

# 金风科技 A

## 海外市场有较大突破，国内市占率仍有望提高

### 海外市场取得较大突破，可能成为重要增长点

金风4月份获得巴拿马约10亿元风机订单，是国内迄今最大一笔风机出口订单。金风的风机比海外竞争对手便宜40%-50%，具有很高的性价比。经过5年左右的开拓，已获得较全的资质认证和国际银行认可。2014年，全球风电市场尤其美国市场有望恢复性增长，我们认为金风取得更大突破可能性在增加，海外市场目前占比10%，可能成为其重要的增长点。

### 风电场业务快速发展，预计售电收入高速增长

风电场业务快速发展。天润新能2014年一季度末在手权益装机约13万千瓦，已是国内较大的风电开发企业。我们预计从去年下半年加快开发的风电场并网发电将使得2014/2015售电收入快速增长，复合增速超过100%，风电场盈利能力较强，将是重要利润增长点。

### 风机装机平稳增长，市场占有率预计持续提高

4月份开始，能源局要求新能源电源和电网建设必须同步建成，我们认为这将限制风电抢装的情况。我们维持全年17-18GW装机量的判断。在行业平稳增长的背景下，金风凭借质量优势和低风速市场的产品优势，我们预计其市占率会持续提高。

### 估值：维持盈利预测和目标价，维持“买入”评级

我们认为行业已经恢复到正常稳定的增速上，在低风速市场上的优势将使其市场份额持续提高，风电场和海外业务将成为重要增长点。我们预计金风今年的净利润约10亿元左右，其中风电设备5-6亿，风电场2亿，投资收益1亿，如果能够确认去年转让风电场的收益，业绩可能会超预期。我们维持公司2014-2016年0.36/0.49/0.52元的EPS预测，看好其长期竞争力，维持“买入”评级和12.5元目标价。目标价基于瑞银VCAM贴现现金流估值，WACC假设为9.7%。

### Equities

中国

电子元件与设备

**12个月评级** 买入

**12个月目标价** Rmb12.50

**股价** Rmb8.55

**路透代码:** 002202.SZ **彭博代码** 002202 CH

#### 交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb10.74-5.24	
市值	Rmb21.9十亿/US\$3.51十亿	
已发行股本	2,195百万 (ORDA)	
流通股比例	63%	
日均成交量(千股)	25,845	
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb249.3	
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb14.4十亿	
市净率 (12/14E)	1.6x	
净债务 / EBITDA	1.3x	
<b>每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)</b>	<b>UBS</b>	<b>市场预测</b>
12/14E	0.36	0.35
12/15E	0.49	0.49
12/16E	0.52	0.74

**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)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	12,843	11,324	12,308	15,757	19,382	19,462	19,813	20,704
息税前利润(UBS)	398	51	414	917	1,313	1,446	1,570	1,499
净利润 (UBS)	607	153	428	973	1,326	1,410	1,571	1,611
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.23	0.06	0.16	0.36	0.49	0.52	0.58	0.60
每股股息 (Rmb)	0.34	0.34	0.05	0.08	0.04	0.05	0.05	0.06
现金 / (净债务)	(443)	857	(3,510)	(2,221)	(2,862)	(3,587)	(1,037)	236
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	3.1	0.5	3.4	5.8	6.8	7.4	7.9	7.2
ROIC (EBIT) (%)	4.1	0.4	3.0	5.7	7.9	7.9	8.4	8.2
EV/EBITDA(core)x	55.5	45.0	28.1	13.9	11.1	10.7	9.0	8.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	65.6	NM	40.8	23.7	17.4	16.3	14.7	14.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(20.4)	(0.6)	(26.2)	4.9	(2.0)	(2.4)	11.4	5.1
净股息收益率(%)	2.3	5.0	0.8	0.9	0.4	0.6	0.6	0.7

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05月09日15时56分的股价(Rmb8.55)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，2014 年 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 2014Q2 利用小时数，金风 Q2 业绩等数据超预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb12.50

