风力发电场的建设及运营，主要产品有 1.5MW、2.5MW、3.0MW 系列风电机组主机，其中 1.5MW 是主力机型，占公司营业收入的 75% 以上。近年来，公司风电场投资与风电技术服务业务占销售收入比例也在不断提高。根据最新的 2012 年国内风机市场占有率排名，公司以 2522MW、市场占有率 19.5% 位居行业第一。

二、风电发展障碍逐步解除，光明可期

1、风电发展空间仍然很大，离“天花板”尚远

我国具有丰富的风能资源，开发潜力巨大。根据第四次全国风能资源评价的数据，陆上 3 级及以上风能技术开发量（70 米高度，这也是我国风机目前的普遍高度）在 26 亿千瓦以上，现有技术条件下实际可装机容量可以达到 10 亿千瓦以上。此外，在水深不超过 50 米的近海海域，风电实际可装机容量约为 5 亿千瓦。从风能资源潜力和可利用土地、海域面积等角度看，在现有风电技术条件下，中国风能资源足够支撑 10 亿千瓦以上风电装机，按每年新增装机 20GW 计算，可支撑风电发展至少 50 年，这远远超过了现有风机更新换代的寿命。因此，目前情况下，风电发展的“天花板”是不存在的。

表 1：中国陆地风能资源技术开发量（亿千瓦）

离地面高度	4 级及以上（风功率密度 > 400W/m ² ）	3 级及以上（风功率密度 > 300W/m ² ）	2 级及以上（风功率密度 > 200W/m ² ）
50 米	8	20	29
70 米	10	26	36
100 米	15	34	40

资料来源：《中国风电发展路线图 2050》，宏源证券研究所

2、“并网”与“限电”的状况有所改善，并网瓶颈有望打通

目前，我国风电行业发展的主要瓶颈还是并网难和电网无法消纳的问题。截止 2012 年，我国风电累计装机容量 75.32GW，风电并网容量累计约 60.83GW，并网率约为 80.8%，装机却不能并网、并网却限制发电是制约风电场审批和建设的重要因素。从 2010 年开始，西北和东北地区的许多风电场被限制发电，因为电网无法消纳所发电量。在我国风电资源越丰富的地方，弃风现象越严重，尤其是蒙东、吉林等地区弃风率在 20% 以上。

以东北-华北直流背靠背扩建工程、哈密-郑州直流特高压、西北 750 千伏二通道等为代表的高压、特高压输电线路的开工及逐步投产都将极大改善电网消纳风电的能力。根据国家电网特高压规划，“三纵三横一环网”的特高压线路将会陆续建成并投入运行，电力输送能力将大幅提高。随着“三北”地区特高压建设的、稳步推进，风电平均利用小时数将出现拐点，风电并网率有望大幅提高，“弃风”现象可能得到改善。在哈密-郑州直流特高压核准以后，2012 年 8 月底，国家发改委就审批核准了哈密地区 2GW 风电场项目，

项目投资总额约 166 亿元。

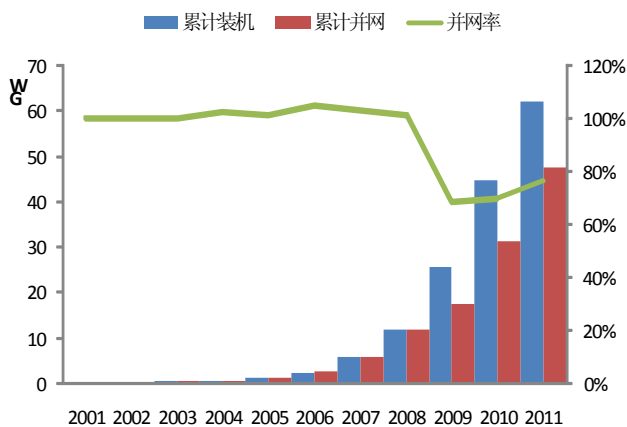
表 2: 2012 年主要区域的弃风率统计

序号	地区	弃风率 (%)
1	蒙东	22.99
2	吉林	20.49
3	蒙西	17.51
4	甘肃	16.99
5	黑龙江	14.49
6	辽宁	10.34
7	新疆	3.21
8	河北	3.09
9	山东	1.46
10	宁夏	0.64
	合计	11.12

资料来源:《中国风电发展报告 2012》, 宏源证券研究所

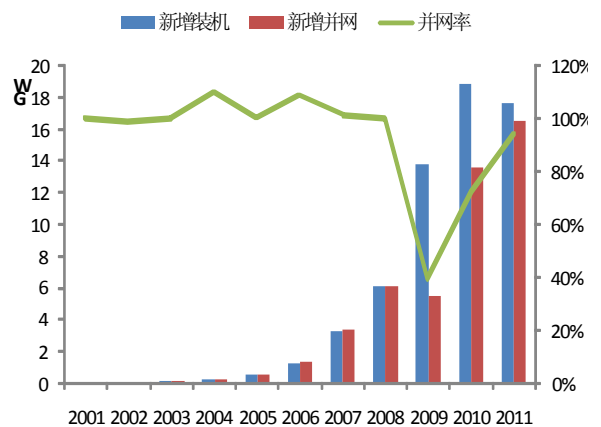
国家电网与南方电网也努力在现有条件下提高风电并网与消纳能力, 截止到 2011 年末我国风电新增装机容量的并网率回升到 90% 以上, 累计并网率接近 80%, 我们估算 2012 年底, 累计并网率已经超过了 80%。但彻底解决风电并网与消纳问题还需要较长的时间, 风机并网率的提高将是一个缓慢的过程。

