

风电行业转暖，龙头地位再现

金风科技（002202）深度报告

推荐（上调）

风险评级：一般风险

2013年9月23日

投资要点：

- ◇ **风电业开始转暖，复苏在望。**2013年初全国能源工作会议确定全年风电新增装机达到18GW，新增装机同比增长38.5%。同时，国家能源局集中批复了第三批总计28.73GW的风电项目，新项目有助于13年的新项目的招标建设。并且一季度新增招标规模3.8GW，同比增长74%；二季度新增招标规模达4.1GW，同比增长86%。上半年总计招标近8GW，同比增长幅度高达80%。从批复和招标规模看，行业正步入复苏通道。2013年风电或将迎来新一轮增长时期，预计2013年新增装机约15GW，同比增长15%左右。
- ◇ **市场竞争优势突出。**2012年公司新增装机市场份额达19.5%，较第二位国电联合动力高出近4个百分点。累计装机份额20.2%，比第二位的华锐风电高出1.4个百分点，较2011年有所扩大。另外公司是潮间带风机的最大供应商，几乎垄断该细分市场，有效地避开了近海风机的竞争对手。2012年公司潮间带装机达103MW，占潮间带装机总量的90%以上，市场竞争力极具优势。
- ◇ **订单饱满，盈利开始逐渐好转。**上半年公司待执行订单环比2012年全年增长达11.4%。且在新增招标中，公司中标超过3GW，环比2012年增长达40.7%，占风机行业总招标规模的约38%，潜在的订单饱满。受益于收入的回升和成本的下降，提升了盈利空间。上半年公司毛利率达18.9%，同比上升5个百分点，环比上升1个百分点，提升较快。
- ◇ **给予“推荐”评级。**我们预计公司2013-2015每股收益分别为每股收益分别为0.15元、0.25元和0.3元，对应的估值分别为43.6倍、25.2倍和21.3倍。尽管2013年估值仍偏高，但我们看好行业回暖和公司业绩（特别是14年）的大幅提升，我们上调至“推荐”评级。

公司主要财务指标预测表

指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	11,324.19	12,299.18	15,075.04	18,744.95
同比%	-11.83	8.61	22.57	24.34
归属母公司净利润(百万元)	153.05	390.03	674.89	797.05
同比%	-74.77	154.83	73.03	18.10
毛利率%	15.35	17.74	18.06	18.20
ROE%	1.19	2.94	4.86	5.47
每股收益(元)	0.06	0.14	0.25	0.30
每股净资产(元)	4.93	5.07	5.31	5.58
市盈率(倍)	111.09	43.59	25.19	21.33
市净率(倍)	1.28	1.24	1.19	1.13

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

俞春燕

SAC 执业证书编号：
S0340511010001

研究助理：饶志

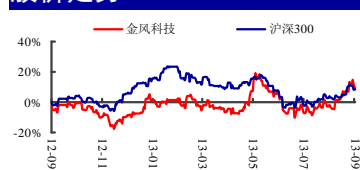
电话：0769-22119416

邮箱：raozhi@dgzq.com.cn

主要数据 2013年9月18日

收盘价(元)	6.31
总市值(亿元)	170.03
总股本(百万股)	2,694.5
	9
流通股本(百万股)	2,128.6
	9
ROE(TTM)	1.34%
12月最高价(元)	7.12
12月最低价(元)	4.79

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

金风科技（002202）2013 年半年报点评：二季度销售回暖，在手订单充足

2013-8-26

目录

1. 公司简介	4
1.1 国内最大的风电设备龙头企业	4
1.2 股权结构	5
2. 风电业开始转暖，复苏在望	6
2.1 全球风电进入平稳期，国内市场新增装机二次下滑	6
2.2 国内风力发电市场潜力依然巨大，短期需有效解决并网难题	7
2.2.1 国内风电资源充足	7
2.2.2 政策又吹新风，2013 年新增装机预计增长 15%左右	8
2.2.3 消纳风电成为制约风电业规模增长的关键因素	10
3. 引领风机技术潮流，竞争优势凸显	12
3.1 风机向单机容量大型化和多样化发展	12
3.2 不断引领风机技术潮流	12
3.3 市场份额保持第一，竞争优势明显	13
4. 盈利开始逐渐好转，或将迎来新增长周期	15
4.1 订单受行业回暖较为充足，2014 年贡献收入	15
4.1.1 订单受行业回暖较为充足，2014 年贡献收入	15
4.1.2 风电场业务日渐成为公司新的盈利增长点	17
4.1.3 风电服务业务增长较快	18
4.2 原材料价格企稳有助成本控制	18
4.3 盈利逐步回升，业绩提升较快	19
5. 盈利预测和估值	20
5.1 盈利预测	20
5.2 估值和投资建议	22
5.3 风险提示	22

插图目录

图 1: 2013 年上半年收入结构	4
图 2: 2012 年上半年利润结构	4
图 3: 营业收入和净利润增长情况	4
图 4: 公司股权结构	5
图 5: 全球风电装机规模及同比增长情况	7
图 6: 中国风电装机规模及同比增长情况	7
图 7: 中国陆地 70 米高度风功率密度分布	8
图 8: 中国近海 5-20 米水深的海域内、100 米高度年平均风功率密度分布	8
图 9: 2012 年国内主要地区上网电量占比	11
图 10: 2011 年国内主要地区弃风率	11
图 11: 全球风力发电机组技术演变	12
图 12: 公司风机技术发展历程	13
图 13: 近两年前 5 名风电制造商国内新增装机市场份额对比	13

图 14: 近两年前 5 名风电制造商国内累计装机市场份额对比.....	13
图 15: 历年海上风电新增装机和累计装机情况.....	14
图 16: 中国风电机组制造商的海上风电累计装机构成.....	14
图 17: 历年中国风电机组累计出口规模	15
图 18: 中国风电机组累计出口国家情况	15
图 19: 前 5 名风电制造商 2012 年累计和当年出口占总出口规模比例.....	15
图 20: 公司近年来订单类型情况	16
图 21: 风机各类型销量和总销量及其增长情况.....	17
图 22: 公司风机平均销售价格（单位：元/千瓦）	17
图 23: 行业和公司近年中标价格	17
图 24: 风电场发电收入、增长和毛利率情况.....	18
图 25: 风电场发电收入、增长和毛利率情况.....	18
图 26: 钢材（板材）价格指数走势	19
图 27: 磁钢价格走势	19
图 28: 公司风机平均成本（单位：元/千瓦）	19
图 29: 公司近年营业成本情况	19
图 30: 公司盈利能力季度比较	20
图 31: 公司归属于母公司净利润季度比较（单位：百万元）	20
图 32: 公司近年每股收益和现金流净额季度比较.....	20

表格目录

表 1: 中国陆地和近海风能资源潜在开发量.....	7
表 2: 近年来风电主要政策	8
表 3: 2012 年及 2013 年一季度风电装机和上网电量对比.....	11
表 4: 2012 年中国海上风电机组安装情况.....	14
表 5: 分业务盈利预测	20

1. 公司简介

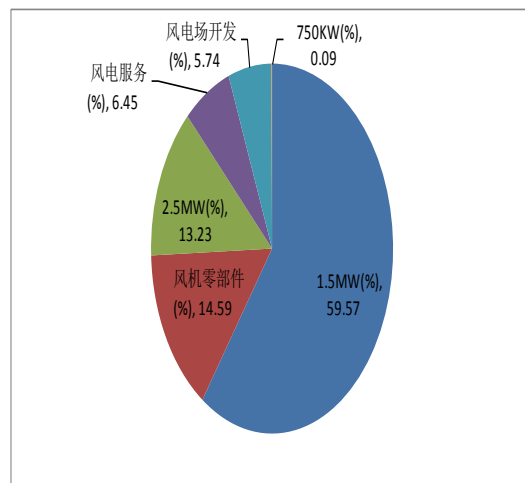
1.1 国内最大的风电设备龙头企业

公司是中国最大同时也是全球第二大风电设备制造商，主要研发、制造和销售大型风力发电机组，也建设和经营风力发电厂，并提供风电整体解决方案。另外，公司拥有自主知识产权、代表着全球风力发电领域最具成长前景的直驱永磁风机技术，成为全球最大的直驱永磁风机生产制造的龙头企业。

公司主营业务是风力发电机的整机研发、生产和销售。产品从 2008 年以前的 600KW、750KW，逐步转为以 1.5MW 系列为核心、2.5MW 系列为增长点和 3MW 风机为发展方向的产品经营模式。公司核心产品 1.5MW 系列化机组包括低温、高温、高海拔、低风速、海上及潮间带机组。

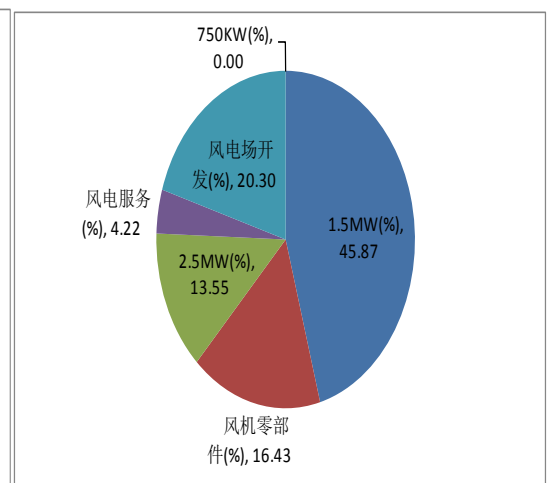
2013 年上半年，主力机型 1.5MW 风机收入占比达 60%，较 2012 年下降了 10 个百分点；2.5MW 机型在 13% 以上，与 2012 年持平；而风电服务和风电场收入比例增长较快，分别上升至 6.5% 和 5.7%，利润贡献度也大幅增加。

