

2014年04月28日

赖桑生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 12.00RMB/12.0HK\$

金风科技(002202/2208)

Buy 买入

公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2014/4/25)	8.79
上证综指(2014/4/25)	7323.65
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)	236.85
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司(18.49%)
每股净值(元)	4.96
股价/账面净值	1.77
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-11.3 -10.9 65.2

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

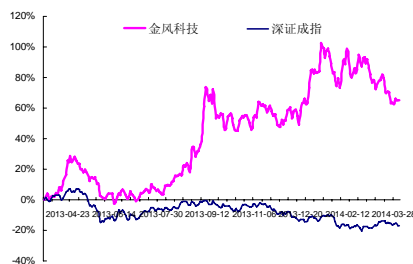
产品组合

1.5MW	64.49%
2.5MW	21.72%
风机零部件	5.26%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.7%
券商集合理财	0.8%
社保	1.0%

股价相对大盘走势



季报点评：行业进入新一轮繁荣期，龙头业绩逐季加速

公司近日发布Q1业绩报告，实现营收14.34亿元(YOY+50.8%)，实现净利润0.51亿元(YOY+56.5%)，扣非净利润0.34亿元(YOY+41.3%)。尽管1Q为业绩淡季，但同比高增长预示着盈利能力回升。公司预计H1净利同比增长250~300%，由此测算，2Q净利润2.74~3.20亿元(YOY+350~430%)，业绩加速态势明显。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周期开发企业，值得重点关注。

预计公司 14、15 年分别实现营收 169.45 亿元(YOY+37.7%)、217.88 亿元(YOY+28.6%)，实现净利润 10.79 亿元(YOY+152.4%)、15.63 亿元(YOY+44.8%)，EPS0.40、0.58 元，当前股价对应 14、15 年动态 PE 为 22X、15X，公司作为最具竞争力的风电全生命周期开发企业投资价值凸显，维持“买入”建议，目标价 12.00 元(2015 年动态 PE20X)；H 股股价对应 14、15 年动态 PE 16X、11X，同样给予“买入”建议，目标价 12.00HK\$(对应 15 年动态 PE16X)

- **1Q 净利润同比增长 51%**：公司 1Q 业绩大幅提升，主要因素有两个：其一，受风机价格回升及公司自身持有风电场发电量大幅增加影响，1Q 毛利率 32.2%，同比提升近 14.3ppt；其二，受公司实施成本控制及生产精益化管理，费用率(28.9%)同比下降了 1ppt。
- **行业进入新一轮繁荣期，预计未来两年新增装机 20GW/年**：国家能源局提出预计 14 年全国新增装机 18GW，但我们预计未来两年新增装机能达到 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，近期召开的新一届全国能源委员会再次明确鼓励发展风电等清洁能源，政策扶持力度较前几年强的多；其二，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。
- **在手订单创历史新高，未来业绩有保障**：1Q 新增订单 0.61GW，截止 14Q1，公司在手总订单 8.13GW，再创历史新高。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。行业发展进入新一轮快速发展期，作为风电全生命周期开发企业，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。
- **加大风电运营投入，提升盈利能力**：1Q 末公司固定资产 56.44 亿元，较年初大幅增加 75%，主要是公司部分风电场专案达到预定可使用状态，由在建工程转入固定资产所致。截止目前，公司拥有的权益风电场装机容量达到 1.31GW 较 13 年末增加 0.7GW。基于公司全生命周期开发理念，未来公司将加大对风电场运营的投入，预计 14、15 年分别新增风电场 1GW，风电场运营加大有利于提升盈利能力和估值水准。
- **毛利率提升可持续，规模化效应带动费用率下降**：毛利率方面，展望未来，一方面产品价格稳中有升；另一方面公司高毛利率的风电厂(60%)等业务收入比重将进一步提升，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 EPS0.40、0.58 元，YOY+155%、41%，当前股价对应 14、15 年动态 PE 22X、15X，公司作为最具竞争力的风电全生命周期开发企业投资价值凸显，维持“买入”建议，目标价 12.00 元(对应 2015 年动态 PE20X)；H 股股价对应 14、15 年动态 PE 16X、11X，同样给予“买入”建议，目标价 12.00HK\$(对应 15 年动态 PE16X)