图 1: 累计并网率低于 80%



资料来源:《中国风电发展报告 2012》, 宏源证券研究所整理

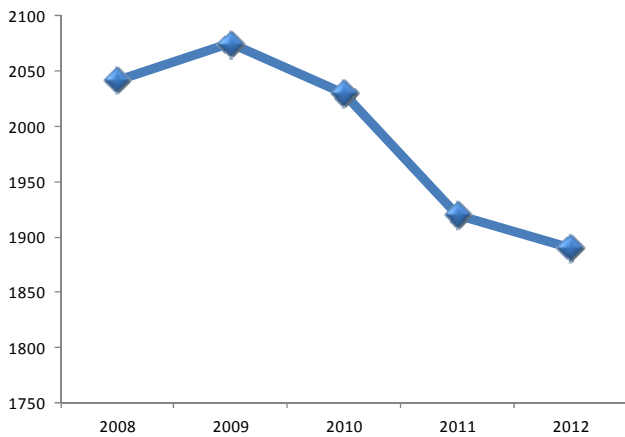
图 2: 年新增并网率回升至 90% 以上



资料来源:《中国风电发展报告 2012》, 宏源证券研究所整理

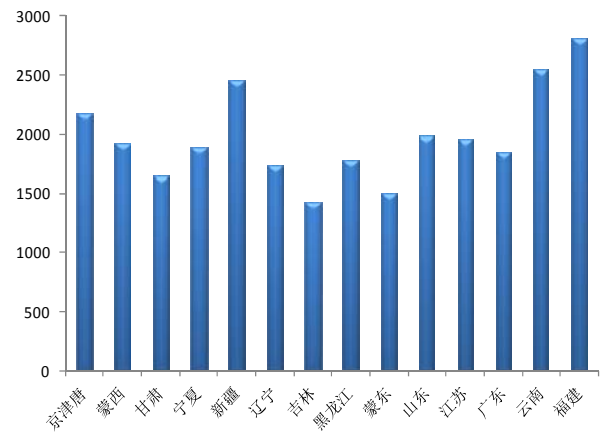
从中电联的数据来看, 2012 年弃风的情况仍然略有加重, 全国风电机组平均利用小时数为 1892 小时, 相对 2011 年的 1910 小时略有下降, 但是下降的幅度明显减缓, 预计 2013 年风电机组平均利用小时数将会开始上升, 弃风的情况开始好转。弃风率较高的地区仍然主要集中在装机量较多的省份, 甘肃、蒙东、吉林三个地区的风电利用小时数最低。而东部、西南地区的风电利用小时数较高, 福建、云南均超过了 2500 小时。江苏、山东、广东虽然风电利用小时数只有 2000 左右, 但是主要原因是这些地区的风资源等级较低, 实际的弃风率也很低。

图 3: 2012 年风电平均利用小时数下降幅度减缓



资料来源: 中电联。宏源证券研究所

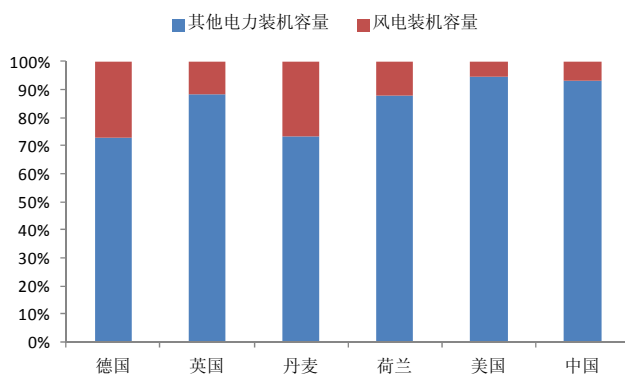
图 4: 2012 年装机较大地区的利用小时数



资料来源: 能源局。宏源证券研究所

国家出于进行能源结构调整、节能减排的目的, 从 2013 年年初以来, 加大了对风电产业的扶持力度, 风机设备的招标显示出加速迹象。2013 年国家发改委对风电项目的核准, 仍然在按照计划稳步推进, “十二五”第三批风电拟核准项目 28.7GW 已经通过审批。截至到 2013 年 3 月份, “十二五”期间, 已经有三批共 84.3GW 的风电拟核准项目通过审批, 也就是说风电项目的审批已经不再是风电装机量增长的瓶颈。

图 5: 相对欧洲中国风电装机所占比重仍然很低



资料来源: 宏源证券研究所整理

在风电发达的德国、丹麦, 风电装机量已经接近总电力装机容量的 30%, 中国的风电装机比重只有 6.55%。相对于主要欧洲国家, 中国的风电装机容量在总装机量中的比重仍然较小, 主要是受到并网条件的限制。虽然电网消纳可再生能源电力技术的进步, 远距离特高压输电线路的建成, 中国的风电市场仍然有较大的增长空间。

3、行业竞争格局逐渐稳定, 龙头企业地位稳固, 开始主导市场

自 2009 年起, 风电发生了数次较为严重的脱网事故, 对电力供应的安全性和稳定性带来了巨大影响。因此, 2010 年国家能源局开始对风电行业的标准进行修订, 组织成立了能源行业风电标准化技术委员会, 提出了中国风电标准体系框架, 初步计划制定标准 183 项, 主要包括风电场规划设计、施工与安装、运行维护管理、并网管理技术、风力机械设备以及风电电器设备等六大体系框架。同时, 国家能源局等行业主管部门还印发了一系列行业管理标准, 强化风电场建设规划与管理。这使得我国风电行业的项目审批得到有

