



# 毛利回升验证, 中标预示收入拐点

## 买入 上调

目标价格: 暂无

### 公司半年报主要内容:

- 公司发布 2013 年半年度报告:营业收入 32.46 亿元,同比减少 6.82%, 实现营业利润 8823.54 万元,同比增长 81.48%, 归母净利润为 9268.22 万元, 同比增长 28.60%, 半年度 EPS 为 0.0344 元。经营现金流量净额为 -12.21 亿元, 同比下降 768.86%, 三项费用率为 22.48%, 同比提高 0.79%。
- 第二季度营业收入 22.95 亿元, 同比去年第二季度增长 28.64%, 环比今年第一季度增加 141.31%。第二季度净利润 1.04 亿元, 同比去年第二季度下降 8.61%, 环比今年第一季度增长 85.51%。预计前三季度同比增长 50%以上, 即实现净利润 2151.54 万元以上。
- 预计前三季度的净利润 1.73~1.93 亿元, 同比增长 350%~450%。

### 点评分析:

- 毛利率的企稳回升的判断得到验证, 预计能够保持上升趋势。公司上半年毛利率为 18.89%, 同比提高 5.08%, 第二季度毛利率为 19.30%, 同比去年第二季度提高 2.77%, 环比今年第一季度提高 1.40%, 主要原因是主营业务风机的毛利率出现拐点, 企稳回升, 同时风电场开发、风机零部件等高毛利率业务的占比逐渐提升。
- 公司上半年风机毛利率为 15.17%, 同比去年上半年提高 4.58%, 环比去年下半年提高 0.29%。公司主营业务风电机组毛利率的持续提高验证了风机招标价格上升以及成本下降趋势的判断, 在产品构成中, 2.5MW 风机的毛利率上升起到了重要作用。13 年上半年 2.5MW 风机的毛利率是 19.07%, 同比去年上半年提高 11.85%, 环比去年下半年, 提高 6%。
- 虽然上半年公司的营业总收入同比出现了下降, 但是由于季节性因素造成的, 上半年风机招标大幅增长以及公司中标比例的提高反映下半年营业收入也将出现拐点。风机收入确认和结算一般都在下半年, 上半年占比较小, 因此并不能反映全年的情况。公司待执行订单总量为 4550.25MW, 中标未签订单总量为 3538.5MW, 相对于去年年底分别增长 464.25MW 与 459.5MW。
- 预计 2013、14、15 年的 EPS 为 0.27、0.36、0.48 元, 对应的 PE 分别为 20、15、11 倍, 上调为“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013	2014	2015
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	24.47	97.01	20.46	15.35	11.43

### 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

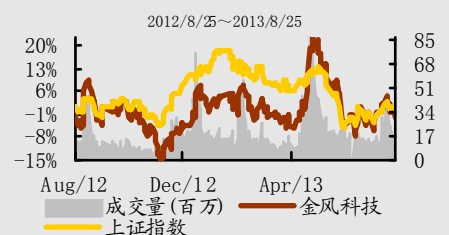
#### 研究助理:

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

行业周报\*光伏行业: 多晶硅上涨, 分布式管理办法出台

2013/8/18

公司深度报告\*金风科技: 收入、毛利及预期三重拐点已显现

2013/8/15

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

行业周报\*光伏行业: 财政部明确补贴申请与发放程序

2013/8/5

行业周报\*光伏行业: 中欧达成价格承诺, 最大风险解除

2013/7/29

表 1: 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 2: 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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	31,857	32,632	34,622	38,465	投资收益	411	489	650	895
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	8,878	8,878	8,878	8,878	归属母公司净利	153	726	967	1,299
<b>负债合计</b>	18,571	18,671	19,761	22,394	<b>EPS (元)</b>	0.057	0.269	0.359	0.482
股本	2,695	2,695	2,695	2,695	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	7,988	7,988	7,988	7,988	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
<b>负债股东权益合计</b>	31,857	32,632	34,622	38,465	毛利率	15.37%	15.89%	16.27%	16.71%
<b>现金流量表</b>					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%
<b>经营活动现金流</b>	2,447	3,324	2,841	2,069	<b>偿债能力</b>				
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	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-2,304	-2,833	-2,713	-2,529	总资产周转率	0.36	0.43	0.47	0.49
<b>融资活动现金流</b>	-1,163	-510	540	1,719	应收账款周转率	1.12	1.63	2.16	2.51
<b>现金流量净额</b>	-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

**分析师简介:**

**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:** 阳光电源、隆基股份、金风科技、东方日升、欣旺达、新大新材、银星能源、平高电气、许继电气、置信电气、森源电气、正泰电器、大连电瓷、中国西电、北京科锐、百利电气、众合机电、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	zhoudi@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
	银行/信托	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		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。