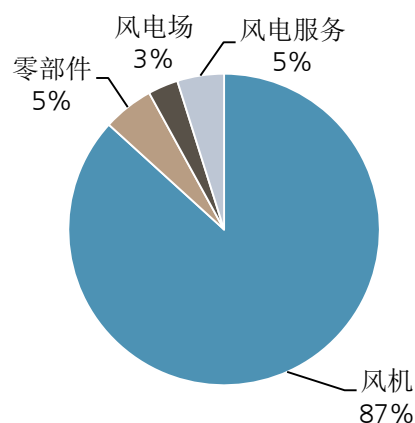
### 公司简介

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。

### 2013 分产品收入 (%)



数据来源：公司数据

### 各类产品毛利

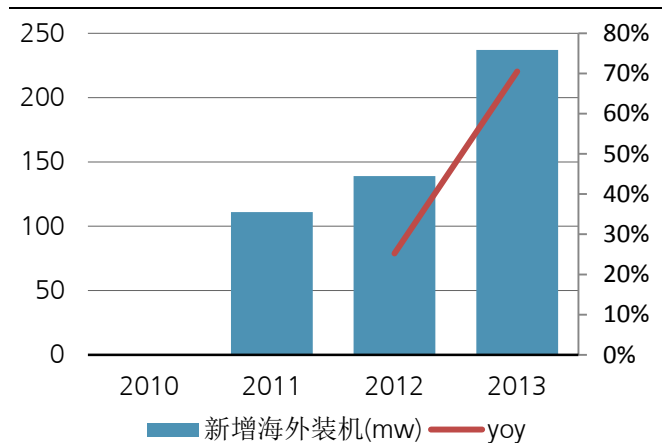
单位：百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
风电设备	1611	1315	2156	3003	3943	3791
风电服务	0	85	48	83	117	140
风电场开发	70	133	247	470	578	630
合计：	1680	1533	2451	3557	4637	4562

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

## 海外市场恢复性增长，金风可能取得较大突破

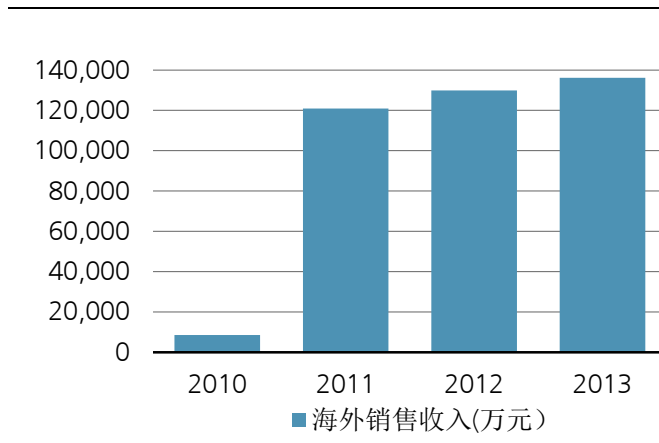
据媒体报道，国际风能理事预测 2014 年全球风电装机 47GW，同比增长 34%，主要增长的动力来自于中国和美国，其中美国市场由于税收抵免政策（PTC）重新延期，将有较快的恢复性增长。

图表 1: 金风出口装机量及增速数据



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 2: 金风海外的销售收入



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

金风今年以来海外市场已取得较大的突破。2014 年 4 月获得了巴拿马 21.5 万千瓦（共 86 台 2.5MW 风机）的订单。这是国内风电设备迄今最大的出口订单。巴拿马项目直接以销售设备方式出口，同时获得世界银行的融资认可，应将会产生较强的示范效应。

我们认为金风的海外收入将持续快速的增长，可能会成为超预期的增长点。

- **高性价比。**金风海外出口的价格约 4000-5000 元/千瓦（不含税），比海外维斯塔斯等竞争对手的平均价格 9000 元/千瓦便宜近 50%；
- **已经获得主流的资质认证。**海外风电业主要求风电设备的各种认证，繁杂的风电认证是国内风电设备出口的障碍之一，金风经过三四年的积累，已经获得了大部分国际主流资质认证；
- **获得国际金融机构的融资支持。**与光伏产品出口类似，国际金融机构的融资认可对于海外市场销售非常重要，金风已经获得国际金融机构的融资支持。