序控制，部分技术水平落后的产能开始逐渐退出市场。

表 3：主要风机公司装机容量对比（单位：MW）

序号	名称	2010 新增	市场占比	2010 累计	2011 新增	市场占比	2011 累计
1	金风科技	3735	19.7%	9078.85	3600	20.4%	12678.9
2	华锐风电	4386	23.2%	10038	2939	16.7%	12977
3	联合动力	1643	8.7%	2435	2847	16.1%	5282
4	广东明阳	1050	5.5%	1945.5	1177.5	6.7%	3123
5	东汽	2623.5	13.9%	5952	946	5.4%	6898
6	湘电风能	507	2.7%	1089	712.5	4.0%	1801.5
7	上海电气	597.85	3.2%	1073.35	708.1	4.0%	1781.5
8	维斯塔斯	892.1	4.7%	2903.6	661.9	3.8%	3565.5
9	沈阳华创	486	2.6%	682.5	625.5	3.5%	1308
10	南车株洲	334.95	1.8%	465.3	451.2	2.6%	916.5
11	通用风能	210	1.1%	1167	408.5	2.3%	1575.5
12	重庆海装	383.15	2.0%	479.25	396	2.2%	875.3
13	浙江运达	129	0.7%	723	375	2.1%	1098
14	歌美飒	595.55	3.1%	2424.3	361.6	2.1%	2785.9
15	远景风能	250.5	1.3%	400.5	348	2.0%	748.5
16	银星能源	154	0.8%	252	221	1.3%	473
17	三一电气	106	0.6%	143.5	179.5	1.0%	323
18	许继风电	22	0.1%	26	166	0.9%	192
19	华仪	161.64	0.9%	295.08	151	0.9%	446.1
20	苏司兰	199.85	1.1%	805.1	96.2	0.5%	901.3
	其他	460.9	2.4%	2354.47	259.3	1.5%	2613.7
	合计	18928	100.0%	44733.3	17630.8	100.0%	62364.2

资料来源：资料来源：《中国风电发展报告 2012》，宏源证券研究所

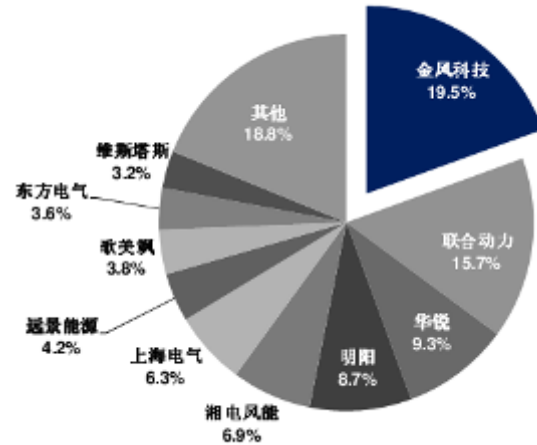
根据《中国风电发展报告》，截止 2011 年中国风电整机厂商一共 29 家，与 2009 年的 43 家、2010 年的 38 家相比，整机厂商数量呈现下降趋势，与 2008 年的 30 家供应商数量基本持平。由于行业毛利率在近两年内的大幅度下降，部分整机厂商仍然处于亏损状态，预计未来整机厂商数量还会略有下降，这是风电设备行业整合和发展的必然趋势，对提升产品质量、提高产品价格也有很大的帮助。从 2009 年开始，金风科技、华锐风电、联合动力与明阳的市场份额一直位列前四，市场份额的总和也始终超过 50%，我们预计未来行业集中度有可能继续提升。其中，金风科技从 2011 年开始超过华锐风电，市场份额连续排名第一，始终稳定在 20% 左右的水平，行业龙头地位十分稳固。我们认为金风科技在未来仍然能够保持行业领先地位，市场份额将维持在 20% 左右，甚至可能因为行业整合的实质性深入，在未来数年内再次提升。在国内市场恢复正向增长的情况下，公司的风机出货量将随着国内新增装机量的增长开始恢复增长。同时凭借品牌质量优势，公司的中标价格均超过平均中标价格，一般可以享受到约 10% 的品牌溢价，这也保证了公司的毛利率超越行业平均水平，可以获得超越行业平均的收益。

图 6: 2011 ~ 2012 年新增装机容量



资料来源: 金风科技, 宏源证券研究所

图 7: 2012 年国内市场份额排名



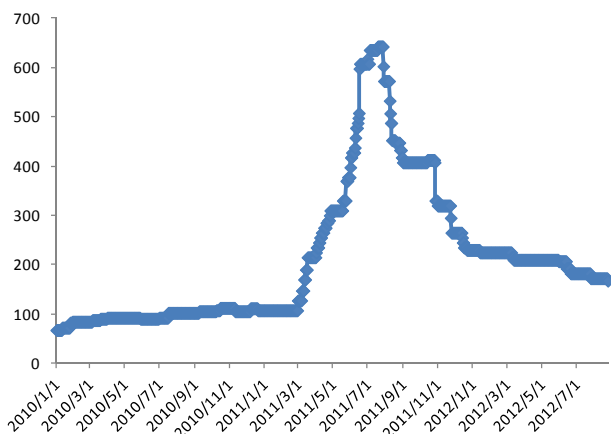
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

三、公司财务状况向好、风机制造业务盈利见底回升

1、主要原材料与产品价格企稳，产品毛利止跌

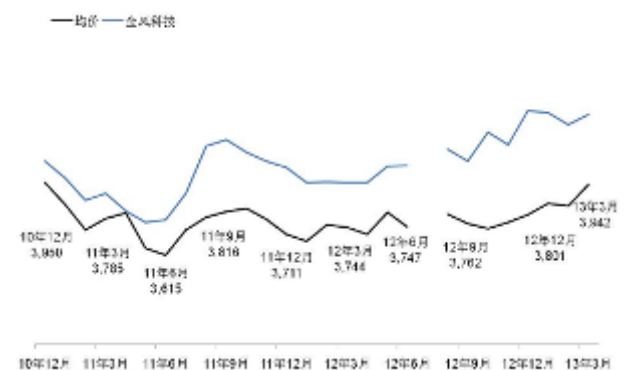
对于公司的主要产品直驱永磁式风机来说的，主要原材料是磁钢和钢板。磁钢是发电机组的主要材料之一，是由稀土元素、铁、硼等材料合成的化合物（钕铁硼永磁材料），永磁材料的价格在 2011 年大幅上涨，对公司的毛利率产生很大的负面影响，但在 2012 年价格已经大幅回落。风电企业原材料采购合同一般在年初签订，且全年价格锁定，因此大幅波动的原材料价格对上市公司生产成本影响不大。此外钢板占到风机成本的 60% 以上，由于国内宏观经济低迷，钢铁产能过剩，钢材价格下行，这为风电设备制造企业的采购成本的降低带来机会，为风电设备企业毛利的增长带来向好预期。