图 1：2013 年上半年收入结构



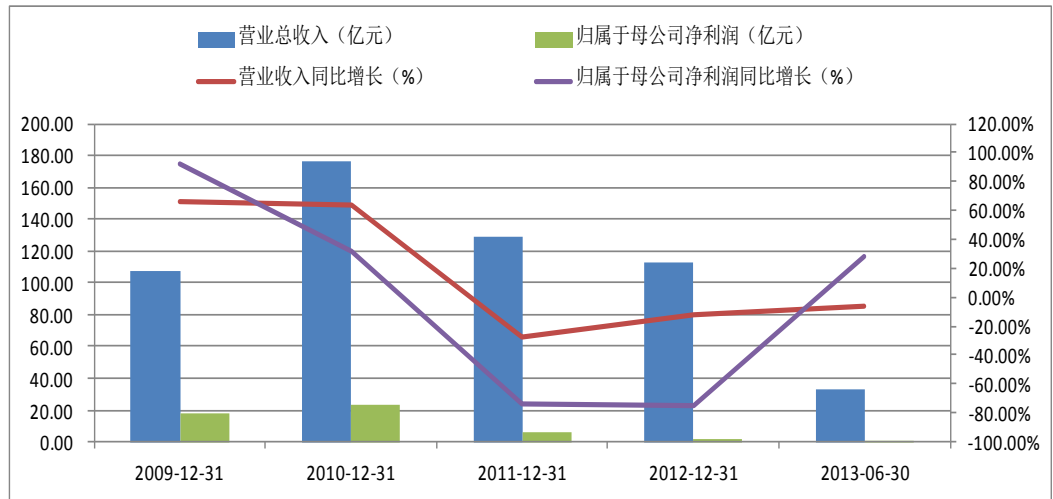
资料来源：东莞证券研究所，Wind

图 2：2012 年上半年利润结构



资料来源：东莞证券研究所，Wind

图 3：营业收入和净利润增长情况



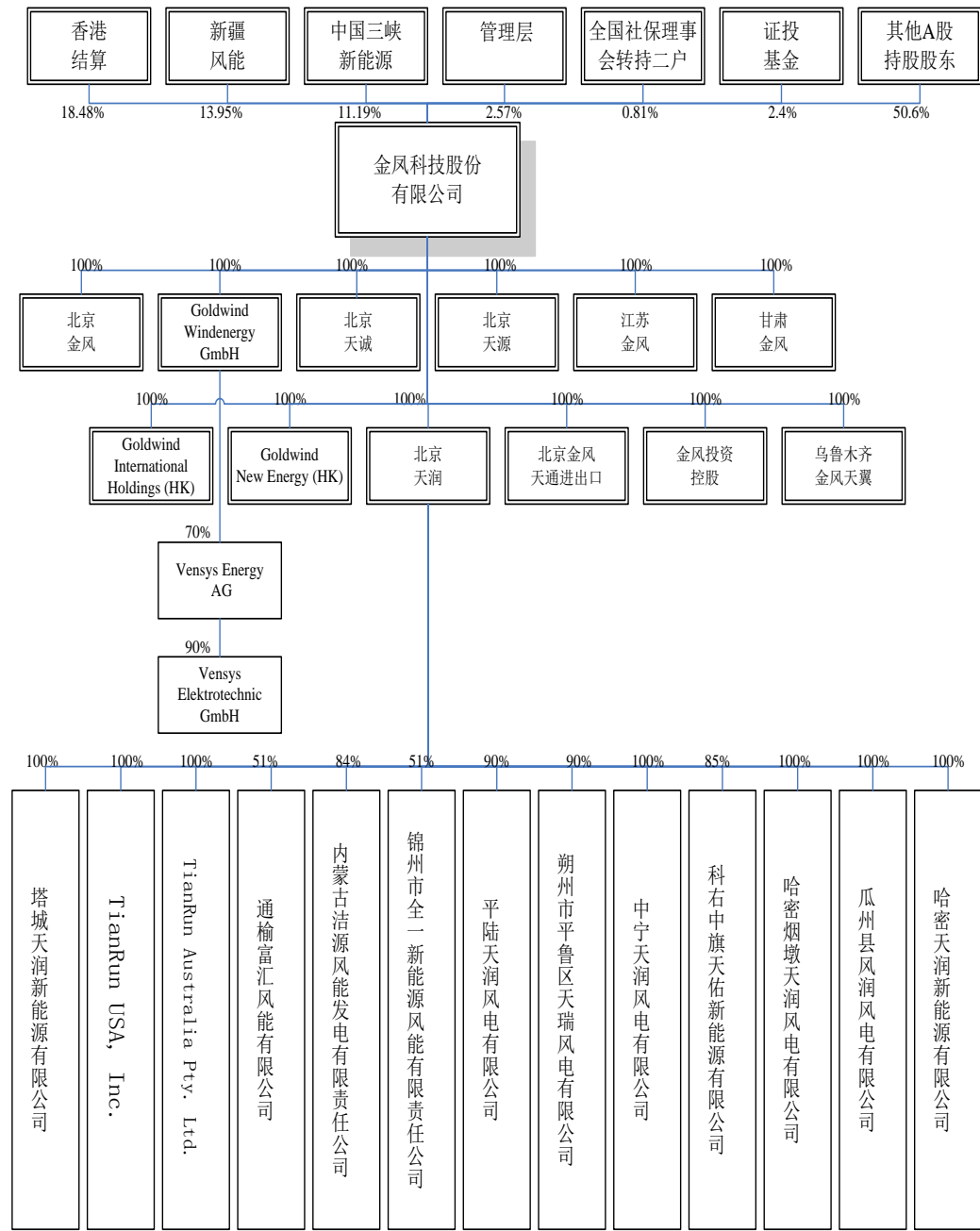
资料来源：东莞证券研究所整理，公司公告

1.2 股权结构

由于股权较分散，公司并无控股股东，除了管理层有部分限售股外，其他均为流通股。公司大股东为香港结算，第二和第三大股东，即新疆风能有限责任公司和中国三峡新能源公司均为上市之初原始大股东，两家的实际控制人分别为新疆国资委和国资委。

公司旗下控股公司主要分三类：1、风机及零部件研发制造类，如北京金风、甘肃金风、江苏金风及海外德国金风等。2、风电投资类，如金风控股、北京天润及其子公司（塔城天润、富汇风能、中宁天润、哈密天润及境外澳大利亚天润、美国天润等）。3、风电服务类：北京天源、北京金风天通等。

图 4: 公司股权结构



资料来源：东莞证券研究所整理，公司公告

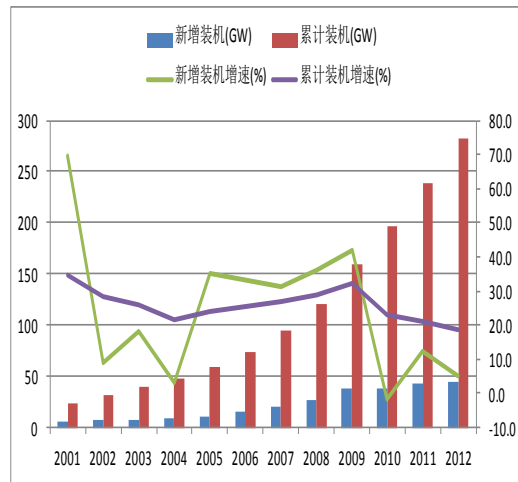
2. 风电业开始转暖，复苏在望

2.1 全球风电进入平稳期，国内市场新增装机二次下滑

全球风电规模自 2005 年开始进入快速增长的时期，每年新增装机增速达 35%左右，累计装机增速 25%左右。直至 2010 年，由于风电产业规模扩张过快，需求无法跟上，风电产业增速开始急速下滑。2012 年，全球累计装机容量高达 282.6GW，同比增长 18.7%，而新增装机 44.5GW，同比仅增长 5%，新增装机增速继续大幅放缓，风电业整体发展空间已经不大，全球风电发展进入低速增长期。

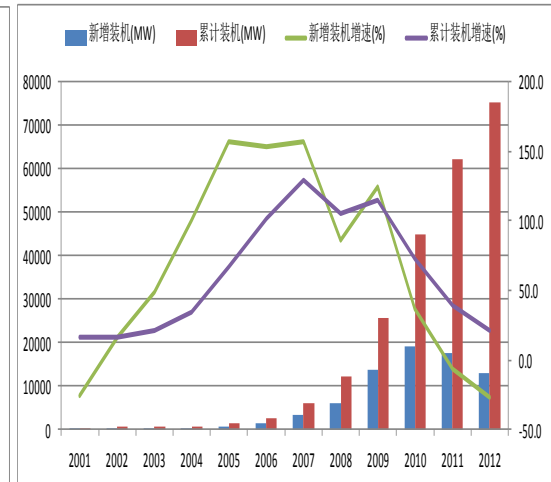
在全球风电产业需求放缓的背景下，中国无论在总装机规模还是新增装机规模上，已经成为全球风电产业第一大国。2005-2009 年间，新增装机每年呈现翻倍的高速增长。然而到 2012 年中国累计装机和新增装机分别为 75.3GW 和 13GW，同比增长分别为 20.8% 和 -26.5%，增速均有较大回落，尤其是新增装机自 2011 年来第二次负增长，且下降幅度扩大。

图 5: 全球风电装机规模及同比增长情况



资料来源：东莞证券研究所

图 6: 中国风电装机规模及同比增长情况



资料来源：东莞证券研究所

2.2 国内风力发电市场潜力依然巨大，短期需有效解决并网难题

2.2.1 国内风电资源充足

根据发改委能源研究所探测计算，中国陆地 70 米高度 3 级及 3 级以上风能技术开发量超过 26 亿千瓦，在现有风电技术条件下实际可装机容量将超过 10 亿千瓦，另外水深不超过 50 米的近海海域风电实际装机容量大致在 5 亿千瓦左右。2012 年国内累计装机不到 1 亿千瓦，可见国内在现有风电技术条件下，大规模发展风电的前景依然巨大。