基于以上三点，我们认为金风的海外收入能够持续快速的增长，增速达到 20%-30%。2013 年金风的海外收入占比 10%左右，我们认为到 2015 年可能达到 12%-15%左右。

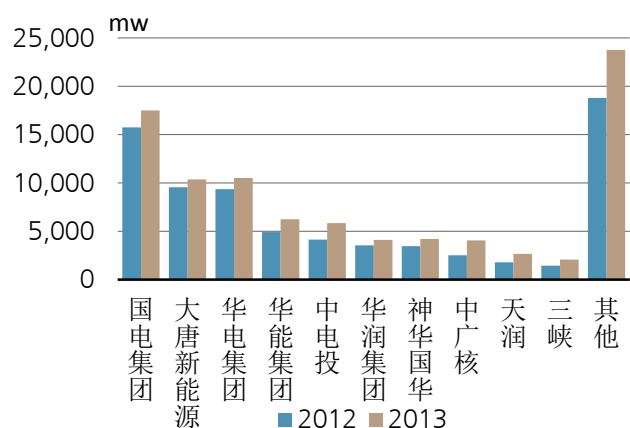
## 风电场业务快速发展，售电收入高速增长

风电售电收入有望成为 2014 年金风业绩重要的增长点。金风一季度末在手风电装机约 100 万千瓦，我们预计 2014 年末装机达到 140-170 万千瓦。由于装机容量的快速增长，风电售电有望成为重要增长点。

**2014/2015 年售电收入预计将高速增长。**我们估算 1 季度风电运营收入约 2 亿元，比 2013 年 1 季度增长约 150%。风电运营的收入季节性分布均匀，一

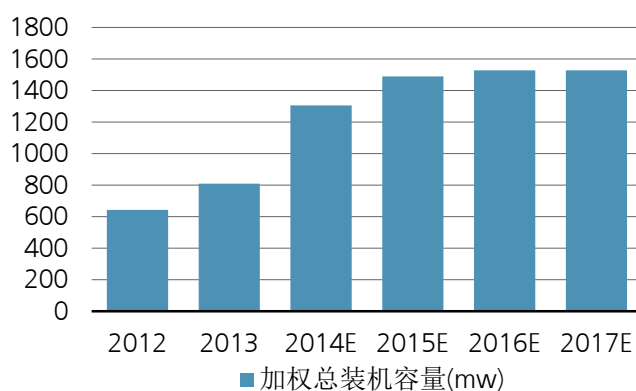
季度利用小时数占全年比重 25%左右。我们预计 2014 年全年风电运营收入能够做到 8 亿元，风电场业务净利润 2 亿元左右；2015 年售电的销售收入可能达到 12-15 亿元，净利润达到 3-4 亿元。

图表 3: 国内风电场的累计装机分布



来源: 风能协会

图表 4: 金风权益投资装机容量



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 5: 风电场运营收益估算

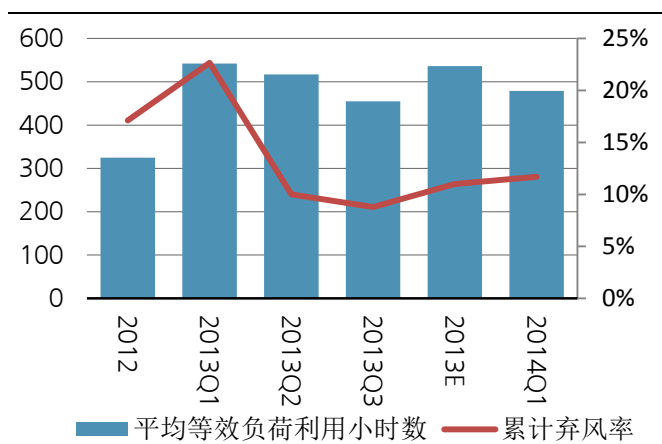
风电场开发收入	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年末总装机容量 (MW)	624	1338	1240	1777	1962	2000	2000
年末权益装机容量 (MW)	417	572	740	1305	1490	1528	1528
加权总装机容量 (MW)	0	0	642	809	1305	1490	1528
平均电价 (元/度)	0	0	0	0	0	0	0
利用小时数 (小时)	2014	1895	2102	2300	2300	2300	2300
售电收入 (百万元)	0	0	648	893	1441	1644	1687
售电税前利润 (百万元)	0	0	144	154	286	418	418
其中: 并表售电收入 (百万元)	178	139	254	385	941	1050	1050
未并表售电收入 (百万元)	0	0	394	508	500	500	500