图 8: 钕铁硼价格持续下跌



资料来源: 宏源证券研究所整理

图 9: 公司中标价格逐步企稳回升



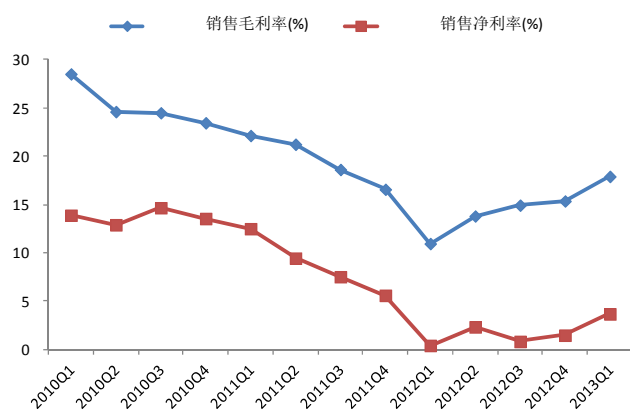
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

更为重要的是，随着中小厂商的“停工”，风机招标市场的中标价格逐渐企稳。自 2012

年上半年以来，风机的平均中标价格开始持上涨，2013年3月份已经达到3942元/kw。公司基于质量和品牌优势，其中标价往往能高出市场平均价5%-7%，接近4200元/kw。中标价格的持续上涨，原材料价格的下跌，扩大了公司的盈利空间，公司综合毛利率也开始企稳回升。同时随着今年招标规模的扩大，公司的出货量有望实现同比增长，营业收入增长可以使得公司的管理费用率下降，从而使得公司的净利率得到较为明显的提升。

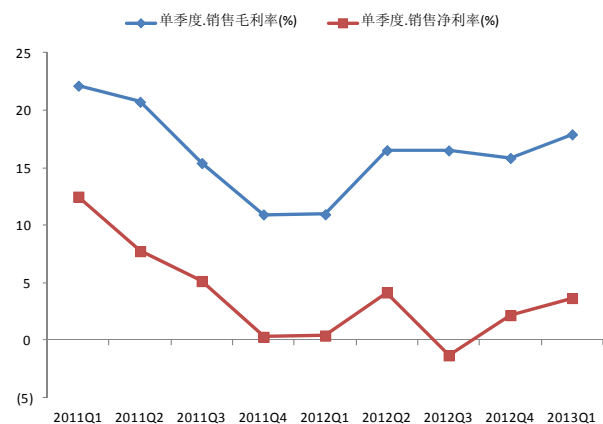
公司今年第二季度毛利率大幅上升至17.9%，随着未来风机招标价格的逐渐上升和原材料价格的逐渐下降，公司的综合毛利率已经企稳，有望继续稳步回升，我们认为稳定在19%左右的概率比较大。同时随着公司大力发展风电场开发与风电服务业务，风电场开发与风电服务业务在营业收入中的占比逐渐增加，由于风电场开发与风电服务业务的毛利率较高，因此公司的毛利率除了恢复性增长之外还会叠加结构性因素带来的增长。

图 10: 公司期末毛利率、净利率开始触底回升



资料来源: wind。宏源证券研究所

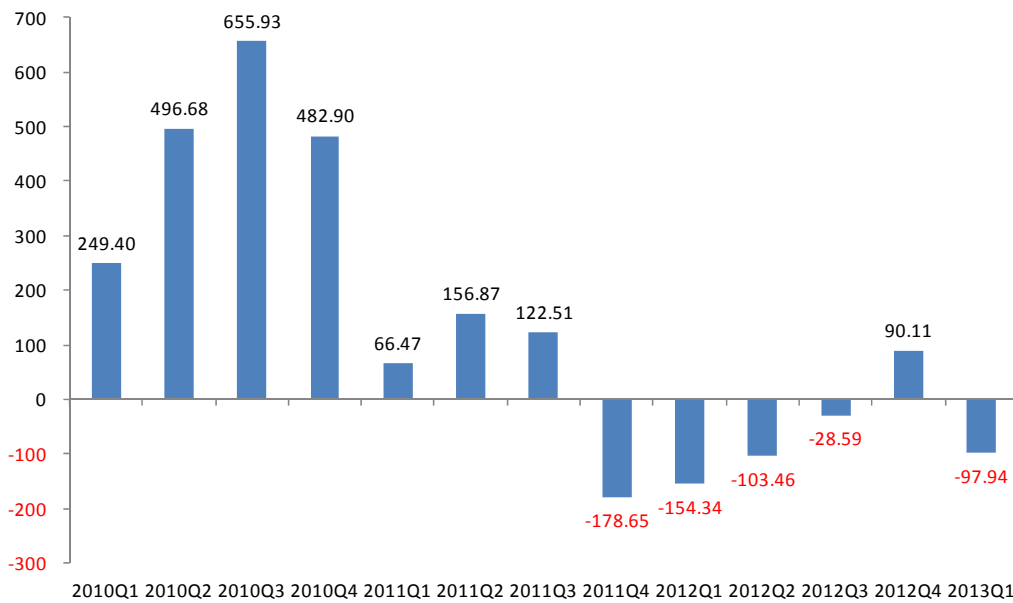
图 11: 公司的单季度毛利率、净利率触底回升



资料来源: wind。宏源证券研究所

公司在2012年转让5个风电项目，约合权益装机容量117.5MW，风电场销售的投资收益为25,950万元。截止2012年末，公司已完工风电场装机容量1239.5MW，约合权益装机容量740.0MW；在建风电场项目装机容量1115.5MW，权益装机容量1029.6MW。预计在2013年公司的风电场业务将会稳步发展，转让风电场的总规模相对2012年将会有所增长。

图 12: 公司扣除投资收益后的单季度净利润开始显著回升(百万元)



