

# 金风科技 A

## 首次覆盖：竞争格局强者恒强，公司业绩具有高弹性

### 风电装机 2014-2015 年有望持续改善

我们预计 2014-2015 年国内风电装机将持续改善：主要原因是电网投资加速，尤其在风电送出通道和特高压上的建设将解决风电发展的物理瓶颈。在风电并网和消纳问题逐步解决，风电电价下调之前，业主或将加快风电场开发。我们预计 2014-2016 年国内风机装机量分别为 17/18/16GW。

### 竞争格局分化，金风在竞争中强者恒强

我们预计未来 2 年风机的价格将缓慢上升：1) 过去两年，风机业主深受风机质量事故之困，改变低价中标模式；2) 由于质量和业绩要求，退出的产能和新产能难以再进入市场；3) 风机行业经过两年洗牌集中度提高，价格竞争缓和；2013 年，金风市场份额提高到 23%，比第二名高出 14 个百分点，我们认为质量好，维护方便是其主要的竞争优势；我们认为强者恒强的格局将持续。

### 毛利率有望提升，业绩具有高弹性

我们预计毛利率提升将来自于 1) 风机价格 2014-2015 年将缓慢上升，2) 单位固定成本下降，单位变动成本稳定；3) 过去 2-3 年的供应链等内部管理改革降低综合成本；由于 2013 年净利润率仅 3%，毛利率提升将使其业绩具有高弹性；

### 估值：首次覆盖给予“买入”评级和 12.5 元的目标价

2013 年公司业绩快报 EPS0.16 元，我们预测 2014-2016 年 EPS 分别为 0.36/0.49/0.52 元，增速分别为 125%/36%/6%。基于瑞银现金流贴现 VCAM 模型 (WACC=9.8%)，得到目标价为 12.5 元，对应 2014 年 PE 约 35 倍。

## Equities

中国

电子元件与设备

12 个月评级	买入
	之前: 未予评级
12 个月目标价	Rmb12.50
	之前: -
股价	Rmb9.73
路透代码: 002202.SZ 彭博代码 002202 CH	
<b>交易数据和主要指标</b>	
52 周股价波动范围	Rmb10.74-5.24
市值	Rmb25.1 十亿/US\$4.09 十亿
已发行股本	2,195 百万 (ORDA)
流通股比例	63%
日均成交量(千股)	25,632
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb241.7
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb13.3 十亿
市净率 (12/13E)	2.0x
净债务 / EBITDA	1.9x
<b>每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)</b>	
	从 到 %市场预测
12/13E	- 0.16 - 0.16
12/14E	- 0.36 - 0.32
12/15E	- 0.49 - 0.45

市场一致预期数据来源: IBES/Bloomberg 估算。有关 UBS 每股收益计算方法的解释, 见本文件封底。

李博

分析师

S1460511020004

benson.li@ubssecurities.com

+86-213-866 8876

付伟琦

分析师

S1460512090001

weiqi.fu@ubssecurities.com

+86-213-866 8812

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	17,596	12,843	11,324	12,194	15,876	19,655	19,510	19,895
息税前利润(UBS)	2,369	398	51	301	775	1,232	1,363	1,429
净利润 (UBS)	2,290	607	153	442	961	1,325	1,408	1,563
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.99	0.23	0.06	0.16	0.36	0.49	0.52	0.58
每股股息 (Rmb)	0.34	0.34	0.05	0.06	0.02	0.04	0.05	0.05
净债务 / (现金)	6,662	(443)	857	(1,745)	(343)	(2,705)	(1,756)	863
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	13.5	3.1	0.5	2.5	4.9	6.3	7.0	7.2
ROIC (EBIT) (%)	46.2	4.1	0.4	2.4	5.6	8.1	8.0	8.6
EV/EBITDA(core)x	16.0	55.7	46.0	29.7	19.5	15.6	13.8	12.0
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	20.9	65.6	NM	59.3	27.3	19.8	18.6	16.8
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(5.2)	(20.4)	(0.6)	(8.5)	5.8	(9.2)	3.5	9.8
净股息收益率(%)	1.7	2.3	0.7	0.6	0.2	0.4	0.5	0.5

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2014 年 03 月 10 日 19 时 56 分的股价(Rmb9.73)得出。

## 投资主题

### 金风科技 A

#### 投资理由

我们预计：1，风电装机复苏性增长，预计2014/2015/2016 装机 17/18/16GW；2，风机价格2014/2015 年年均增长 2%-3%，2016 年下降 1%；3) 竞争格局分化，金风强者恒强；4) 毛利率提升使2014 年业绩有较高弹性。

#### 乐观情景

政策明确 2015 年下调风电上网电价、海上风电超预期都可能是超预期的乐观因素。在此情况下，风机价格可能有更高幅度增长。金风 2014 年 EPS 可能达到 0.4-0.45 元，每股估值可能达到 15 元。

#### 悲观情景

若电网建设速度不达预期，风电平均利用小时数减少，风电场开发放缓。在此种情况下，风机价格可能持平，金风的出货量和价格都低于基准预期。在悲观情况下，EPS 可能仅为 0.25-0.3 元，每股估值可能仅 9-10 元。

#### 近期催化剂

若特高压交直流等风电送出通道建设正式获得批准；若风电场 2014Q1 利用小时数，金风 Q1 业绩等数据超预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb12.50

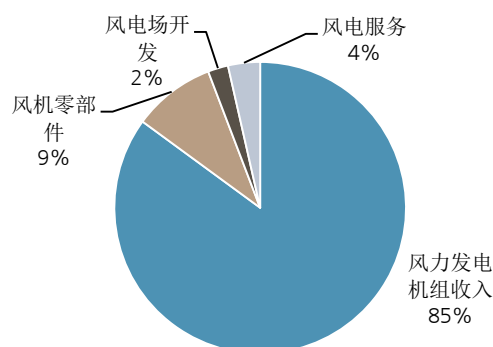
#### 公司简介

新疆金风科技股份有限公司（金风科技）是中国领先的风电机组制造商。公司还开发、建造和运营风力发电场。公司提供 750 千瓦-1.5 兆瓦的各种风机，2.5 兆瓦、3 兆瓦和 5 兆瓦级风机正处在研发阶段。公司于 2007 年 12 月在深圳证券交易所上市。

#### 行业展望

风机装机有望恢复性增长：电网投资加速，尤其在风电送电和特高压线路上的建设加快或将解决风电发展的物理瓶颈。我们预计 2014/2015/2016 年装机分别 17/18/16GW。

#### 分产品收入（2013H）



来源：公司公告

#### 各类产品毛利

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
风电设备	1610	1316	1806	2831	3860	3698
风电服务	0	85	73	95	123	160
风电场开发	70	127	131	205	209	230
合计：	1679	1528	2009	3131	4192	4088

来源：公司公告，瑞银证券估算。

# 目录

<b>投资分析</b> .....	<b>4</b>
风险.....	4
估值和推导我们目标价的基础.....	4
瑞银预测对比市场一致预期.....	5
关键催化剂.....	6
敏感性分析.....	6
<b>风险分析</b> .....	<b>7</b>
<b>竞争分析</b> .....	<b>7</b>
行业吸引力评估.....	7
竞争优势.....	8
管理层策略.....	8
<b>行业瓶颈逐渐解决，风电前景仍然广阔</b> .....	<b>9</b>
风电设备销量和价格 2013 下半年以来逐季复苏.....	10
电网建设加快有望逐步解决风电弃风问题.....	11
风电利用前景广阔，现实项目储备充足.....	13
电价下调之前抢装可能成为超预期因素.....	14
风机价格稳中有升.....	14
<b>行业竞争格局分化，强者越强</b> .....	<b>15</b>
海外市场空间广阔，市场已逐渐突破.....	17
海上风电具有先行优势.....	18
<b>财务状况</b> .....	<b>18</b>
损益表：风机毛利率提升产生业绩弹性.....	18
资产负债表：应收账款增长，周转率基本平稳.....	21
现金流量表.....	24
资本回报率.....	24
<b>估值</b> .....	<b>25</b>
目标价推导.....	25
可比公司.....	25
<b>公司背景</b> .....	<b>27</b>

李博  
分析师  
S1460511020004  
benson.li@ubssecurities.com  
+86-213-866 8876

付伟琦  
分析师  
S1460512090001  
weiqi.fu@ubssecurities.com  
+86-213-866 8812

## 投资分析

我们认为金风科技具有投资机会的逻辑为以下三点：

风电行业装机 2014-2015 年有望恢复性增长

风电发展外部环境改善，装机有望恢复性增长。我们预计 2014 年电网投资增速 20%，增速比 2012/2013 实际增速 4%/13% 显著加快。电网投资尤其在风电送电和特高压线路上的建设加快或将解决风电发展的物理瓶颈。在风电并网和消纳问题逐步解决，风电电价下调之前，风电业主或将加快风电场开发。我们预计 2014-2015 年国内风机装机量分别为 17/18GW。由于抢装结束，风电电价可能下调，我们预计 2016 年装机量可能下滑，我们估计约 16GW。

竞争格局分化，金风在竞争中强者恒强

- 我们认为风机价格在未来 2 年有上行的压力。过去两年，风机业主深受风机质量事故之困，更加重视质量，改变低价中标模式；由于质量和业绩要求，过去两年退出的产能和新产能难以再进入市场，外部竞争减弱；风机行业经过两年洗牌集中度提高，价格竞争缓和；
- 2013 年，金风市场份额提高到 23%，比第二名高出 14 个百分点，与对手差距显著拉开。我们认为质量好，维护方便是其主要的竞争优势；我们认为强者恒强的格局将持续。

毛利率提升应使 2014 年业绩有较高弹性

- 2014 年毛利率有望持续提升：1) 我们预计风机招标价格 2014-2015 年均增长 2%-3%；2) 过去几年风电设备板块的固定资产规模未变，人员减少，我们预计 2014 年出货量将超过 2010 年水平，因此单机固定成本将比 2010 年下降；变动成本基本维持不变；3) 2011 年下半年以来公司通过改善供应链管理降低采购成本，改进风机结构布局等措施降低综合成本的效果有望陆续显现。我们预计 2014 年毛利率回到 18%-20%，提高 4-6 个百分点。

## 风险

- 电价下调时间和幅度超预期的风险。我们预计 2015 年可能会下调电价，如果风电电价下调时间早于预期或者幅度高于预期，行业可能会有下行风险；
- 公司量和价提升带来的毛利率提升，以及财务杠杆的作用使得净利润增速有望远快于收入增速。如果量价提升幅度低于预期，可能会使得业绩有下行风险；

## 估值和推导我们目标价的基础

我们基于瑞银现金流贴现 VCAM 模型，得出金风的目标价为 12.5 元，对应 2014 年 PE 约 35 倍。

图片 1: 金风的 VCAM 估值模型

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	775	1,232	1,363	1,429	2,580	3,127	3,800	4,630	5,657	6,930
折旧及摊销*	536	566	590	614	530	643	781	952	1,163	1,425
资本支出	(1,800)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(603)	(731)	(870)	(1,039)	(1,242)	(1,490)
运营资本变动	2,039	(2,937)	117	1,614	(2,111)	(1,520)	(1,871)	(2,308)	(2,854)	(3,538)
所得税 (营运)	(73)	(135)	(153)	(166)	(387)	(469)	(570)	(695)	(849)	(1,040)
其他	(110)	(113)	4	(12)	(127)	(153)	(189)	(233)	(288)	(357)
自由现金流	1,366	(2,388)	921	2,479	(117)	897	1,082	1,309	1,588	1,931
增长		-274.8%	NM	169.1%	-104.7%	NM	20.6%	21.0%	21.3%	21.6%

估值		长期假设值			加权平均资本成本		
明计现金流现值	8,445	相对年	+10E	+15E	+25E	无风险利率	4.60%
期末价值 (第 15 年) 现值	24,242	销售额增长	22.5%	18.0%	15.0%	权益风险溢价	5.0%
<b>企业价值</b>	<b>32,687</b>	息税前利润率	10.7%	6.5%	1.0%	贝塔系数	1.09
占永续价值百分比	74%	资本支出/销售收入	2.3%	2.2%	1.5%	债务/权益比	20.8%
联营公司及其他	200	投资资本回报率	18.9%	16.0%	3.8%	边际税率	15.0%
少数股东权益	395					权益成本	10.0%
现金盈余**	4,139					债务成本	6.5%
- 债务***	6,016					<b>WACC</b>	<b>9.8%</b>
权益价值	30,615						
已发行股数 [ m ]	2,694.6						
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>11.40</b>						
权益成本	10.0%						
股息收益率	0.2%						
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>12.50</b>						

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	24.9x	18.2x	23.4x
企业价值 / 息税前利润	42.2x	26.5x	38.1x
自由现金流收益率	4.2%	NM	2.1%
市盈率 (现值)	31.8x	23.1x	29.8x
市盈率 (目标)	35.0x	25.4x	32.8x

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	7.7%
回报率增幅	10.7%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	6.3x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券