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 风机装机平稳增长, 市场占有率有望持续提高

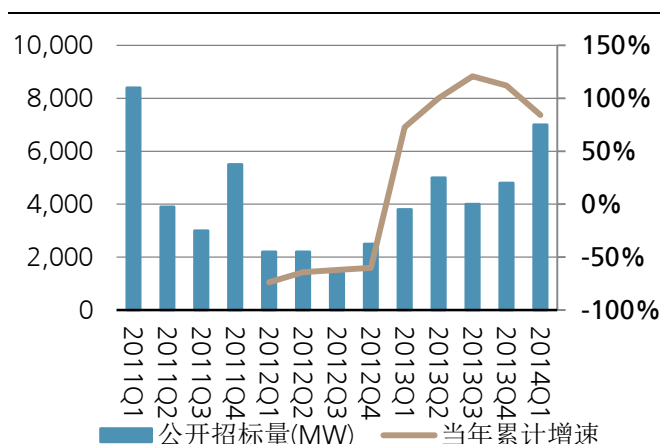
一季度全国弃风情况持续改善。虽然全国风电利用小时数有所下降, 但弃风的情况有显著改善。1 季度弃风率约 11%, 比 2013Q1 下降了 11 个百分点, 环比 2013Q4 持平。从金风统计的全国招投标数据和风电上市公司业绩看, 一季度国内风电招标有显著增长。

图表 6: 国内风电弃风率和利用小时数数据



来源: 国家能源局, 瑞银证券估算

图表 7: 风电招标量情况



来源: 金风科技公司统计数据估算

**能源局新要求限制风电抢装。**能源局在一季度发布《新建电源接入电网监管暂行办法》，要求 4 月 1 日起，电网企业和发电企业严格执行接网协议，确保电源电网同步建成投产。因单方面违约的，应给予经济赔偿。此政策有望明显限制风电抢装，风电的建设速度应会放缓，一季度可能是全年招标量的高点。

结合今年电网投资情况，我们维持预计风电装机约 17-18GW，比 2013 年增长 10%-15% 的判断。

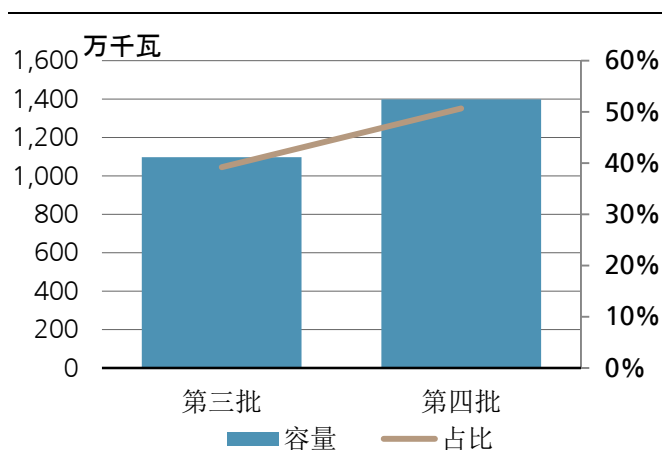
从风机行业的内部竞争格局看，远景能源和金风科技是 2013 年市场份额上升较快的企业。我们认为在低风速风机上的竞争优势，稳定可靠的产品质量是金风市场份额上升的重要原因。

### 低风速市场具有较强竞争力

低风速是指风速在 6-8 米/秒之间，年利用小时数 2000 小时以下的风电项目，低风速资源占国内风资源的 60%。这些地区虽然风速低，投资高，但电网接入条件好，投资回报率可保证。

