

投资品 - 电气设备

风电龙头，受益行业复苏

——金风科技（002202）深度研究报告

2014 年 1 月 21 日

评级：（维持）买入

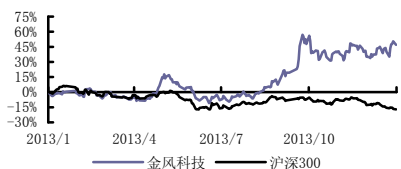
| 市场数据 | 2014 年 1 月 20 日 |
|-------------|------------------------|
| 当前价格（元） | 8.64 |
| 52 周价格区间（元） | 5.24-9.23 |
| 总市值（百万） | 23281.24 |
| 流通市值（百万） | 22712.26 |
| 总股本（百万股） | 2694.59 |
| 流通股（百万股） | 2628.73 |
| 日均成交额（百万） | 176.95 |
| 近一月换手（%） | 15.95% |
| Beta（2 年） | |
| 第一大股东 | 香港结算有限公司 |
| 公司网址 | http://www.goldwind.cn |

| 主要财务指标 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 11324 | 15278 | 18742 | 22879 |
| 收入同比（%） | -12% | 35% | 23% | 22% |
| 净利润（百万元） | 153 | 464 | 827 | 1305 |
| 净利润同比（%） | -75% | 203% | 78% | 58% |
| 毛利率（%） | 15.4% | 18.4% | 19.4% | 20.0% |
| ROE（%） | 1.2% | 3.5% | 5.9% | 8.8% |
| 每股收益（元） | 0.06 | 0.17 | 0.31 | 0.48 |
| P/E | 153.17 | 50.48 | 28.36 | 17.96 |

资料来源：世纪证券研究所

| 财务数据 | FYE | 行业均值 |
|---------|--------|--------|
| 毛利率 | 15.37% | 1.77% |
| 净利率 | 1.35% | 2.28% |
| 净资产收益率 | 1.19% | 3.69% |
| 总资产收益率 | 0.48% | 1.20% |
| 资产负债率 | 58.41% | 64.55% |
| 现金分红收益率 | 0.00% | 0.00% |
| 市盈率 | 152.11 | 0.00 |
| 市净率 | 1.80 | 0.00 |

一年期行情走势比较



| 表现 | 1m | 3m | 12m |
|--------|--------|---------|---------|
| 金风科技 | 9.43% | 0.12% | 48.78% |
| 沪深 300 | -4.92% | -10.72% | -16.55% |

相关报告

郭江龙

执业证书号 S1030513120001

0755-83199599-8284

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，郭江龙，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ **风电行业触底回升。**在政府系统性指导下，困扰风电发展的诸多问题得以缓解。去年以来，风电利用小时数及并网率得到显著提高，风场运营效益明显改善，运营商投资意愿重新转强。2013 年风电新增装机量预计达到 16GW（同比增长 23%），重回到增长轨道。根据能源局工作规划，2014 年风电新增装机量将达到 18GW，同比增长 12.5%，步入平稳增长轨道。中长期来看，在产业政策进一步完善下，风电行业有望保持持续、健康、稳定发展。

■ **风机行业竞争放缓，价格回升。**随着华锐风电的衰落，风机行业竞争格局重新确立：金风科技上升到行业第一位置，明阳、联合动力、湘电等厂商的份额有所上升。同时，行业价格战得以缓解，风机价格企稳并出现小幅回升，企业盈利状况得到改善。

■ **风电龙头，受益行业复苏。**金风科技是国内最早从事风力发电机组生产、研发和销售的企业之一，也是国内最大、全球第二大的风电整机厂商，近年来一直保持着 20% 左右的市场份额。随着华锐风电的衰落，公司的市场份额进一步提升至 22%，龙头地位异常稳固，未来仍有提升空间。在风机招标价格回升、2.5MW 风力机组占比提升的多方面因素带动下，公司风机产品的出厂均价及毛利率也呈现出逐季回升的态势，预计这种趋势还将延续。此外，公司风场开发与服务业务发展潜力巨大，未来两三年有望快速增长，成为新的利润增长点，前景值得期待。

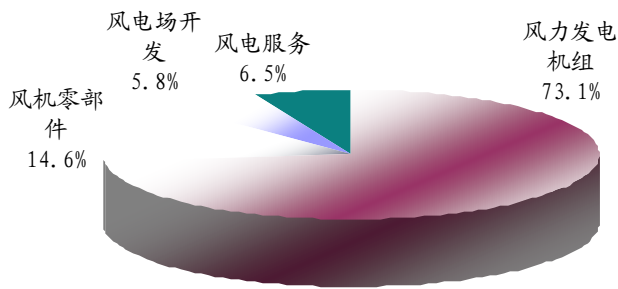
■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为：0.17 元、0.31 元、0.48 元，对应于 2014 年 1 月 21 日收盘价，PE 分别为：49 倍、28 倍、18 倍。鉴于公司行业龙头地位的稀缺性以及未来三年盈利的高成长性，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**风电发展低于预期；竞争加剧；毛利率下滑；其他。

风机龙头，兼营风场开发与服务

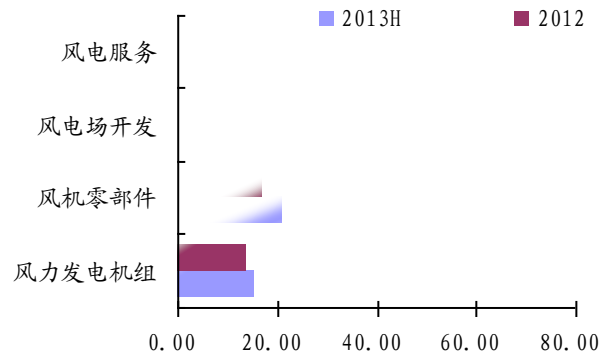
公司是国内最大、全球第二大的风电设备制造商，同时也是全球领先的风电整体解决方案供应商，主营业务为大型风力发电机组（含零部件）的研发、生产及销售，风力发电场的开发建设及运营，风电相关的咨询和服务。公司销售的风机产品主要包括：600KW、750KW、1.2MW、1.5MW、2.5MW、3.0MW 等系列风力发电机组，正在研制的产品有：1.5MW、2.5MW、3.0MW 部分新机型，5.0MW 风力发电机组。

Figure 1 公司主营业务构成（2013年上半年）



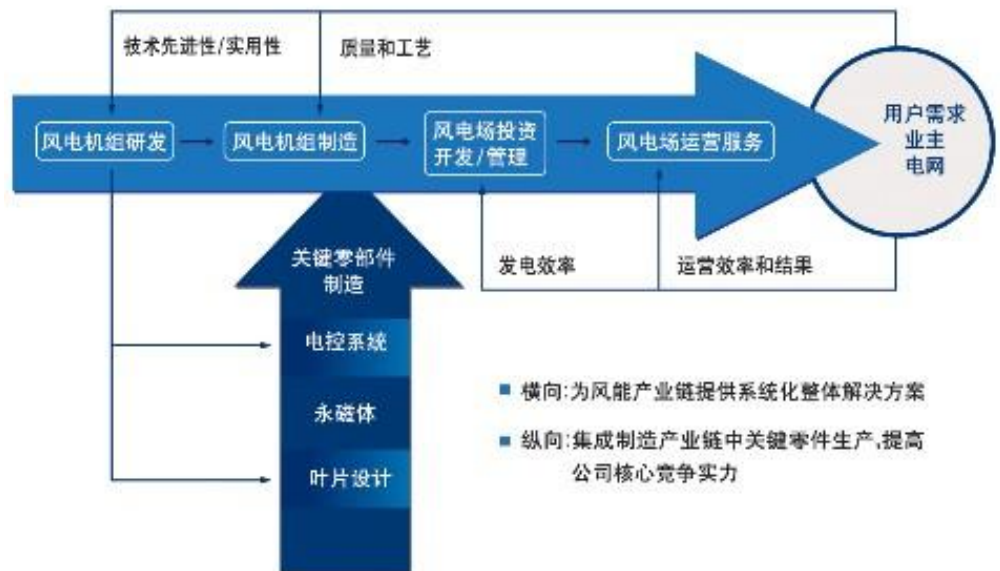
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 主营业务毛利率情况（%）



数据来源：wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 金风科技业务链

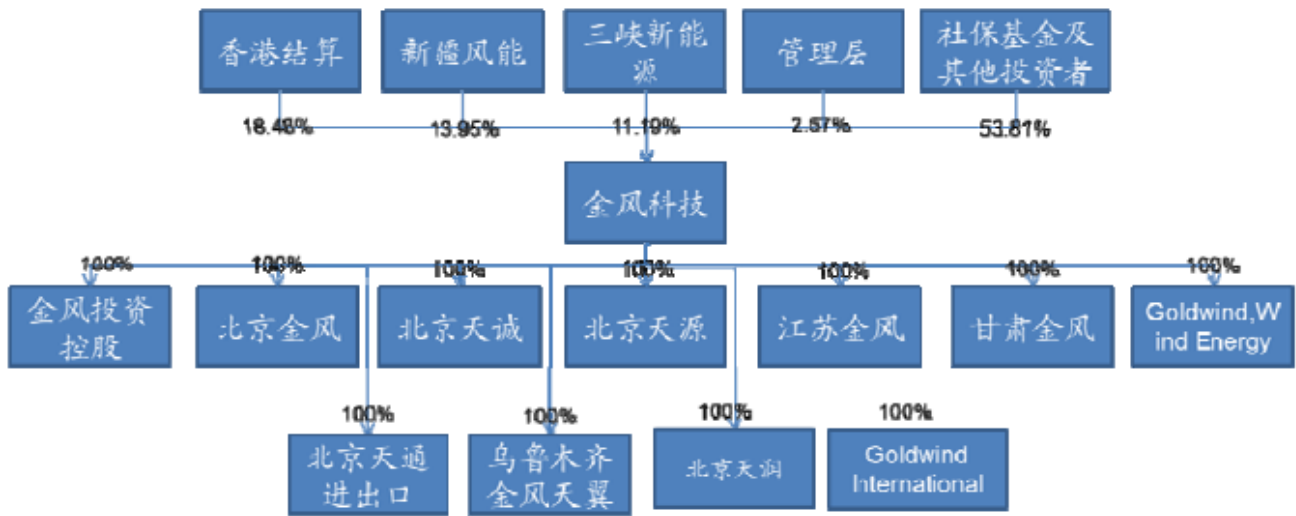


资料来源：公司官网、世纪证券研究所

公司目前最大的股东是上市之初的香港结算公司，第二和第三大股东分别是新疆风能和三峡新能源。其中，新疆风能是公司的创始股东，奠定了公司从创立到发展的基础。公司的控股子公司主要包括三类：风电整机子公司，如：北京金风、江苏金风、甘肃金风等；风电投资公司，