## 瑞银预测对比市场一致预期

- 我们 2014-2015 年的收入预测比市场低 10% 左右, 主要是我们对于未来 2 年风电行业装机量的预测比市场谨慎
- 我们 2014 年的净利润预测跟市场持平, 主要是我们认为风机的毛利率能够回到 18%-20%, 净利润率预测比市场乐观;

图片 2: 瑞银预测对比市场一致预期

百万元	2013E	2014E	2015E
营业收入			
瑞银预测	12,194	15,876	19,655
市场预期	13512	17527	21770
差幅	-9.75%	-9.42%	-9.72%
净利润			
瑞银预测	452	971	1,335
市场预期	472	967	1457
差幅	-4.15%	0.42%	-8.38%

来源: WIND, 瑞银证券估算。市场一致预期截至 2014 年 3 月 7 日。

## 关键催化剂

- 若特高压交直流等风电送出通道建设正式获得核准；
- 若风电场 2014Q1 利用小时数，金风 Q1 业绩等数据超预期；

## 敏感性分析

我们判断 2014-2015 年行业的装机量会大于并网量，截至 2013 年底，累计已吊装未并网量约 14GW，预计 2014-2015 年末并网量会持续增长。未并网风电场没有现金流，可能会拖欠风机设备企业的设备款甚至形成坏账。因此应收款的周转速度和坏账率将对公司业绩有直接影响，我们对此作了敏感性分析。

我们的基准假设是 14 年应收款周转率 1.1（跟 2013 年基本持平，应收款周转天数 327 天），坏账率 4%（与 2013 年基本持平），对应的 EPS0.36 元。我们的敏感性分析结论是：坏账率每提高 0.5 个百分点，2014 年 EPS 下降 0.03 元；应收款周转天数每上升 30 天（应收款周转率下降 0.1），EPS 下降 0.02 元。我们认为 2014 年 EPS 大概率会在 0.34-0.4 元之间。

图片 3: 应收款周转率和坏账率的敏感性分析

14 年 EPS 预测 (元)		应收款周转率				
		0.9	1	1.1	1.2	1.3
坏账率	3.50%	0.33	0.37	0.4	0.42	0.44
	4%	0.3	0.34	0.36	0.4	0.42
	4.50%	0.27	0.32	0.35	0.38	0.4
	5%	0.23	0.29	0.32	0.35	0.38
	5.50%	0.2	0.26	0.3	0.33	0.35

来源: 瑞银证券估算

我们认为 2014 年金风的业绩将受到风机平均价格和平均成本较大的影响，并分别对 1.5MW 风机的价格和成本，2MW 风机的价格和成本做了敏感性分析。对 1.5MW 风机的敏感性分析显示，2014 年业绩对 1.5MW 风机价格和风机成本都相当敏感，价格涨幅提高 1 个百分点，或者成本下降 1 个百分点，2014 年 EPS 将提高 0.03 元；

对 2MW 风机的敏感性分析显示：2MW 风机的平均价格提高 1 个百分点，或者成本下降 1 个百分点，EPS 将提高 0.006-0.007 元，相对于 1.5MW 风机敏感性降低；

图片 4: 1.5MW 风机价格和成本的敏感性分析

2014 年 EPS 预测 (元)		1.5MW 的平均风机成本的降幅				
		-3%	-2%	-1%	0	1%
1.5MW 的平均风机价格	-1%	0.31	0.28	0.25	0.22	0.18
涨幅	0%	0.34	0.31	0.28	0.25	0.21
	1%	0.37	0.34	0.31	0.28	0.24
	2%	0.40	0.37	0.34	0.31	0.28
	3%	0.43	0.40	0.36	0.34	0.31
	4%	0.46	0.43	0.40	0.37	0.34

来源:瑞银证券估算

图片 5: 2MW 风机价格和成本的敏感性分析

2014 年 EPS 预测 (元)		2MW 的平均风机成本的降幅				
		-3%	-2%	-1%	0	1%
2MW 的平均风机价格	-1%	0.3316	0.3251	0.3187	0.3122	0.3058
涨幅	0%	0.3378	0.3314	0.3249	0.3185	0.3120
	1%	0.3441	0.3376	0.3312	0.3247	0.3183
	2%	0.3603	0.3438	0.3374	0.3309	0.3245
	3%	0.3565	0.3501	0.3436	0.3372	0.3307
	4%	0.3628	0.3563	0.3499	0.3434	0.3370

来源:瑞银证券估算

## 风险分析

- 我们认为在 2016 年风电装机可能有下行的风险：主要是由于在 2014-2015 年，并网和风电消纳状况将改善，在风电电价下调前，风电业务或加快开发；抢装结束后，风电装机会出现下滑，装机量的下滑可能使风机价格也有下行压力；
- 电网的建设速度可能低于预期，使得风电并网和消纳问题的解决周期拉长。如果这种情况，风电业主将减缓开发速度，行业的装机量可能会低于预期。
- 应收账款回收的风险。由于风机企业有大量质保金质押在风电场手中，形成应收账款，如果风机出现严重质量事故，质保金可能不会被归还，会形成坏账，影响公司业绩。

## 竞争分析

### 行业吸引力评估

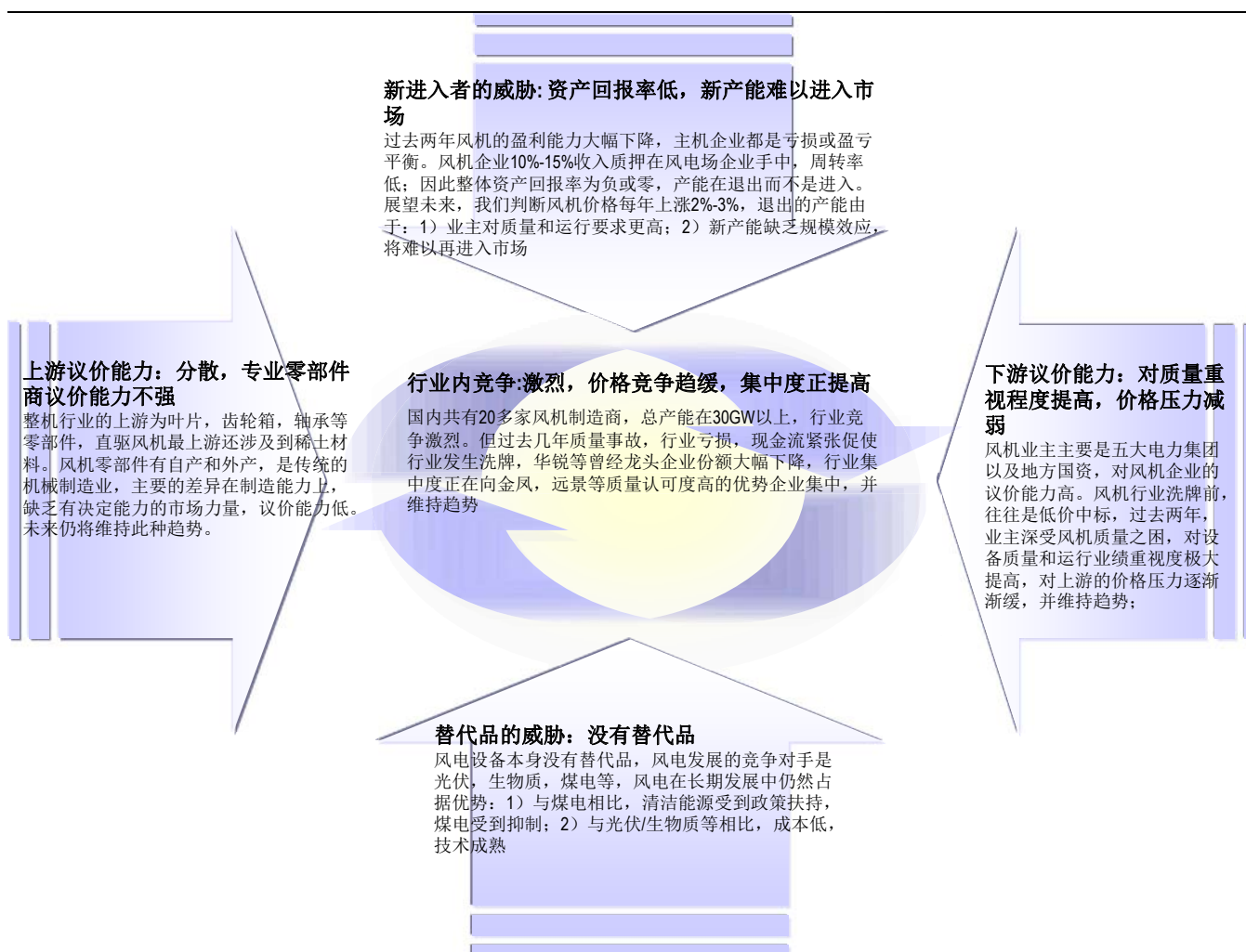
- 国内风电装机 **2014-2015 年有望恢复性增长**。主要的原因是在风电并网和消纳问题逐步解决，风电电价下调之前，风电业主应将加快风电场开发。我们预计 2014-2015 年国内风机装机量分别为 17/18GW。
- 国内风机价格在 **2014-2015 年应将稳中有升**。由于风电场主对风机质量重视度提高，行业集中度提升，行业需求恢复性增长，我们预计风机价格在 2014-2015 年将稳中有升。

- **2016 年行业可能有下行风险。**由于 2014-2015 年的抢装结束，风电电价可能下调，风机的装机量可能在 2016 年出现下滑，同时价格也面临压力。我们预计 2016 年国内风机装机量可能为 16GW。

## 竞争优势

- **产品质量比其他风机企业高。**金风的设备故障率低，产品质量高，维护方便。由于质量高并且受到行业的普遍认可，其风机价格比行业平均高出 3%-5%。从长远看，这是其市占率提高的主要原因。
- **融资成本低。**风机行业的应收款周转慢，平均周转天数超过 300 天，占用了大量的资金。金风在 A 股和 H 股上市，财务费用率 2.8% 左右，融资成本低于众多上市公司。

图片 6: 风机设备行业的波特五力图



来源: Michael Porter, 瑞银证券估算

## 管理层策略

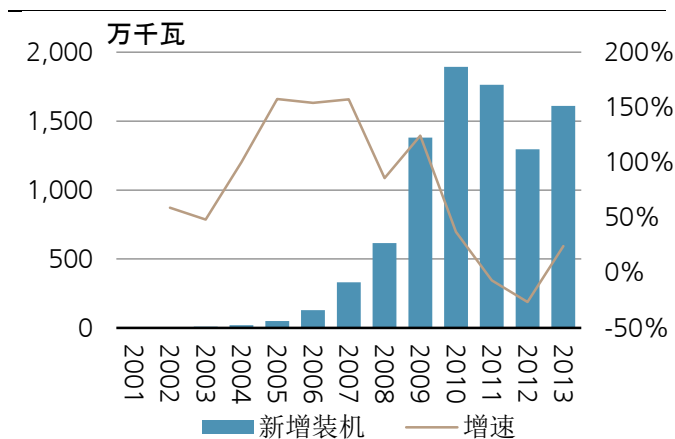
- **在质量和稳定性上领先同业。**金风追求行业内领先的产品质量，由于其产品质量高，运行稳定，金风风机的售价高于同业 3%-5%；

- **内部管理改革，降低综合成本。**金风从 2011 年开始实施了系列改革包括：1) 供应链管理改革，使得采购成本下降；2) 在研发方面投入，改进零部件的设计和布局以降低成本等措施；
- **开拓海外市场。**金风从 2009 年开始进军海外市场，通过机组销售，风电场开发和项目 EPC 总承包三种模式开拓市场。

## 行业瓶颈逐渐解决，风电前景仍然广阔

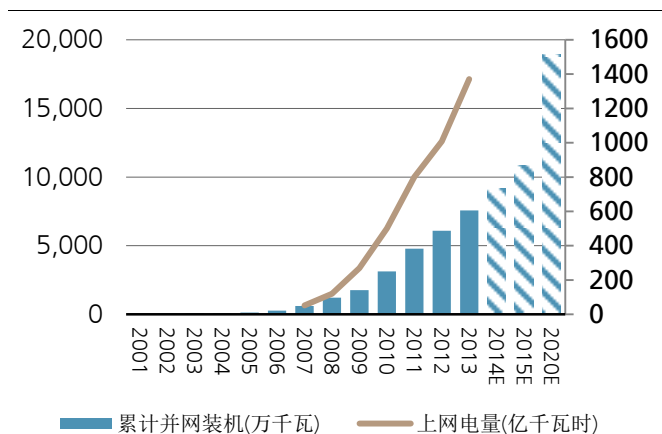
2003-2010 年，国内风电产业经历了跨越式的大发展。国内风机的累计装机容量从 2003 的 400 万千瓦增长到 2010 年的 5000 万千瓦，CAGR40%。2011-2013 年，风电快速发展积累的问题集中发生，产业进入调整期。过去 3 年阻碍风电产业发展的问题主要是弃风和风机质量问题。