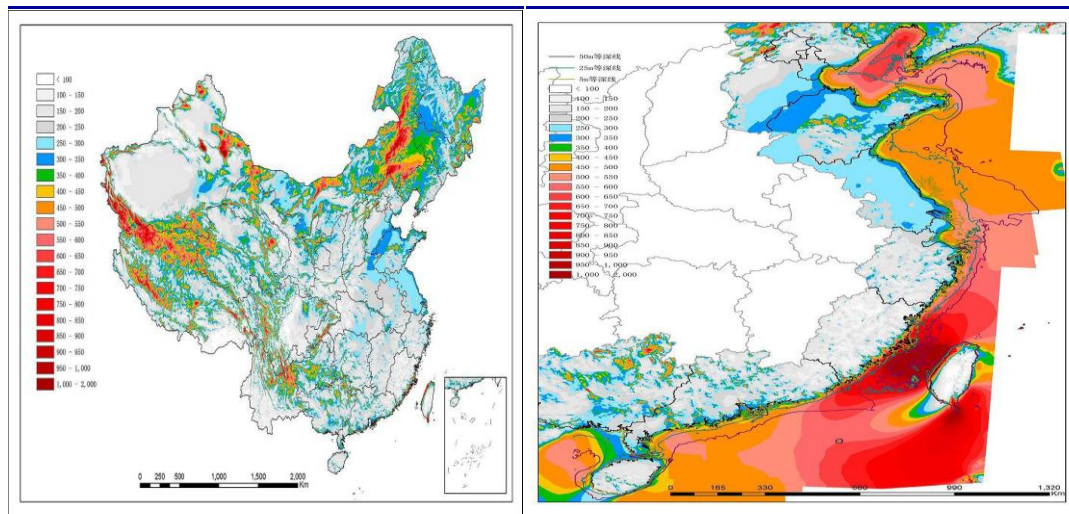
风电资源多集中于“三北”（东北、华北和西北）地区，其中内蒙古的东蒙和西蒙、新疆哈密、甘肃酒泉、河北坝上、吉林西部和江苏近海等 7 个千万千瓦级风电基地风能资源最为丰富，50 米高度 3 级以上风能资源的潜在开发量月 18.5 亿千瓦，可装机容量月 5.57 亿千瓦，若考虑 70 米及以上高度和风电技术进步情况，可装机容量还将大幅增加。

表 1: 中国陆地和近海风能资源潜在开发量

地域	总面积 (万平方千米)	风能资源潜在开发量 (亿千瓦)
陆地	约 960	26
海上 (水深 5-50 米, 高度 100 米)	39.4	5

资料来源：东莞证券研究所，《中国风电路线图 2050》

图 8: 中国近海 5-20 米水深的海域内、100 米高度年平均风功率密度分布
图 7: 中国陆地 70 米高度风功率密度分布



资料来源: 东莞证券研究所, 《中国风电路线图》资料来源: 东莞证券研究所, 《中国风电路线图 2050》2050》

2.2.2 政策又吹新风, 2013 年新增装机预计增长 15%左右

自 2005 年《可再生能源法》出台, 新能源政策就拉开了帷幕。风电作为可再生能源中最可靠和可行的能源之一, 无论在规模、技术还是补贴等, 不断受到政府的大力支持。从补贴上看, 2009 年公布的风电上网电价标准, 将全国风资源划分四个区, 并确立标杆上网电价, 对相应地区风电项目进行补贴。从“十二五”规划目标看, 2015 年风电装机规模将达到 1 亿千瓦, 按照 2012 年已装机规模计算, 依然有 30GW 的空间。2013 年初全国能源工作会议上对于全国能源重点推进的一项重要工作就是全年风电新增装机达到 18GW, 新增装机同比增长 38.5%, 若推进工作顺利, 到 2015 年装机将大幅超出预期。2013 年风电或将迎来新一轮增长时期, 预计 2013 年新增装机约 15GW, 同比增长 15%左右。

根据国家风电信息中心最新发布的数据, 截至 2013 年 3 月 31 日, 全国风电累计核准容量为 10846 万千瓦。其中, 并网容量为 6571 万千瓦, 在建(包括开展前期工作)容量为 4275 万千瓦。风电并网容量占核准容量比例 61%。

表 2: 近年来风电主要政策

时间	政策文件	相关主要内容	颁布者
产业政策			
2005	《中华人民共和国可再生能源法》	国家鼓励和支持可再生能源并网发电。电网企业应当与依法取得行政许可或者报送备案的可再生能源发电企业签订并网协议, 全额收购其电网覆盖范围内可再生能源并网发电项目的上网电量, 并为可再生能源发电提供上网服务。	国务院
2006	《关于风电建设管理有关要求的通知》等一系列配套	风电设备国产化率要达到 70% 以上。风电场上网电价由国务院价格主管部门根据各地的实际情况, 按照成本加收益的原则分地区测算确	发改委

	政策	定，并向社会公布。风电特许权建设项目的电价通过招标方式确定，但是，不得高于国务院价格主管部门规定的上网电价水平。	
	《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》	规定中央财政预算设立“可再生能源发展专项资金”，促进可再生能源的发展，其中专门强调促进可再生能源开发利用设备的本地化生产。	财 政 部
	《“十一五”十大重点节能工程实施意见》	2010 年我国风电装机容量达到 500 万千瓦，2020 年全国风电装机容量达到 3000 万千瓦。	国家 发改 委等 8 部门
2007	《可再生能源中长期发展规划》	力争到 2010 年使可再生能源消费量占到能源消费总量的 10%，2020 年提高到 15%。到 2020 年，发电装机容量 500 万千瓦以上的企业，其可再生能源所占比例须达到 8% 以上。	发改 委
2009	《中华人民共和国可再生能源法》修订	重点解决电网规划和建设不适应可再生能源发电发展、可再生能源发电上网电价与费用分摊机制不完善、配套优惠财税政策未能有效落实等突出问题，并规定对可再生能源实施全额保障性收购制度。	国务 院
2010	《关于印发风电机组并网检测管理暂行办法的通知》	安装并网的风电机组必须是通过标准检测的机型，只有符合相关技术规定的风电机组方可并网运行。	国家 能源 局
	《关于印发促进风电装备产业健康有序发展若干意见的通知》	加强对风电技术装备制造业发展的引导和规范，推进风电装备制造业健康发展。	发改 委
	《风力发电科技发展“十二五”专项规划》	到 2015 年，风电并网装机达到 1 亿千瓦。当年发电量达到 1900 亿千瓦时，风电新增装机 7000 万千瓦。建设 6 个陆上和 2 个海上及沿海风电基地。	国务 院
2012	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	到 2015 年，风电累计并网风电装机超过 1 亿千瓦，年发电量达到 1900 亿千瓦时。	国务 院
	《可再生能源发展“十二五”规划》、《风电发展“十二五”规划》	“十二五”时期，可再生能源新增发电装机 1.6 亿千瓦，其中常规水电 6100 万千瓦，风电 7000 万千瓦，太阳能发电 2000 万千瓦，生物质发电 750 万千瓦，到 2015 年可再生能源发电量争取达到总发电量的 20% 以上。	国务 院
2013-2	《关于做好 2013 年风电并网和消纳相关工作的通知》	要求全国更加高度重视风电的消纳和利用，认真分析风电限电原因，尽快消除“弃风”限电；加强资源丰富区域的消纳方案研究，加强风电配套电网建设，做好风电并网服务工作。	国 家 能 源 局
2013-3	《“十二五”第三批	计划总装机容量 2872 万千瓦，包括 491 个常	国家

	风电项目核准计划》	规项目(总装机容量 2797 万千瓦)和 4 个促进风电并网运行和消纳示范项目(总装机容量 75 万千瓦)。	能源局
2013-5	《关于取消和下放一批行政审批项目等事项的决定》	取消的行政审批项目中，企业投资风电站项目(总装机容量 5 万千瓦及以上项目)核准权限由国家发展改革委下放到地方政府投资主管部门;企业投资 330 千伏及以下电压等级的交流电网工程项目，列入国家规划的非跨境、跨省(区、市)500 千伏电压等级的交流电网工程项目核准权限由国家发展改革委下放到地方政府投资主管部门。	国务院
税收政策			
2007	《关于落实国务院加快振兴装备制造业的若干意见有关进口税收政策的通知》	自 2008 年 1 月 1 日起，对国内企业为开发、制造 1.2MW 以上的大功率风力发电机组而进口部分关键零部件、原材料所缴纳的进口关税和进口环节增值税实行先征后退政策。对进口单机功率不小于 1.5 MW 的风电机组配套的关键零部件和原材料，免征关税和进口环节增值税。	财政部、发改委、海关总署和税务总局
2008	《关于公布公共基础设施项目企业所得税优惠目录(2008 年版)的通知》	风电企业享受所得税三免三减半的优惠(自项目取得生产经营收入的第一个纳税年度起，前三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税)。	财政部、国家税务总局和发改委
	《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》	对利用风力生产的电力实现的增值税实行即征即退 50%的政策。	国家税务总局
补贴政策			
2009	《关于完善风力发电上网电价政策的通知》	按风能资源状况和工程建设条件，将全国分为 4 类风能资源区，相应制定风电标杆上网电价。4 类资源区风电标杆电价水平分别为每千瓦时 0.51 元、0.54 元、0.58 元和 0.61 元。海上风电上网电价现阶段为审批电价和招标电价结合的方式，价格区间为 0.62~0.97 元/千瓦时。该政策结束了此前“招标+核准”的风电电价确定模式。	发改委