接续下页

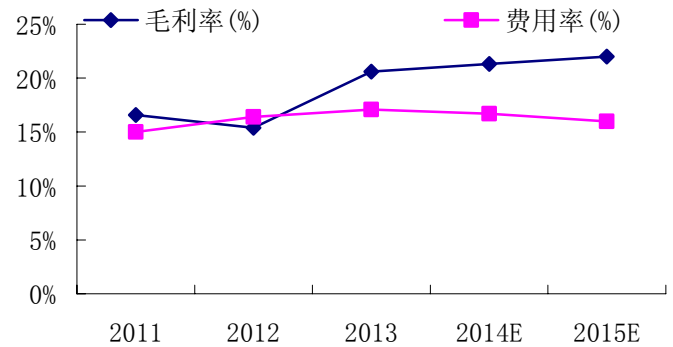
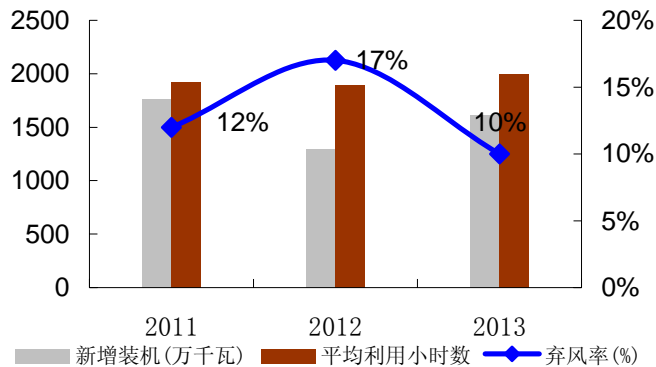
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	607	153	428	1079	1563
同比增减	%	-73.50%	-74.77%	179.42%	152.40%	44.77%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.225	0.057	0.159	0.401	0.580
同比增减	%	-73.50%	-74.77%	179.42%	152.40%	44.77%
A 股市盈率(P/E)	X	45.57	180.64	64.65	21.94	15.16
股利(DPS)	RMB 元	0.05	0.06	0.08	0.10	0.10
股息率(Yield)	%	0.49%	0.54%	0.78%	1.14%	1.14%

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(2014/04)

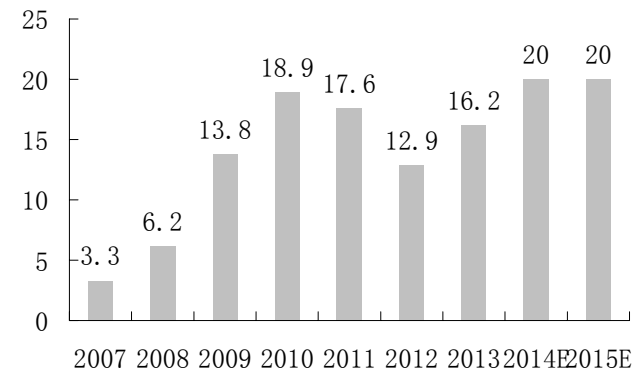
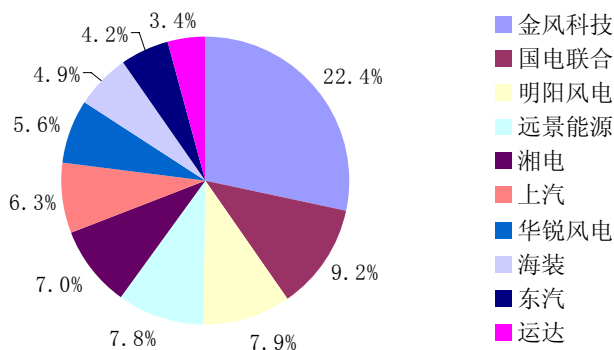
资料来源：公司公告，群益证券(2014/04)

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(2014/04)

资料来源：公司公告，群益证券(2014/04)

=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	16945	21788
经营成本	10714	9584	9702	12857	16239
营业税金及附加	32	55	85	64	80
销售费用	943	813	1135	1349	1732
管理费用	739	713	839	1043	1331
财务费用	249	330	321	541	754
资产减值损失	17	107	134	111	110
投资收益	517	411	379	283	300
营业利润	698	134	476	1263	1840
营业外收入	177	101	55	60	65
营业外支出	10	28	25	23	23
利润总额	864	207	506	1300	1882
所得税	146	41	72	186	276
少数股东损益	111	12	6	34	43
归属于母公司所有者的净利润	607	153	428	1079	1563

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。