图片 7: 国内风电年新增装机容量



来源: 中国风能协会

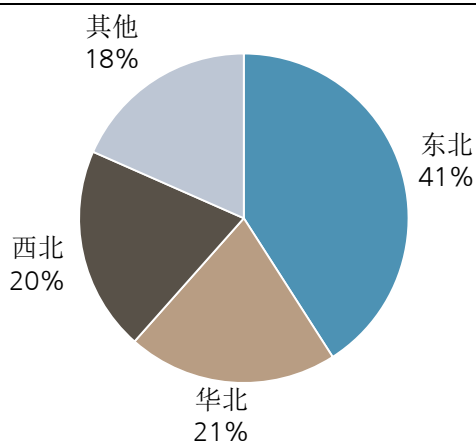
图片 8: 国内风电的累计装机容量及发电量



来源: 中国风能协会, 中电联, 瑞银证券估算。2014E/2015E/2020E 是瑞银预计数据。

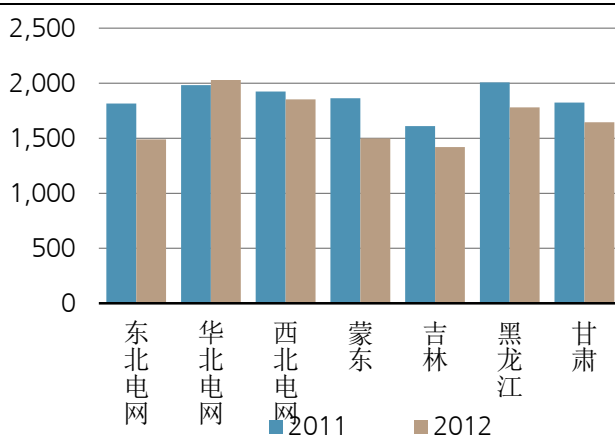
- **弃风问题:** 国内风电装机 80%在三北地区，而这些地区的本地用电量有限，外送通道不足，限制了风电发电上网，风电场被迫停机弃风。风机的利用小时数降低，风电场投资回报率下降，开发商减缓开发进度。
- **风机质量问题:** 2010-2012 年，国内发生了多起风机质量和电网脱网事故，使得政府和电网对于风电的发展变得谨慎；

图片 9: 国内风电装机主要分布在三北地区



来源: 中电联, 国家发改委, 瑞银证券整理

图片 10: 2012 年三北地区利用小时数不同程度下降



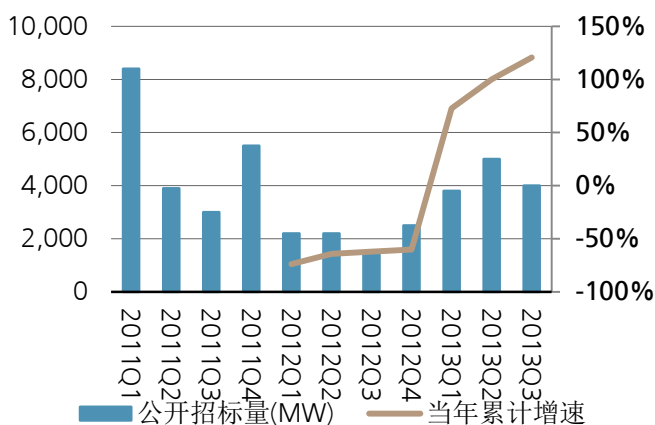
来源: 国家发改委, 瑞银证券整理

## 风电设备销量和价格 2013 年下半年以来逐季复苏

**风机招标量已从低点复苏。**风能协会统计, 2013 年国内总装机 1610 万千瓦, 比 2012 年总装机 1296 万千瓦增长了 24%, 这是自 2010 年来装机首次正增长。从风电项目招标数据看, 2013 新增风电招标 2100 万千瓦, 同比增长 100%, 全年招标量已接近 2011 年水平。在经历了 2011-2012 年行业低谷之后, 风电设备需求量已从最低点明显复苏。

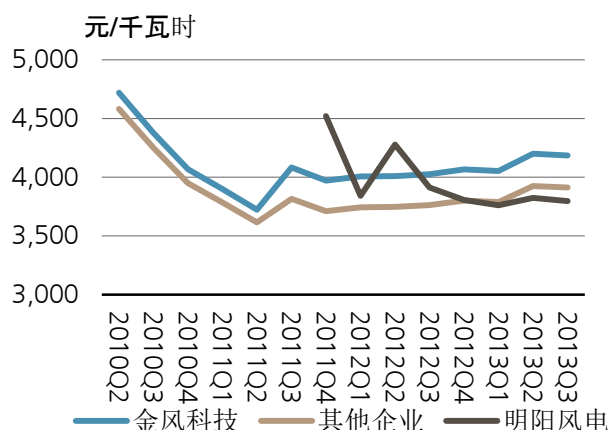
**风机的平均价格持续复苏。**2013 年 Q3 风机平均价格 3900 元/千瓦, 比 2011 年 Q2 的最低点上涨了 8%, 已基本回到 2010 年底的价格水平。从趋势上看, 2013 年以来价格逐季小幅提高, 复苏趋势已显现。

图片 11: 2013 年前三季风机招标量同比增长 100%



来源: 公司资料, 瑞银证券

图片 12: 风机价格已恢复到 2011 年初的水平



来源: 公司资料

我们认为风电未来两年将走出低谷, 实现恢复性增长, 主要原因在于风电发展的外部环境改善, 风电的瓶颈在逐渐突破:

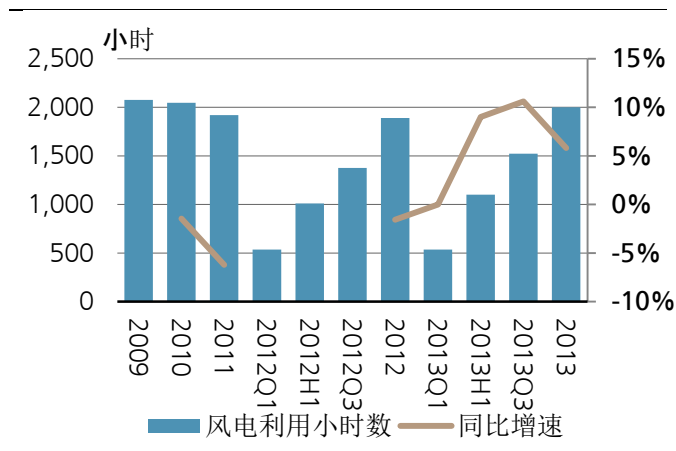
- **电网投资加快将解决风电消纳的问题:** 2014 年电网计划投资同比增长 20%, 比 2012/2013 的增速 4%/13% 显著加快。风电送出通道以及特高

压项目的建设将在未来 2-3 年提高风电的消纳能力，能够基本解决弃风问题；

- **行业优胜劣汰推动风机质量提高：**1) 经过 3 年左右时间，风机企业优胜劣汰，部分质量低的企业已经或即将被淘汰；2) 风电业主更加看重设备质量，逐渐摆脱低价招标情况；3) 2013 年，能源局正在建立风电产业监测和评价体系，信息数据公开将推动风机质量的提高；

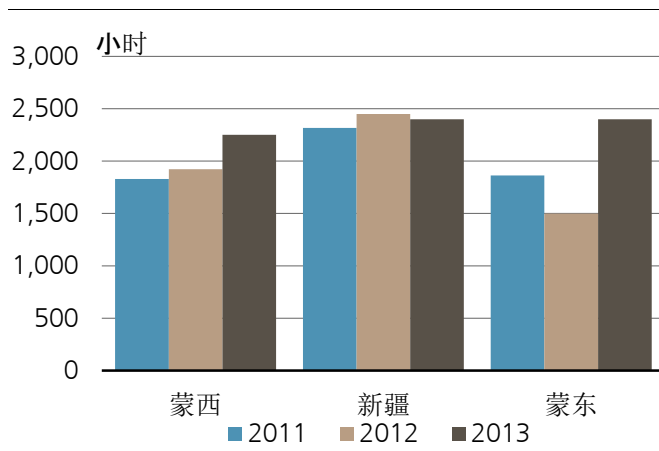
我们认为风机的需求量和价格在未来 2 年都会呈持续复苏的趋势。2013 年下半年风电利用小时数已开始逐渐好转。2013 年全国风电平均利用小时数约 2074 小时，比 2012 年增加了 184 个小时，显著好转。尤其在部分限电严重的“三北”地区，风电利用小时数已显著改善。

图片 13: 弃风问题下半年已有所缓解



来源: 国家能源局, 中电联

图片 14: 部分局部电网的风电利用小时数回升



来源: 中电联, 瑞银证券整理

## 电网建设加快有望逐步解决风电弃风问题

电网投资加快有望逐步解决风电问题。国网 2014 年计划投资 3815 亿元，同比 2013 年增长 20%，增速比 2012/2013 实际增速 4%/13% 显著加快。

风电消纳通道或将在 2014-2015 年陆续建成。为解决风电消纳的问题，国家电网规划了约 5 条风电消纳的输电通道，2013 年下半年以来基本都已开工建设，预计在 2014-2015 年将建成投产。这五条在建以及获批的输电工程全部建成后，我们预计将新增风电送出能力 2500 万千瓦，增加风电上网电量 6 亿度。

国家能源局明确提高跨省电力输送能力。在 2014 年能源局工作计划中提出加大西电东送力度，加快推进能源基地向华北，华中，华东地区输电通道建设，规划 12 条电力外输通道，提高跨省区电力输送能力。

特高压电网有望为风电发展提供长期保障。国家电网目前已经获得发改委前期工作路条的特高压“三交两直”项目，以及获得国家大气污染防治跨区通道的“两交一直”项目基本都计划在 2014 年开始建设并在未来 2-3 年投产。这些特高压项目的建设，将增加风电消纳能力，为风电发展提供长期保障。按照特高压平均 2 年左右的建设时间，这些项目将在 2015-2016 年陆续建成，形成风电外送通道。

图片 15: 风电主要的送出通道建设加快

	起点	终点	进程	开工时间	营运时间
东北—北中国背靠背直流输电系统四期	国网东北	国网北	核准	2012年12月	2013年5月
新疆—西北主网联网二期 750 千瓦	新疆	青海	核准	2012年6月	2013年6月
哈密南—郑州 800 千瓦	新疆	河南	核准	2012年5月	2014年1月
酒泉风电二期配套 330 千瓦	甘肃	甘肃	在建	2013年6月	预期 2014 年
张家口（康保，尚义，张北） 550 千瓦	河北	河北	在建	2014年1月	预期 2014 年
酒泉—湖南 800 千瓦	甘肃	湖南	2013年9月获开展前期工作路条	NA	预期 2015 年
准东—华东	新疆	华东	2013年12月获开展前期工作路条	NA	预期 2015 年
锡盟—枣庄 1000 千瓦	蒙西	山东	2012年获得开展前期工作路条	NA	NA
蒙西—长沙 1000 千瓦	蒙西	湖南	包括在能源局 12 条交流电线路之中，预期 2014 年核准	NA	NA
蒙西—天津南 1000 千瓦	蒙西	天津	包括在能源局 12 条交流电线路之中，预期 2014 年核准	NA	NA
锡盟—泰州 800 千瓦	蒙西	江苏	包括在能源局 12 条交流电线路之中，预期 2014 年核准	NA	NA

来源: 国家发改委, 瑞银证券统计整理

随着这些送电通道的建立，风电的消纳情况应会持续好转，我们预计“三北”地区的风电利用小时数会逐步提高到 2000 小时以上，风电场项目的盈利能力逐渐提高。利用小时数低的地区如东北，西北，河北等应会有较大幅度的改善。

### 利用小时数回升应推动风电项目盈利能力提高

风电项目的投资 IRR 对利用小时数敏感。风电场的盈利主要受到：单位投资成本，电价，风电利用小时数和财务成本的影响，对利用小时数尤其敏感。我们测算，利用小时数提高 100 小时，能够提高风电项目 IRR 约 2.5-3 个百分点。

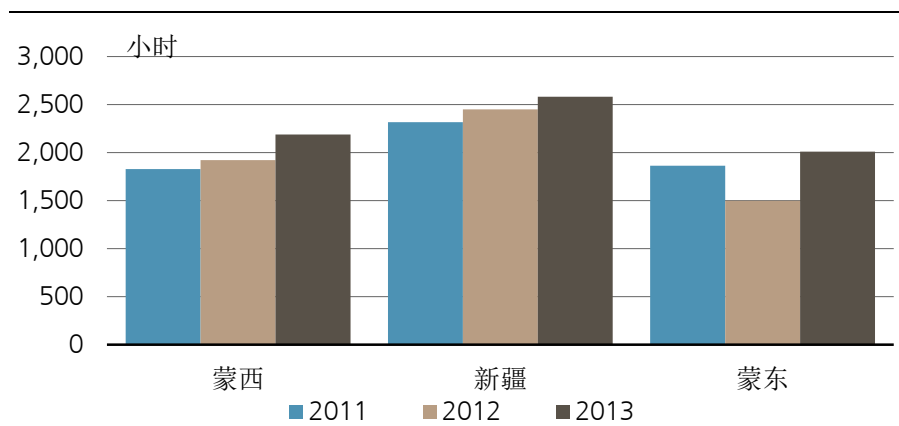
图片 15: 利用小时数与电价的敏感性分析

IRR	风电电价(元/度)			
	0.51	0.54	0.58	0.61
1800	0.16%	2.16%	4.82%	6.84%
1900	2.05%	4.15%	6.99%	9.15%
2000	3.93%	6.17%	9.19%	11.51%
风机利用小时数	2100	5.83%	8.20%	11.43%
	2200	7.75%	10.27%	13.73%
	2300	9.69%	12.38%	16.07%
	2400	11.67%	14.53%	18.48%

