

投资品 - 电气设备

三季度风机交付量超预期，四季度将延续

——金风科技（002202）2014 年三季度报点评

2014 年 10 月 30 日

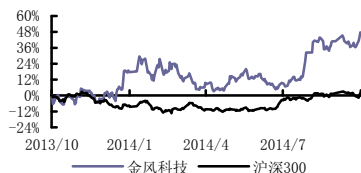
评级：（维持）买入

市场数据	2014 年 10 月 29 日
当前价格(元)	12.24
52 周价格区间(元)	7.72-12.24
总市值(百万)	32981.76
流通市值(百万)	32296.24
总股本(百万股)	2694.59
流通股(百万股)	2638.58
日均成交额(百万)	249.70
近一月换手(%)	22.92%
Beta(2 年)	
第一大股东	香港结算有限公司
公司网址	http://www.goldwind.cn

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	12308	18212	21218	24191
收入同比(%)	9%	48%	17%	14%
净利润(百万元)	428	1810	2323	2936
净利润同比(%)	179%	323%	28%	26%
毛利率(%)	21.2%	27.4%	27.7%	28.1%
ROE(%)	3.2%	11.9%	14.0%	15.9%
每股收益(元)	0.16	0.67	0.86	1.09
P/E	78.57	18.56	14.47	11.44

资料来源：世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
金风科技	113.55%	824.25%	1139.30%
沪深 300	0.15%	5.15%	3.34%

相关报告

《业绩增速超预期，维持“买入”评级》，2014.8
 《业绩继续转好，维持较高接单速度》，2014.4
 《受益行业复苏，公司业务全线转好——金风科技 2013 年年报点评》，2014.3
 《盈利能力明显好转——业绩快报点评》，2014.2
 《风电龙头，受益行业复苏——金风科技深度研究报告》，2014.1

郭江龙

执业证书号：S1030513120001
 0755-83199599-8284

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，郭江龙，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

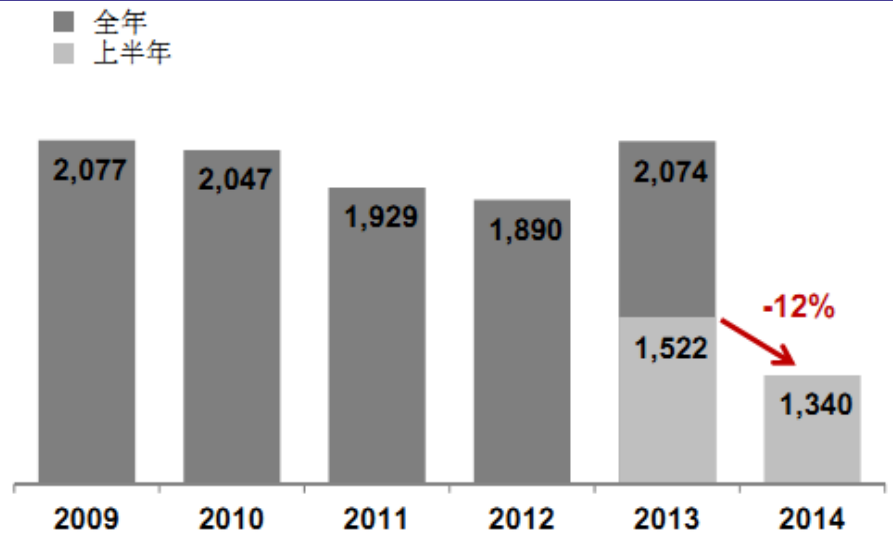
- **三季度业绩超预期。**2014 年前三季度，公司实现营业收入 106.21 亿元，同比增长 49%；实现净利润 11.95 亿元，同比增长 536%。第三季度，公司实现营业收入 61.50 亿元，同比增长 59%；实现净利润 8.64 亿元，同比增长 807%。三季度收入和利润均超市场预期。
- **三季度风机交付量大增，全年预计在 3.8GW 以上。**根据公司三季度财务数据及风机价格水平，我们测算公司三季度风机交付量接近 1.5GW，前三季度交付量合计约 2.3GW，远超去年同期水平。在下游强劲需求的推动下，预计四季度将延续三季度的高交付量，全年交付量有望超过公司年初计划的上限（3.8GW）。
- **风机价格及毛利率维持稳定。**三季度国内风机公开招标价格基本与上半年持平，维持在 4000 元/KW 的水平。由于业务结构的优化和成本控制的加强，综合毛利率水平同比大幅提升，环比由于风机交付高峰，综合毛利率有所下滑，风机毛利率环比基本持平。
- **关注行业重大政策调整。**（1）风电上网电价调整：根据各方对调整风电上网电价（征求意见稿）的反馈意见，预期国家发改委价格司或在征求意见稿的基础上进行调整，风电上网电价下调幅度和执行时间或更为缓和，以平滑短期对风电行业的冲击和影响。此外，意见稿的下发并未导致大规模的抢装情况出现。（2）“配额制”有望于年底前出台：发改委相关人士近期表示，《可再生能源配额管理考核办法》讨论稿已通过发改委主任会议，已提交国务院审议，最快有望今年年底出台，并于 2015 年开始执行。
- **盈利预测：**预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为：0.67 元、0.86 元、1.09 元，对应于 10 月 29 日收盘价，PE 分别为：19 倍、14 倍、11 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**风电装机大幅下滑；竞争加剧；其他。