如金风投资控股；风电场服务公司，如北京天源。

Figure 4 公司股权结构



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

风电行业发展瓶颈逐步得到解决，重回增长轨道

风电发展瓶颈逐步得到解决

在环保压力与日俱增、节能减排上升到政治高度之时，作为新能源行业两大支柱产业之一的风电行业的发展自然备受关注。自2010年风电发展出现诸多问题开始，中央高层及相关部委就高度重视和关注，尤其是新新一届政府上台后，对新能源产业、对风电行业的关注度更是上升到新的高度。从风电行业发展问题最为突出的2011年起，国务院、发改委、电监会、能源局等部委机构就开始出台相关指导性文件以解决困扰风电行业发展的系统性难题。

Figure 5 2012年下半年以来与风电相关的指导性文件

| 时间 | 出台部门 | 政策或指导性文件名 | 主要内容 |
|---------|------|-----------------------------|---|
| 2010.12 | 能源局 | 《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 |
| 2011.3 | 发改委 | 《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的健康发展。 |
| 2012.7 | 国务院 | 《“十二五”国家战略新兴产业发展规划》 | 到2015年，风电累计并网发电装机超过1亿千瓦，年发电量达到1900亿千瓦时 |
| 2012.9 | 国务院 | 《风电发展“十二五”规划》 | “十二五”期间，可再生能源新增发电装机1.6亿千瓦，其中风电7000万千瓦，到2015年，风电发电量占全部发电量的比重超过3% |
| 2013.1 | 能源局 | 全国能源工作会议 | 将13年风电新增装机目标设定为18GW |
| 2013.3 | 能源局 | 《关于做好2013年风电并网和消纳相关工作的通知》 | 通告各省弃风现象，要求做好风电并网消纳工作，并针对不同地区弃风限电的原因进行了具体的部署安排 |

| | | | |
|--------|-----|--------------------------|---|
| 2013.4 | 能源局 | 常规工作会议 | 新任局长吴新雄部署 10 项重点工作，解决弃风问题位列第二 |
| 2013.5 | 发改委 | 项目审批 | 核准风电项目 28.72GW，其中包括 4 个风电并网和消纳示范项目 |
| 2013.5 | 国务院 | 下放风电审批权 | 企业投资风电项目（总装机容量 5 万千瓦已以上项目）核准权限由发改委下放到地方政府投资主管部门 |
| 2013.7 | 能源局 | 风电光伏发电消纳情况监管调研 | 能源局决定在开展风电光伏发电消纳情况监管调研工作，主要包括接入电网、发电弃电、补贴结算等内容 |
| 2013.8 | 发改委 | 上调可再生能源电价附加 | 自 9 月 25 日起，将除居民生活和农业生产用电之外的其他用电可再生 能源电价附加标准由每千瓦时 0.8 分提高至 1.5 分 |
| 后续政策 | 国务院 | 《促进风电产业健康发展若干意见》（有望年底发布） | 指导规划风电产业未来健康发展 |

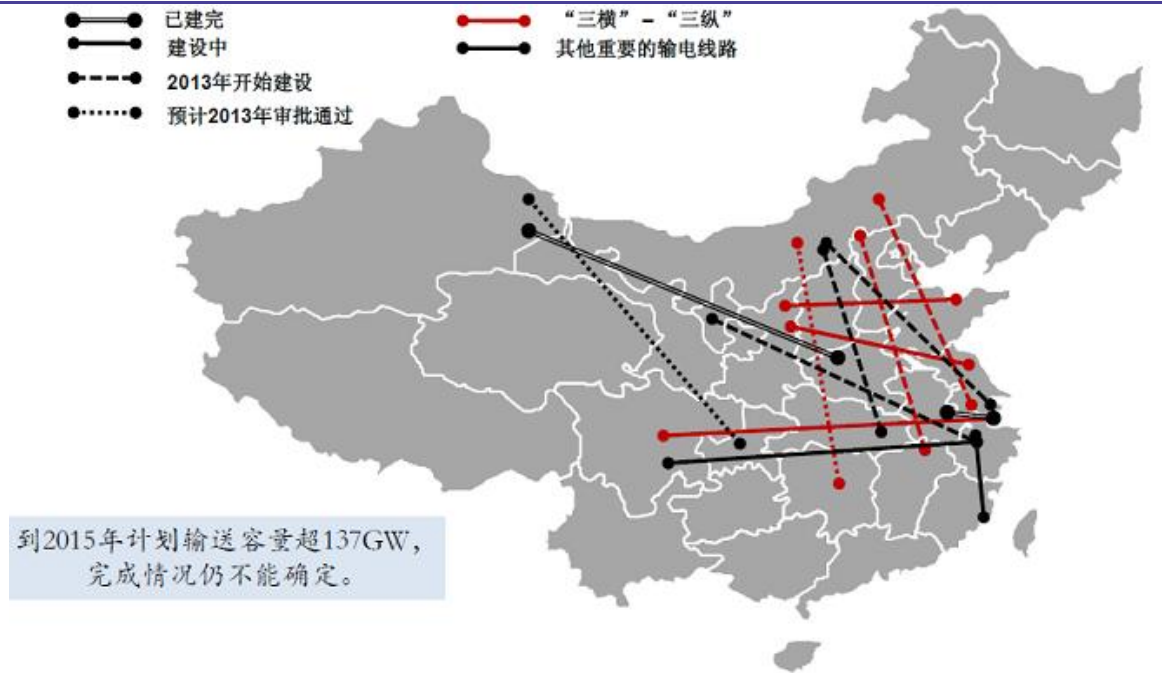
资料来源：国务院、发改委、能源局、纪证券研究所

在中央和部委的系统性指导下，到 2013 年，困扰风电行业发展的几个重大问题已经逐步得到解决或缓解：

（1）**安全性问题逐步得到解决，事故发生率快速下降。**针对风电频繁发生的脱网等安全事故，国家电监会重点分析了多起风电机组大规模脱网事故，认为这些起事故暴露出风电发展过程中存在的风机多数不具备低电压穿越能力、风电场建设施工质量问题的较多、大规模风电场接入带来电网整体安全性问题、风电场运行管理薄弱等四大问题，要求风电场开发运营企业和风电设备制造商解决。为此，电监会专门下发风电安全规定；国家能源局下发低电压穿越检测规定，风电联网技术要求国家标准也在电网公司的推动下出台，一系列政策、法规和技术标准密集出台，对风电的上网提出了较其他电源都高的要求。为保证电网安全，各风电场 2011 年开始大规模涉网技术改造，对机组进行低电压穿越技术改造、对风电场加装高标准 SVG 无功补偿装置。风电企业为此额外投入约百亿元。截至到 2012 年年底，绝大部分风电机组完成了低电压穿越技术试验和改造。经过两年多的整顿和改善，风电事故率快速下降，阻碍风电行业持续健康发展的安全性问题逐步得到解决。

（2）**电网消纳问题得到缓解，风电利用小时数开始回升。**在中央的重视以及可再生能源补助的支持下，电网系统大大提高了对风电的消纳能力。2012 年 4 月，《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》规定，电网为接入可再生能源而发生的工程投资和运行维护费用，可按上网电量获得补助，具体标准为 50 公里以内每千瓦时 1 分钱，50-100 公里每千瓦时 2 分钱，100 公里及以上每千瓦时 3 分钱。将电网纳入补助范围大大增强了电网建设送出通道和接纳风电的积极性。此外，连接西北、华北、东北至华中、华南等地区的特高压线路也陆续建成或在建，大大提高了电网对风电的输送能力。

