

2014-02-27

赖燊生

C0047@capital.com.tw

目标价(元) 12.50
H股目标价 12.50HK\$

公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2014/2/26)	9.56
深证成指(2014/2/26)	7319.61
股价 12 个月高/低	10.74/5.24
总发行股数(百万)	2694.59
A 股数(百万)	2128.69
A 市值(亿元)	257.60
主要股东	香港结算有限公司(18.56%)
每股净值(元)	4.84
股价/账面净值	1.98

	一个月	三个月	一年
股价涨跌%	3.6	15.5	68.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

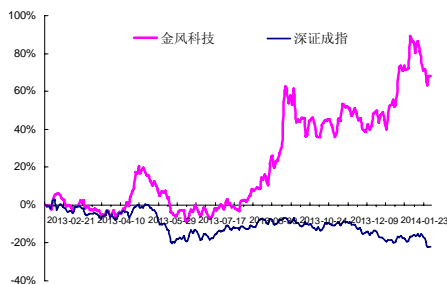
产品组合

1.5MW	70.5%
2.5MW	14.6%
风机零部件	9.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.8%
社保	1.0%

股价相对大盘走势



金风科技(002202/2208)

Buy/买入

业绩点评：行业回暖，龙头先行

结论与建议：

公司今日发布 13 年业绩快报，报告期实现收入 123.08 亿元(YOY+8.7%)，实现净利润 4.28 亿元(YOY+179.4%)，符合预期。单季度看，公司 4Q 实现净利润 2.40 亿元(YOY+109.3%)。种种迹象表明我国风电行业回暖明显(1. 国家能源局下放风电审批权；风机整机招标价格触底回升；13 年风机装机超预期)。展望未来，我们看好行业的持续健康发展，公司作为整机龙头，价值将被重估。

我们预计公司 14-15 年分别实现收入 178.89 亿元(YOY+45.3%)、219.11 亿元(YOY+22.5%)，净利润 9.21 亿元(YOY+115.3%)、13.43 亿元(YOY+45.9%)，EPS0.34、0.50 元，当前 A 股价对应 14-15 年动态 PE28X、19X，股价对公司的价值并未充分反应，给予“买入”评级，目标价 12.5 元(15 年动态 PE 25X)；H 股也同样给予“买入”建议，目标价 12.5HK\$(对应 15 年动态 PE 20X)。

- **13 年风电装机超预期，未来仍有超预期可能**：据中国风能协会初步统计资料显示，2013 年我国风电新增装机容量 1610 万千瓦(YOY+24%)，超出市场原有预期的 15GW；14 年国家能源局规划新增装机 18GW，我们认为仍有超预期可能。其一，截止目前，“十二五”四批共核准装机项目 110.43GW，其中 60%尚未开工建设，随着行业的回暖，预计 14-15 年核准开工的量会较大；其二，随着可再生能源附加电价的上调(0.8 分提至 1.5 分/KWH)，下游运营商现金流明显好转，风电场的建设的节奏明显加快(13Q3 华电、华能集团招标就达 1.4GW, 超过 12 年 Q3 全国招标量)，综合考虑，我们预计今年新增装机在 18~20GW，行业发展保持良好态势。
- **弃风率下降，竞争格局优化，为风电新一轮健康有序发展奠定基础**：国家能源局发布的 2013 年全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时资料显示，13 年我国风电平均利用小时为 2080 小时，较 2012 年 1929 小时增加 151 小时，创 2005 年来最高水准，弃风率下降表明风电场经营利润水准有明显改善。近日国家提出打造 12 条输电线路用于输送三北地区富余的电力资源，此举帮助未来风电场弃风率将进一步下降；行业竞争格局方面，经过前一轮价格恶性竞争后，目前部分落后产能退出，前十强集中度提升至 80%，行业有序发展也促使风机价格回升(1.5MW 为例，从 3600 元/KW 提升至 4000 元/KW)。弃风率的下降与行业竞争格局的优化，都为新一轮风电健康有序发展奠定了基础。
- **公司市占率稳步提升，盈利实现大幅好转**：公司是国内风机制造标杆企业，在 10-12 年行业低谷时期，通过降本增效与精细化管理举措，成功夺回国内装机龙头位置，目前公司国内市占率 23%。13Q1-4 分别实现净利润 0.32、0.60、0.95、2.40 亿元，逐季明显改善；从订单量来看，截止 2013H1，公司累计获得订单 8.09GW，创历史新高，综合看公司正蓄势待发，有望以超越行业增速的态势走上新一轮成长之路。
- **14 年毛利率提升趋势可持续，规模化效应带动费用率下降**：受益行业竞争优化，风机价格逐步回升影响，公司综合毛利率回升明显(13 年前三季度公司综合毛利率 20.9%，同比提升 6.0 个百分点)。展望未来，一方面产品价格有望稳中有升；另一方面公司高毛利率的风电厂服务(40%)等业务收入比重将进一步提升(由目前占比 10%提至约 15%) 毛利率有继续提升空间；费用率方面则随着出货量的规模效应有下降态势。
- **盈利预测**：预计公司 14-15 年分别实现净利润 9.21 亿元(YOY+115.3%)、13.43 亿元(YOY+45.9%)，EPS0.34、0.50 元，当前股价对应 14-15 年动态 PE28X、19X，给予“买入”评级，目标价 12.5 元(15 年动态 PE 25X)；H 股也同样给予“买入”建议，目标价 12.5HK\$(对应 15 年动态 PE 20X)。