来源: 瑞银证券估算

部分地区风电场已具有投资吸引力。根据 2013 年已公布利用小时数的地区资料，我们测算蒙西，蒙东的风电项目 IRR 已从 5% 以下回到 8%-13% 左右的水平，已具有投资吸引力。我们预计 2014 年，全国风电利用小时数将回到 2100 小时左右，利用小时数较低的地区如东北，西北，河北等地会有较大幅度的改善，这些区域风电场的收益也将显著回升。

图片 16: 2013 年部分区域的风电场 IRR 显著提高



来源: 瑞银证券估算

补贴支付加快减轻开发商财务压力，推动项目更快开发。财政部 2013 年开始将可再生能源附加资金及时拨付，减轻了开发商财务压力。由于风电项目开发资金 80% 来自于债务资金，项目收益率对财务成本较为敏感；我们测算财务成本下降 0.5 个百分点，项目投资收益将提高 1 个百分点。

我们预计 2014 年利用小时数的提高、并网装机的增长以及可再生能源补贴支付速度加快，风电场能够获得稳定甚至更高的收益，将加快 2014 年风电场的开发投资，已核准项目的开发进度将加快。

图片 17: 自有资金比例与财务成本的敏感性分析

项目收益率	财务成本					
	5.50%	6%	6.50%	7%	7.50%	
自有资金比例	20%	14.41%	13.42%	12.47%	11.56%	10.70%
	25%	12.14%	11.38%	10.65%	9.94%	9.26%
	30%	10.42%	9.82%	9.23%	8.66%	8.11%
	35%	9.05%	8.56%	8.08%	7.61%	7.15%
	40%	7.92%	7.51%	7.12%	6.73%	6.35%

来源: 瑞银证券估算

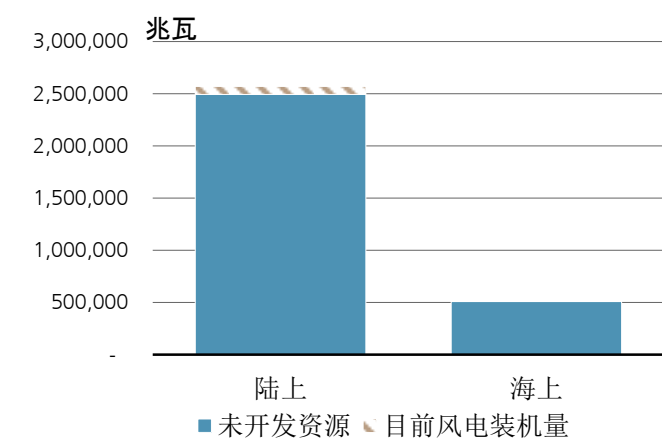
## 风电利用前景广阔，现实项目储备充足

风电可利用前景仍然广阔。市场有观点认为中国的风电资源基本已经开发殆尽，实际上中国风电前景仍非常广阔。全国陆上 70 米高的风能可开发量约 25.7 亿千瓦，近海 50 米以内的可开发量约 5 亿千瓦。2013 年底，全国风电累计装机约 9000 万千瓦，相对于资源量，风电可利用的前景仍十分广阔；

现实可建设的风电项目储备充足。目前“十二五”前三批发改委拟核准的风电项目装机容量 8080 万千瓦，已核准未建 5600 万千瓦。

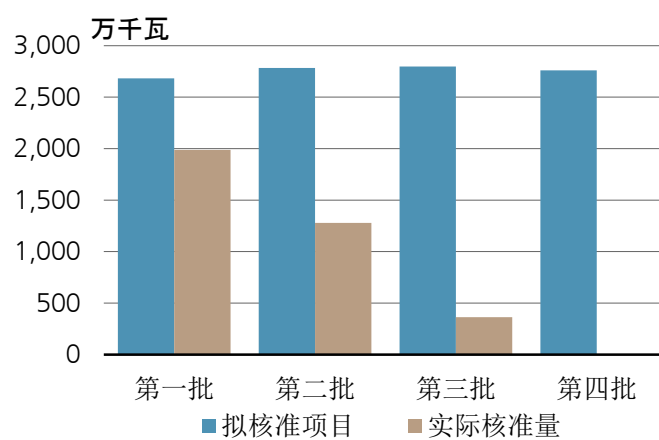
项目储备充足。如果风电场收益持续好转，现金回收加快，风电业主应有足够的项目加快投资。

图片 18: 中国风电资源利用前景仍然广阔



来源: 国家发改委, 瑞银证券整理

图片 19: 风电开发项目储备充足



来源: 国家发改委, 瑞银证券整理

## 电价下调之前抢装可能成为超预期因素

风电电价下调前抢装可能会成为需求超预期因素。基于可再生能源补贴不足判断，瑞银亚洲公用事业分析师认为在 2015 年，可能会下调风电上网电价 10% 左右。能源局也已明确将逐渐降低新能源上网电价，2020 年前实现太阳能/风能等新能源电价与火电持平；

随着风电消纳问题解决，利用小时数上升，2014 年绝大部分地区风电场应具有投资吸引力。如果下调电价时间明确，业主或将加快项目开发建设。电价下调之前的抢装可能成为超预期的因素。

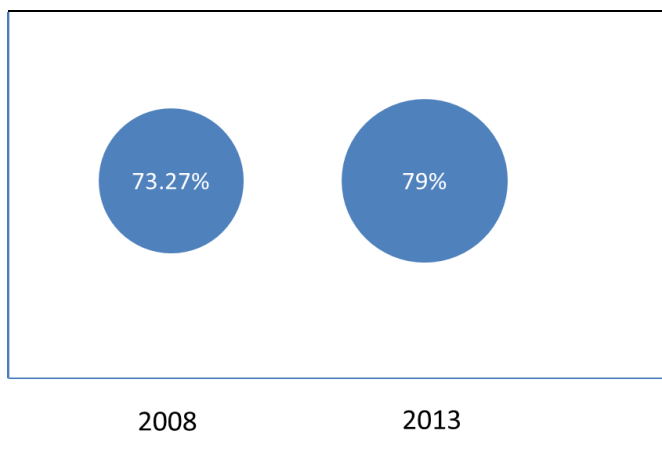
瑞银亚洲公用事业团队预计 2014-2016 年风机的并网量分别为 16/17/17GW，我们预计 2014-2015 年国内风机的装机量会高于并网量，主要的原因是在风电并网和消纳问题逐步解决，风电电价下调之前，风电业主将加快风电场开发。我们预计 2014-2016 年国内风机装机量分别为 17/18/16GW。

## 风机价格有望稳中有升

我们认为未来两年风机价格将稳中有升，主要原因：1) 风机的需求量未来两年能够持续增长；2) 过去两年多起风机事故使得业主对设备质量更加关注，减轻了对设备的价格压力；3) 由于业主看重设备质量和运营业绩，过去两年退出的产能将很难再进入市场；同时小企业缺乏规模经济，在较低的设备利润率下难以生存；4) 市场集中度已显著提高，行业内部的价格竞争趋于缓和；

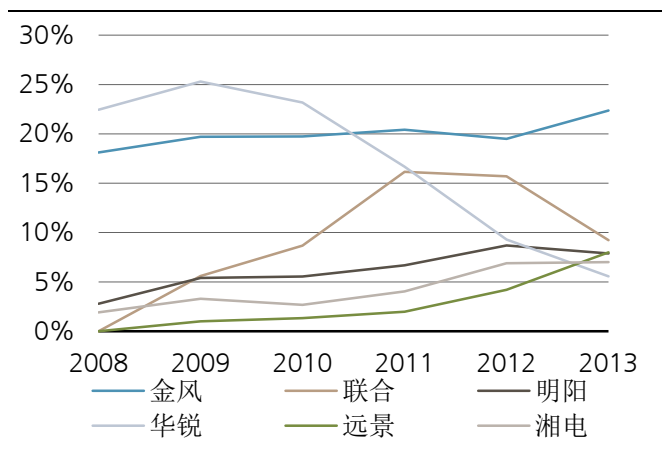
- **市场经过洗牌，集中度已经提高。**过去两年风机的毛利率下降到 10% 左右，行业所有企业风机业务亏损；另一方面，由于风电场占用了大量设备企业的质保金，风机企业资金链紧张，小企业已经退出行业。2013 年前十大企业市占率 79%，比 2008 年上升了 6 个百分点，市场集中度提高，企业间的价格竞争压力有所缓和；

图片 20: 前十风机企业的市占率提高



来源: 中国风能协会, 瑞银证券

图片 21: 前六大风机企业的市占率变动

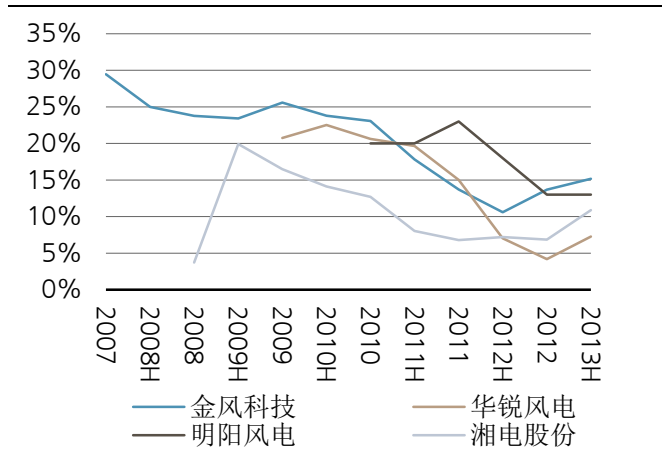


来源: 风能协会

- 退出的产能难以再进入市场。退出的产能在行业复苏过程中难以再进入市场。相对于 3 年前, 业主更加看重设备质量和风机的运行业绩, 已经退出的产能将很难获得业主认可。同时风机的毛利率不高, 没有规模经济的新进入者难以获利, 应收款占用资金庞大, 总资产回报率很低, 对潜在进入者缺乏经济吸引力。

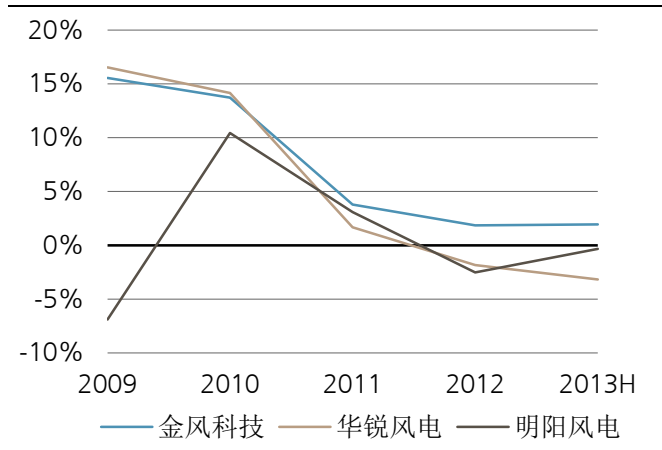
因此我们预计 2014-2015 年风机价格将缓慢上升, 年均提高 2%-3%。到 2016 年, 由于风电电价下调, 装机量减少, 风机的价格又将面临下行压力。