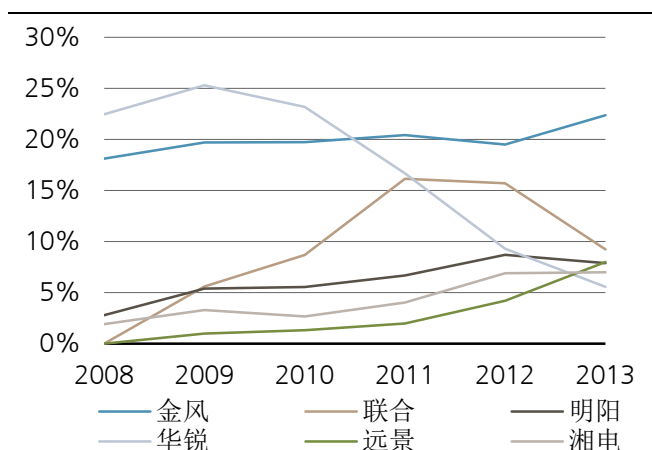
能源局发布的第三批和第四批风电核准项目南方等低风速非限电地区占比逐渐提高到 50%，将是未来风电开发的重点。

图表 8: 第三四批核准的低风速地区项目装机量



来源: 国家能源局

图表 9: 风机行业的市场份额情况



来源: 风能协会

金风和远景在低风速风机上具有最全的产品线和最强的技术经济性。金风2014年推出的2.0MW的低风速风机，利用的风能速度可达到5.2米/秒，是全球同功率风机中扫风面积最大，超低速区域发电能力最强的机型。我们认为金风在低风速市场上的优势将使得其市场份额持续扩大。

图表 10: 主流风机企业的低风速风机的开发情况

	单机容量	适应风速及发电小时数	特点	推出时间
远景能源	1.5MW	5.5米风速，发电小时数超过2100小时	叶片比正常设计轻10%，降低载荷20%，80米高塔筒重量仅108吨	2009
	1.8MW	5.5米风速下，平均发电小时数超过2200小时		2012
金风科技	2.0MW	5.2米/秒条件下，年发电量达到200小时以2000小时上	吊装单钩重量不超过50吨，是市场上2.0MW及以上机组单钩起吊最轻的机组	2014
	1.5MW	5.5米/秒风速条件下，年发电可达到2000标准小时以上		2012
联合动力	1.5MW	5.5米/秒的超低风速		2013
	3MW			2013
华锐风电	1.5MW	额定风速为10.5米/秒，10米/秒		2011
中国南车	2MW			2013

来源: 瑞银证券

全年风机设备有望稳定较快增长。1季度金风的风机（包括风机零部件，风电服务）收入约12亿左右，同比增长30%左右。期末在手订单约810万千瓦，同比增长6%，我们推算新增订单增长30%-40%，我们相信金风的市占率在提高。

从过去历史看，风机一季度收入占比10%-15%，上半年占全年收入的30%-40%；主要的原因是风电业主上半年制定投资计划，下半年是施工旺季；我们认为今年仍会维持这种季节性特征。我们估算全年风机设备业务（风机零

部件，风电服务）能够有 25%左右增长，150 亿左右收入，净利润预计在 5-6 亿左右。

我们认为在解决弃风问题之前，不会调电价，今年还难以解决弃风问题，因此今年下调电价的可能性很小。

图表 11: 风机设备的收入与成本拆分

风电设备部分 简易利润表	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>1.5MW 风机</b>								
销售收入(百万元)	16255	10848	7952	7937	9763	11508	11162	10939
销售量(MW)	3851	2882	2216	2262	2714	3122	3028	2967
扣税单价(元/瓦)	4.22	3.76	3.66	3.51	3.60	3.69	3.69	3.69
单位成本(元/瓦)	3.25	3.21	3.09	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80
毛利率%	22.92%	14.61%	13.93%	20.18%	22.13%	24.03%	24.03%	24.03%
<b>2.5MW 风机</b>								
销售收入(百万元)	12	847	1644	2673	3579	4563	4427	4295
销售量(MW)	3	218	368	650	845	1,056	1,035	1,014
扣税单价(元/瓦)	4.92	3.89	4.47	4.11	4.24	4.32	4.28	4.23
单位成本(元/瓦)	4.40	3.78	3.91	3.27	3.24	3.21	3.21	3.21
毛利率%	8.47%	2.91%	12.59%	20.46%	23.55%	25.80%	25.05%	24.29%
<b>其他类型风机</b>								
销售收入(百万元)	528	25	-	-	-	-	-	-
销售成本			-	-	-	-	-	-
<b>合计：销售收入(百万元)</b>	16795	11720	9596	10652	13342	16071	15590	15235
<b>销售成本(百万元)</b>		10109	8281	8496	10338	12128	11798	11562
<b>毛利率%</b>		13.74%	13.70%	20.24%	22.51%	24.53%	24.32%	24.10%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