资料来源：东莞证券研究所整理

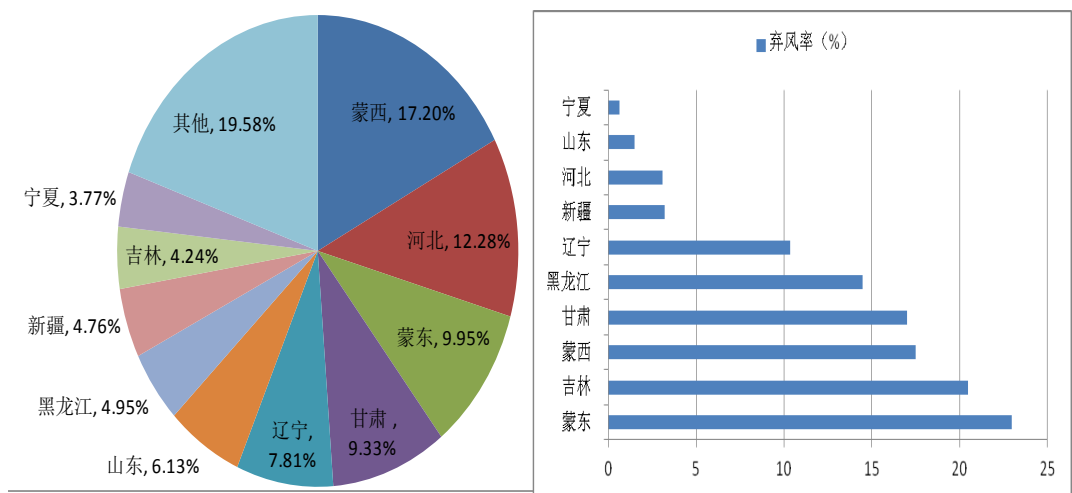
2.2.3 消纳风电成为制约风电业规模增长的关键因素

尽管中国已经成为风电装机规模第一大国，风电场开发加速。但由于内陆大部分省份风能资源普遍一般，并且多位于山地、丘陵、湖畔等建设条件复杂的区域，因此风电场开发均高度集中在“三北”地区。然而电力负荷主要分布在沿海、中东部地区，风电资源的地理分布与电力负载不匹配，在风电和电网建设不同步、当地负荷水平较低、灵活调节电源少、跨省跨区市场不成熟，加上电网对风电装备技术要求不断提升的背景下，

风电并网从物理“并网难”向技术“并网难”转换。同时“弃风”现象日趋严重。2011年风电“弃风”超过100亿千瓦时，弃风率达23%；2012年风电弃风量达到200亿千瓦时，较2011年增长一倍，弃风率达17.12%，造成的损失约100亿元。2013年一季度弃风量更上升至22.65%。风电并网和消纳问题成为近两年风电发展的重大挑战。虽然“三北”地区风能资源丰富，是全国上网电力最多的地区，但也是“弃风”最严重的地区。其中，2012年内蒙弃风率已经超过20%。

不过，从新增装机并网率看，2010年国内吊装完成的风机并网率大约在70%，2011年达到77%，2012年国内新增并网容量超过了新增吊装容量，达到14.82GW，并网率也提高到83%。新增并网率逐步提升，风电消纳问题在逐步改善。从风电机组利用率看，2012年全国风电等效利用小时数1893小时，较2011年略下降10小时，降幅同比已大幅收窄。2013年上半年，全国风电场等效利用小时数为1059小时，同比增加约70小时，风电利用率得到继续提高。对于限电弃风，2013年二季度有较大好转，2013年上半年全国由于限电因素而产生的“弃风”限电损失电量77亿千瓦时，全国“弃风”率约为10%，较2012年同比降低约2个百分点。因此，我们预计2013年弃风限电会继续有较为明显的缓解。

图9：2012年国内主要地区上网电量占比 图10：2012年国内主要地区弃风率



资料来源：东莞证券研究所，公开资料

资料来源：东莞证券研究所，公开资料

表3：2012年及2013年一季度风电装机和上网电量对比

内容	2012 累计	2013Q1 新增	2013Q2 累计
核准容量 (万千瓦)	10669.7	176.76	10846.46
并网容量 (万千瓦)	6266.45	305.08	6571.53
在建容量 (万千瓦)	4403.25	-	4274.93
当年/当季上网电量 (亿千瓦时)	1008	327.99	327.99
当年/当季等效利用小时数	1959	542	542

弃风率	17.12%	22.65%	22.65%
-----	--------	--------	--------

资料来源：东莞证券研究所，公开资料

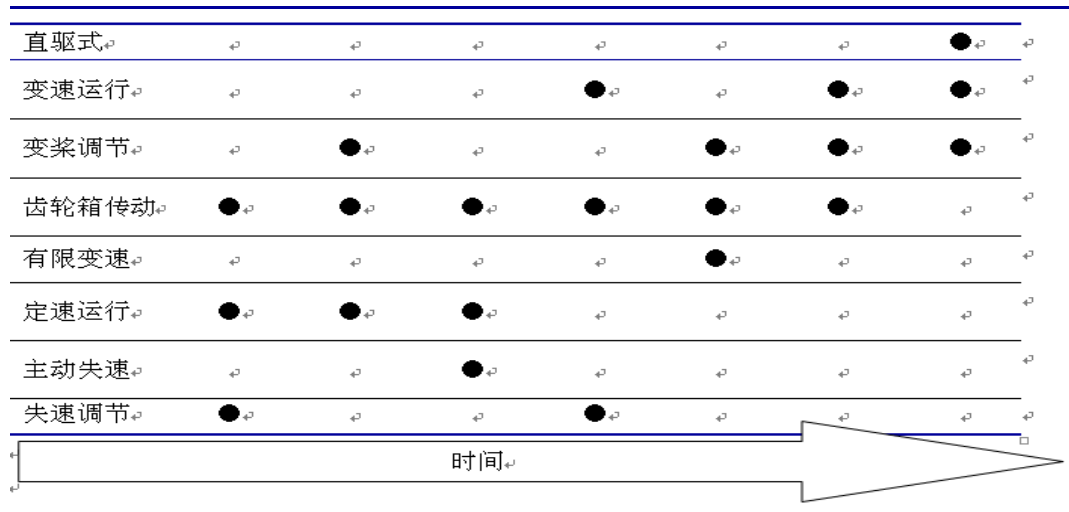
3. 引领风机技术潮流，竞争优势凸显

3.1 风机向单机容量大型化和多样化发展

风力发电机组可根据单机容量分类，或按其最终安装地区分类（陆地型和海上型）。风力发电机组的单机容量是这些年来风力发电机组技术的发展趋势。2005 年以前，750 千瓦以下如 600KW 是主流机型，2005 年—2008 年 750KW 机组开始成为主机型，期间 1.5MW 已经开始研制并推向市场。2008 年至今，3MW 以下，即 1.5MW 和 2.5MW 引领市场。预计 2015 年前 2.5MW 将有大力发展。

随着单机容量的持续增加，风力发电机组技术也发生大量的革新。从失速调节发展到变桨调节，从定速运行发展到变速运行，从齿轮箱传动发展到无齿轮箱直驱技术。风电机组的发电效率和可靠性不断增加，运行维护成本也得到显著降低。

图 11: 全球风力发电机组技术演变



资料来源：东莞证券研究所，公司资料

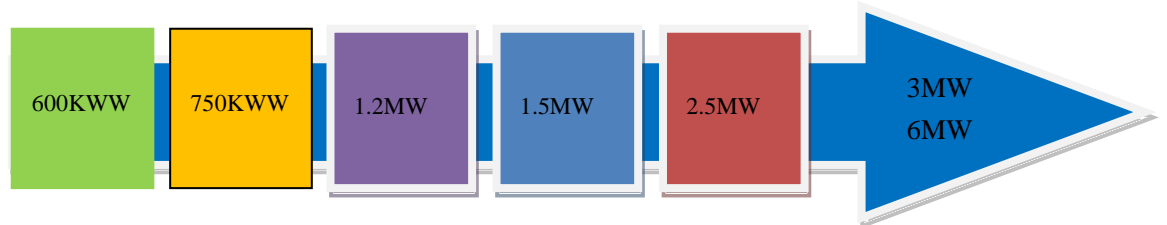
3.2 不断引领风机技术潮流

公司早期的 600KW 和 750KW 风机技术均是从 Jacobs 引进购买，然后自己改进研发生产。当时这两款机型均是市场主流机型，随后 1.5MW 机型开始兴起时，公司曾经做过 1.2MW 机型，但由于对市场需求不匹配，公司随即转向 1.5MW 风机的研制。到 2011 年后，2MW 风机崭露头角，公司也已经做好充足的研发准备。1.2MW、1.5MW 和 2.5MW 风机技术基本上是在收购德国 Vensys 公司后进行阶段性成果技术转让基础上发展而成。

另外，公司已经较早采用较先进的变桨、变速、直接驱动无刷永磁风力发电机技术路线。与双馈风机相比，直驱风机电具有网兼容性更强、发电效率更高（平均提高 5%-10%）维护成本低、受风速限制较小、噪音更低、改进空间更大等优点。与直驱励磁式风机相比，永磁直驱式风机特别是稀土永磁电机不仅具有结构简单、运行可靠、体积小、质量

轻、损耗小、效率高、电机的形状和尺寸可以灵活多样等显著优点，而且在额定的低转速下输出功率较大、效率较高。我国低风速的三类风区占到全部风资源的 50%左右，适合使用永磁电机风电机组。我国又是世界上稀土资源最丰富的国家，能够为永磁电机的制造提供充足的稀土材料，因此，永磁电机的应用前景十分广阔。总体上，在全球风机技术更新换代的趋势下，公司一直引领着风机技术潮流。