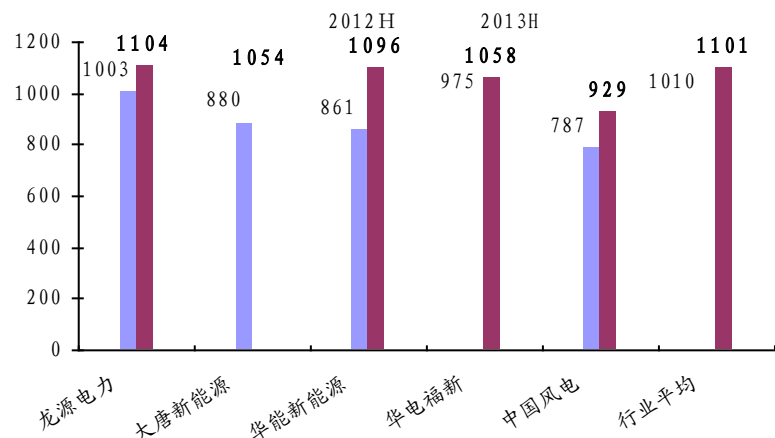
Figure 6 特高压电网规划图



资料来源：国家电网、金风科技、世纪证券研究所

此外，在技术和管理层面，电网也切实做了多项工作，使风电并网能力大幅改善。如投运电网智能稳控装置、采用火电深度调峰、增加跨区电量交易额等等。这些措施使风电并网条件和安全性持续改善，风电并网率和机组利用小时数都有大幅提高。据能源局统计，2013年上半年以来，新增装机并网率超过90%，弃风率不足10%。风机利用小时数方面，2013年上半年风电设备利用小时数达1101小时，同比增长了91小时，风场运营商的经济效益得到明显提升。经济效益的提升带来了运营商对风电投资意愿的转强，这一点，从2013年前三季度风电项目公开招标量同比大幅提升也得到了印证。

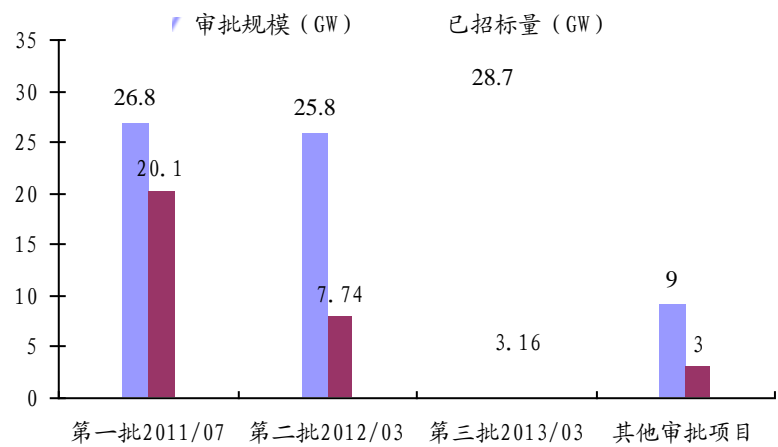
Figure 7 风电设备利用小时数



数据来源：公司公告、能源局、世纪证券研究所

(3) 发改委下放核准权，项目审批不再制约风电发展。2013年三月份，国家能源局集中批复了“十二五”第三批风电项目，总计28.7GW，较前两批有明显增长。此外，2013年5月份，国务院决定将企业投资风电站项目核准权限由发改委下放到地方政府投资主管部门，从此，50MW以上的项目也无需再经发改委审批。因风电项目能拉动地方GDP发展，一般而言，地方对投资审批的态度较发改委更为积极，从此，项目审批将不再制约风电的发展。

Figure 8 发改委能源局在“十二五”期间核准的风电项目规模及其招标情况

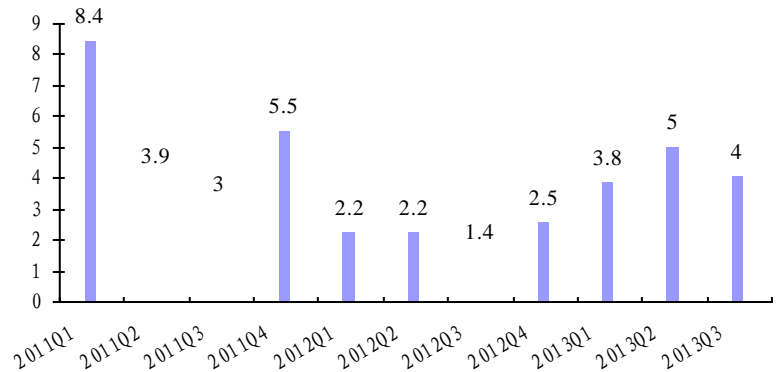


数据来源：能源局、世纪证券研究所

2013年重回增长轨道，2014年有望持续增长

在风电并网率和利用小时数显著提升的带动下，风场运营商的经济效益得到明显好转，而这也进一步带来运营商对风场投资意愿的转强。2013年前三季度，风电项目公开招标量达到12.8GW，同比增长120%，强有力地说明了风场运营商投资意愿的转强。根据往年四季度通常是全年招标量最高的季度的历史情况预计，2013年四季度公开招标量在6-7GW。

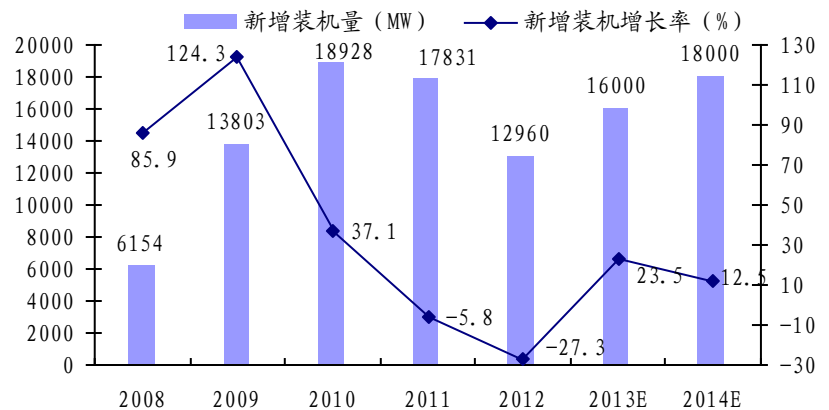
Figure 9 风电项目季度公开招标量情况 (单位: GW)



数据来源: 国家能源局、世纪证券研究所

在下游风场运营商运营效率提升、风场投资意愿转强的驱动下, 风电新增装机量有明显增长。据中国风能协会初步统计, 2013 年全年新增装机规模达到 16.1GW, 同比增长 23.45%。风电年度新增装机容量在连续两年同比负增长后, 重新回到增长轨道。根据能源局 2014 年工作规划, 2014 年风电新增装机规模将达到 18GW, 同比增长 12.5%。根据 2013 年风电项目全年公开招标量的数据推算, 2014 年完成装机目标的概率较大。

Figure 10 我国风电年度新增装机量触底回升



数据来源: 中国风能协会、世纪证券研究所

中长期来看, 风电行业有望健康、持续发展

虽然到 2013 年年底, 我国风电累计装机容量超过 90GW, 累计装机容量稳居世界第一, 但从我国风力资源和已开发风能在我国总能源结构中的占比来看, 风电还有巨大的发展空间。

我国风能资源丰富，已开发量才刚刚起步

我国具有丰富的风能资源，不仅具有丰富的陆地资源，还具有丰富的近海资源，开发潜力巨大。

(1) 丰富的陆地资源

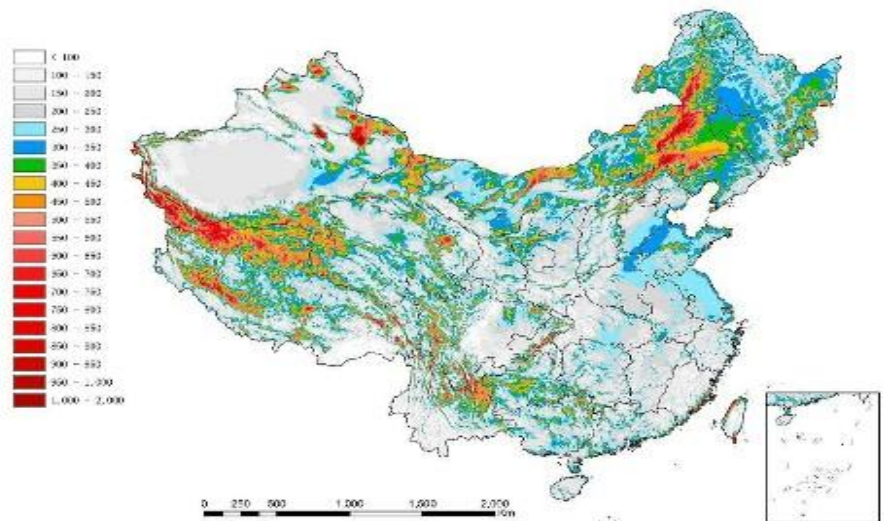
第四次风能资源普查结果显示，我国陆地可供技术开发的风能资源为 20-34 亿千瓦，其中在现有技术条件下实际可装机容量可以达 10 亿千瓦以上（当前累计风电装机容量不足 1 亿千瓦，占比不到 10%）。

Figure 11 我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 ≥ 400 瓦 / 平方米) | 3 级及以上 (风功率密度 ≥ 300 瓦 / 平方米) | 2 级及以上 (风功率密度 ≥ 200 瓦 / 平方米) |
|-------|---|---|---|
| 50 米 | 8 | 20 | 29 |
| 70 米 | 10 | 26 | 36 |
| 100 米 | 15 | 34 | 40 |