# 金风科技 A (002202.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	12,843	11,324	12,308	15,757	28.0	19,382	23.0	19,462	19,813	20,704
毛利	2,129	1,740	2,606	3,625	39.1	4,856	33.9	4,846	4,840	4,984
息税折旧摊销前利润(UBS)	659	338	704	1,724	144.9	2,228	29.2	2,384	2,531	2,484
折旧和摊销	(261)	(287)	(290)	(807)	178.4	(914)	13.3	(938)	(961)	(985)
息税前利润(UBS)	398	51	414	917	121.5	1,313	43.2	1,446	1,570	1,499
联营及投资收益	715	486	412	430	4.3	430	0.0	430	430	430
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(249)	(330)	(321)	(261)	18.7	(242)	7.0	(276)	(210)	(93)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	864	207	506	1,086	114.9	1,501	38.2	1,600	1,790	1,836
税项	(146)	(41)	(72)	(103)	-43.1	(165)	-60.4	(180)	(208)	(215)
税后利润	718	165	434	983	126.8	1,336	35.9	1,420	1,581	1,621
优先股股息及少数股权	(111)	(12)	(6)	(10)	-67.0	(10)	0.0	(10)	(10)	(10)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	607	153	428	973	127.6	1,326	36.2	1,410	1,571	1,611
净利润(UBS)	607	153	428	973	127.6	1,326	36.2	1,410	1,571	1,611
税率(%)	16.9	20.0	14.2	9.5	-33.4	11.0	16.1	11.3	11.6	11.7
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.23	0.06	0.16	0.36	127.6	0.49	36.2	0.52	0.58	0.60
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.23	0.06	0.16	0.36	127.6	0.49	36.2	0.52	0.58	0.60
每股收益(UBS, 基本)	0.23	0.06	0.16	0.36	127.6	0.49	36.2	0.52	0.58	0.60
每股股息净值(Rmb)	0.34	0.34	0.05	0.08	59.6	0.04	-54.8	0.05	0.05	0.06
每股账面价值	4.78	4.79	4.96	5.34	7.6	5.79	8.5	6.27	6.80	7.34
平均股数(稀释后)	2,694.59	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
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	7,613	6,962	4,455	5,473	22.8	4,832	-11.7	4,000	4,000	4,951
其他流动资产	17,271	16,159	14,838	18,286	23.2	22,252	21.7	24,055	23,295	24,346
流动资产总额	24,884	23,120	19,293	23,758	23.1	27,085	14.0	28,055	27,295	29,297
有形固定资产净值	4,580	5,366	10,349	11,165	7.9	11,874	6.3	12,058	12,218	12,354
无形固定资产净值	750	589	727	668	-8.2	608	-8.9	548	488	429
投资/其他资产	1,733	2,868	4,000	3,353	-16.2	3,622	8.0	3,820	3,819	3,819
总资产	31,948	31,944	34,370	38,944	13.3	43,188	10.9	44,481	43,820	45,898
应付账款和其他短期负债	9,749	11,424	10,967	15,405	40.5	18,410	19.5	18,523	18,972	19,908
短期债务	5,481	389	571	300	-47.47	300	0.00	3,172	622	300
流动负债总额	15,230	11,813	11,538	15,705	36.1	18,710	19.1	21,695	19,594	20,208
长期债务	2,575	5,716	7,394	7,394	0.0	7,394	0.0	4,415	4,415	4,415
其它长期负债	874	1,129	1,644	1,032	-37.3	1,032	0.0	1,032	1,032	1,032
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	18,679	18,658	20,576	24,131	17.3	27,136	12.5	27,142	25,041	25,655
普通股股东权益	12,874	12,903	13,368	14,378	7.6	15,606	8.5	16,884	18,314	19,768
少数股东权益	394	383	425	435	2.4	445	2.3	455	465	475
负债和权益总计	31,948	31,944	34,369	38,944	13.3	43,188	10.9	44,481	43,820	45,898
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	607	153	428	973	127.6	1,326	36.2	1,410	1,571	1,611
折旧和摊销	261	287	290	807	178.4	914	13.3	938	961	985
营运资本变动净值	(4,677)	2,054	1,399	1,427	2.1	(1,073)	-	(1,742)	1,248	(142)
其他营业性现金流	(323)	6	(186)	(625)	-236.1	(97)	84.5	(123)	(279)	(330)
经营性现金流	(4,133)	2,500	1,930	2,582	33.8	1,070	-58.6	483	3,501	2,123
有形资本支出	(3,222)	(2,602)	(6,207)	(1,503)	75.8	(1,500)	0.2	(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	(133)	329	129	490	-	130	-	200	400	400
投资性现金流	(3,355)	(2,273)	(6,077)	(1,013)	83.3	(1,370)	-35.3	(800)	(600)	(600)
已付股息	(924)	(916)	(135)	(216)	-59.6	(97)	54.8	(133)	(141)	(157)
股份发行/回购	105	41	23	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	1,657	1,662	91	(65)	-	(242)	-270.84	(276)	(210)	(93)
债务及优先股变化	5,067	(1,951)	1,860	(271)	-	0	-	(107)	(2,550)	(322)
融资性现金流	5,905	(1,163)	1,839	(552)	-	(340)	38.4	(516)	(2,901)	(573)
现金流量中现金的增加/(减少)	(1,584)	(936)	(2,308)	1,018	-	(640)	-	(832)	0	951
外汇/非现金项目	(461)	285	(198)	0	100.0	0	-16.7	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(2,045)	(651)	(2,507)	1,018	-	(640)	-	(832)	0	951