图 12: 公司风机技术发展历程

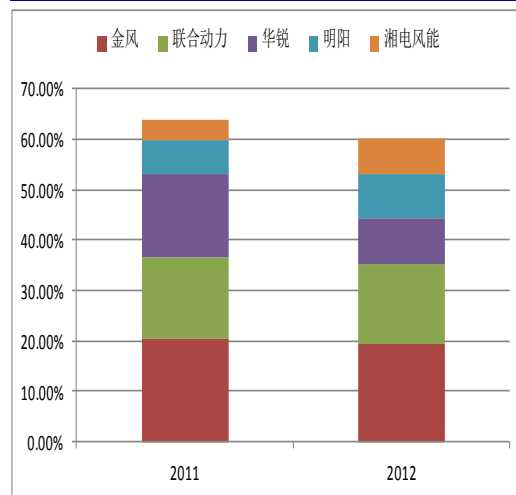


资料来源：东莞证券研究所

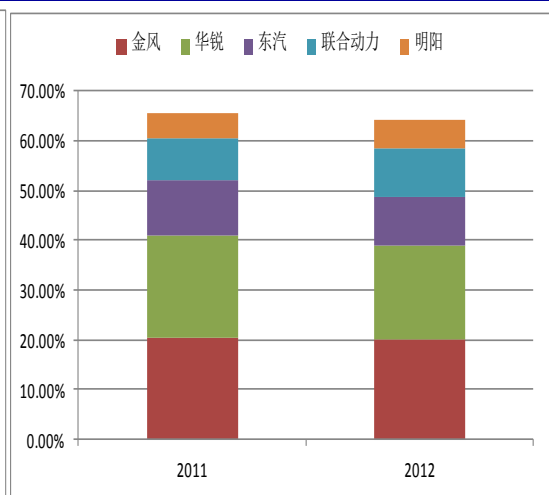
3.3 市场份额保持第一，竞争优势明显

依托公司的技术优势，公司近两年在内陆市场上的份额上升很快。2011 年以新增装机市场份额 20.4%和累计装机市场份额 20.3%的优势，一举超过华锐风电成为国内市场最大的风力发电机组供应商。2012 年在风电业低迷的情况下，公司依然稳坐头把交椅，新增装机市场份额达 19.5%，较第二位国电联合动力高出近 4 个百分点。累计装机份额 20.2%，比第二位的华锐风电高出 1.4 个百分点，较 2011 年有所扩大。

图 13: 近两年前 5 名风电制造商国内新增装机市场份额对比
图 14: 近两年前 5 名风电制造商国内累计装机市场份额对比



资料来源：东莞证券研究所，CWEA

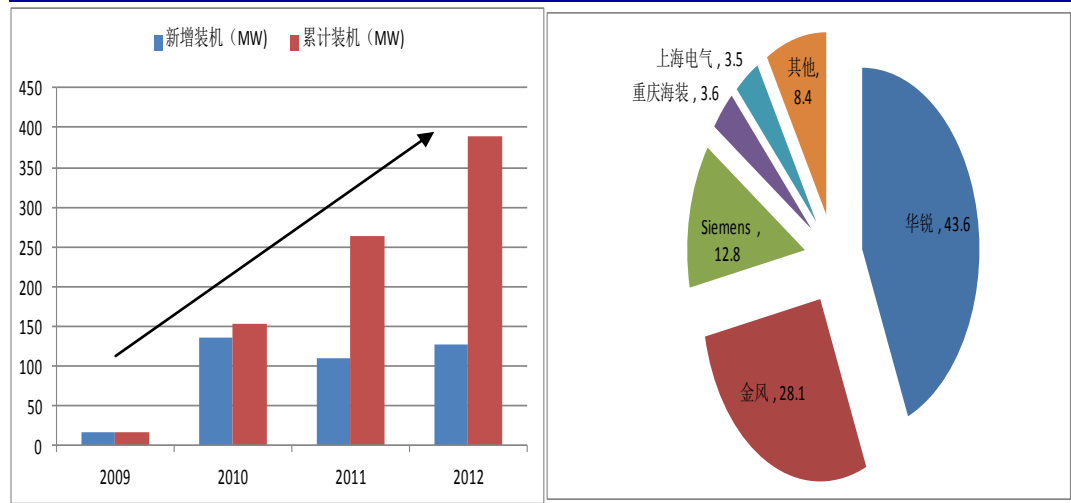


资料来源：东莞证券研究所，CWEA

随着风机单机容量和转换效率的提升，适用于海上发电的风机自 2009 年开始有较大的发展。截至 2012 年中国已建成海上风电项目累计 389.6MW，在全球海上风电装机排名第三。其中，潮间带风电开发进程较快，累计装机已经达到 261.5MW，占海上风电项目比例达 67%。2012 年当年新增装机 113MW，占海上风电新增装机总量的 89%。

公司是潮间带风机的最大供应商，几乎垄断该细分市场，有效地避开了近海风机的竞争对手（如华锐、Siemens 等）。2012 年公司潮间带装机达 103MW，占潮间带装机总量的 90%以上，占海上新增装机的 81.1%，仅位于华锐风电之后。

图 15: 历年海上风电新增装机和累计装机情图 16: 中国风电机组制造商的海上风电累计装机构成



资料来源：东莞证券研究所，CWEA

资料来源：东莞证券研究所，CWEA

表 4: 2012 年中国海上风电机组安装情况

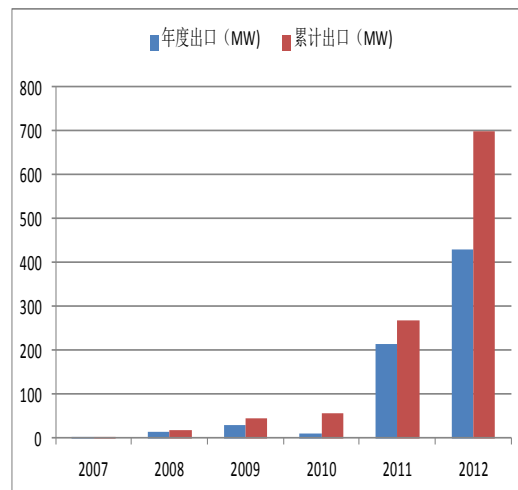
内容	项目名称	开发商	制造商	装机数量/台	装机容量/MW
山东	滨海海上风电项目一期	国电	联合动力	1	3
	潍坊实验风电场			1	6
福建	福清海上风电项目样机	福建投资	湘电风能	1	5
江苏	龙源如东潮间带项目	龙源	重庆海装	2	10
	龙源如东 15 万千瓦海上（潮间带）示范风电场			20	50
	龙源如东 15 万千瓦海上（潮间带）示范风电场扩容		金风	20	50
	江苏响水潮间带 2×3MW 试验风机项目			长江新能源	1
总计				46	127

资料来源：东莞证券研究所，CWEA

出口方面，近两年我国风电机组制造商加快了海外市场的拓展步伐，风电机组出口国家从 2007 年的 1 个扩大到现在的 19 个，其中美国是最主要的风电机组出口国。截

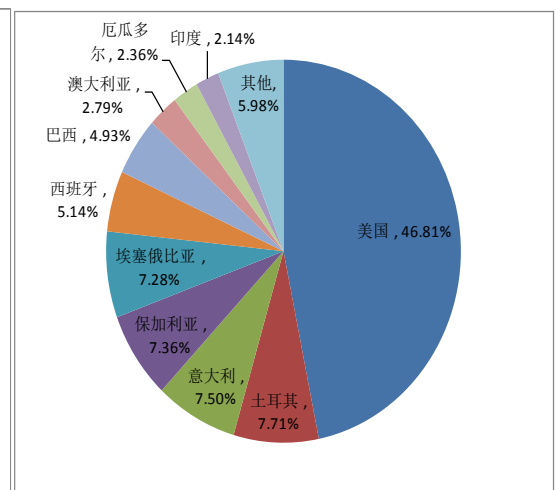
止 2012 年底,我国向美国出口的风电机组容量已达到 327.75MW,占出口总量的 46.8%,2012 年当年向美国出口的机组容量比例达 35.8%。在众多风电制造商中,截至 2012 年公司以累计出口比例 38.4%的份额稳居第一,2012 年当年出口比例达 20.3%,仅次于华锐风电。在海外市场上,公司同样具有较强的竞争力。