图片 22: 风机的毛利率已持续下降三年



来源: 公司数据, 瑞银证券整理

图片 23: 风机企业的总资产回报率在零附近

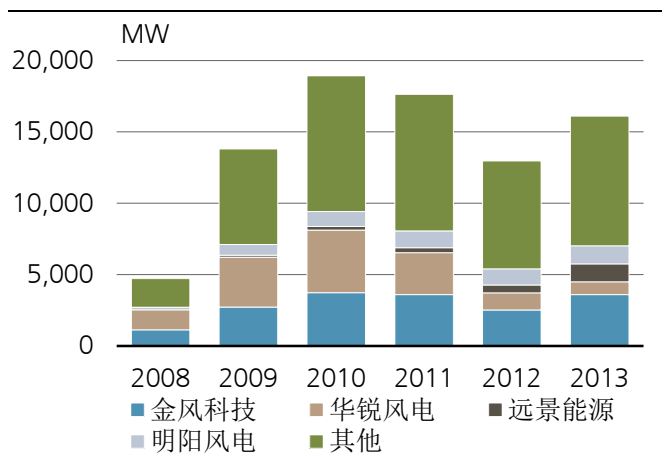


来源: 公司数据, 瑞银证券整理

## 行业竞争格局分化, 强者越强

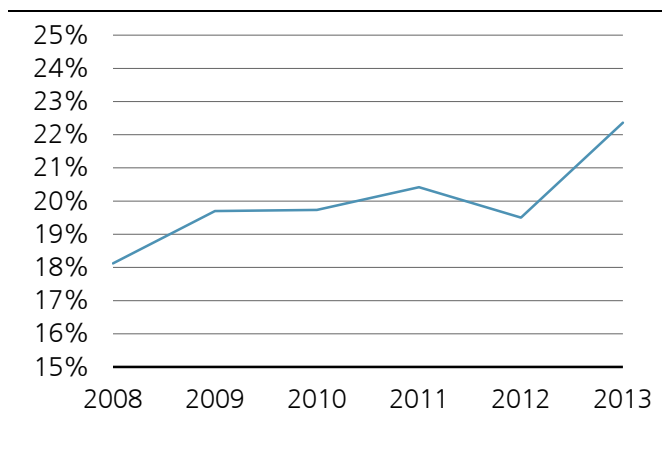
竞争格局分化, 强者越强。2013 年以来风机行业的竞争显示出强者越强的趋势, 企业间分化明显。2013 年金风的市占率 23%, 比 2012 年提高了 3 个百分点, 与第二名 9% 的市占率高出 14 个百分点, 市场份额在向龙头企业集中。

图片 24: 风机厂商竞争结构



来源: 中国风能协会, 瑞银证券整理

图片 25: 金风的市场份额显著提高

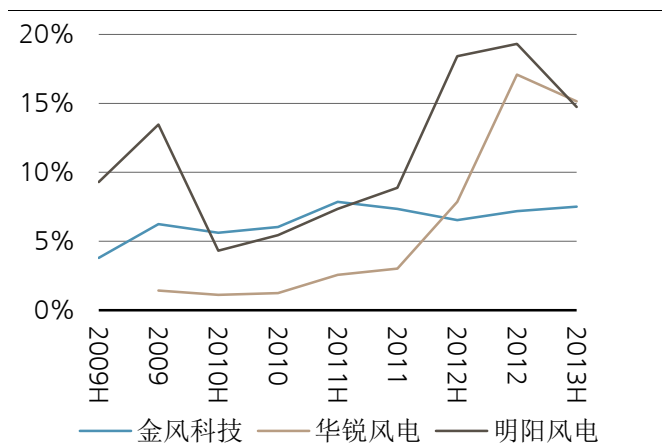


来源: 中国风能协会, 瑞银证券整理

我们认为金风的市场份额在未来 2-3 年仍然会提高, 主要原因: 1) 金风的产品质量好, 维护方便; 2) 2014 年核准的第四批风电项目中, 新疆/宁夏地区的项目装机占比提升, 由于金风最早从新疆发展起来, 大股东是新疆风能有限责任公司, 其在西北地区具有较强的地域优势。

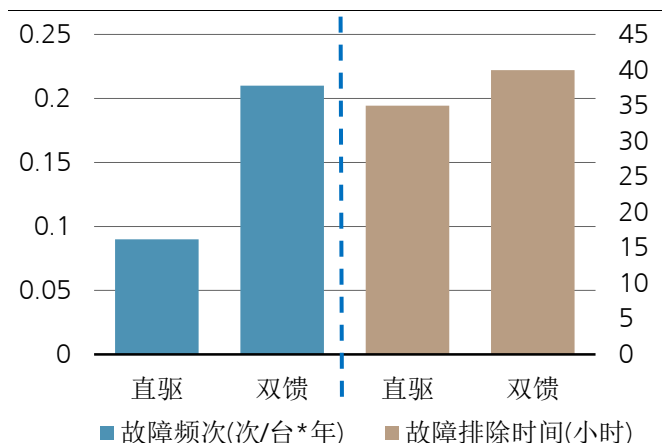
- 金风的产品质量在业内口碑较好。风机的维修费用占到风机企业销售费用的 50%-70%, 维修费用高低可以侧面反映风机的质量情况。从金风和其他几家的对比看, 金风的销售费率稳定且低于竞争对手, 或侧面反映其风机的质量相对更高;
- 根据中国风能协会《风电设备运行质量状况调查报告》, 直驱风机的故障频次和故障排除时间都优于双馈风机, 金风是国内直驱风机最主要的供应商, 此数据也能侧面说明其风机维护方便, 故障率低。

图片 26: 质保金占收入比



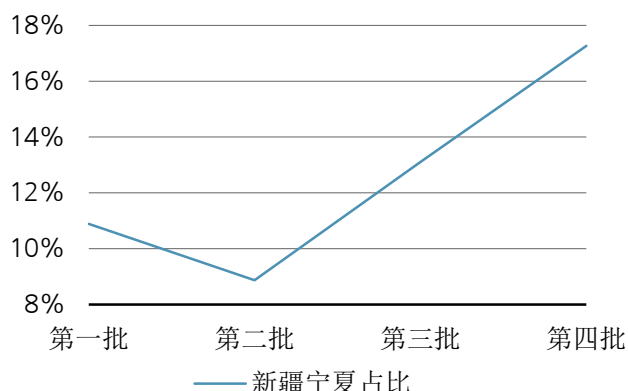
来源: 公司数据

图片 27: 直驱风机的故障频次和排除时间优于双馈风机



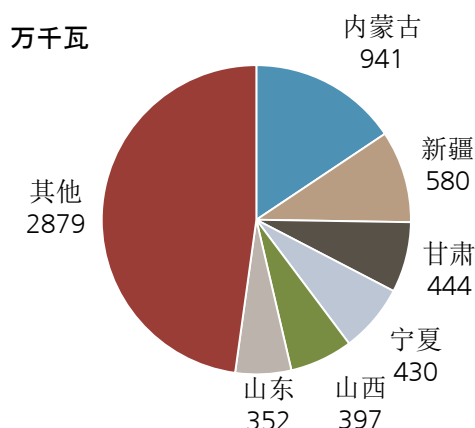
来源: 风能协会, 瑞银证券整理

图片 28: 第三/第四批风电项目中新疆和宁夏占比提高



来源: 国家发改委, 瑞银证券整理

图片 29: 2013 年底风电在建项目的地域分布



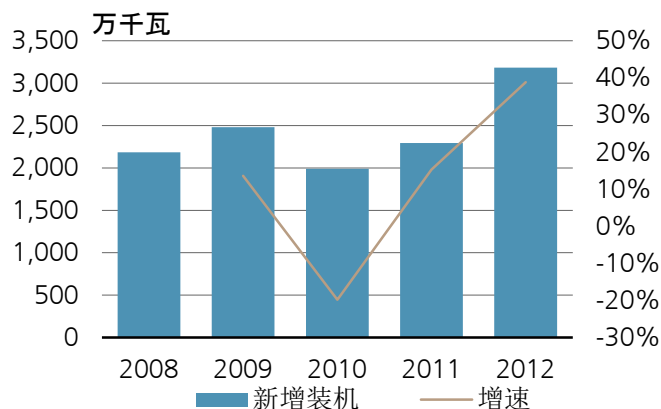
来源: 国家发改委, 瑞银证券整理

## 海外市场空间广阔，市场已逐渐突破

海外风机市场广阔。除中国外的其他国家年新增风电装机约 3000 万千瓦，2012 年中国风机出口仅 40 万千瓦。对于中国企业，海外市场空间非常广阔。

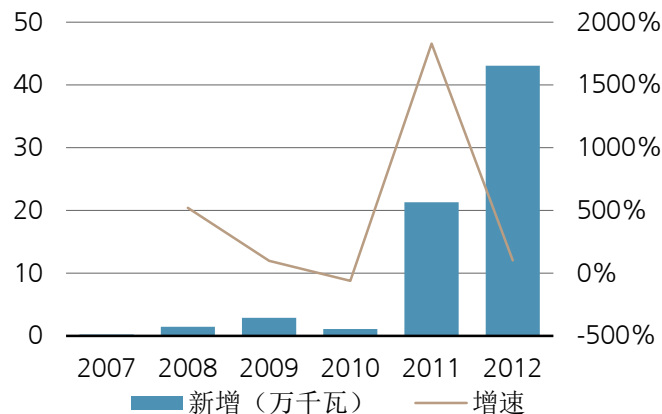
**国内企业开拓海外市场主要有两大障碍：**1) 海外市场对于风机的认证要求严格，对每一种机型，要求安全，设计，电磁等多种认证。如果没有全面和系列的认证，无法进入海外市场；2) 海外项目看重设备在当地稳定可靠运行的记录，需要项目经验和业绩积累。

图片 30: 除中国外其他国家风机市场的装机规模



来源: 风能协会, 瑞银证券整理

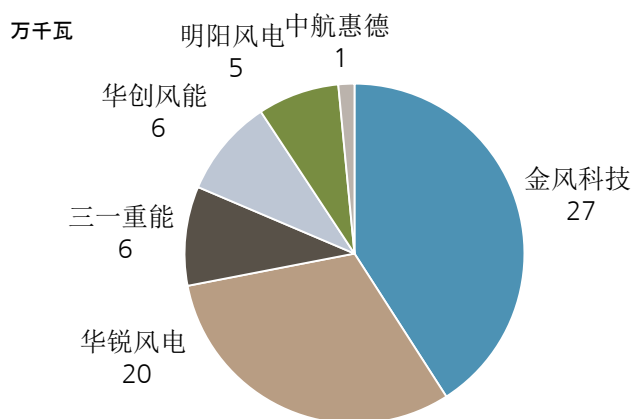
图片 31: 中国风机出口的量



来源: 风能协会, 瑞银证券整理

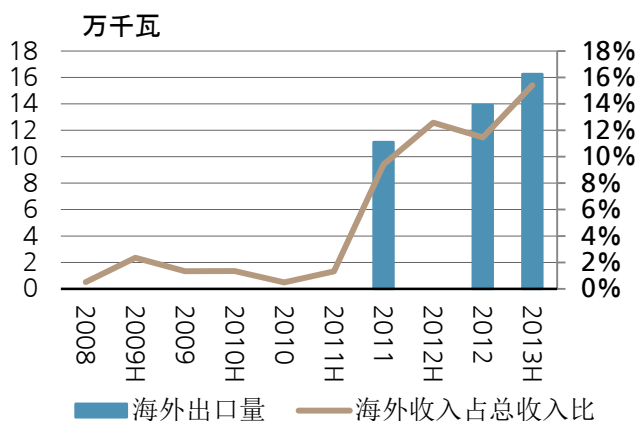
**海外销售有望持续快速增长。**金风从 2009 年开始进军海外市场，通过机组销售，风电场开发和项目 EPC 总承包三种模式开拓市场。海外出货量持续稳定增长，相关的资质认证和项目经验也在逐渐积累。到 2013 年底，金风 1.5MW 系列风机已完成了主要的资质认证，设备在海外运行的记录良好。我们认为，这两大障碍突破之后，海外市场能够持续快速的增长。

图片 32:截至 2012 年底国内风机出口市场份额对比



来源: 风能协会, 瑞银证券整理

图片 33: 金风海外出货量&海外收入占比

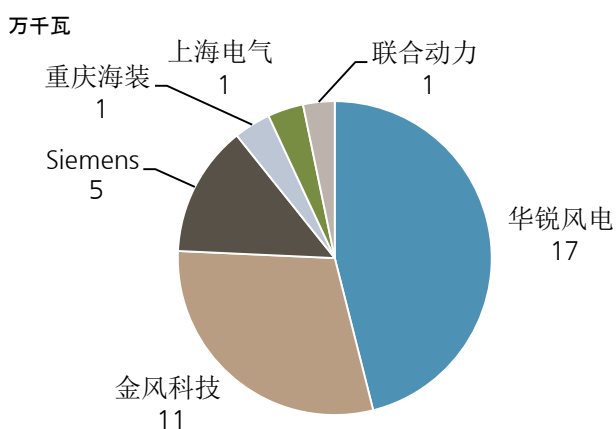


来源: 公司资料, 瑞银证券整理

## 海上风电具有先行优势

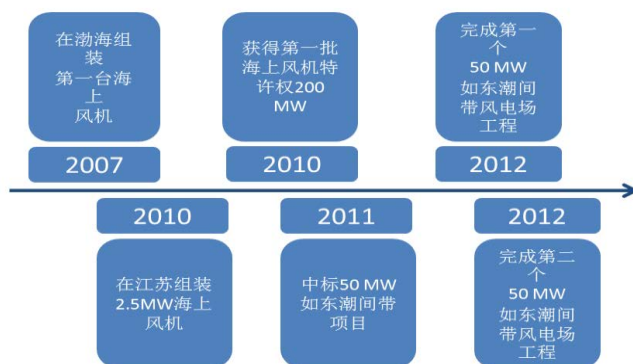
金风在海上风电市场具有较强的先行优势。在已装机的海上风电项目上，金风的市场份额 28%左右，仅次于华锐风电。目前金风的 2.5MW 的大容量风机已经系列化并批量供货，6MW 的海上风机已完成测试。我们预计未来 2 年的新增海上风电装机中，金风能够获得 30%左右。