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)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	65.6	NM	40.8	23.7	17.4	16.3	14.7	14.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	65.6	NM	40.8	23.7	17.4	16.3	14.7	14.3
股价/每股现金收益	45.9	41.3	24.3	12.9	10.3	9.8	9.1	8.9
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(20.4)	(0.6)	(26.2)	4.9	(2.0)	(2.4)	11.4	5.1
净股息收益率(%)	2.3	5.0	0.8	0.9	0.4	0.6	0.6	0.7
市净率	3.1	1.4	1.3	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
企业价值/营业收入(核心)	2.8	1.3	1.6	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	55.5	45.0	28.1	13.9	11.1	10.7	9.0	8.7
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	26.2	18.8	17.6	14.5	14.3
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	16.0	12.5	11.8	10.0	9.9
企业价值/运营投入资本	3.7	1.3	1.4	1.5	1.5	1.4	1.2	1.2
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	36,043	16,186	16,353	21,870	21,870	21,870	21,870	21,870
净债务 (现金)	443	(857)	3,510	2,221	2,862	3,587	1,037	(236)
少数股东权益	394	383	425	435	445	455	465	475
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>36,881</b>	<b>15,712</b>	<b>20,289</b>	<b>24,527</b>	<b>25,177</b>	<b>25,913</b>	<b>23,373</b>	<b>22,110</b>
非核心资产	(300)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(600)	(600)
<b>核心企业价值</b>	<b>36,581</b>	<b>15,212</b>	<b>19,789</b>	<b>24,027</b>	<b>24,677</b>	<b>25,413</b>	<b>22,773</b>	<b>21,510</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	-27.0	-11.8	8.7	28.0	23.0	0.4	1.8	4.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	-74.7	-48.7	108.2	144.9	29.2	7.0	6.2	-1.9
息税前利润(UBS)	-83.2	-87.1	NM	121.5	43.2	10.1	8.6	-4.5
每股收益(UBS 稀释后)	-73.5	-74.8	179.4	127.6	36.2	6.4	11.4	2.5
每股股息净值	-	-0.9	-85.3	59.6	-54.8	36.2	6.4	11.4
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	16.6	15.4	21.2	23.0	25.1	24.9	24.4	24.1
息税折旧摊销前利润率	5.1	3.0	5.7	10.9	11.5	12.2	12.8	12.0
息税前利润率	3.1	0.5	3.4	5.8	6.8	7.4	7.9	7.2
净利 (UBS) 率	4.7	1.4	3.5	6.2	6.8	7.2	7.9	7.8
ROIC (EBIT)	4.1	0.4	3.0	5.7	7.9	7.9	8.4	8.2
税后投资资本回报率	3.4	0.3	2.6	5.2	7.1	7.0	7.4	7.3
净股东权益回报率(UBS)	4.6	1.2	3.3	7.0	8.8	8.7	8.9	8.5
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	0.7	(2.5)	5.0	1.3	1.3	1.5	0.4	(0.1)
净债务/总权益 %	3.3	(6.4)	25.4	15.0	17.8	20.7	5.5	(1.2)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	3.2	(6.9)	20.3	13.0	15.1	17.1	5.2	(1.2)
净债务/企业价值	1.2	(5.6)	17.7	9.2	11.6	14.1	4.6	(1.1)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	175.8	114.1	111.0	108.2
资本支出/营业收入(%)	25.1	23.0	NM	9.5	7.7	5.1	5.0	4.8
息税前利润/净利息	1.6	0.2	1.3	3.5	5.4	5.2	7.5	16.1
股息保障倍数 (UBS)	0.7	0.2	3.2	4.5	13.6	10.6	11.1	10.3
股息支付率 (UBS) %	152.3	NM	31.6	22.1	7.3	9.4	9.0	9.8
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	12,843	11,324	12,308	15,757	19,382	19,462	19,813	20,704
<b>总计</b>	<b>12,843</b>	<b>11,324</b>	<b>12,308</b>	<b>15,757</b>	<b>19,382</b>	<b>19,462</b>	<b>19,813</b>	<b>20,704</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	398	51	414	917	1,313	1,446	1,570	1,499
<b>总计</b>	<b>398</b>	<b>51</b>	<b>414</b>	<b>917</b>	<b>1,313</b>	<b>1,446</b>	<b>1,570</b>	<b>1,499</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	+46.2%
预测股息收益率	0.9%
预测股票回报率	+47.1%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	+37.6%