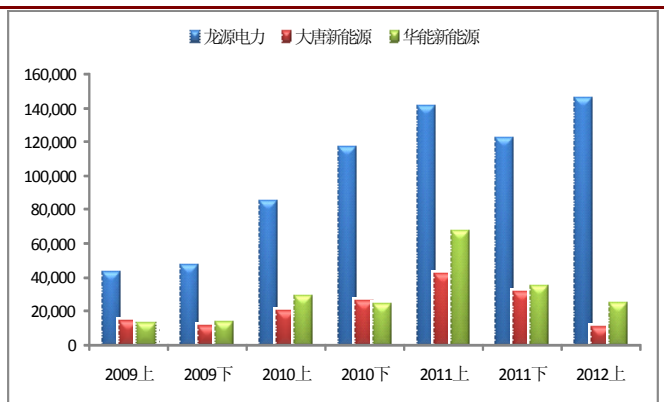
资料来源: Wind, 宏源证券研究所整理

我们可以将公司扣除投资收益后的净利润近似看成是公司风电机组制造业务的净利润。如果投资收益的所得税率按照 15% 计算, 公司在 2012 年第一季度的风电机组业务净利润已经开始回升, 并在 2012 年第四季度取得了正收益。2013 年第一季度的亏损主要是因为季节性因素。风电机组的销售在每年的第一季度都是淡季, 确认的销售收入非常少, 导致风电机组制造业务再次亏损, 但同比已经出现了较大幅度的好转, 预计今年第二季度风机制造业务就有望开始重新恢复盈利, 第三、四季度因为风电机组销售收入集中确认, 风机制造业务的盈利会继续增长。

2、现金流量好转, 营运成本降低, 费用率有望下降

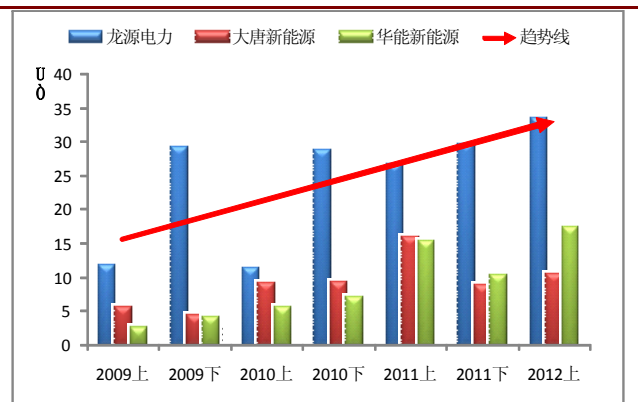
风电机组主要的下游客户, 风电场运营企业现金流在 2012 年已经开始持续好转。随着风电并网率的逐步提高, 大部分风场机组利用小时数开始增长, 拥有大量风电场的运营企业, 经营状况和现金流可能进一步趋好, 这将有利于风电机组制造企业加速应收账款回笼, 冲回部分应收账款坏账准备, 提升营运能力和经营业绩。

图 13: 下游发电企业净利润较去年基本持平



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 14: 下游发电企业经营现金流持续好转

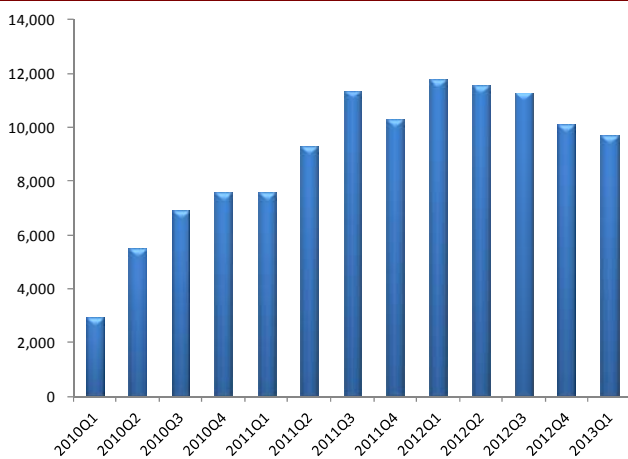


资料来源: wind, 宏源证券研究所

从公司的经营现金流量来看, 也具有很强的季节性, 年末风电场企业集中结付货款, 都能在年末产生大量的经营现金净流入。相对于 2011 年, 2012 年公司的经营现金流就有

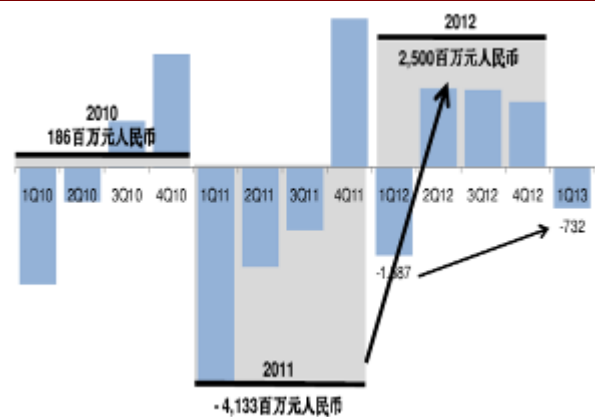
了显著的改善。从 2012 年第二季度开始公司的经营现金流量就开始大幅度提升，转负为正，而且后三个季度都取得了正向现金流。2013 年的第一季度虽然因为受到季节性影响，经营现金流为负，但是同比 2012 年的第一季度也有大幅度的好转。公司经营现金流量的好转的主要原因是应收账款与库存开始持续下降。经营现金流量的改善对于公司提升营运能力非常有利，我们预计今年公司的经营现金流量将会继续好转，同时也认为经营现金流量的持续显著好转是净利润回升的先导指标。