图片 34:2012 年底海上风机市场份额分布



来源: 风能协会, 瑞银证券整理

图片 35: 金风的海上风机开发应用历史



来源: 公司资料, 瑞银证券整理

## 财务状况

### 损益表: 风机毛利率提升产生业绩弹性

2013 年以来毛利率回升。2013 年，风机的毛利率提高了 2 个百分点。主要的原因是风机的单位成本下降。1.5MW 风机的单位成本下降约了 2.3%，2MW 风机的单位成本下降了 15%。成本下降的原因是 2012 年开始公司内部削减成本的系列改革取得成效。包括：1) 供应链管理改革，使得采购成本下降；2) 在研发方面投入，改进零部件的设计和布局以降低成本等措施。

**2014年，我们认为其毛利率会持续提升，主要的原因：**

- 单机价格：2013年已将前期低价订单大部分消化，下半年行业平均招标价格已相对于2012年有2%-3%的上升，订单将在2014年交付，平均价格会有所上升。我们预计2014/2015年风机价格将提高2%-3%，新签订单的价格会有所上升。
- 从资产/人员等固定成本看，金风的风电设备板块资产规模基本没有变化，人员规模减少；而我们预计金风出货量2014年将超过2010年水平，因此单机的固定成本将比2010年下降；
- 作为最上游原材料的稀土价格，钢铁价格维持在底部区间；风机的变动成本基本维持不变；

从历史对比看，1.5MW风机的毛利率2010年为23%，2011年降到15%。我们认为2014年1.5MW风机的毛利率能够回到18%-20%；

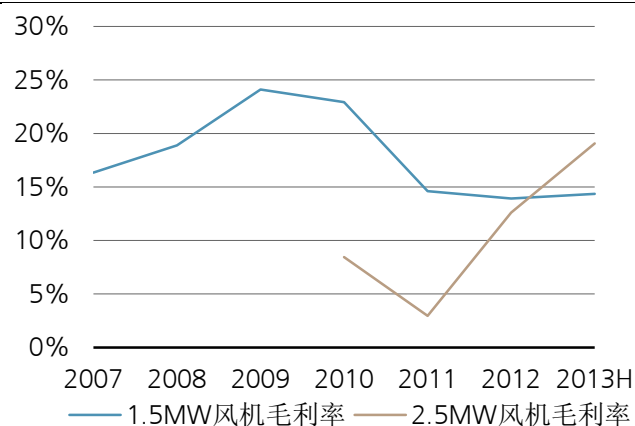
2.5MW风机过去几年成本变动较大，2013年成本大约下降了15%，主要的原因一是2013年2.5MW风机最终定型，之前一直在优化设计和零部件采购；另一方面2013年2.5MW的风机批量供货，规模效应使得成本下降。我们预计2014年2.5MW的风机毛利率能够达到20%左右。

**图片 36: 中厚板价格/钕铁硼价格稳定在低位**



来源: 百川资讯, 瑞银证券整理

**图片 37: 历史的毛利率区间**



来源: 公司资料, 瑞银证券整理

## 分部收入预测

风机设备收入成本拆分

- 我们预计金风的风机出货量 2014-2016 年增速分别为 25%/22%/2%
- 我们预计金风的风机价格 2014-2016 年增速分别为 3%/2%/0%

图片 38: 风机设备收入成本拆分

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>1.5MW 风机</b>	10,848	7,952	9,549	12,295	15,049	14,627	14,627
销售量	2,882	2,216	2,659	3,324	3,988	3,900	3,900
扣税单价	3.76	3.59	3.59	3.7	3.77	3.75	3.75
单位成本	3.21	3.09	3.02	3	3	3	3
毛利率	15%	14%	16%	19%	20%	20%	20%
<b>2.5MW 风机</b>	847	1,644	1,863	2,495	3,308	3,280	3,280
销售量	218	368	478	621	807	800	800
扣税单价	3.89	4.47	3.9	4.02	4.1	4.1	4.1
单位成本	3.78	3.91	3.3	3.2	3.14	3.14	3.14
毛利率	3%	13%	15%	20%	23%	24%	24%
其他	23	-	-	-	-	-	-
<b>合计: 销售收入</b>	11,717	9,596	11,413	14,790	18,357	17,907	17,907
毛利率	14%	14%	16%	19%	21%	21%	21%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

风电场收入成本拆分:

- 根据金风的在建工程情况, 我们预计 2014 年新增的在手装机容量约 60 万千瓦
- 我们预计转让风电场规模约 13 万千瓦, 与 2012-2013 年基本持平。因此风电场业务收入拆分如下:

图片 39: 风电场业务收益拆分

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>风电场开发</b>							
售电收入	139	254	262	372	379	417	455
在手装机容量 (万千瓦)		124	131	196	200	220	240
在建装机容量 (万千瓦)	62	112	176	111	100	80	60
<b>投资收益 (百万元)</b>	545	452	355	400	436	479	531
风电场转让 (百万元)	387	260	135	150	150	150	150
转让规模 (万千瓦)	24	12	13	13	13	13	13
风电场股权投资 收益 (百万元)	88	122	150	180	216	259	311
其他 (百万元)	70	70	70	70	70	70	70

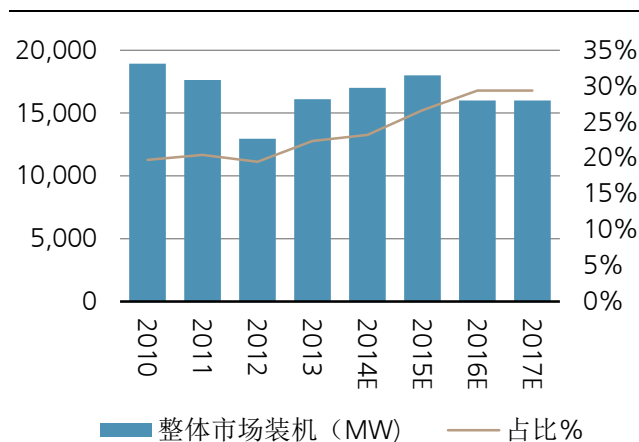
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

### 毛利率净利率有望提升, 资产减值损失或增加

按照我们对于价格的预计, 金风的综合毛利率 2014-2016 有望分别达到 19.7%/21.3%/21.0%, 我们估计的销售净利润率分别为 6.1%/6.7%/7.2%。

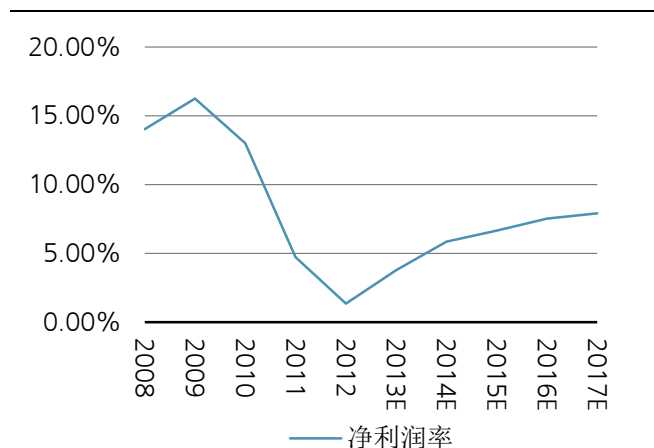
综合利润表预测，我们预计金风 2014-2016 年收入 159 亿/197 亿/195 亿元，净利润 9.61/13.25/14.08 亿元，同比增速分别为 125%/36%/6%。

图片 40: 金风的市占率预测



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图片 41: 金风的净利润率预测



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图片 42: 利润表预测

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	10,738	17,596	12,843	11,324	12,194	15,876	19,655	19,510	19,895
营业成本	7,916	13,467	10,714	9,584	10,185	12,745	15,463	15,422	15,737
销售费用	670	1,062	943	813	854	1,111	1,376	1,366	1,393
管理费用	276	418	739	713	793	1,032	1,278	1,268	1,293
财务费用	60	163	249	330	197	142	172	205	89
投资收益	214	476	517	411	330	400	400	400	400
营业税金及其他	76	289	80	164	62	213	307	92	43
营业利润	1,947	2,691	698	134	434	1,032	1,460	1,558	1,740
营业外净收入	44	109	167	73	40	40	40	40	40
利润总额	1,991	2,800	864	207	474	1,072	1,500	1,598	1,780
所得税	200	416	146	41	22	101	165	180	207
净利润	1,791	2,384	718	165	452	971	1,335	1,418	1,573
少数股东损益	45	94	111	12	10	10	10	10	10
归属于母公司净利润	1,746	2,290	607	153	442	961	1,325	1,408	1,563
全面摊薄 EPS	0.65	0.85	0.23	0.06	0.16	0.36	0.49	0.52	0.58

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

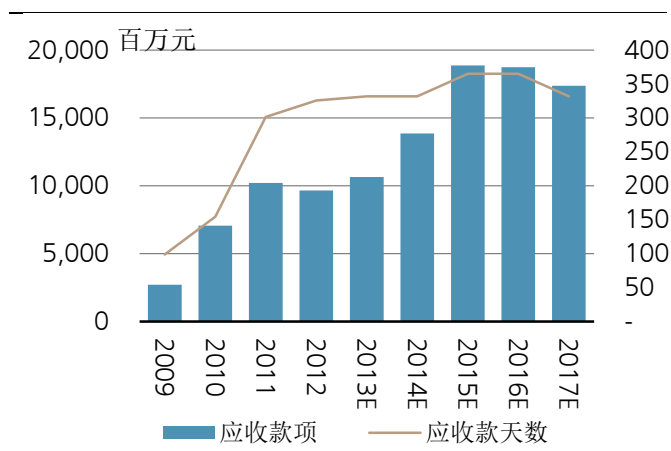
## 资产负债表: 应收账款增长, 周转率基本平稳

2011 年设备企业应收款大幅增长。风机设备企业的质保金约占 10%-15%，质保期平均 2-3 年左右时间。2011 年，由于风机质量问题，风电场要求风机

企业质保金比例从 10%提高到 15%，质保期从 2 年延长到 3 年，因此设备企业新增了大量的应收账款，应收账款的周转率快速下降，同时利润表中的坏账损失增加。

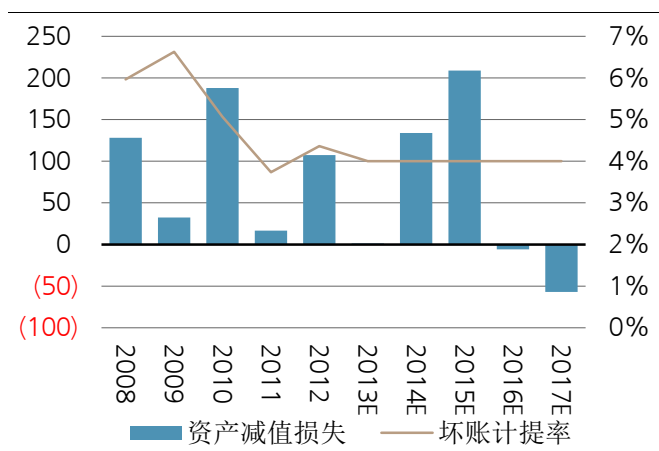
**2014-2015 年，预计应收账款增长，周转率平稳。**我们预计应收账款增长的主要原因在于：风电行业的装机量大于并网量，装机未并网的风电场由于没有现金流会占有大量风电设备企业的资金。因此随着新销售装机的增长，金风的应收款仍会显著增长，相应的，坏账准备增加，利润表中的资产减值损失会增加。与 2011 年相比，我们预计 2014-2015 年质保金比例以及质保期限等不会有大的变化，因此应收款增速与收入增速可能基本同步，应收款周转率维持在 2012-2013 年水平。