数据来源：国家能源局《中国风电发展线路图 2050》、世纪证券研究所

Figure 12 我国陆地 70 米高度风功率密度分布

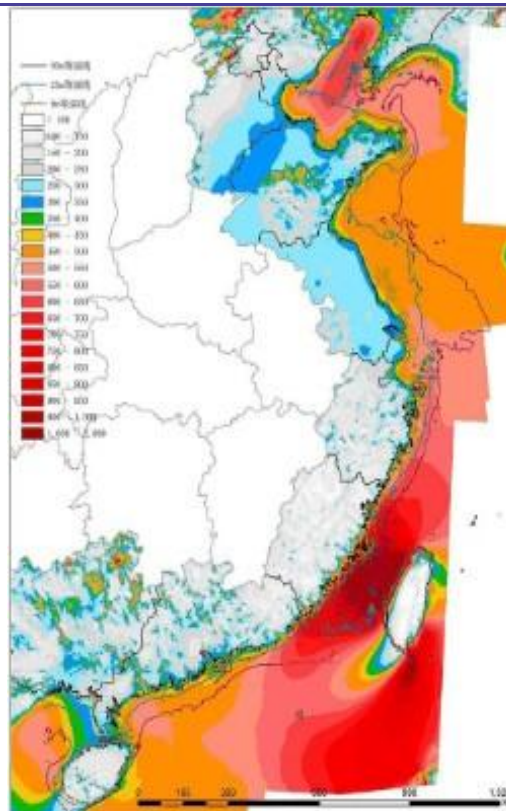


资料来源：国家能源局《中国风电发展线路图 2050》、世纪证券研究所

(2) 丰富的近海资源

第四次风能资源普查结果显示，台湾海峡是我国近海风能资源最丰富的地区，风能资源等级在 6 级以上；广东、广西、海南近海海域的风能资源等级在 4-6 级之间。从福建省往北，近海风能资源逐渐减小，渤海湾的风能资源又有所加强。

Figure 13 我国近海5-20米水深的海域内，100米高度年平均风功率密度分布图



资料来源：国家能源局《中国风电发展线路图 2050》、世纪证券研究所

考虑到近海风能资源的开发受水深条件的影响很大，目前水深 25 米范围内的海上风电开发技术较成熟，水深 25-50 米区域的风能开发技术还有待发展，而超过 50 米的水域的风能开发难度大，开发技术尚难达到。因此，专家对水深 5-50 米的海上风能资源技术开发量进行统计分析，得出：近海水深 5-50 米范围内，风能资源技术开发量约为 5 亿千瓦。而截至 2012 年年底，我国已建成的海上风电项目共计才 389.6MW，尚不足潜在开发量的千分之一。

Figure 14 我国陆地和近海风能资源潜在开发量

| 地区 | 总面积(万平方千米) | 风能资源潜在开发量(亿千瓦) |
|---------------------|------------|----------------|
| 陆上(70米高度) | ≈ 960 | 26 |
| 海上(水深5-50米, 100米高度) | 39.4 | 5 |

资料来源：国家能源局《中国风电发展线路图 2050》、世纪证券研究所

(3) 风电基地风能资源丰富

2008 年底，我国启动了“三北”地区 6 个千万千瓦级陆地风电基地和 1 个江苏沿海风电基地的规划和建设工作。由于可供风电开发的土地广阔，“三北”地区是未来我国风电建设的重点区域。根据测算，内蒙

古的蒙东和蒙西、新疆哈密、甘肃酒泉、河北坝上、吉林西部和江苏近海 7 个千万千瓦级风电基地, 50 米高度 3 级以上风能资源的潜在开发量约 18.5 亿千瓦, 可装机容量 (指在技术开发量基础上, 根据我国大型风电场开发建设要求和不同地形、地貌条件下的风电机组布设密度, 估算评估区域内可能安装风电机组的总容量) 约 5.57 亿千瓦。如果考虑 70 米或者更高的高度, 以及考虑未来风电技术进步的情况, 则可装机容量还可以大幅增加。

Figure 15 七个千万千瓦级风电基地的风电开发潜力

| 基地名称 | 潜在开发量 (万千瓦) | 可装机容量 (万千瓦) |
|--------------------|-------------|-------------|
| 内蒙古 (蒙东、蒙西) | 130530 | 38170 |
| 新疆哈密 | 24910 | 6480 |
| 甘肃酒泉 | 20520 | 8220 |
| 河北 (坝上) | 7930 | 2379 |
| 吉林 (西部) | 1540 | 460 |
| 江苏近海 5-25 米水深线以内海域 | -- | 1390 |
| 合计 | 185430 | 55709 |

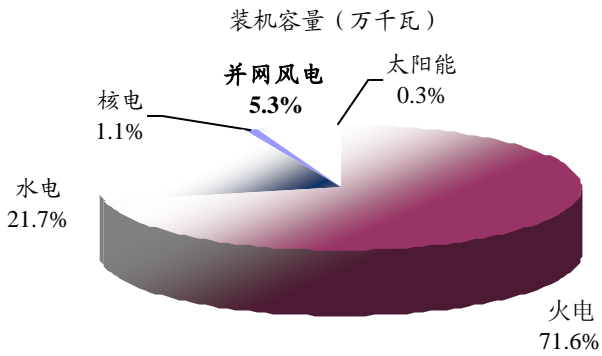
资料来源: 国家能源局《中国风电发展线路图 2050》、世纪证券研究所

总之, 我国风能资源丰富, 从风能资源潜力和可利用土地、海域面积等角度来看, 在现有风电技术条件下, 我国风能资源足够支撑 10 亿千瓦以上风电装机, 风电装机天花板远远未到来。

在能源结构中的占比依然较小, 前景广阔

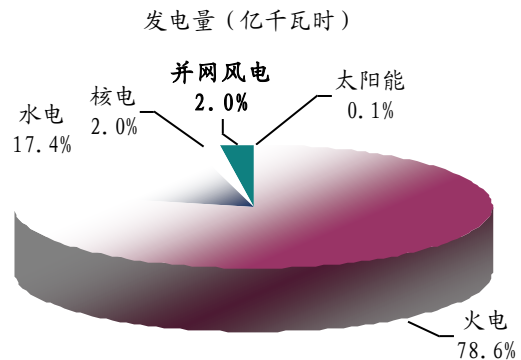
虽然经过十余年的高速发展, 截止到 2012 年底, 我国风电累计装机容量达到 75.32GW, 并网风电装机容量达到 60.83GW, 年发电量超过 1000 亿千瓦时, 但风电在我国能源结构中的占比依然较小。截至到 2012 年底, 风电并网装机容量在我国所有能源装机容量中的占比仅有 5.31%, 年发电量占比仅 2.02%。随着环保压力的日益增大, 作为可再生能源和清洁能源的风电, 其在能源结构中的地位将进一步提升。

Figure 16



数据来源：中电联、世纪证券研究所

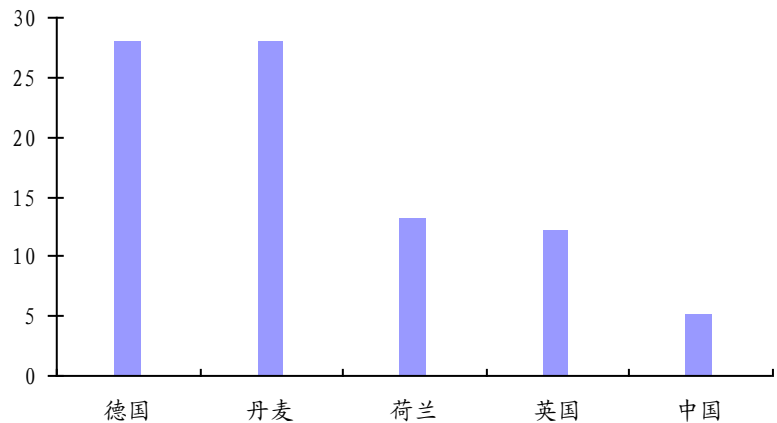
Figure 17



数据来源：中电联、世纪证券研究所

横向比较丹麦、德国、英国等风电资源发达的国家，我国风电在能源结构中的占比也偏低，未来提升空间巨大。

Figure 18 欧洲发达国家及我国风电在能源结构中的占比情况



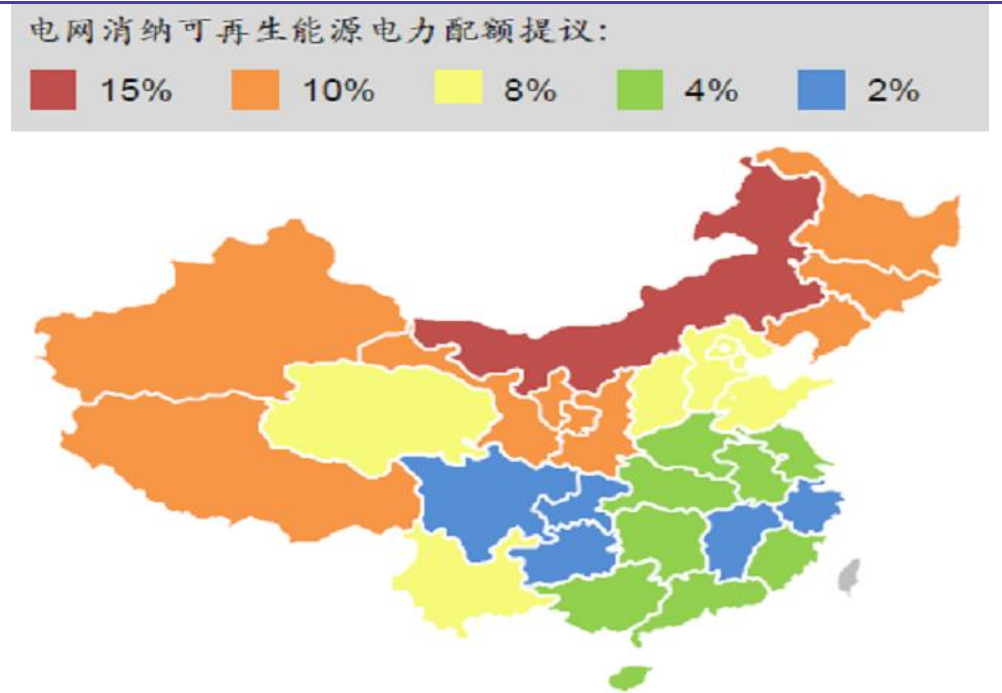
资料来源：中国风能协会《中国风电发展报告》、世纪证券研究所

产业政策将进一步完善，风电有望迎来持续健康发展

展望未来，在环保压力与日俱增的背景下，政府对新能源产业的支持力度将有增无减，相关政策法规将进一步完善，新能源产业有望迎来持续健康发展。

其中，近期最受关注的政策当属可再生能源配额政策。可再生能源配额政策已酝酿多年，前后征求过多轮意见，目前能源局正在研究制定《可再生能源电力配额管理办法》的最终版，估计最快上半年、最迟今年年底将出台。配额政策将要求从2015年开始按省完成配额消纳指标，这一政策将为风电、光伏行业带来持续稳定的强制性需求，风电和光伏的装机容量将更加稳定和可预测。