图 15: 公司应收账款开始逐渐下降



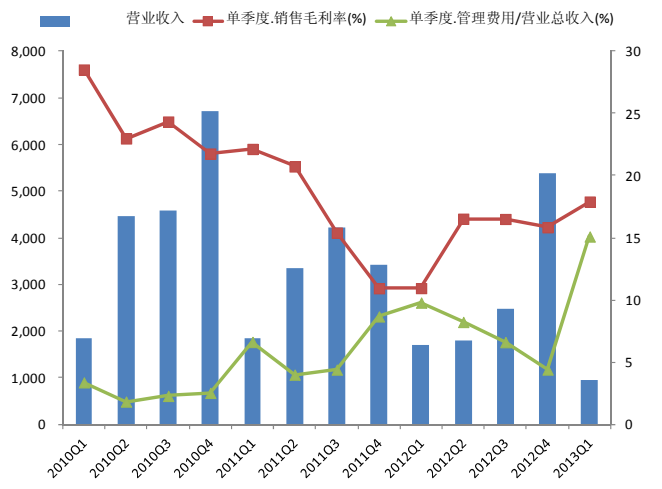
资料来源: wind。宏源证券研究所

图 16: 公司的经营现金流也开始好转



资料来源: 公司公告。宏源证券研究所

图 17: 规模效应显著, 营收显著影响毛利率和管理费用率



资料来源: wind, 宏源证券研究所

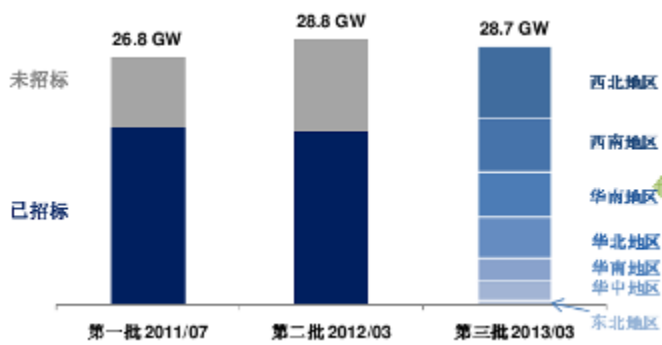


资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

3、新增及在手订单均增加，今年出货量及收入增长的概率大

从 2011 年开始风电设备行业性盈利能力下滑已经持续了 2 年以上，经历了如此长的调整期，大量技术水平相对较低，生产成本相对较高的企业已经退出了风电领域。而拥有有效生产能力的风电设备供应企业基本保持其市场份额，根据 2010~2013 年的市场份额数据，金风科技市场份额略有提升，维持在 20% 左右，华锐风电市场份额下降较大，从 23.2% 下降到 9.3%，联合动力市场份额大幅提升，从 8.7% 升至 15.7%。

图 18: 2011~12 年已审批为招标的项目累积较多



资料来源: 金风科技, 宏源证券研究所

图 19: 下游发电企业经营现金流持续好转



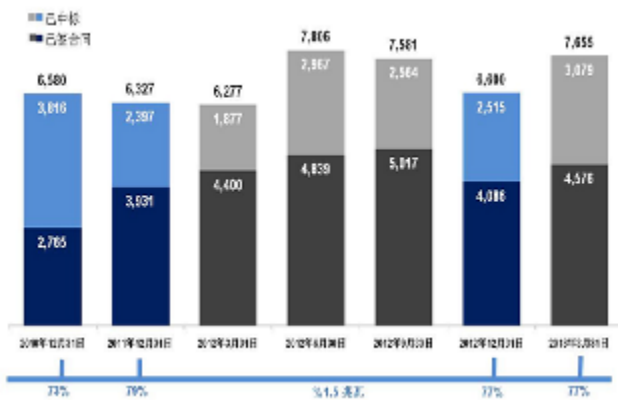
资料来源: 金风科技, 宏源证券研究所

2013 年第一季度风电机组的公开招标量达到 3.8GW，相对 2012 年第一季度同比增长 73%，相对 2012 年第四季度环比增长 52%。2013 年的 4 月份，风机招标量环比继续增长，达到 2.2GW，使得 2013 年前 4 个月的招标量相当于 2012 年前三个季度的招标量。年初招标量的大幅度增长预示着全年新增风电装机量的较快增长。我们预计 2013 年全年风电新增装机量将达到约 15GW，相对 2012 年增长率为 16%，并且在接下来的两年内维持正增长，因此我们认为风电年新增装机量的拐点已经出现。

2012 年国内风电新增装机容量约为 12.96GW，与 2011 年新增装机容量 17.63GW 相比下降了 27%。但是我们预计今年国内新增装机容量可以达到约 15GW，相对 2012 年同比增长 16%。受益于今年第一季度风机招标量的大幅度增长，公司的在手订单已经从去年年底的 6.6GW 上升到今年第一季度末的 7.6GW。根据公司的市场份额计算，预计今年全年能够完成 3.0GW 的销售量。由于去年公司的销售量仅仅只有 2.6GW，公司今年销售收入将会有较大幅度的提高，同时由于公司规模效应显著，收入增加有助于公司提高毛利率、降低管理费用率。

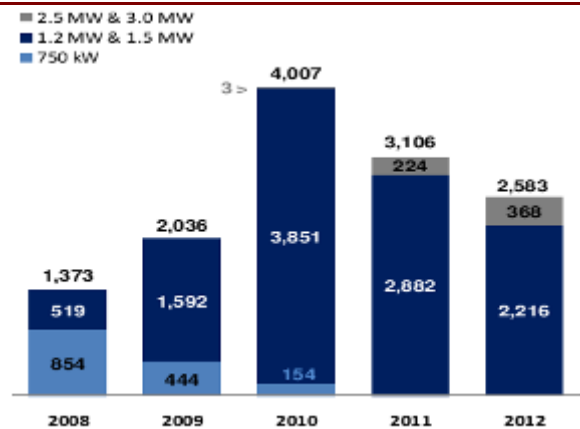
风力发电机组从招标到交货确认收入经过的时间周期较长，一季度招标量的增长反映到公司收入和利润的增长上还需要时间，但对风电设备企业未来营收的增长具有十分正面的影响。