图 17: 历年中国风电机组累计出口规模



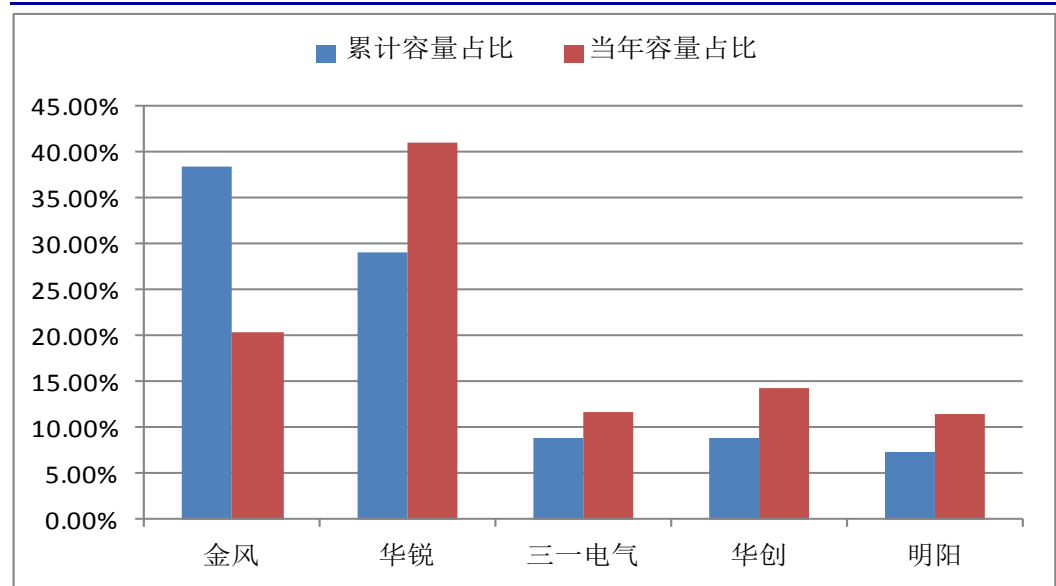
资料来源: 东莞证券研究所, CWEA

图 18: 中国风电机组累计出口国家情况



资料来源: 东莞证券研究所, CWEA

图 19: 前 5 名风电制造商 2012 年累计和当年出口占总出口规模比例



资料来源: 东莞证券研究所, CWEA

4. 盈利开始逐渐好转, 或将迎来新增长周期

4.1 订单受行业回暖较为充足, 2014 年贡献收入

4.1.1 订单受行业回暖较为充足, 2014 年贡献收入

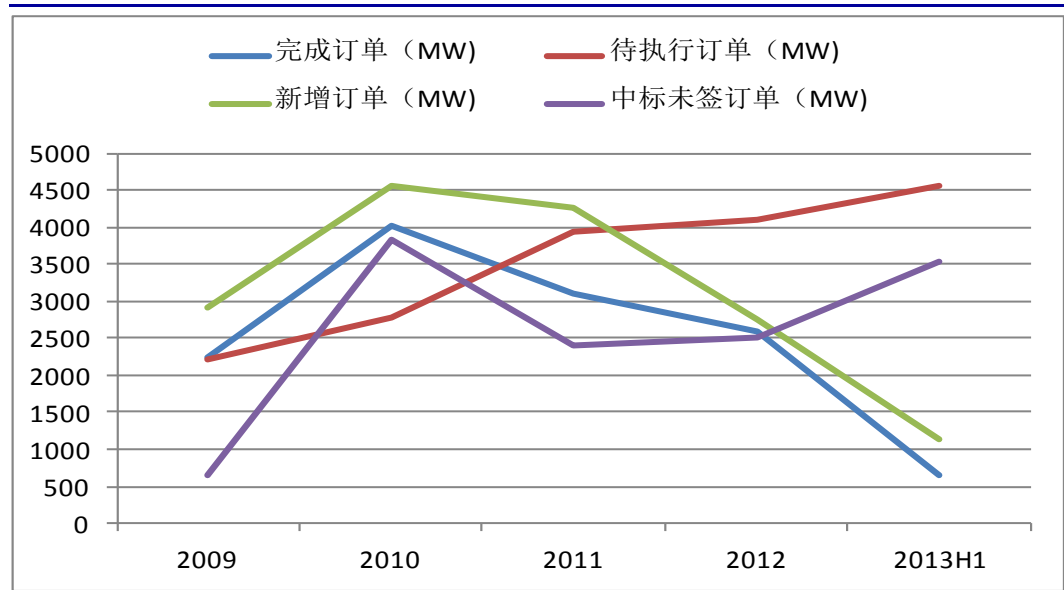
2013年3月,国家能源局集中批复了第三批总计28.73GW的风电项目,新项目有助于13年的新项目的招标建设。13年一季度新增招标规模3.8GW,同比增长74%;二季度新增招标规模达4.1GW,同比增长86%。上半年总计招标近8GW,已与2012年全年新增招标项目相当,增长幅度高达80%。从批复和招标规模看,行业将步入复苏通道。

上半年公司待执行订单继续上升4.55GW,环比2012年全年增长达11.4%。新增订单1.13GW,同比下降30.9%,主要是由于中标合同签订延后所致。上半年新增招标中,公司中标超过3GW,环比2012年增长达40.7%,呈现快速增长,且占风机行业总招标规模的约38%,市场龙头地位依旧稳固,潜在的订单饱满。风力发电机组产品基本上是年初开始进行生产安排,年内进行生产制造,年底前交付业主使用,取得销售收入。因此,公司的销售收入主要体现在每年第四季度,时间周期大概6月。考虑到行业弃风和融资等因素,目前交付周期可能延长至8个月至12个月,故预计2014年开始贡献收入。

由于近年来风电业的持续低迷,公司产品总销量不断下滑,不过随着行业回暖,下降幅度已经有明显收窄。在订单充足情况下,预计四季度和2014年销量将更明显的增长。同样,行业内风机平均销售价下降较厉害,使得公司风机平均销售价格也难以幸免。2013年上半年风机价格略有上升,主要原因之一是招标项目主要位于低风速、高海拔区域,此类系列化机组的制造成本也较高,故投标价格也更高。预计2013年市场平均价格与2012年持平,含税价格在3800-3900元/KW。随着中标价格的回升企稳,加上销量的增长,公司2013年全年收入增长将由负转正,并得到稳步提升。

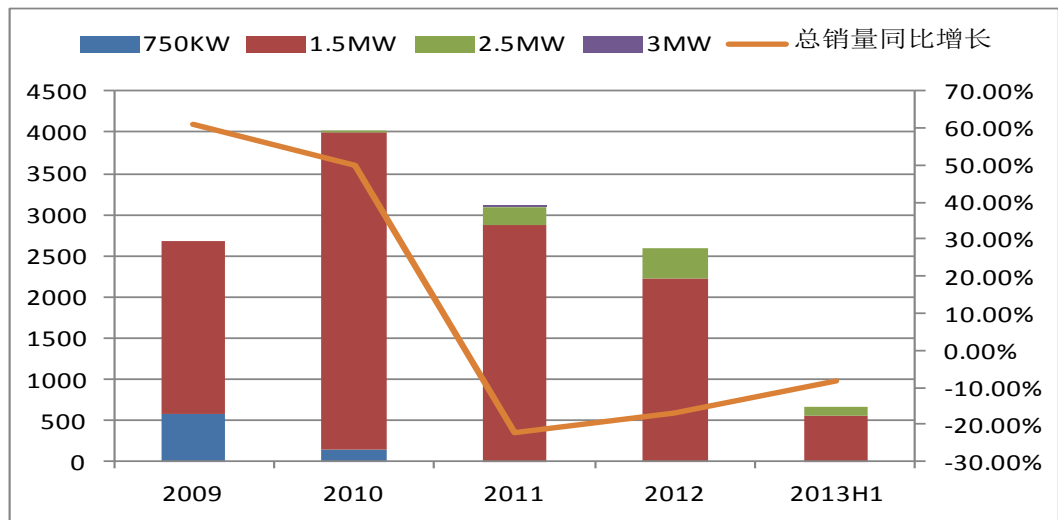
受季节性因素影响,2013年一季度销售收入有大幅下滑,二季度确认收入开始回升,销售收入同比增长28.64%,同比则大幅增长141.31%,恢复了正增长。分产品上看,2.5MW风机销售迅速上升至45台,共计112.5MW,同比大幅增长246.15%,占总销售容量比例也由去年的4.51%增长至16.99%。1.5MW风机销售容量则减少20.3%。需求有向大容量机型转变的趋势。另外国际市场上也表现不俗,77台共计162.5MW销售至澳大利亚、罗马尼亚等国,销售收入同比上升14.15%。

图 20: 公司近年来订单类型情况



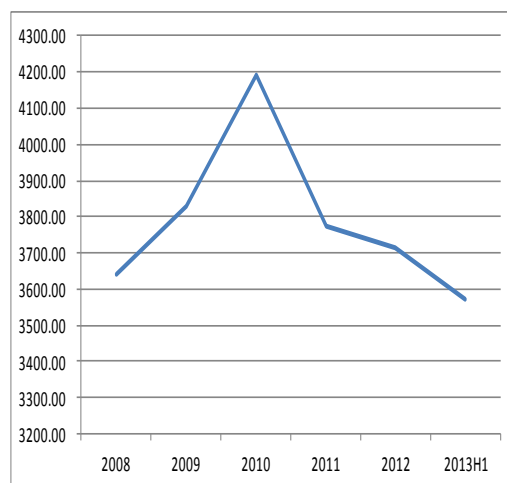
资料来源: 东莞证券研究所, 公司公告

图 21: 风机各类型销量和总销量及其增长情况



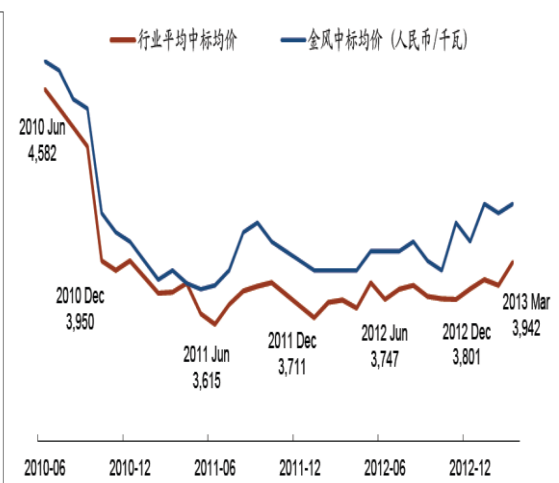
资料来源: 东莞证券研究所, 公司公告

图 22: 公司风机平均销售价格 (单位: 元/千瓦)



资料来源: 东莞证券研究所

图 23: 行业和公司近年中标价格



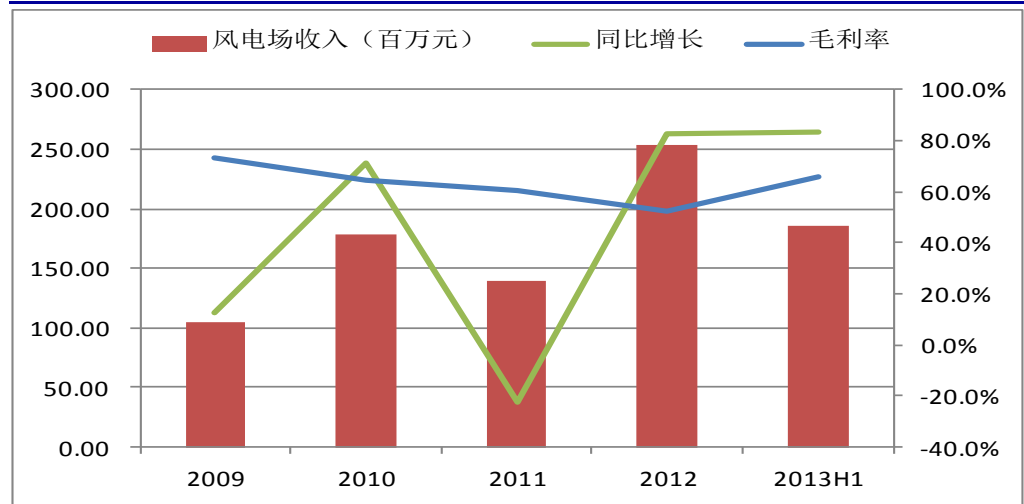
资料来源: 东莞证券研究所, 公开资料

4.1.2 风电场业务日渐成为公司新的盈利增长点

早年开始进军下游风电场投资、开发和销售, 并作为市场拓展的项目储备, 已经成为公司重要的盈利点, 主要通过子公司北京天润经营该业务。风电场投资不仅限于国内市场, 同时公司与国际电力运营商合作探索新的合作模式。通过经营风电场实现发电来增加收入是目前该业务的主要盈利模式, 毛利率一直较高, 在 50% 以上水平。