Figure 19 可再生能源配额制建议情况



数据来源：国家能源局、世纪证券研究所

按照 2012 年各省发电量计算，在可再生能源电力配额管理办法征求意见稿所要求的配额下，电网要接纳可再生能源 3000 亿千瓦时，占全国发电量的 6.2%。按照发电量平均每年增长 6% 测算，2015 年可再生能源发电量将要达到 3600 亿千瓦时。

按照能源局关于到 2015 年光伏累计装机达 32GW（年发电量约为 400 亿元千瓦时）；生物质能累计装机达 13GW（年发电量约 780 亿千瓦时）的规划，到 2015 年风电发电量需达到 2400 亿千瓦时以上，则算成并网装机容量约 120GW 以上。

到 2013 年年底，风电累计吊装容量 91GW，并网装机 75GW，假设 2014-2015 年新增风电装机并网率达 100%，则目前装机规模距离 2015 年的装机规模，缺口还达 30-45GW，则 2014-2015 年年均新增装机规模将达到 20GW 左右，较 2012 年的 13GW、2013 年的 16GW 有稳定增长。

Figure 20 以2012年发电量为基准测算出来的各省可再生能源配额

| 省份 | 发电量(亿 kwh) | 可再生能源 配额 | 可再生能源 (亿 kwh) | 省份 | 发电量(亿 kwh) | 可再生能源 配额 | 可再生能源 (亿 kwh) |
|-----|---------------|-------------|------------------|-----------|---------------|-------------|------------------|
| 北京 | 291 | 8% | 23 | 湖北 | 2174 | 4% | 87 |
| 天津 | 590 | 8% | 47 | 湖南 | 1260 | 4% | 50 |
| 河北 | 2371 | 8% | 190 | 广东 | 3593 | 4% | 144 |
| 山西 | 2455 | 8% | 196 | 广西 | 1133 | 4% | 45 |
| 内蒙古 | 3117 | 15% | 468 | 海南 | 192 | 4% | 8 |
| 辽宁 | 1415 | 10% | 141 | 重庆 | 537 | 2% | 11 |
| 吉林 | 684 | 10% | 68 | 四川 | 2002 | 2% | 40 |
| 黑龙江 | 843 | 10% | 84 | 贵州 | 1548 | 2% | 31 |
| 上海 | 886 | 4% | 35 | 云南 | 1534 | 8% | 123 |
| 江苏 | 3928 | 4% | 157 | 西藏 | 20 | 10% | 2 |
| 浙江 | 2710 | 2% | 54 | 陕西 | 1331 | 10% | 133 |
| 安徽 | 1768 | 4% | 71 | 甘肃 | 1083 | 10% | 108 |
| 福建 | 1623 | 4% | 65 | 青海 | 556 | 8% | 45 |
| 江西 | 665 | 2% | 13 | 宁夏 | 1006 | 10% | 101 |
| 山东 | 3195 | 8% | 256 | 新疆 | 1052 | 10% | 105 |
| 河南 | 2627 | 4% | 105 | 合计 | 48188 | 6.2% | 3007 |

数据来源：国家能源局、统计局、世纪证券研究所

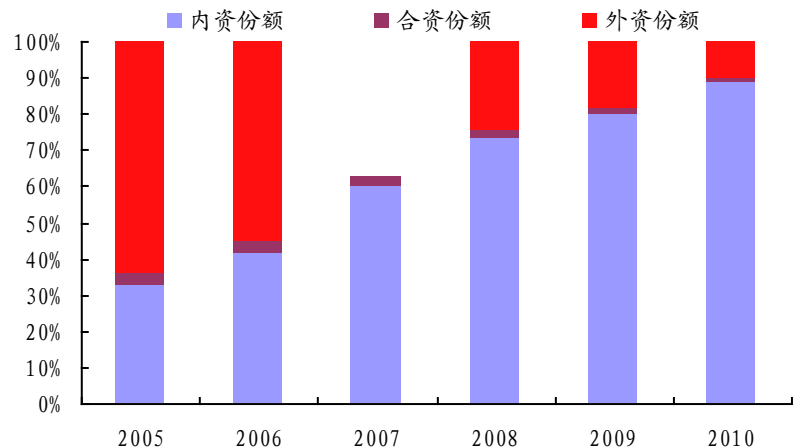
风机行业竞争放缓，价格回升

风机行业竞争放缓

2005-2013年八九年间，我国风机行业经历了高速发展、发展放缓、平稳发展等几个阶段，行业竞争格局也相应出现了几次大的改变。

第一阶段(2005-2010年)：高速发展期，内资品牌迅速崛起。在国产化政策的支持下，乘着国内风电行业大发展的东风，2005-2010年五年间，我国崛起了一批以华锐风电、金风科技、明阳风电为代表的内资风机龙头，内资厂商的市场份额在这五年间迅速提升。而以 Vestas (维斯塔斯)、Gamesa (歌美飒) 为代表的外资巨头由于不具备价格优势和本土优势，市场份额快速下滑。中国风能协会的统计数据显示，2005年我国新增风力发电机组中，外资品牌的占比超过60%，而到2010年，外资品牌在年度新增装机中的占比已经不到10%，2011、2012年进一步下降。

Figure 21 2005-2010年年度新增风力发电机组内外资构成情况

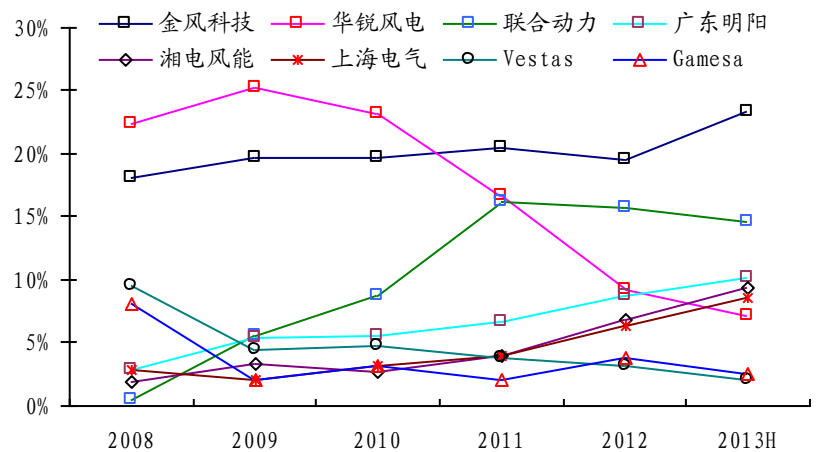


数据来源：中国风能协会、世纪证券研究所

第二阶段（2011-2012年）：发展放缓，行业产能过剩致恶性竞争。2010年开始，风电安全事故频发、风电发展问题突出，阻碍风机行业进一步发展，导致风电新增装机容量在2011、2012年连续两年出现下滑。在需求下滑的背景下，2005-2010年大规模产能扩张的后果开始显现，风机行业出现大面积产能过剩，部分大厂为了保持出货量和市场占有率，带头降价，行业价格战由此爆发。在残酷的价格战中，部分二线及大部分中小厂商因不具备价格和品牌优势，市场份额快速下滑，并出现严重亏损，被迫退出行业，产能过剩矛盾相对缓解。

在这一阶段，风机行业竞争格局也出现较大改变，此前曾连续长时间占据国内风机行业首席位置的华锐风电，由于内外部因素共同作用，从2011年开始跌落，市场份额快速下降，龙头地位被金风科技赶超。而与此同时，明阳风电、联动动力、湘电风能等厂商迅速抢占华锐风电让出的市场份额，市占率进一步提升。作为行业价格战的主要推手，华锐风电的衰落，很大程度上缓解了行业的恶性竞争，衡量行业竞争激烈程度的风机价格也得到企稳、回升。

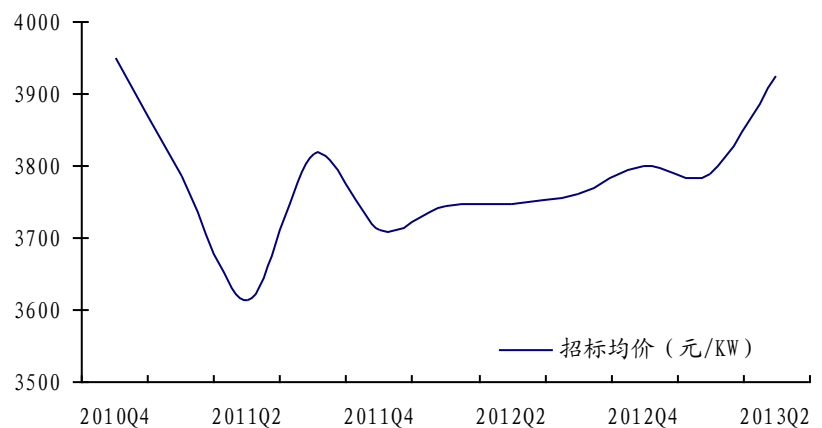
Figure 22 国内风机市场前几大厂商份额变化情况 (2008-2013年)