图片 43: 应收款与应收款周转天数预计



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图片 44: 坏账计提比例与资产减值损失预计



来源: 公司数据, 瑞银证券估算, 单位: 百万元

图片 45: 资产负债表预测

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
货币资金	4,682	9,658	7,707	6,962	4,271	5,673	4,000	4,000	4,000
应收款项	3,742	8,440	11,444	11,379	12,483	16,102	21,530	21,376	20,051
存货	2,854	4,391	5,148	3,512	3,707	4,183	5,089	5,076	5,181
其他流动资产	8	11	51	74	60	60	60	60	60
金融资产	0	0	193	189	330	400	400	400	400
长期股权投资	126	323	711	1,510	1,800	2,000	2,200	2,200	2,200
投资性房地产	81	88	85	82	82	82	82	82	82
固定资产	1,081	1,703	2,064	2,327	2,717	3,069	3,089	3,085	3,057
在建工程	1,360	2,080	2,515	3,039	4,039	5,039	5,539	6,039	6,539
其他非流动资产	950	1,272	1,399	1,374	1,330	1,286	1,243	1,200	1,157
总资产	14,883	28,062	31,948	31,944	30,820	37,895	43,233	43,517	42,727
短期借款	854	1,531	5,481	389	300	300	3,968	3,019	400
经营性应付款项	3,760	8,130	7,581	8,505	9,797	15,932	19,328	19,277	19,672
预收款项	1,814	1,040	1,063	715	0	0	0	0	0
其他流动负债	346	1,099	(164)	48	51	64	77	77	79
长期借款	2,022	1,465	2,575	2,736	2,736	2,736	2,736	2,736	2,736
其他非流动负债	559	1,165	2,143	6,265	4,198	4,198	1,219	1,219	1,219
负债合计	9,356	14,431	18,679	18,658	17,083	23,230	27,329	26,329	24,106
股本	1,400	2,695	2,695	2,695	2,695	2,695	2,695	2,695	2,695
盈余公积	267	481	495	533	577	673	806	947	1,103
未分配利润	1,871	2,178	1,855	1,835	2,084	2,905	4,002	5,136	6,402
归属于母公司所有者权益合计	5,201	13,289	12,874	12,903	13,344	14,261	15,490	16,766	18,188
少数股东权益	326	342	394	383	393	403	413	423	433
股东权益合计	5,527	13,631	13,269	13,286	13,737	14,664	15,903	17,189	18,621

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 现金流量表

图片 46: 现金流量表预测

百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
净利润	2,384	718	165	452	971	1,335	1,418	1,573
折旧摊销	360	216	342	455	626	732	541	514
财务费用	149	244	410	197	142	172	205	89
存货的减少	(1,443)	(780)	1,061	(194)	(476)	(906)	14	(105)
经营性应收项目的减少	3,888	(630)	115	(1,108)	(3,753)	(5,637)	161	1,382
经营性应付项目的增加	(4,420)	(3,267)	878	581	6,147	3,410	(51)	396
其它	(707)	(630)	(472)	(1,112)	(400)	(400)	(400)	(400)
经营活动产生的现金流量净额	186	(4,133)	2,500	(728)	3,258	(1,294)	1,887	3,448
收回投资所收到的现金	171	0	80	0	0	0	0	0
购置资产支付现金	2,667	3,223	2,692	1,498	1,800	1,000	1,000	1,000
投资所支付的现金	88	710	0	237	270	200	0	0
其他	220	406	685	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	(2,575)	(3,356)	(2,304)	(1,390)	(1,670)	(800)	(600)	(600)
吸收投资收到的现金	6,783	105	41	0	0	0	0	0
取得借款收到的现金	3,659	11,883	2,640	300	300	3,968	3,019	400
偿还债务支付的现金	2,023	4,950	6,361	389	300	3,279	3,968	3,019
利息股利支付的现金	1,103	1,167	469	346	187	268	337	230
其他	(38)	33	2,985	(137)	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	7,279	5,905	(1,163)	(572)	(187)	421	(1,287)	(2,848)
现金及现金等价物净增加额	4,783	(1,688)	(950)	(2,691)	1,401	(1,673)	0	0
货币资金的期初余额	4,459	9,242	7,555	6,962	4,271	5,673	4,000	4,000
货币资金的期末余额	9,242	7,555	6,604	4,271	5,673	4,000	4,000	4,000

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 资本回报率

图片 47: 资产回报率杜邦分析

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
净资产回报率	33.56%	17.23%	4.71%	1.19%	3.31%	6.74%	8.55%	8.40%	8.59%
净利润率	16.26%	13.01%	4.72%	1.35%	3.63%	6.05%	6.74%	7.22%	7.86%
毛利率	26.29%	23.46%	16.58%	15.37%	16.48%	19.72%	21.33%	20.95%	20.90%
资产周转率(次)	0.72	0.63	0.40	0.35	0.40	0.42	0.45	0.45	0.47
应收款周转率(次)	3.70	2.36	1.21	1.12	1.10	1.10	1.00	1.00	1.10
存货周转率(次)	2.77	3.06	2.08	2.68	2.70	3.00	3.00	3.00	3.00
权益乘数	2.69	2.06	2.41	2.40	2.24	2.58	2.72	2.53	2.29

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

# 估值

## 目标价推导

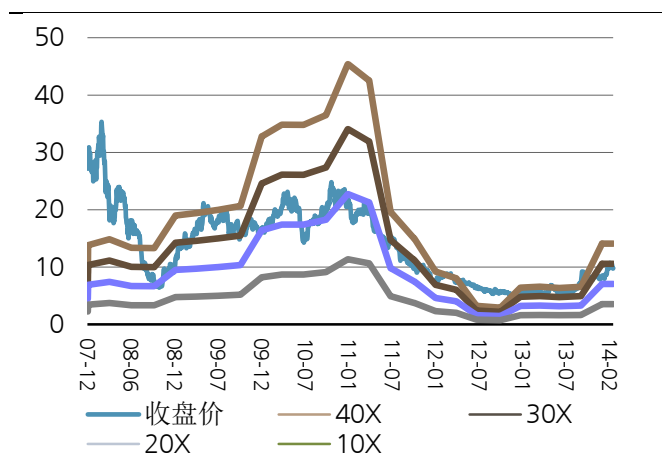
我们预计金风 2014-2016 年收入 159 亿/197 亿/195 亿，净利润 9.61/13.25/14.08 亿元，同比增速分别为 125%/36%/6%。对应 EPS 为 0.36/0.49/0.52 元。

金风上市以来，历史交易的平均 PE 为 37 倍，中位数为 33 倍。从区间看，2008/2012 年这两年业绩大幅下滑，预测 PE 高于 40 倍；2009 年宏观和行业情况好转，公司 PE 有显著提升，从 20 倍上升到 40 倍。

我们认为 2014 年公司情况与 2009 年相似，市场给予的估值能够显著提升。

- 2009 年金风净利润 17.9 亿，比 2008 年 10.25 亿，增长了 74%，当年市场给予的平均估值是 34 倍；我们预计 2014 年公司的业绩增速 117%，2009/2014 年都是业绩反转后的高增长，具有可类比性，我们认为 2014 年估值可能会上升到 34 倍左右的历史平均水平。

图片 48: 金风的 PE-Band



来源: WIND, 瑞银证券估算

图片 49: 金风的预测 PE 变动情况



来源: WIND

## 可比公司

A 股风电设备的可比公司有华锐风电，湘电股份。华锐风电市场没有盈利预测，与湘电股份相比，金风 2014 年 PE 跟湘电基本一致，在 27 倍左右。A 股风电零部件公司有天奇股份，泰胜风能，天顺风能，中材科技等，2014 年平均 PE 29 倍左右，跟金风科技 2014 年 PE 基本一致。

- 与风电产业链公司相比，我们预计金风 2013-2015 年的盈利增速更快，复合增速 75% 左右；显著高于风电零部件公司的平均增速 40%。我们认为能够给予更高的估值。

电源设备的公司还包括以传统火电设备为主的东方电气，上海电气等，他们 2014 年的平均 PE 约 12 倍左右。我们认为不能用火电设备的公司估值与金风相比，主要是因为火电设备的行业格局已经很稳定，三大动力的市场份额都

很稳定，而风电设备行业的集中度提高可能才刚刚开始。因此我们认为对市占率可能持续提高的龙头企业，可以给予更高的估值。

图片 50: 新能源设备相关公司的估值对比

估值比较	路透代码	股价 (人民币)	市值 (百万元)	盈利预测				2013-2015E 年利润平均增速	市盈率(x)			
				2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
<b>风电整机</b>												
华锐风电	601558.sh	4.03	16,604	-0.14	0.00	0.00	0.00		NA	-	-	-
湘电股份	600416.sh	10.00	5,823	-0.34	0.10	0.36	0.52		NA	100	27	19
<b>风电零部件</b>												
天奇股份	002009.sz	12.12	4,241	0.15	0.31	0.43	0.57	54.9%	87	43	30	23
泰胜风能	300129.sz	14.69	4,393	0.18	0.23	0.31	0.40	31.0%	75	58	44	34
天顺风能	002531.sz	15.08	6,210	0.42	0.47	0.63	0.93	31.0%	36	32	24	16
中材科技	002080.sz	13.30	4,740	0.32	0.40	0.68	0.97	44.7%	37	30	18	12
<b>传统电源设备</b>												
东方电气	600875.sh	12.06	23,926	1.09	1.18	1.31	1.47	10.4%	-	10	9	8
上海电气	601727.sh	3.83	47,704	0.21	0.22	0.24	0.28	9.2%	18	17	15	13
<b>海外公司</b>												
维斯塔斯	VWS DC	218.37	48931.62	-38.62	-3.35	8.00	9.90	164%	NA	NA	27	22
歌美飒	GAM SM	67.31	17087.95	-21.34	1.47	3.02	4.28	159%	NA	46	22	16
平均值									NA	10	25	19
金风科技	002202.sz	10.39	27,620	0.06	0.16	0.36	0.49	107.8%	180	64	28	20

来源: Bloomberg, Wind, 瑞银证券估算。其中金风科技盈利预测为瑞银证券估算, 其余来自于市场一致预期, 截至 2014/03/07。

我们基于瑞银现金流贴现 VCAM 模型, 得到目标价 12.5 元, 此目标价对应 2014 年约 35 倍 PE。首次覆盖给予“买入”评级。

图片 51: 金风的 VCAM 估值模型

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	775	1,232	1,363	1,429	2,580	3,127	3,800	4,630	5,657	6,930
折旧及摊销	536	566	590	614	530	643	781	952	1,163	1,425
资本支出	(1,800)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(603)	(731)	(870)	(1,039)	(1,242)	(1,490)
运营资本变动	2,039	(2,937)	117	1,614	(2,111)	(1,520)	(1,871)	(2,308)	(2,854)	(3,538)
所得税 (营运)	(73)	(135)	(153)	(166)	(387)	(469)	(570)	(695)	(849)	(1,040)
其他	(110)	(113)	4	(12)	(127)	(153)	(189)	(233)	(288)	(357)
自由现金流	1,366	(2,388)	921	2,479	(117)	897	1,082	1,309	1,588	1,931
增长		-274.8%	NM	169.1%	-104.7%	NM	20.6%	21.0%	21.3%	21.6%

估值	
预计现金流现值	8,445
期末价值 (第 15 年) 现值	24,242
<b>企业价值</b>	<b>32,687</b>
占永续价值百分比	74%
联营公司及其他	200
少数股东权益	395
现金盈余**	4,139
债务***	6,016
权益价值	30,615
已发行股数 [m]	2,694.6
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>11.40</b>
权益成本	10.0%
股息收益率	0.2%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>12.50</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	22.5%	18.0%	15.0%
息税前利润率	10.7%	6.5%	1.0%
资本支出/销售收入	2.3%	2.2%	1.5%
投资资本回报率	18.9%	16.0%	3.8%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年预期
企业价值 / 息税前利润	24.9x	18.2x	23.4x
企业价值 / 息税前利润	42.2x	26.5x	38.1x
自由现金流收益率	4.2%	NM	2.1%
市盈率 (现值)	31.8x	23.1x	29.8x
市盈率 (目标)	35.0x	25.4x	32.8x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.60%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.09
债务 / 权益	20.8%
边际税率	15.0%
权益成本	10.0%
债务成本	6.5%
<b>WACC</b>	<b>9.8%</b>

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	7.7%
回报率增幅	10.7%
企业价值 / 息税前利润	6.3x

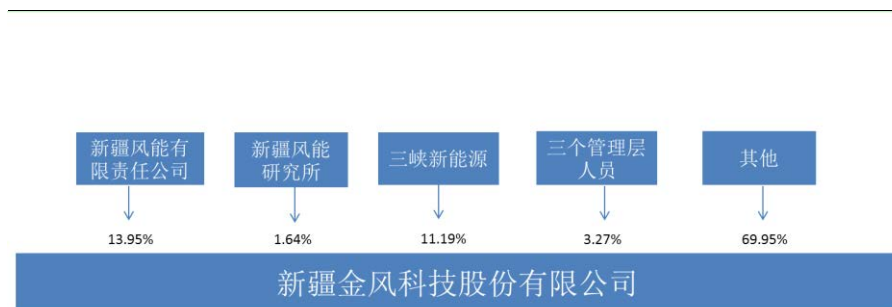
数目单位是 Rmb m, 除非另有说明  
 \* 折旧和非商誉摊销  
 \*\* 无须维持运营的现金部分  
 \*\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券估算

## 公司背景

公司的主要股东是新疆风能有限责任公司和三峡新能源, 分别持有 13.95% 和 11.19% 的股权。共有三位高管持有公司合计 3.27% 的股权, 其中董事长武钢持有 4016 万股, 占比 1.49%。

图片 52: 金风科技股权结构图



来源: 公司数据, 截至 2013H1

金风 2012 年开始实施事业部管理，共有 7 个事业部。主要子公司北京金风，甘肃金风，江苏金风和德国 Vensys 属于风机整机开发制造板块；天诚同创和天源科创提供风电技术服务；天润新能负责风电场项目开发。