而风电场转让的投资收益也作为增加利润的一个补充。2012 年受行业景气度下行影响, 公司仅转让 3 个风电项目公司 (5 个风电项目) 全部或部分股权, 转让风电场的投资收益下降 32.93%。2013 年上半年转让 2 个风电项目公司部分或全部股权, 共计 133MW 转让投资投资收益同比下降 55.73%。

图 24: 风电场发电收入、增长和毛利率情况

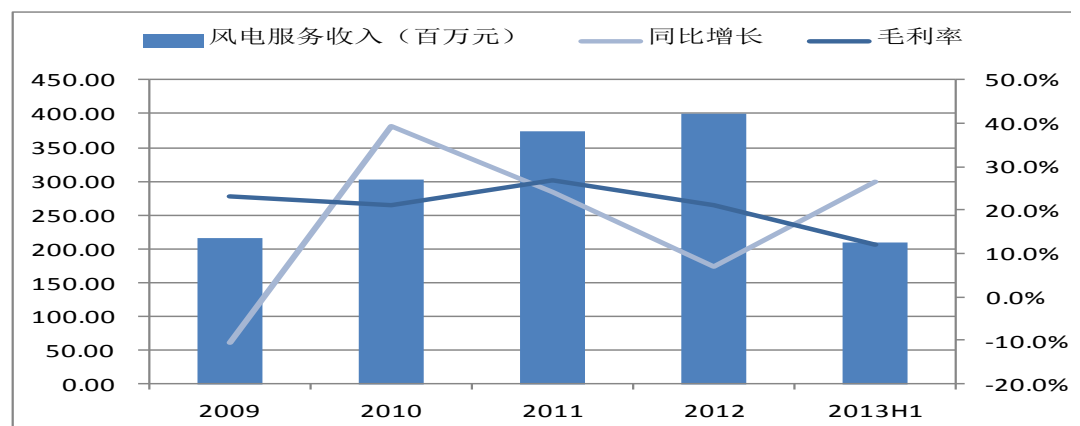


资料来源：东莞证券研究所，公司公告

4.1.3 风电服务业务增长较快

作为战略布局重要组成部分，风电服务一直是公司风电整体解决方案的重要组成部分，是公司除了风机业务外的第二大业务。随着风电产业不断发展，公司风电服务体系日益完善，如“一站式”服务体系，涵盖了项目前期咨询、工程建设、信息技术支持及后期维护技术支持等，覆盖了风电项目生命周期各个环节，具体包括软件产品、EPC 工程、风资源咨询、技术服务及风机维护服务等，2013 年上半年，公司共中标 300MW 的 EPC 总包项目。公司风电服务业务增长较为稳定，增速在 20% 以上，毛利率也维持在 21% 以上的水平。

图 25: 风电场发电收入、增长和毛利率情况



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

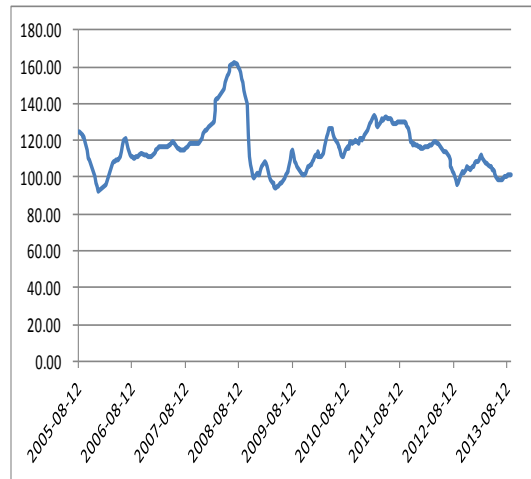
4.2 原材料价格企稳有助成本控制

永磁风电机组生产所需的原材料包括钢、铝、铜、混凝土、玻璃纤维、碳纤维、环氧树脂、磁钢（由钕铁硼永磁材料制成）等。其中钢材、碳纤维复合材料和磁钢是关键原材料。钢材用量约占机组总重量为 90%，占比最大。目前钢材价格处于底部震荡企稳

态势，而磁钢价格自 2011 年高位后，也快速下降至今。因此原材料价格的低位有利于永磁风电机组的成本控制。

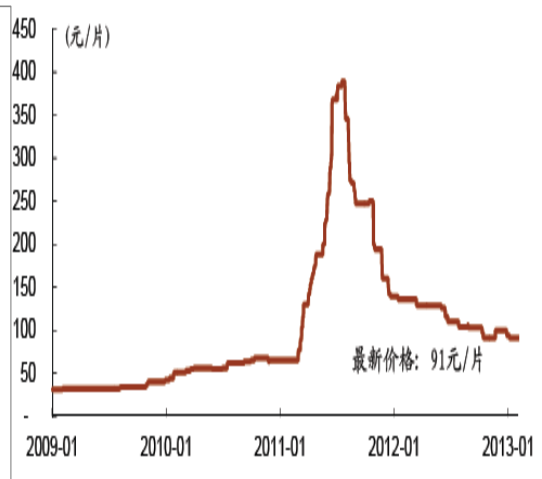
受原材料价格下行影响，公司销售风机平均成本价格也不断下行，从而使得产品营业成本总体控制较好，有利于盈利的提升。