数据来源：中国风能协会、世纪证券研究所

在产能过剩矛盾得到缓解、行业竞争放缓、需求逐步回升的情况下，风机价格得以企稳，并出现小幅回升趋势。中国风能产业协会的统计数据显示，1.5MW风电机组的平均公开招标价格到去年上半年已经回升到3900-4000元/千瓦，较2011年二季度的最低点回升了约10%。预计在需求好转的带动下，风机价格有望进一步回升。

Figure 23 风机招标价格企稳回升 (单位: 元/千瓦)



数据来源：中国风能产业协会、世纪证券研究所

在风机价格回升的带动下，风机厂商的盈利状况得到改善，毛利率得以回升。从主要风机上市公司财务数据来看，大部分企业在2013年上半年实现扭亏或盈利好转，其中，行业龙头——金风科技在2012年一季度毛利率见底后，一直呈现回升趋势，截至到2013年三季度，毛利率已经回升至20%以上，与风机价格走势保持高度一致。

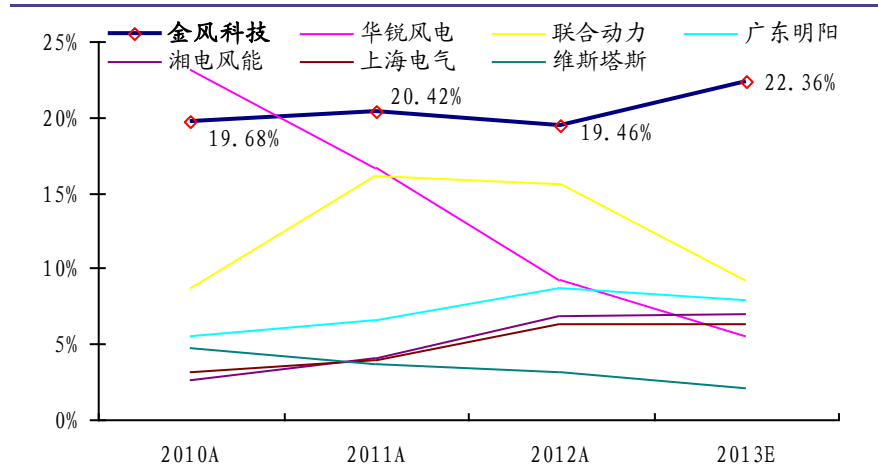
金风科技：风电龙头，受益行业复苏

金风科技是国内最早从事风机研制开发、生产销售的公司之一，最早源自1988年成立的新疆风能公司（中国最早以风电场建设运营为主导业务的企业之一，至今仍为金风科技的主要股东之一）。新疆风能公司于1998年发起成立的新疆新风科工贸有限责任公司（金风科技的前身），当时主要负责600KW风机的研制和开发，开发成功后，于2000年从研发向市场转型，并于2001年通过改制成立了金风科技（2007年在深交所上市）。因此，从成立之初，金风科技就深耕于风电行业，对风电发展及风机制造有着深刻而长远的认识。

风机绝对龙头，市场份额稳步提升

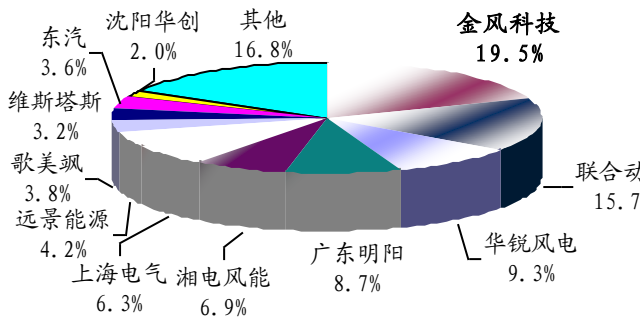
国内风机制造行业经过十余年的发展，行业经历了数次洗牌和重组，竞争格局多次发生改变。随着曾经的巨头——华锐风电因内外部原因共同作用而快速衰落，行业龙头地位从2011年起被公司取代。中国风能协会统计的历史数据显示，2013年之前，公司的市场份额一直稳定在20%左右。中国风能协会最新的统计数据显示，在2013年新增风电装机中，金风科技的风机规模达到360万千瓦，市场份额达到22.36%，在2012年的基础上提升了近三个百分点，远远高于行业第二、第三的联合动力（9.23%）和明阳风电（7.88%），行业龙头地位进一步稳固。

Figure 24 国内风机行业市场份额变化情况



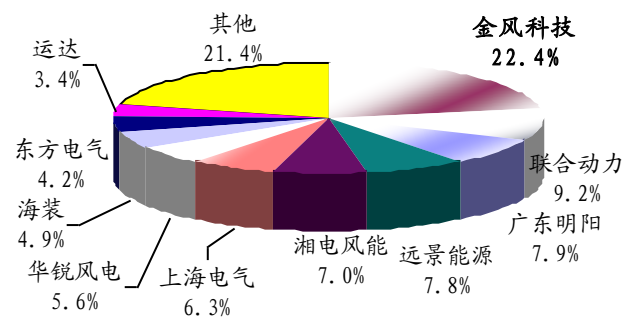
数据来源：中国风能协会、世纪证券研究所

Figure 25 2012年国内风机行业市场份额构成



数据来源：中国风能协会、世纪证券研究所

Figure 26 2013年国内风机行业市场份额构成



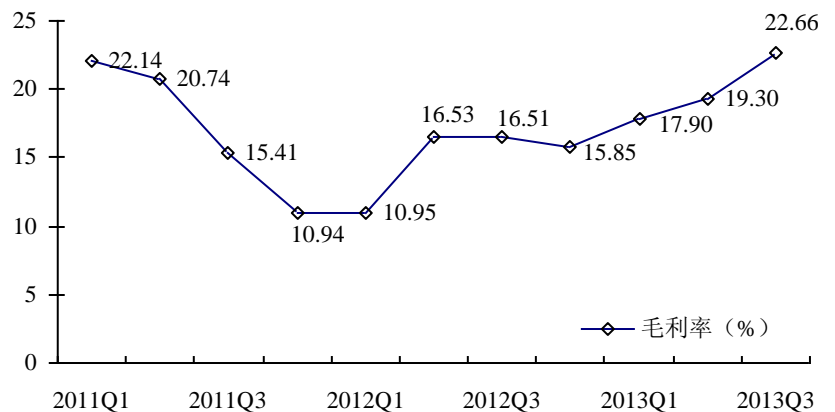
数据来源：中国风能协会、世纪证券研究所

在风电步入成熟、稳定发展期过程中，预计风机行业的集中度将进一步提升。作为国内风机行业的龙头企业，金风科技在品牌、质量等方面都具有明显的优势，将受益于行业集中度的进一步提升，市场份额有进一步提升的空间。

毛利率改善，盈利能力好转

在竞争放缓、风机价格回升的带动下，公司风机产品的毛利率得到显著回升。截至到2013年第三季度，公司的综合毛利率已经回升至22.66%，较2011年第四季度的最低点回升了近13个百分点，公司盈利能力逐步得到恢复。

Figure 27 金风科技单季度毛利率走势图



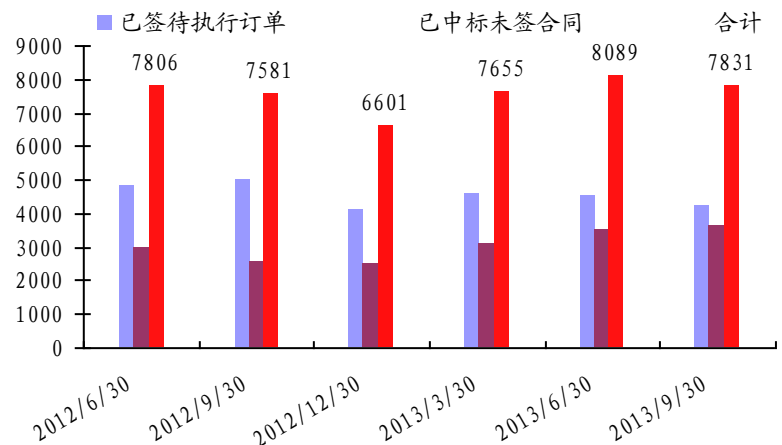
数据来源：wind、世纪证券研究所

预计在风机价格进一步回升的带动下，在出货机组中价格较低的老订单占比下降、价格较高的新订单占比上升的趋势下，以及价格更高、毛利率更高的2.5MW风力机组在总产品结构中的占比上升的共同作用下，公司风机产品的毛利率将进一步回升。

在手订单充裕，业绩增长有保障

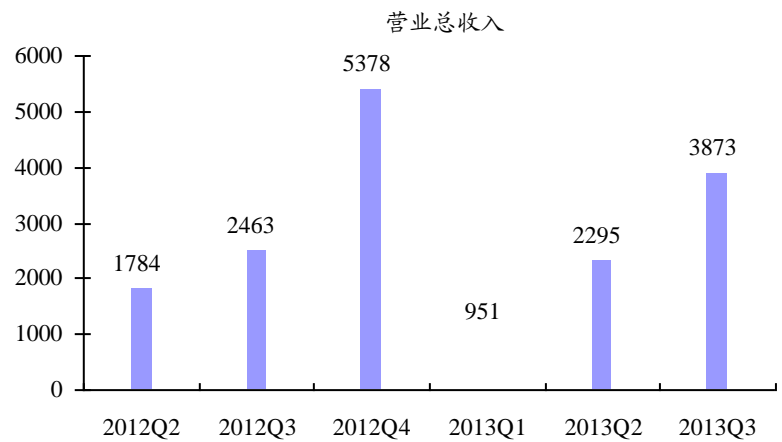
截止到2013年9月30日，公司在手订单共计7830.75MW，其中待执行订单总量为4205.25MW（分别为：750kW机组17.25MW，1.5MW机组3484.5MW，2.5MW机组682.5MW，3.0MW机组21MW；其中包括海外订单151.75MW）；中标未签订单3625.5MW（包括1.5MW机组2875.5MW，2.5MW机组750MW）。