图 20: 公司在手订单创新高，下半年有望释放



资料来源: 公司公告。宏源证券研究所

图 21: 公司去年的销量大幅度下降，预期见底

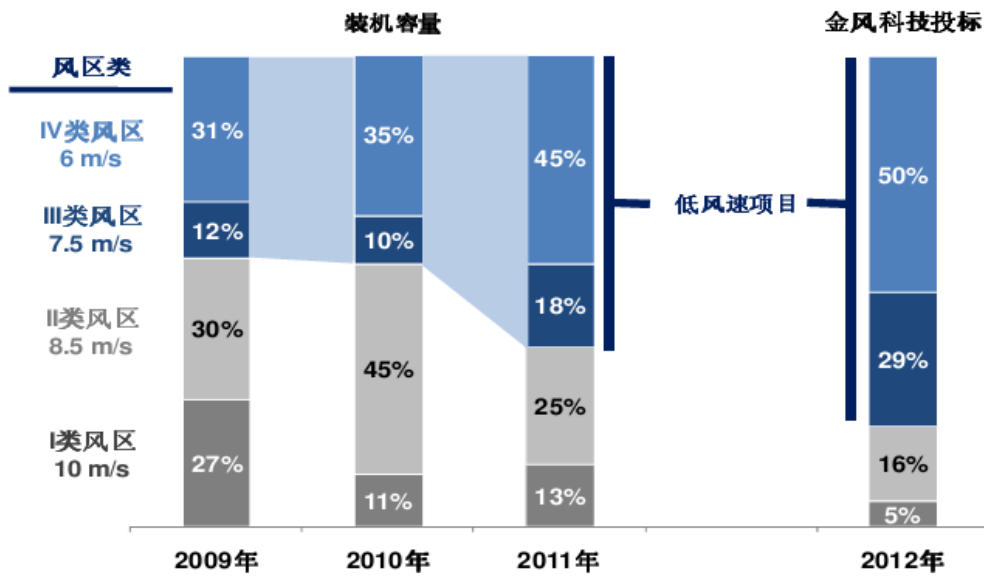


资料来源: 公司公告。宏源证券研究所

四、公司的直驱永磁风机在低风速地区拥有优势

由于风电并网瓶颈的影响，目前国内的风电场建设重点转向东南和西南部地区，新项目中，低风速或者超低风速地区的项目占比不断提高。在 2011 年，低风速项目占比就已经达到了 63%，2013 年前 4 个月的招标中低风速、高海拔项目占据了的比例更大。

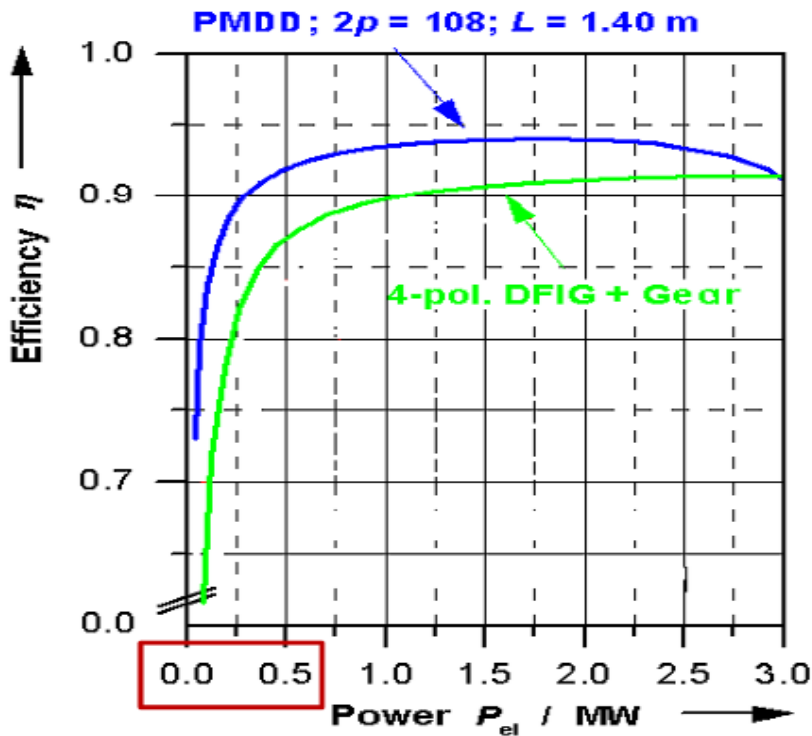
图 22: 国内装机容量及按风区分类的新招标(%)



资料来源：公司材料，宏源证券研究所

在低风速条件下，直驱永磁风机的效率比含有齿轮箱的双馈风机的效率更高，所以直驱永磁风电机组具有更高的输出功率，并且公司的 93/1500 机组就是专门针对超低风速地区设计的机型。因此直驱永磁风机在低风速、高海拔地区的应用中，具有更大的优势，在公司的投标构成中，这些地区的项目占比达到 79%，超过了平均水平。随着低风速、高海拔地区风电项目占比的不断提高，公司产品在市场上竞争优势也在不断扩大，有利于公司保持和扩大市场份额。

图 23：直驱永磁机组与含齿箱机组输出功率对比

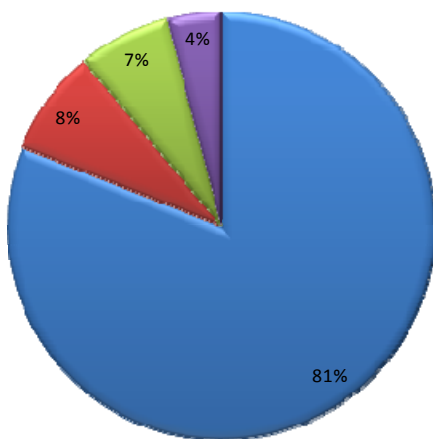


资料来源：公司材料，宏源证券研究所

增加海上风电比例是未来风电发展的重要方向和长期趋势，由于直驱永磁机组相对双馈机组的可靠性更高，故障率更低，维护方便。在海上风电的特殊条件下，直驱永磁机组由于没有齿轮箱，因此就不存在双馈机组面临的齿轮箱遭到盐雾腐蚀的问题。同时由于海上作业条件更加恶劣，风机维修的成本更加高昂，因此直驱永磁电机的故障率低显得更加具有优势。在2012年新增的海上风电装机量中，公司占据了绝对优势，份额达到了81%。