图片 53: 金风科技管理结构图



注：子公司框内为主营业务及2012年净利润

来源: 公司资料

# 金风科技 A (002202.SZ)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	17,596	12,843	11,324	12,194	7.7	15,876	30.2	19,655	19,510	19,895
毛利	4,128	2,129	1,740	2,009	15.5	3,131	55.8	4,192	4,088	4,157
息税折旧摊销前利润(UBS)	2,600	659	338	907	168.5	1,310	44.4	1,798	1,953	2,043
折旧和摊销	(231)	(261)	(287)	(606)	111.5	(536)	-11.6	(566)	(590)	(614)
息税前利润(UBS)	2,369	398	51	301	486.4	775	157.2	1,232	1,363	1,429
联营及投资收益	594	715	486	370	-23.8	440	18.9	440	440	440
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(163)	(249)	(330)	(197)	40.3	(142)	27.8	(172)	(205)	(89)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	2,800	864	207	474	129.0	1,072	126.3	1,500	1,598	1,780
税项	(416)	(146)	(41)	(22)	47.9	(101)	-367.5	(165)	(180)	(207)
税后利润	2,384	718	165	452	173.3	971	114.8	1,335	1,418	1,573
优先股股息及少数股权	(94)	(111)	(12)	(10)	19.4	(10)	0.0	(10)	(10)	(10)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	2,290	607	153	442	188.9	961	117.4	1,325	1,408	1,563
净利润(UBS)	2,290	607	153	442	188.9	961	117.4	1,325	1,408	1,563
税率(%)	14.9	16.9	20.0	4.6	-77.3	9.4	106.6	11.0	11.2	11.6
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.99	0.23	0.06	0.16	188.9	0.36	117.4	0.49	0.52	0.58
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.99	0.23	0.06	0.16	188.9	0.36	117.4	0.49	0.52	0.58
EPS(UBS, 基本)	0.99	0.23	0.06	0.16	188.9	0.36	117.4	0.49	0.52	0.58
每股股息净值(Rmb)	0.34	0.34	0.05	0.06	10.3	0.02	-70.3	0.04	0.05	0.05
每股账面价值	4.93	4.78	4.79	4.95	3.4	5.29	6.9	5.75	6.22	6.75
平均股数(稀释后)	2,315.76	2,694.59	2,694.59	2,694.59	0.0	2,694.59	0.0	2,694.59	2,694.59	2,694.59
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	9,658	7,613	6,962	4,271	-38.6	5,673	32.8	4,000	4,000	4,000
其他流动资产	12,842	17,271	16,159	16,251	0.6	20,346	25.2	26,680	26,511	25,292
流动资产总额	22,500	24,884	23,120	20,522	-11.2	26,018	26.8	30,680	30,511	29,292
有形固定资产净值	3,783	4,580	5,366	6,756	25.9	8,108	20.0	8,628	9,124	9,596
无形固定资产净值	765	750	589	546	-7.2	504	-7.7	462	420	378
投资/其他资产	1,014	1,733	2,868	2,996	4.5	3,265	9.0	3,463	3,462	3,462
总资产	28,062	31,948	31,944	30,820	-3.5	37,895	23.0	43,233	43,517	42,727
应付账款和其他短期负债	10,589	9,749	11,424	10,028	-12.2	16,175	61.3	19,585	19,534	19,930
短期债务	1,531	5,481	389	300	-22.92	300	0.00	3,968	3,019	400
流动负债总额	12,120	15,230	11,813	10,328	-12.6	16,475	59.5	23,554	22,553	20,330
长期债务	1,465	2,575	5,716	5,716	0.0	5,716	0.0	2,737	2,737	2,737
其它长期负债	845	874	1,129	1,039	-8.0	1,039	0.0	1,039	1,039	1,039
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	14,431	18,679	18,658	17,083	-8.4	23,230	36.0	27,329	26,329	24,106
普通股股东权益	13,289	12,874	12,903	13,344	3.4	14,261	6.9	15,490	16,766	18,188
少数股东权益	342	394	383	393	2.6	403	2.5	413	423	433
负债和权益总计	28,062	31,948	31,944	30,820	-3.5	37,895	23.0	43,233	43,517	42,727
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	2,290	607	153	442	188.9	961	117.4	1,325	1,408	1,563
折旧和摊销	231	261	287	606	111.5	536	-11.6	566	590	614
营运资本变动净值	(1,975)	(4,677)	2,054	(721)	-	1,918	-	(3,133)	123	1,673
其他营业性现金流	(360)	(323)	6	(948)	-	(157)	83.4	(53)	(234)	(401)
经营性现金流	186	(4,133)	2,500	(620)	-	3,258	-	(1,294)	1,887	3,448
有形资本支出	(2,666)	(3,222)	(2,602)	(1,498)	42.5	(1,800)	-20.2	(1,000)	(1,000)	(1,000)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	91	(133)	329	107	-	130	-	200	400	400
投资性现金流	(2,575)	(3,355)	(2,273)	(1,390)	38.8	(1,670)	-20.1	(800)	(600)	(600)
已付股息	(924)	(916)	(135)	(149)	-10.3	(44)	70.3	(96)	(132)	(141)
股份发行/回购	6,783	105	41	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	1,296	1,649	881	(442)	-	(142)	67.78	(172)	(205)	(89)
债务及优先股变化	124	5,067	(1,951)	(89)	95.43	0	-	689	(950)	(2,619)
融资性现金流	7,279	5,905	(1,163)	(680)	41.5	(187)	72.6	421	(1,287)	(2,848)
现金流量中现金的增加/(减少)	4,890	(1,584)	(936)	(2,690)	-187.4	1,401	-	(1,673)	0	0
外汇/非现金项目	91	(461)	285	0	-	0	100.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	4,981	(2,045)	(651)	(2,691)	-313.0	1,401	-	(1,673)	0	0

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

# 金风科技 A (002202.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	20.9	65.6	NM	59.3	27.3	19.8	18.6	16.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	20.9	65.6	NM	59.3	27.3	19.8	18.6	16.8
股价/每股现金收益	19.0	45.9	41.3	25.0	17.5	13.9	13.1	12.0
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(5.2)	(20.4)	(0.6)	(8.5)	5.8	(9.2)	3.5	9.8
净股息收益率(%)	1.7	2.3	0.7	0.6	0.2	0.4	0.5	0.5
市净率	4.2	3.1	1.4	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4
企业价值/营业收入(核心)	2.4	2.9	1.4	2.2	1.6	1.4	1.4	1.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	16.0	55.7	46.0	29.7	19.5	15.6	13.8	12.0
企业价值/息税前利润(核心)	17.6	NM	NM	NM	NM	22.7	19.8	17.1
企业价值/经营性自由现金流(核心)	16.1	NM	NM	NM	21.6	16.4	15.6	13.1
企业价值/运营投入资本	8.1	3.7	1.3	2.1	1.8	1.8	1.6	1.5
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
市值	48,067	36,043	16,186	25,055	25,055	25,055	25,055	25,055
净债务 (现金)	(6,662)	443	(857)	1,745	343	2,705	1,756	(863)
少数股东权益	342	394	383	393	403	413	423	433
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>41,748</b>	<b>36,881</b>	<b>15,712</b>	<b>27,192</b>	<b>25,801</b>	<b>28,173</b>	<b>27,233</b>	<b>24,625</b>
- 非核心资产	(160)	(170)	(180)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)
<b>核心企业价值</b>	<b>41,588</b>	<b>36,711</b>	<b>15,532</b>	<b>26,992</b>	<b>25,601</b>	<b>27,973</b>	<b>27,033</b>	<b>24,425</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
营业收入	63.9	-27.0	-11.8	7.7	30.2	23.8	-0.7	2.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	37.3	-74.7	-48.7	168.5	44.4	37.2	8.6	4.6
息税前利润(UBS)	31.8	-83.2	-87.1	NM	157.2	59.0	10.6	4.9
每股收益(UBS 稀释后)	52.6	-77.2	-74.8	188.9	117.4	37.8	6.3	11.0
每股股息净值	-	-0.9	-85.3	10.3	-70.3	117.4	37.8	6.3
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
毛利率	23.5	16.6	15.4	16.5	19.7	21.3	21.0	20.9
息税折旧摊销前利润率	14.8	5.1	3.0	7.4	8.3	9.1	10.0	10.3
息税前利润率	13.5	3.1	0.5	2.5	4.9	6.3	7.0	7.2
净利 (UBS) 率	13.0	4.7	1.4	3.6	6.1	6.7	7.2	7.9
ROIC (EBIT)	46.2	4.1	0.4	2.4	5.6	8.1	8.0	8.6
税后投资资本回报率	39.4	3.4	0.3	2.3	5.1	7.2	7.1	7.6
净股东权益回报率(UBS)	24.8	4.6	1.2	3.4	7.0	8.9	8.7	8.9
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.6)	0.7	(2.5)	1.9	0.3	1.5	0.9	(0.4)
净债务/总权益	(48.9)	3.3	(6.4)	12.7	2.3	17.0	10.2	(4.6)
净债务/(净债务 + 权益)	(95.6)	3.2	(6.9)	11.3	2.3	14.5	9.3	(4.9)
净债务/企业价值	(16.0)	1.2	(5.5)	6.5	1.3	9.7	6.5	(3.5)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	191.2	182.8	175.2
资本支出/营业收入(%)	15.2	25.1	23.0	12.3	11.3	5.1	5.1	5.0
息税前利润/净利息	14.5	1.6	0.2	1.5	5.4	7.2	6.6	16.1
股息保障倍数 (UBS)	2.9	0.7	1.1	3.0	21.7	13.8	10.6	11.1
股息支付率 (UBS) %	34.7	151.0	88.2	33.7	4.6	7.3	9.4	9.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	17,596	12,843	11,324	12,194	15,876	19,655	19,510	19,895
<b>总计</b>	<b>17,596</b>	<b>12,843</b>	<b>11,324</b>	<b>12,194</b>	<b>15,876</b>	<b>19,655</b>	<b>19,510</b>	<b>19,895</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	2,369	398	51	301	775	1,232	1,363	1,429
<b>总计</b>	<b>2,369</b>	<b>398</b>	<b>51</b>	<b>301</b>	<b>775</b>	<b>1,232</b>	<b>1,363</b>	<b>1,429</b>

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+28.5%
预测股息收益率	0.2%
预测股票回报率	+28.7%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+19.1%

---

### 瑞银每股收益预期和市场每股收益一致预期。

瑞银每股收益预测是一个调整后的摊薄每股收益指标。该指标采用瑞银分析师所认为的适合用于估值用途的盈利除以摊薄后股票数量计算得出。其计算方法可能不同于市场每股收益一致预期所采用的计算方法。

### 风险声明

行业风险：如果电网建设速度低于预期，风电并网和消纳问题没有得到缓解，风电场的开发可能减缓，从而整个风机设备行业的量和价都面临下行的风险。

公司风险：金风业绩处于转折点，业绩弹性较大，可测性较差，如果风机价格上升幅度低于预期，金风的毛利率可能低于预期，业绩面临下行风险。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：李博；付伟琦。

### 涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
金风科技 A	002202.SZ	未予评级	不适用	Rmb9.73	2014 年 03 月 10 日

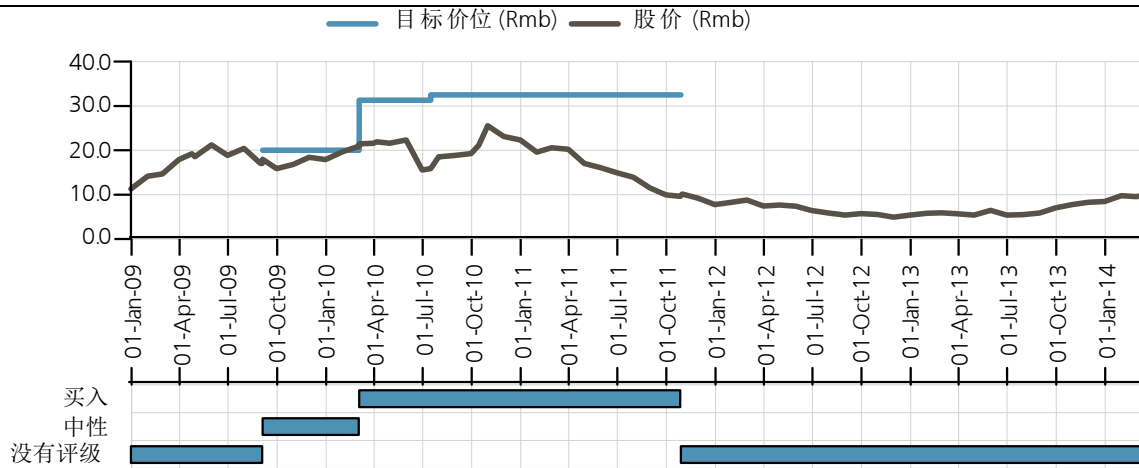
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

这份报告在公布之前提交给发行人仅为核对事实的准确性，根据发行人的反馈并未进行重大改动

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

# 金风科技 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 3 月 10 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区：** 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发。UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发。给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发。给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