行业回顾

风机需求强劲，公开招标量维持在高位

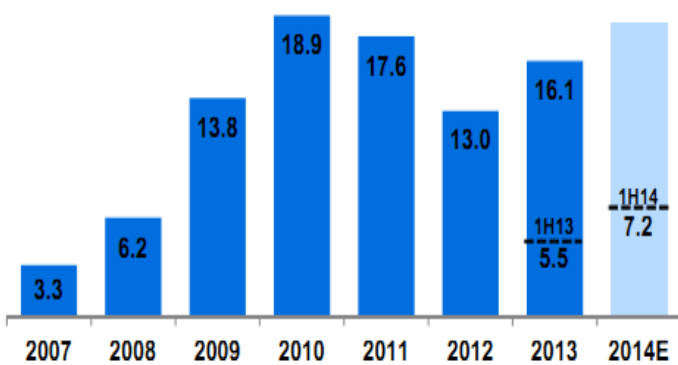
尽管今年前三季度平均风速较低，风电平均利用小时数同比下降明显，但开发商依然保持旺盛的投资热情。据能源局统计数据，截止到2014年9月30日，国内累计已并网风电装机容量84.8GW，较2013年底的77.2GW有所提高。公开招标情况方面，今年前三季度，开发商招标风电设备合计容量达到17.3GW，较2013年同期增加了37%。

Figure 1 2014年上半年风电利用小时数同比有所下降



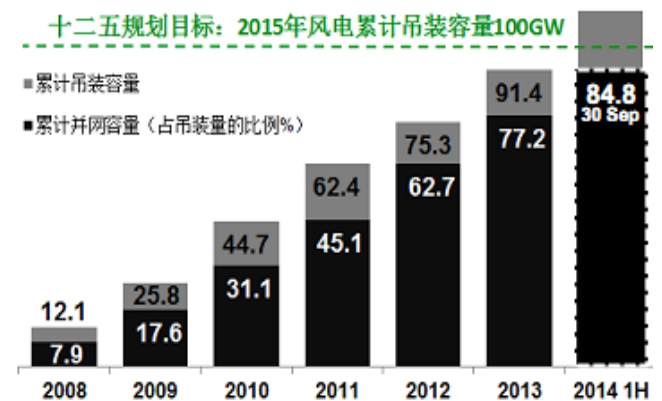
数据来源：国家能源局、金风科技、世纪证券研究所

Figure 2 历年新增装机容量 (GW)



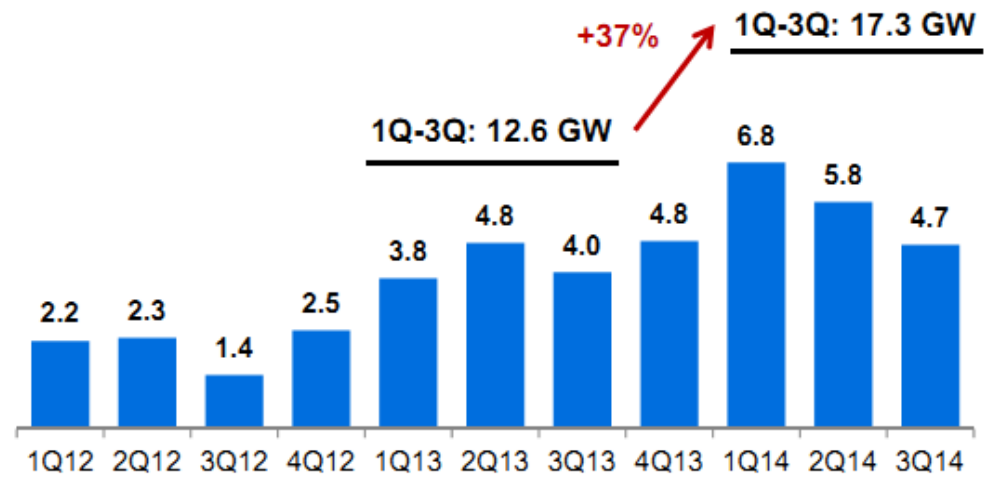
数据来源：国家能源局、金风科技、世纪证券研究所

Figure 3 累计吊装和并网容量 (GW)



数据来源：国家能源局、金风科技、世纪证券研究所

Figure 4 全国风电设备公开招标量 (单位: GW)