图 24：2012 新增海上风电装机份额

■ 金风科技 ■ 重庆海装 ■ 联合动力 ■ 湘电股份



资料来源：CWEA

五、详细风险盈利与财务报表预测

表 3：公司分产品盈利预测

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
750KW (台数)	-	-	-	-	-
1.5MW (台)	1921	1478	1650	1700	1750
单价(元/KW)	3765	3590	3850	3900	4000
销售收入(万元)	1,084,796	795,903	952,875	994,500	1,050,000
毛利率(%)	14.60%	13.92%	15.00%	15.00%	15.00%
2.5MW (台数)	87	147	200	250	300
单价(元/KW)	3,893	4480	4500	4500	4500
销售收入(万元)	84,662	164,640	225,000	281,250	337,500
毛利率(%)	3.00%	12.60%	14.00%	14.00%	14.00%
3MW(台数)	2	0	10	30	60
单价(元/KW)	3,787	0	4,500	4,500	4,500
销售收入(万元)	2,272	0	10395	14040	14040
毛利率(%)	-15.30%	0.00%	2.00%	8.00%	15.00%
容量合计	3105.75	2584.5	3005	3265	3555
风电零部件(万元)	54,210	103,088	130,000	180,000	250,000
毛利率(%)	53.62%	16.94%	17.00%	17.00%	17.00%
风电场服务(万元)	-	40,011	60,000	100,000	150,000
毛利率(%)	-	21%	20%	20%	20%
风电场开发(万元)	-	25,407	30,000	45,000	65,000
毛利率(%)	-	52%	50%	50%	50%
整机销售收入占比	91%	85%	84%	80%	75%
销售收入总计	1,284,228	1,129,049	1,408,270	1,614,790	1,866,540
销售成本总计	1,011,199	958,254	1,184,531	1,352,017	1,554,684
综合毛利率(%)	16.60%	15.13%	15.89%	16.27%	16.71%
转让风场(MW)	-	118	200	300	350
总投资收益(万元)	-	28,794	40,000	60,000	70,000
净利润(万元)	50,124	16,171	70,414	96,887	111,992
销售净利率(%)	5.60%	1.43%	5.00%	6.00%	6.00%
净利增长率(%)	-69.90%	-67.74%	335.43%	37.60%	15.59%

资料来源：宏源证券研究所

表 4：金风科技财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	24,837	23,078	22,864	24,858	营业收入	11,324	14,083	16,148	18,665
货币资金	7,425	7,406	8,074	9,333	营业成本	9,584	11,845	13,520	15,547
应收与预付款项	11,379	9,903	8,785	8,762	营业税金及附加	55	42	48	56
存货	3,512	3,257	3,503	4,270	销售费用	813	845	969	1,120
非流动资产	7,020	9,554	11,758	13,608	管理费用	713	704	727	747
固定资产在建工程	5,366	7,778	9,880	11,642	财务费用	330	117	174	236
无形资产待摊费用	848	975	1,082	1,170	资产减值损失	107	20	30	70
资产总计	31,857	32,632	34,622	38,465	投资收益	411	489	650	895
流动负债	9,693	9,793	10,883	13,516	利润总额	207	998	1,329	1,785
短期借款	285	0	794	2,860	所得税	41	249	332	446
应付与预收账款	9,408	9,793	10,089	10,656	净利润	165	748	997	1,339
长期借款	5,716	5,716	5,716	5,716	少数股东损益	12	22	30	40
非流动负债	8,878	8,878	8,878	8,878	归属母公司净利	153	726	967	1,299
负债合计	18,571	18,671	19,761	22,394	EPS (元)	0.057	0.269	0.359	0.482
股本	2,695	2,695	2,695	2,695	主要财务比率				
资本公积	7,988	7,988	7,988	7,988	成长能力				
留存收益	2,220	2,873	3,743	4,912	营业收入	-11.83%	24.36%	14.66%	15.59%
少数股东权益	383	405	435	476	净利润	-76.95%	352.21%	33.25%	34.30%
归属于母公司权益	12,903	13,556	14,426	15,595	获利能力				
负债股东权益合计	31,857	32,632	34,622	38,465	毛利率	15.37%	15.89%	16.27%	16.71%
现金流量表					净利率	1.46%	5.31%	6.17%	7.17%
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	1.19%	5.35%	6.70%	8.33%
经营活动现金流	2,447	3,324	2,841	2,069	偿债能力				
税后经营利润	-247	381	510	668	资产负债率	58.30%	57.22%	57.08%	58.22%
折旧摊销	235	655	975	1,291	流动比率	2.00	1.84	1.67	1.51
资产减值损失	107	20	30	70	速动比率	1.60	1.46	1.30	1.16
利息费用	410	153	158	217	营运能力				
投资活动现金流	-2,304	-2,833	-2,713	-2,529	总资产周转率	0.36	0.43	0.47	0.49
融资活动现金流	-1,163	-510	540	1,719	应收账款周转率	1.12	1.63	2.16	2.51
现金流量净额	-1,004	-19	668	1,259	存货周转率	2.73	3.64	3.86	3.64

资料来源：宏源证券研究所

六、风险提示

- 1、我国宏观经济增速放缓，影响全社会用电需求，可能会影响风电并网
- 2、大型业主可能会设立关联风电企业，挤占公司市场份额

作者简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180510120001。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

研究助理简介:

徐伟: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业研究助理, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 平高电气、许继电气、置信电气、森源电气、正泰电器、阳光电源、大连电瓷、智光电气、中国西电、荣信股份、金智科技、风帆股份、合康变频、北京科锐、百利电气、众合机电、银星能源等。

机构销售团队

		姓名	手机号	手机号	邮箱
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责声明:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。