Figure 28 公司在手订单情况（单位：MW）



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 29 公司单季度营业收入情况（单位：百万元）



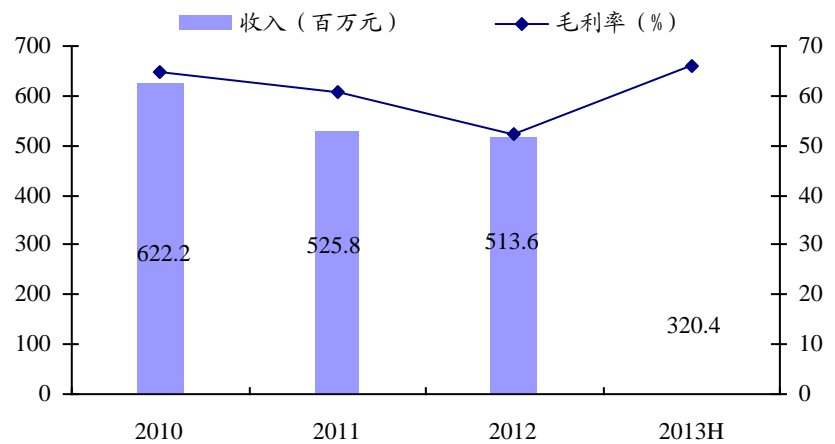
数据来源：wind、世纪证券研究所

从公司单季度在手订单数量和营业收入的变化情况可以发现，公司在手订单数量和营业收入之间呈现微妙的此消彼长关系（订单转化成收入）。从2013年第三季度公司营业收入猛增、而在手订单基本保持平稳的情况可以发现，公司保持着较高的接单水平。充裕的在手订单和持续较高的接单水平，保证了公司业绩的平稳。

风场开发业务：值得期待的利润增长点

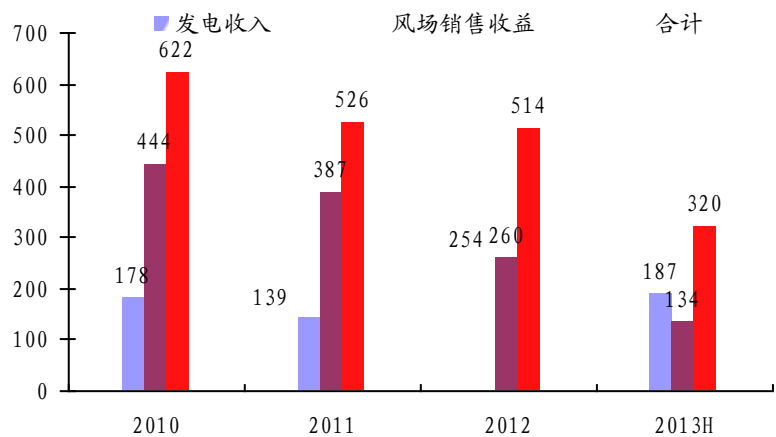
公司的风场开发业务主要有两种收入模式：电力销售收入（发电收入）和风场转让出售收入（投资收益）。风场投资建成后，公司会评估风场的运营情况，然后择机出售部分机组。公司发展风场开发业务，一方面可以带动风机的销售，另一方面也可通过电力销售和风场转让（EPC模式）实现盈利的增长。

Figure 30 公司风场开发业务收入及毛利率情况



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 31 公司风场开发业务收入分项构成 (单位：百万元)



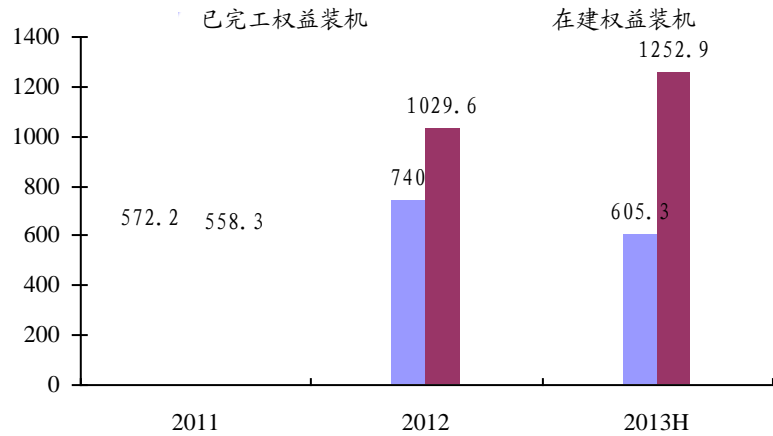
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

从公司近几年风场开发业务的相关数据可以分析并得出以下结论：
 (1) 公司风场开发业务毛利率高、盈利能力强；
 (2) 近三年，发电收入在风场开发收入中的占比有所上升。

正由于风场开发业务的毛利率高、盈利能力强，公司对风场开发业务也非常重视。随着风电利用小时数的提升、风场运营效益的改善，公

司风场开发业务也相应出现加快发展趋势。2013年上半年，公司完工权益装机量达605MW，半年完工量超2011年全年完工量；在建权益装机容量达1253MW，超2011年、2012年全年的在建装机量。由此我们推测，未来2-3年，公司风场开发业务收入将呈现快速增长趋势。

Figure 32 公司风场开发建设情况 (单位: MW)



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

风电服务业务: 未来发展空间大

除了设备的研发、生产和销售,公司还从事与风电相关的服务业务。公司的风电服务主要包括: 前期项目咨询、工程建设、信息技术支持以及后期的运维服务,服务内容覆盖了风电项目的整个生命周期。因此,公司不仅是国内风机龙头,同时也是领先的风电整体解决方案供应商。

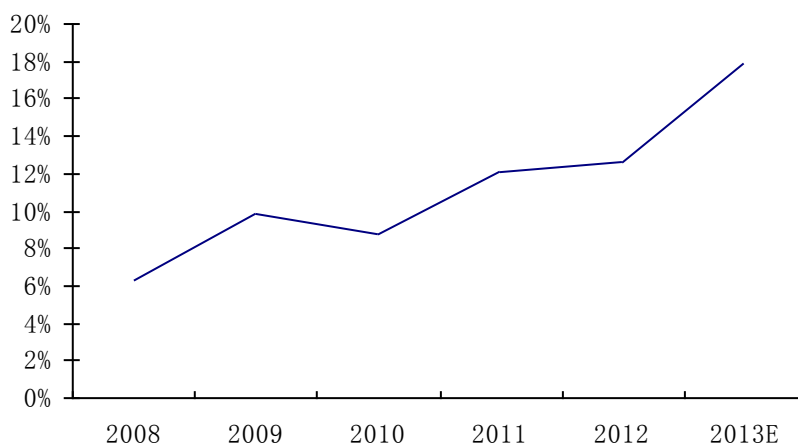
Figure 33 公司是国内领先的风电整体解决方案供应商



资料来源: 公司官网、世纪证券研究所

虽然目前公司风电服务业务收入占比较小（2012 年收入 4 亿元，占总收入比仅 3.5%），但从国内存量风机数量日益增多的现状以及国际风电巨头——维斯塔斯（Vestas）的发展历程来看，风电服务业务未来几年在国内有很大的发展空间：（1）随着国内已建成存量风机数量的日益增多，3 年质保期一过，需要运维的风机数量将快速增长，存量数量巨大；（2）走在国内风电发展前列的国际风电巨头——维斯塔斯的发展经验表明，风电服务业务的后续发展空间大。

Figure 34 风电服务业务收入在 Vestas 总业务收入中的占比变化



数据来源：Vestas 年报、世纪证券研究所

盈利预测与投资评级

基于以上分析，我们做出以下假设：

（1）2013-2015 年，我国年度新增装机容量分别达到 16GW、18GW、20GW，受益于行业集中度的进一步提高，公司风力发电机组的市场占有率稳步提高，分别达到：22%、23%、24%；