图 26: 钢材（板材）价格指数走势



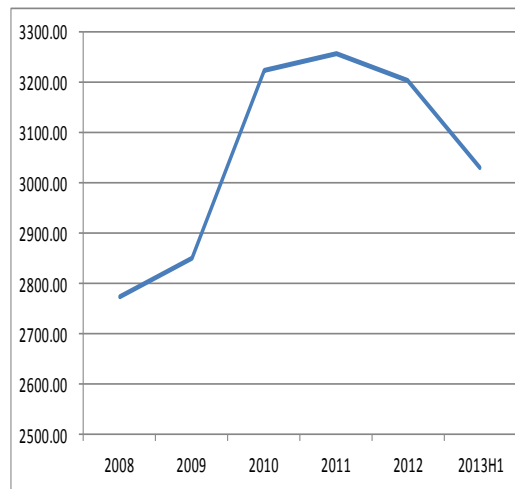
资料来源：东莞证券研究所，Wind

图 27: 磁钢价格走势

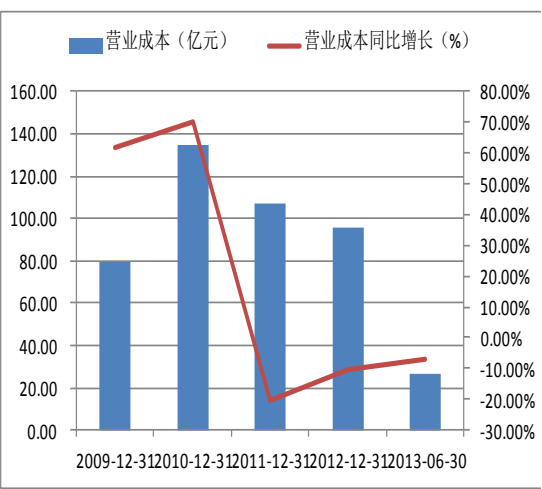


资料来源：东莞证券研究所，公开资料

图 28: 公司风机平均成本 (单位: 元/千瓦) 图 29: 公司近年营业成本情况



资料来源：东莞证券研究所

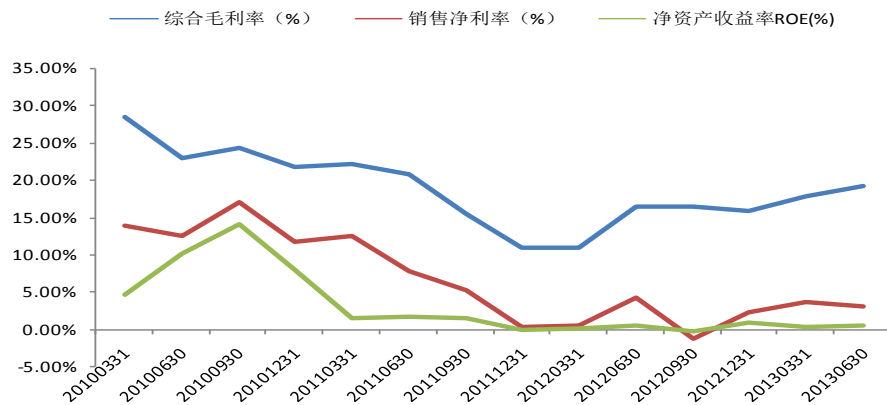


资料来源：东莞证券研究所，Wind

4.3 盈利逐步回升，业绩提升较快

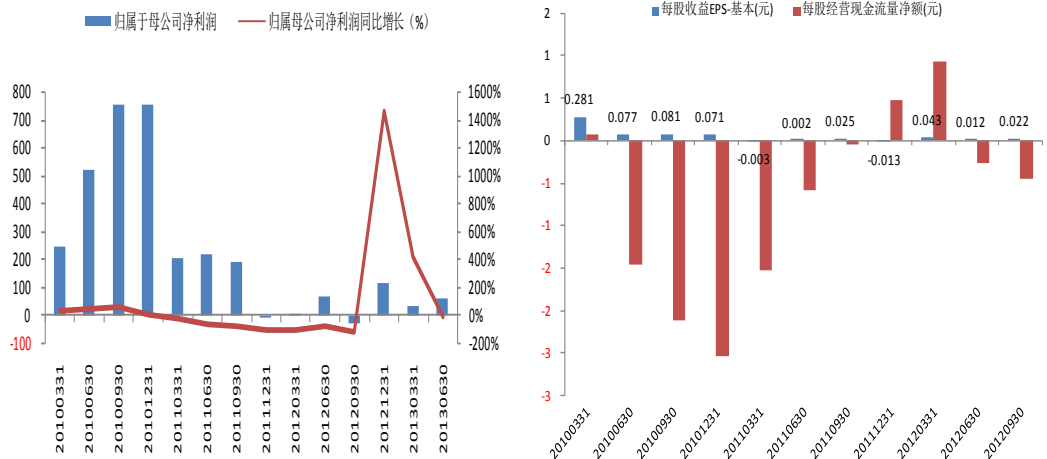
受益于收入的回升和成本的下降，提升了盈利空间。上半年公司毛利率达 18.9%，同比上升 5 个百分点，环比上升 1 个百分点，提升较快。主要是 1、由于上半年公司风电场发电收入提升较快。报告期公司经营风电项目收入同比增长 83.63%，毛利率高达 65.84%，同比上升 15.4 个百分点。2、2.5MW 风机毛利率为 19.1%，同比上升 11.9 个百分点。2.5MW 风机销售的增长和风电场收入增长带来的结构性调整提升了整体盈利能力。

图 30: 公司盈利能力季度比较



资料来源: 东莞证券研究所

图 31: 公司归属于母公司净利润季度比较图 32: 公司近年每股收益和现金流净额季度比较 (单位: 百万元)



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

资料来源: 东莞证券研究所, Wind

5. 盈利预测和估值

5.1 盈利预测

对公司的盈利预测, 根据分析的情况, 我们主要对公司的风机、零部件、风电场和风电服务分业务进行预测, 根据各个业务的历年发展状况, 结合最近的订单、交货等情况, 对 2013 年—2015 年进行分业务的盈利情况如下:

表 5: 分业务盈利预测

指标	2013E	2014E	2015E	备注
1、发电供电业务				

产品销量（台）				
1.5MW	1256	1193	1193	
2.5MW	368	662	992	
3MW	0	0	0	暂不考虑该机型销售
产品价格（元/KW）				
1.5MW	3534.25	3481.24	3429.02	
2.5MW	3801.57	3687.53	3613.78	
3MW	3786.067	3786.067	3786.067	
分产品收入				
1.5MW	6660.12	6232.21	6138.73	
2.5MW	3492.70	6098.25	8964.42	
3MW	0	0	0	
风机总收入（百万元）	10155.86	12330.46	15103.15	
YoY	5.8%	21.4%	22.5%	
风机总成本（百万元）	8578.44	10430.75	12732.41	
YoY	3.6%	21.6%	22.1%	
毛利率（%）	15.5%	15.4%	15.7%	

2、零部件业务

收入(百万元)	1340.14	1809.19	2532.87	
YoY	30.0%	35.0%	40.0%	
成本(百万元)	1027.48	1335.72	1936.79	
YoY	20.0%	30.0%	45.0%	
毛利（百万元）	312.67	473.48	596.08	
YoY	79.0%	51.4%	25.9%	
毛利率	23.3%	26.2%	23.5%	

3、风电场业务

收入(百万元)	330.29	429.38	558.19	
YoY	30.0%	30.0%	30.0%	
成本（百万元）	145.49	181.86	227.33	
YoY	20.0%	25.0%	25.0%	

毛利率	56.0%	57.6%	59.3%	
3、风电服务业务				
收入(百万元)	420.13	445.33	480.96	
YoY	5.0%	6.0%	8.0%	
成本（百万元）	352.76	388.03	419.07	
YoY	12.0%	10.0%	8.0%	
毛利率	16.0%	12.9%	12.9%	

资料来源：东莞证券研究所

根据对各主营分业务的分析，对公司的盈利预测进行上调。我们预计公司 2013-2015 营业收入分别为 122.99 亿元、150.75 亿元和 187.45 元，归属母公司净利润分别为 3.9 亿元、6.75 亿元和 9.02 亿元，每股收益分别为 0.15 元、0.25 元和 0.3 元，对应的估值分别为 43.6 倍、25.2 倍和 21.3 倍。

5.2 估值和投资建议

2013 年以来风电项目审批速度明显加快，招标规模也出现增幅加大，同时风电消纳问题得到改善，行业步入复苏通道。在行业景气度向上的背景下，公司订单充足，盈利提升较快，强有力的技术竞争优势突出。尽管 2013 年估值仍偏高，但我们看好行业回暖和公司业绩（特别是 14 年）的大幅提升，我们上调至“推荐”评级。

5.3 风险提示

风电消纳无进一步提高，行业复苏不及预期，交货时间延迟。

附表：财务报表预测与比例分析

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	11,324.1	12,299.18	15,075.04	18,744.95	净利润	165.47	414.92	699.78	821.95
营业成本	12,693.6	11,603.16	12,391.04	14,920.00	折旧与摊销	342.41	187.13	225.05	238.75
营业税金及附加	55.30	61.50	75.38	93.72	财务支出	410.09	609.51	521.86	609.46
销售费用	813.30	860.94	1,055.25	1,323.52	投资损失	-475.08	-432.01	-500.00	-500.00
管理费用	712.74	737.95	874.35	1,030.97	净营运资本变动	2,054.15	-299.24	1.98	-10.45
财务费用	330.31	609.51	521.86	609.46	经营活动现金流	2,499.94	520.31	988.68	1,199.71
资产减值损失	107.32	4.02	41.26	54.27	资本支出	2,602.23	2,120.17	1,820.00	2,120.00
其他经营收益	412.61	500.00	500.00	500.00	其它投资	329.38	-114.17	-132.77	240.23
营业利润	133.64	408.15	655.04	798.76	投资活动现金流	-2,303.89	-2,234.34	-1,952.77	-1,879.77
利润总额	206.86	488.15	735.04	878.76	股权融资	41.31	0.00	0.00	0.00
减 所得税	41.39	73.22	35.26	56.81	债券融资	-3,720.96	2,638.11	1,144.46	1,390.75
净利润	165.47	414.92	699.78	821.95	股利分配及其它	468.71	668.91	580.37	710.69
减 少数股东损益	12.41	24.90	24.90	24.90	筹资活动现金流	-1,163.22	1,714.03	964.09	680.06
归母公司净利润	153.05	390.03	674.89	797.05	货币资金净变动	-950.30	0.00	0.00	0.00
资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	科目	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	6,961.76	6,604.33	6,604.33	6,604.33	成长能力 (YOY)				
应收账款	9,658.94	10,733.83	12,060.03	13,842.42	营业收入	-11.83%	8.61%	22.57%	24.34%
预付账款	789.93	800.00	800.00	800.00	营业利润	-80.85%	205.41%	60.49%	21.94%
存货	3,511.63	3,308.37	4,067.30	5,081.42	归母公司净利润	-74.77%	154.83%	73.03%	18.10%
其它	2,198.12	851.02	901.02	951.02	盈利能力				
流动资产合计	23,120.3	22,297.55	24,432.68	27,279.19	销售毛利率	15.35%	17.74%	18.06%	18.20%
长期股权投资	1,393.41	1,531.80	1,504.80	1,504.80	销售净利率	1.35%	3.17%	4.48%	4.25%
固定资产合计	5,366.42	5,203.78	5,040.46	4,876.44	ROE	1.19%	2.94%	4.86%	5.47%
长期待摊费用	9.40	9.40	9.40	9.40	ROIC	0.56%	4.70%	4.85%	5.60%
其它	2,053.93	4,192.82	5,592.35	7,691.88	偿债能力				
非流动资产合计	8,823.15	10,937.80	12,147.00	14,082.51	资产负债率	58.41%	58.76%	62.33%	65.35%
资产总计	31,943.5	33,235.35	36,579.68	41,361.71	流动比率	1.96	1.73	1.51	1.34
短期借款	284.94	3,027.32	4,171.78	5,562.53	速动比率	1.66	1.48	1.26	1.09
应付账款	4,656.54	4,343.59	5,774.34	7,048.20	营运能力				
预收款项	714.59	857.51	1,029.01	1,234.82	资产周转率	0.35	0.37	0.41	0.45
其它	6,157.36	4,634.25	5,160.36	6,521.03	存货周转率	2.68	3.00	3.00	3.00
流动负债合计	11,813.4	12,862.66	16,135.49	20,366.58	应收账款周转率	1.12	1.10	1.20	1.30
长期借款	2,736.45	2,736.45	2,736.45	2,736.45	每股指标				
其它	4,108.03	3,928.73	3,928.73	3,928.73	每股收益	0.06	0.14	0.25	0.30
非流动负债合计	6,844.47	6,665.17	6,665.17	6,665.17	每股经营现金流	0.93	0.19	0.37	0.45
负债合计	18,657.9	19,527.84	22,800.67	27,031.75	每股净资产	4.93	5.07	5.31	5.58
实收资本	2,694.59	2,694.59	2,694.59	2,694.59	每股股利	0.05	0.02	0.02	0.04
资本公积	7,988.29	7,988.29	7,988.29	7,988.29	估值指标				
留存收益及其它	2,602.74	2,989.57	3,630.85	4,351.56	PE	111.09	43.59	25.19	21.33
所有者权益合计	13,285.6	13,672.46	14,313.73	15,034.45	PB	1.28	1.24	1.19	1.13
负债和权益总计	31,943.5	33,200.29	37,114.40	42,066.19	EV/EBITDA	57.86	27.69	23.91	20.13

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn