

2014年03月24日

赖桑生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 14.0RMB/12.0HK\$

公司基本资讯

| | |
|-----------------|------------------|
| 产业别 | 电气设备 |
| A 股价(2014/3/21) | 10.26 |
| 上证综指(2014/3/21) | 7241.57 |
| 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) | 2143.25 |
| A 市值(亿元) | 276.46 |
| 主要股东 | 香港结算有限公司(18.48%) |
| 每股净值(元) | 4.96 |
| 股价/账面净值 | 2.07 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | 4.9 30.4 87.9 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------------|------|----|
| 2013-06-06 | 6.88 | 买入 |
| 2013-07-12 | 6.27 | 买入 |

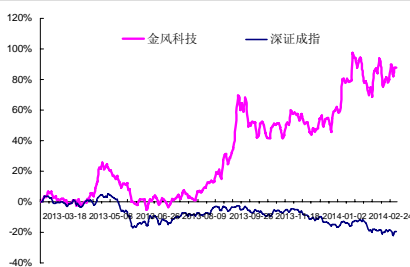
产品组合

| | |
|-------|-------|
| 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% |
| 券商集合理财 | 0.1% |
| 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：最具竞争力的风电全产业链企业

公司今日发布2013年业绩报告，实现营收123.08亿元(YOY+8.7%)，实现净利润4.28亿元(YOY+179.4%)，其中4Q实现净利润2.40亿元(YOY+109.3%)。利润高速增长公司业绩反转，一方面得益于行业发展趋势重新回归正增长，13年全年新增装机16.2GW(YOY+24.2%)；另一方面在于行业竞争格局优化，产品价格回升。展望未来，风电行业将进入新一轮可持续发展时期。公司作为国内最具竞争力的风电全生命开发企业，价值将被重估。

我们预计公司 14、15 年实现营收 168.35 亿元(YOY+36.8%)、213.98 亿元(YOY+27.1%)，净利润 10.92 亿元(YOY+155.3%)、15.42 亿元(YOY+41.2%)，EPS0.41、0.57 元，当前股价对应 14、15 年动态 PE 为 25X、18X，公司作为最具竞争力的风电全生命开发企业投资价值凸显，维持“买入”建议，目标价提升至 14.00 元(对应 2014 年动态 PE25X)；H 股股价对应 14、15 年动态 PE 16X、12X，同样给予“买入”建议，目标价 12.00HK\$(对应 15 年动态 PE16X)

- **外部积极政策与行业内生调整，为行业健康有序发展奠定基础**：政策方面，近期国家出台的三大政策直接改变行业的发展预期。其一，国家近期出台风电并网与风电电力全额收购的支持政策；其二，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，此举解决长期困扰风电发展的弃风限电问题；其三，可再生能源附加电价从 0.8 分/KWH 提高至 1.5 分/KWH，可再生能源基金每年将增加收入 320 亿元，彻底解决风电场补贴不到位的问题，直接推动风电场运营商增大开发力度。行业自身而言，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)。我们认为，外部积极政策与内生行业调整将形成共振，为行业健康有序发展奠定了基础。
- **预计未来两年新增装机 20GW/年，年装机规模迎来新高**：我们预计两年年新增装机约 20GW/年。主要理由：其一，我国环保形势严峻，倒逼能源结构转型，李克强总理在 14 年全国两会政府工作报告明确指出要提高非化石能源发电比重，鼓励发展风能、太阳能；其二，从具体量上看，截止目前，“十二五”四批共核准装机专案 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。
- **领先优势巨大，新增订单大幅增加**：公司是风机制造标杆企业，最新资料显示 13 年公司国内市占率 23%，较第二名领先 14 个百分点，领先优势巨大。从订单来看，截止 13 年底，在手总订单 7.52GW，其中 13 年新增订单 0.92GW(YOY+236.7%)。公司积极参与风电全生命周期开发，已经形成从风机整机、零部件、风电运维与风电场开发全生命产业链，独特竞争优势将使得公司超越行业发展，成国内最具竞争力的风电企业。
- **14 年毛利率提升可持续，规模化效应带动费用率下降**：受益行业竞争优化，招标价格回升影响，公司 13 年综合毛利率 21.1%，同比提升 5.7 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(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 EPS0.41、0.57 元，YOY+155%、41%，当前股价对应 14、15 年动态 PE 25X、18X，公司作为最具竞争力的风电全生命开发企业投资价值凸显，维持“买入”建议，目标价提升至 14.00 元(对应 2014 年动态 PE25X)；H 股股价对应 14、15 年动态 PE 16X、12X，同样给予“买入”建议，目标价 12.00HK\$(对应 15 年动态 PE16X)