..... 接续下页

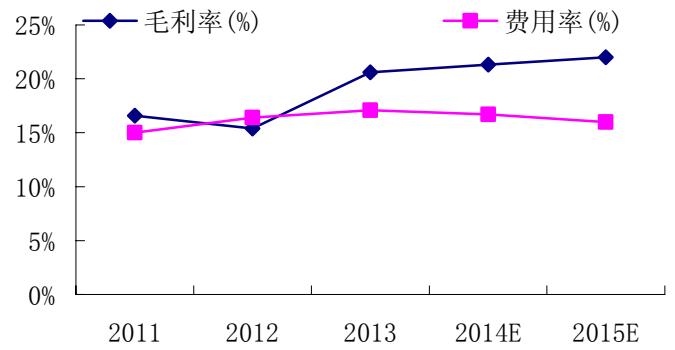
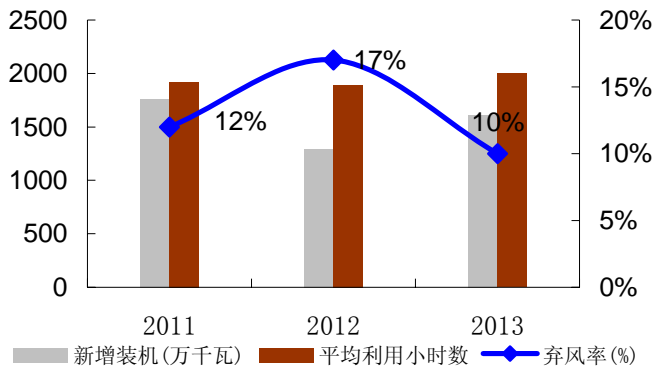
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013F	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB百万元	607	153	426	921	1343
同比增减	%	-73.50%	-74.77%	178.41%	116.06%	45.85%
每股盈余(EPS)	RMB元	0.225	0.057	0.158	0.342	0.498
同比增减	%	-73.50%	-74.77%	178.41%	116.06%	45.85%
A 股市盈率(P/E)	X	42.46	168.31	60.45	27.98	19.18
股利(DPS)	RMB元	0.10	0.20	0.15	0.15	0.20
股息率(Yield)	%	1.05%	2.09%	1.57%	1.57%	2.09%

图表一：行业关键指标

单位：亿元/%

图表二：公司毛利率、费用率走势

单位：%



资料来源：公司公告，群益证券(2014/02)

资料来源：公司公告，群益证券(2014/02)

=预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013F	2014F	2015F
营业收入	12843	11324	12308	17889	21911
经营成本	10714	9584	9860	14087	17096
营业税金及附加	32	55	42	66	80
销售费用	943	813	1132	1516	1596
管理费用	739	713	808	1080	1442
财务费用	249	330	235	398	491
资产减值损失	17	107	183	190	175
投资收益	517	411	409	500	500
营业利润	698	134	458	1053	1531
营业外收入	177	101	65	65	65
营业外支出	10	28	22	29	19
利润总额	864	207	501	1089	1577
所得税	146	41	63	136	194
少数股东损益	111	12	12	32	40
归属于母公司所有者的净利润	607	153	426	921	1343

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013F	2014F	2015F
货币资金	11590	11358	11131	10908	10690
应收帐款	7772	9637	11950	14818	18374
存货	6147	7069	8129	9349	10751
流动资产合计	28079	30892	34003	38067	43472
长期投资净额	404	464	534	614	706
固定资产合计	2128	2511	2963	3497	4126
在建工程	2600	2288	2014	1772	1559
无形资产	7481	7673	7740	8269	9093
资产总计	35560	38565	41743	46336	52565
流动负债合计	15150	16968	19004	21285	23839
长期负债合计	2542	3126	3845	4730	5817
负债合计	17692	20094	22850	26014	29656
少数股东权益	383	460	551	662	794
股东权益合计	17486	18011	18342	19659	22115
负债和股东权益总计	35560	38565	41743	46336	52565

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013F	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	559	693	860	1066	1322
投资活动产生的现金流量净额	-2558	-2891	-2070	-1780	-1786
筹资活动产生的现金流量净额	3931	1965	983	491	246
现金及现金等价物净增加额	1932	-232	-227	-223	-218

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。