（2）随着风机招标价格的回升，以及大功率风机（2.5MW）在公司风机产品中的占比提升，公司风机出厂均价也稳步提高，相应产品毛利率也得到提升；

（3）基于 2013 年上半年公司已建成和在建权益风电场的容量，预计 2013-2015 年公司风场开发业务将出现较高增长（其中风场销售收入以投资收入处理）；

（4）受益于国内存量风机数量的增长，公司风电服务业务将快速增长；

（5）期间费用保持合理增长，受益于收入规模的增长，期间费用率略有下降；

（6）外部税收环境及其他产业政策未出现重大变化。

Figure 35 营业收入及综合毛利率预测

| | | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|------------|----------|----------|----------|----------|
| 年度新增装机容量 (万千瓦) | | | 1600.00 | 1800.00 | 2000.00 |
| 公司市占率 (%) | | | 22.00 | 23.00 | 24.00 |
| 风机均价 (元/千瓦) | | | 3700.00 | 3850.00 | 4050.00 |
| 公司风机收入 (百万元) | | | 13024.00 | 15939.00 | 19440.00 |
| 风力机组 | 营业收入 (百万元) | 9595.15 | 13024.00 | 15939.00 | 19440.00 |
| | 增长率 (%) | (18.13) | 35.74 | 22.38 | 21.96 |
| | 毛利率 (%) | 13.69 | 16.50 | 17.50 | 18.00 |
| 风机零部件 | 营业收入 (百万元) | 1030.88 | 1185.51 | 1363.34 | 1567.84 |
| | 增长率 (%) | 85.93 | 15.00 | 15.00 | 15.00 |
| | 毛利率 (%) | 16.94 | 20.00 | 22.00 | 22.00 |
| 风电场开发 | 营业收入 (百万元) | 254.07 | 508.14 | 711.40 | 924.81 |
| | 增长率 (%) | | 100.00 | 40.00 | 30.00 |
| | 毛利率 (%) | 52.28 | 65.00 | 60.00 | 60.00 |
| 风电服务 | 营业收入 (百万元) | 400.12 | 560.17 | 728.22 | 946.68 |
| | 增长率 (%) | | 40.00 | 30.00 | 30.00 |
| | 毛利率 (%) | 21.28 | 16.00 | 17.00 | 18.00 |
| 合计 | 营业收入 (百万元) | 11280.22 | 15277.82 | 18741.95 | 22879.34 |
| | 增长率 (%) | (8.10) | 35.44 | 22.67 | 22.08 |
| | 综合毛利率 (%) | 15.13 | 18.37 | 19.42 | 19.97 |
| | 营业成本 (百万元) | 9574.04 | 12471.84 | 15102.06 | 18309.92 |

数据来源: 世纪证券研究所

基于以上假设, 我们预计公司 2013-2015 年营业总收入分别为: 152.8 亿元、187.4 亿元、228.8 亿元; 净利润分别为: 4.64 亿元、8.27 亿元、13.05 亿元, 同比分别增长 203%、78%、58%; 对应于每股收益为: 0.17 元、0.31 元、0.48 元, 以 1 月 21 日收盘价折算, PE 分别为: 50 倍、28 倍、18 倍; PEG 分别为: 0.25、0.36、0.31。

Figure 36 可比公司估值比较

| 证券代码 | 上市公司 | 最近股价 | EPS | | | | PE | | | PEG | | |
|-----------|------|--------|---------|-------|-------|-------|---------|--------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 2013E | 2014E | 2015E | 2013E | 2014E | 2015E |
| 601558.SH | 华锐风电 | 3.510 | (0.150) | — | — | — | — | — | — | — | — | — |
| 600290.SH | 华仪电气 | 7.550 | 0.063 | — | — | — | — | — | — | — | — | — |
| 600416.SH | 湘电股份 | 6.360 | (0.342) | 0.059 | 0.325 | 0.478 | 108.532 | 19.557 | 13.314 | — | 0.043 | 0.284 |
| 300129.SZ | 泰胜风能 | 9.380 | 0.180 | 0.234 | 0.312 | 0.405 | 40.068 | 30.093 | 23.178 | 1.336 | 0.908 | 0.777 |
| 002531.SZ | 天顺风能 | 10.140 | 0.416 | 0.459 | 0.653 | 0.811 | 22.106 | 15.531 | 12.508 | 2.132 | 0.367 | 0.518 |
| | 综合平均 | | | | | | 56.902 | 21.727 | 16.333 | 1.734 | 0.439 | 0.526 |
| 002202.SZ | 金风科技 | 8.640 | 0.057 | 0.170 | 0.310 | 0.480 | 50.824 | 27.871 | 18.000 | 0.250 | 0.357 | 0.310 |

数据来源: wind、世纪证券研究所

注: 最新股价为 1 月 21 日收盘价; EPS 盈利预测来源于 wind 一致预期。

参考可比公司的估值水平，从 PE 角度分析，公司目前股价较为合理，但从反映成长性的 PEG 角度分析，公司目前股价未明显反映未来三年盈利的高成长性。鉴于公司的高成长性及其行业龙头地位的稀缺性，我们认为公司 2014 年 PE35 倍、2015 年 PE25 倍较为合理，对应股价区间为：10.85-12 元，目前股价存在低估，故给予“买入”评级。

Figure 37 财务预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 流动资产 | 23120 | 28247 | 33668 | 38185 | 营业收入 | 11324 | 15278 | 18742 | 22879 |
| 现金 | 6962 | 9224 | 11419 | 13877 | 营业成本 | 9584 | 12472 | 15102 | 18310 |
| 应收账款 | 9659 | 12441 | 14394 | 15375 | 营业税金及附加 | 55 | 69 | 84 | 103 |
| 其他应收款 | 474 | 529 | 649 | 793 | 营业费用 | 813 | 1100 | 1274 | 1487 |
| 预付账款 | 790 | 998 | 1208 | 1465 | 管理费用 | 713 | 993 | 1125 | 1258 |
| 存货 | 3512 | 4445 | 4784 | 5438 | 财务费用 | 330 | 344 | 503 | 553 |
| 其他流动资产 | 1724 | 610 | 1214 | 1237 | 资产减值损失 | 107 | 180 | 180 | 180 |
| 非流动资产 | 8823 | 8322 | 8153 | 7835 | 公允价值变动收益 | 2 | 5 | 5 | 5 |
| 长期投资 | 1205 | 1205 | 1205 | 1205 | 投资净收益 | 411 | 450 | 600 | 750 |
| 固定资产 | 2327 | 3633 | 4101 | 4149 | 营业利润 | 134 | 575 | 1078 | 1743 |
| 无形资产 | 278 | 278 | 278 | 278 | 营业外收入 | 101 | 100 | 100 | 100 |
| 其他非流动资产 | 5013 | 3206 | 2569 | 2203 | 营业外支出 | 28 | 30 | 30 | 30 |
| 资产总计 | 31944 | 36568 | 41821 | 46020 | 利润总额 | 207 | 645 | 1148 | 1813 |
| 流动负债 | 11813 | 15917 | 20478 | 23635 | 所得税 | 41 | 129 | 230 | 363 |
| 短期借款 | 285 | 4555 | 5470 | 6641 | 净利润 | 165 | 516 | 919 | 1450 |
| 应付账款 | 4657 | 5238 | 6796 | 8239 | 少数股东损益 | 12 | 52 | 92 | 145 |
| 其他流动负债 | 6872 | 6124 | 8212 | 8754 | 归属母公司净利润 | 153 | 464 | 827 | 1305 |
| 非流动负债 | 6844 | 6844 | 6844 | 6844 | EBITDA | 699 | 1133 | 1874 | 2628 |
| 长期借款 | 2736 | 2736 | 2736 | 2736 | EPS (元) | 0.06 | 0.17 | 0.31 | 0.48 |
| 其他非流动负债 | 4108 | 4108 | 4108 | 4108 | | | | | |
| 负债合计 | 18658 | 22762 | 27323 | 30480 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 383 | 435 | 526 | 671 | 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 股本 | 2695 | 2695 | 2695 | 2695 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 7988 | 7988 | 7988 | 7988 | 营业收入 | -11.8% | 34.9% | 22.7% | 22.1% |
| 留存收益 | 2368 | 2684 | 3279 | 4171 | 营业利润 | -80.8% | 330.3% | 87.5% | 61.6% |
| 归属母公司股东权益 | 12903 | 13372 | 13972 | 14869 | 归属于母公司净利润 | -74.8% | 203.4% | 78.0% | 57.9% |
| 负债和股东权益 | 31944 | 36568 | 41821 | 46020 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 15.4% | 18.4% | 19.4% | 20.0% |
| | | | | | 净利率(%) | 1.4% | 3.0% | 4.4% | 5.7% |
| | | | | | ROE(%) | 1.2% | 3.5% | 5.9% | 8.8% |
| | | | | | ROIC(%) | 3.5% | 5.5% | 10.1% | 14.9% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 58.4% | 62.2% | 65.3% | 66.2% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 16.75% | 32.49% | 30.42% | 31.11% |
| | | | | | 流动比率 | 1.96 | 1.77 | 1.64 | 1.62 |
| | | | | | 速动比率 | 1.65 | 1.49 | 1.41 | 1.38 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.35 | 0.45 | 0.48 | 0.52 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 1.93 | 2.52 | 2.51 | 2.44 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.06 | 0.17 | 0.31 | 0.48 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.93 | -0.73 | 0.53 | 0.56 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 4.79 | 4.96 | 5.19 | 5.52 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 153.17 | 50.48 | 28.36 | 17.96 |
| | | | | | P/B | 1.82 | 1.75 | 1.68 | 1.58 |
| | | | | | EV/EBITDA | 31 | 19 | 11 | 8 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 经营活动现金流 | 2500 | -1964 | 1415 | 1503 |
| 净利润 | 165 | 516 | 919 | 1450 |
| 折旧摊销 | 235 | 213 | 292 | 332 |
| 财务费用 | 330 | 344 | 503 | 553 |
| 投资损失 | -411 | -450 | -600 | -750 |
| 营运资金变动 | 2054 | -3118 | 360 | -122 |
| 其他经营现金流 | 126 | 530 | -59 | 40 |
| 投资活动现金流 | -2304 | 449 | 600 | 750 |
| 资本支出 | 2692 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 80 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 468 | 449 | 600 | 750 |
| 筹资活动现金流 | -1163 | 3778 | 179 | 205 |
| 短期借款 | -5034 | 4270 | 915 | 1171 |
| 长期借款 | 162 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 3712 | -492 | -736 | -966 |
| 现金净增加额 | -950 | 2263 | 2195 | 2458 |

数据来源：世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.