..... 接续下页

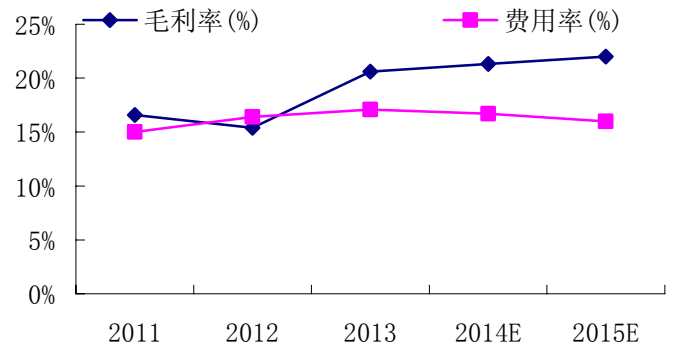
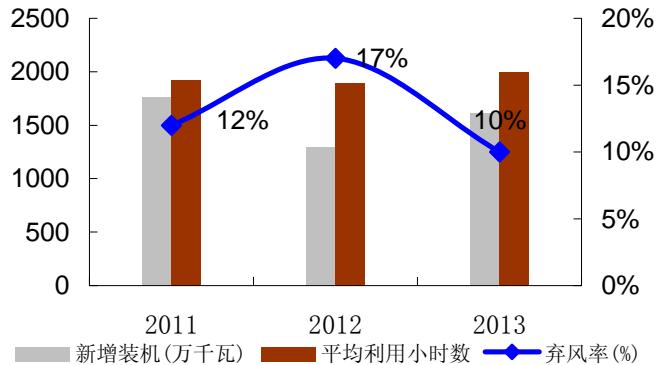
| 年度截止 12 月 31 日 | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 纯利(Net profit) | RMB 百万元 | 607 | 153 | 428 | 1092 | 1542 |
| 同比增减 | % | -73.50% | -74.77% | 179.42% | 155.30% | 41.20% |
| 每股盈余(EPS) | RMB 元 | 0.225 | 0.057 | 0.159 | 0.405 | 0.572 |
| 同比增减 | % | -73.50% | -74.77% | 179.42% | 155.30% | 41.20% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 45.57 | 180.64 | 64.65 | 25.32 | 17.93 |
| 股利(DPS) | RMB 元 | 0.05 | 0.06 | 0.08 | 0.10 | 0.10 |
| 股息率(Yield) | % | 0.49% | 0.54% | 0.78% | 0.97% | 0.97% |

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(2014/03)