---

## 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。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	34%
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 2014 年 03 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

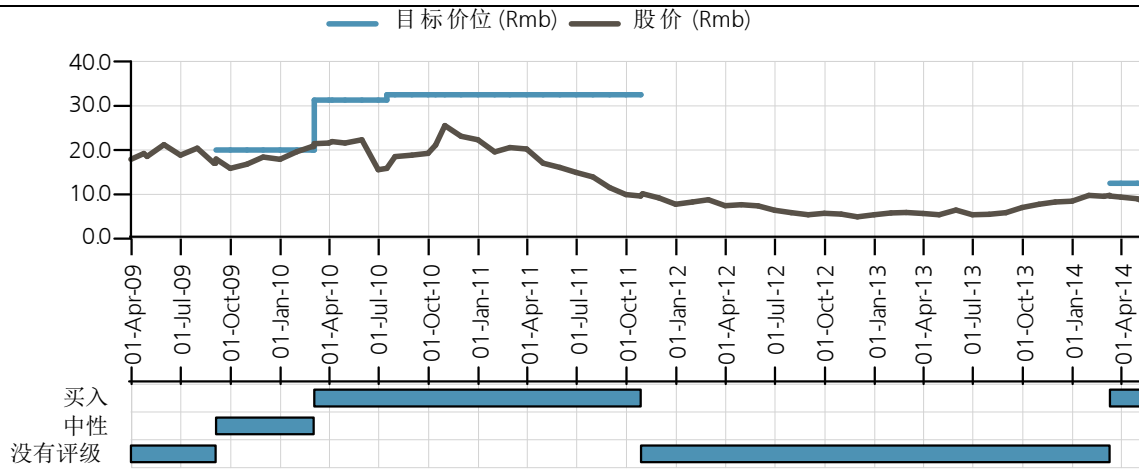
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
金风科技 A	002202.SZ	买入	不适用	Rmb8.60	2014 年 05 月 08 日

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。

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 5 月 8 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。UBS Brasil CCTVM S.A 分发对象为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. (mca) (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相关之事宜，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。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。