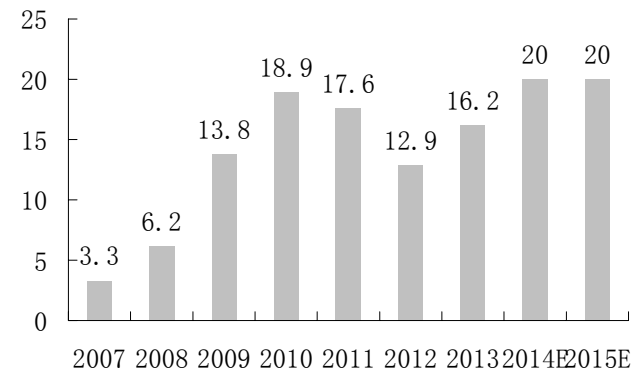
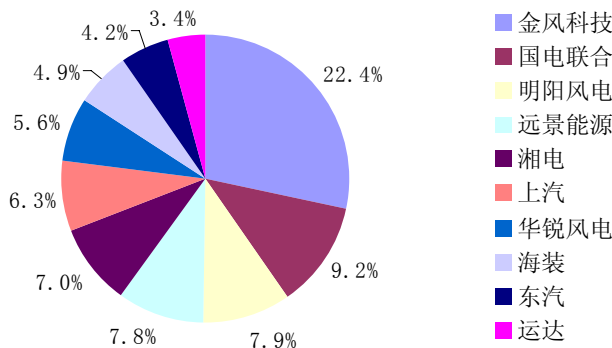
资料来源：公司公告，群益证券(2014/03)

图表三：国内 2013 年市场份额详情

单位：%

图表四：过去及未来风电装机

单位：GW



资料来源：风能协会，群益证券(2014/03)

资料来源：公司公告，群益证券(2014/03)

=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 | 2013 | 2014F | 2015F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 12843 | 11324 | 12308 | 16835 | 21398 |
| 经营成本 | 10714 | 9584 | 9702 | 12801 | 16039 |
| 营业税金及附加 | 32 | 55 | 85 | 62 | 79 |
| 销售费用 | 943 | 813 | 1135 | 1573 | 1972 |
| 管理费用 | 739 | 713 | 839 | 1110 | 1386 |
| 财务费用 | 249 | 330 | 321 | 428 | 570 |
| 资产减值损失 | 17 | 107 | 134 | 105 | 110 |
| 投资收益 | 517 | 411 | 379 | 500 | 550 |
| 营业利润 | 698 | 134 | 476 | 1256 | 1792 |
| 营业外收入 | 177 | 101 | 55 | 65 | 65 |
| 营业外支出 | 10 | 28 | 25 | 23 | 23 |
| 利润总额 | 864 | 207 | 506 | 1298 | 1834 |
| 所得税 | 146 | 41 | 72 | 188 | 265 |
| 少数股东损益 | 111 | 12 | 6 | 18 | 28 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 607 | 153 | 428 | 1092 | 1542 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 7613 | 6962 | 4455 | 4990 | 5988 |
| 应收帐款 | 10204 | 9659 | 8639 | 9071 | 9525 |
| 存货 | 5148 | 3512 | 3002 | 3453 | 4143 |
| 流动资产合计 | 24884 | 23120 | 19293 | 19609 | 22008 |
| 长期投资净额 | 711 | 1205 | 857 | 1029 | 1234 |
| 固定资产合计 | 2064 | 2327 | 3217 | 3700 | 4255 |
| 在建工程 | 2515 | 3039 | 7132 | 7275 | 6547 |
| 无形资产 | 7063 | 8823 | 15077 | 16274 | 16319 |
| 资产总计 | 31948 | 31944 | 34370 | 35884 | 38327 |
| 流动负债合计 | 15230 | 11813 | 11538 | 12692 | 14341 |
| 长期负债合计 | 3449 | 6844 | 9039 | 7683 | 8836 |
| 负债合计 | 18679 | 18658 | 20577 | 20375 | 23177 |
| 少数股东权益 | 394 | 383 | 425 | 508 | 543 |
| 股东权益合计 | 12874 | 12903 | 13368 | 15001 | 14607 |
| 负债和股东权益总计 | 31948 | 31944 | 34370 | 35884 | 38327 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | -4133 | 2500 | 1930 | 2316 | 2779 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -3356 | -2304 | -6077 | -6685 | -7353 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 5905 | -1163 | 1839 | 4904 | 5572 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -1585 | -967 | -2308 | 535 | 998 |

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,不对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。