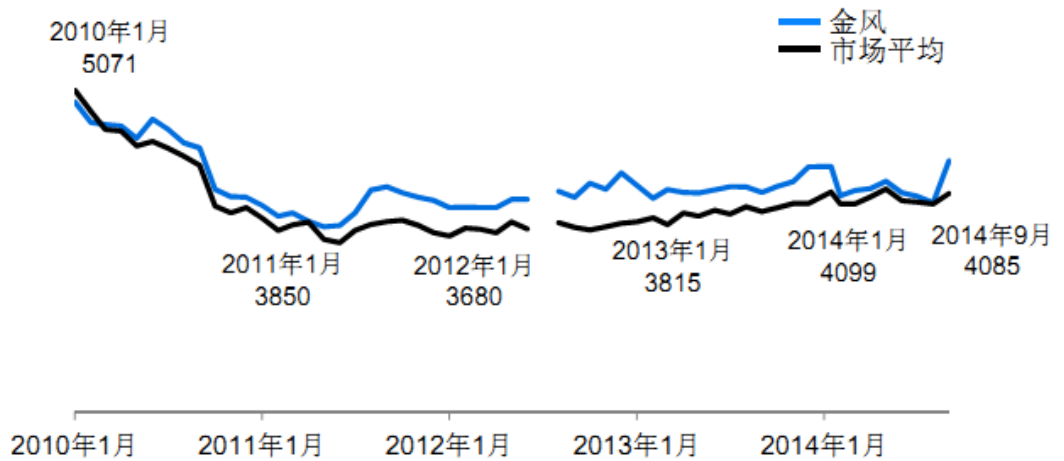
数据来源: 金风科技、世纪证券研究所

注: 国内季度公开招标容量通常在每年的3季度最低。尽管2014年3季度公开招标容量从2季度的5.8GW减少到4.7GW, 但是依然比去年同期增加了18%。

风机价格维持在4000元/KW水平

2014年前三季度, 国内风电设备公开招标的投标均价稳定在近4000元/KW的水平。其中, 1.5MW机型平均投标价格已经超过一年稳定在每千瓦3900元-4100元的区间内。

Figure 5 国内1.5MW机型月度平均投标价格(元/KW)



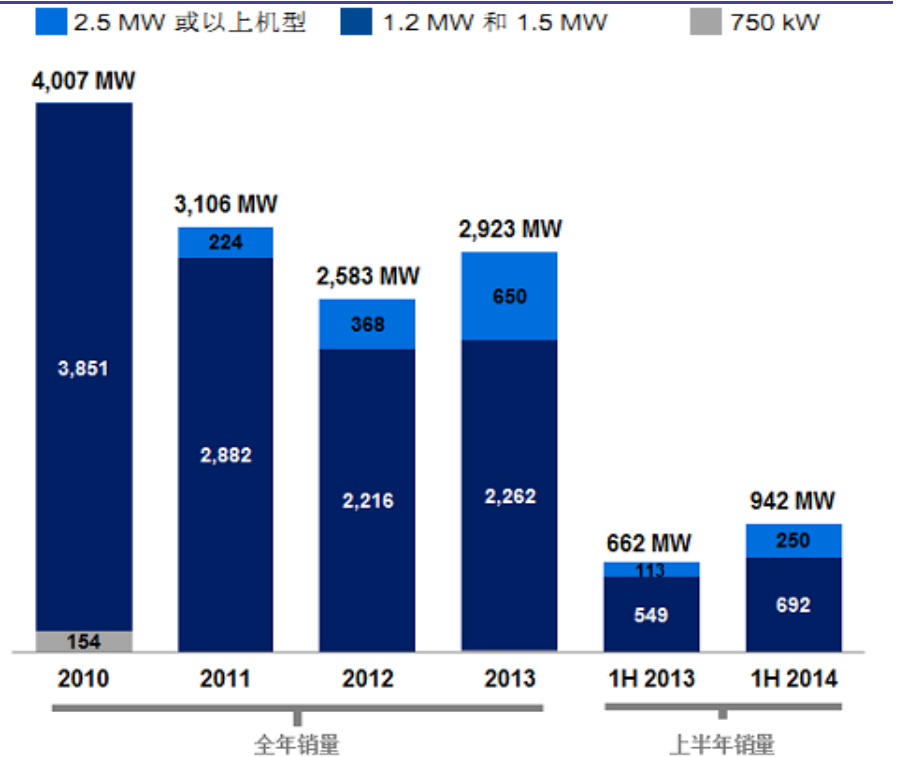
数据来源: 金风科技、世纪证券研究所

注: 由于项目需求和机型的差异, 月度价格之间存在波动性。

公司业务分析

得益于风电设备需求的强劲增长, 公司前三季度风机交付量显著增加。根据公司财务数据及风机价格水平, 预计公司第三季度风机交付量接近1.5GW, 前三季度交付量合计约2.3GW, 远超去年同期水平。

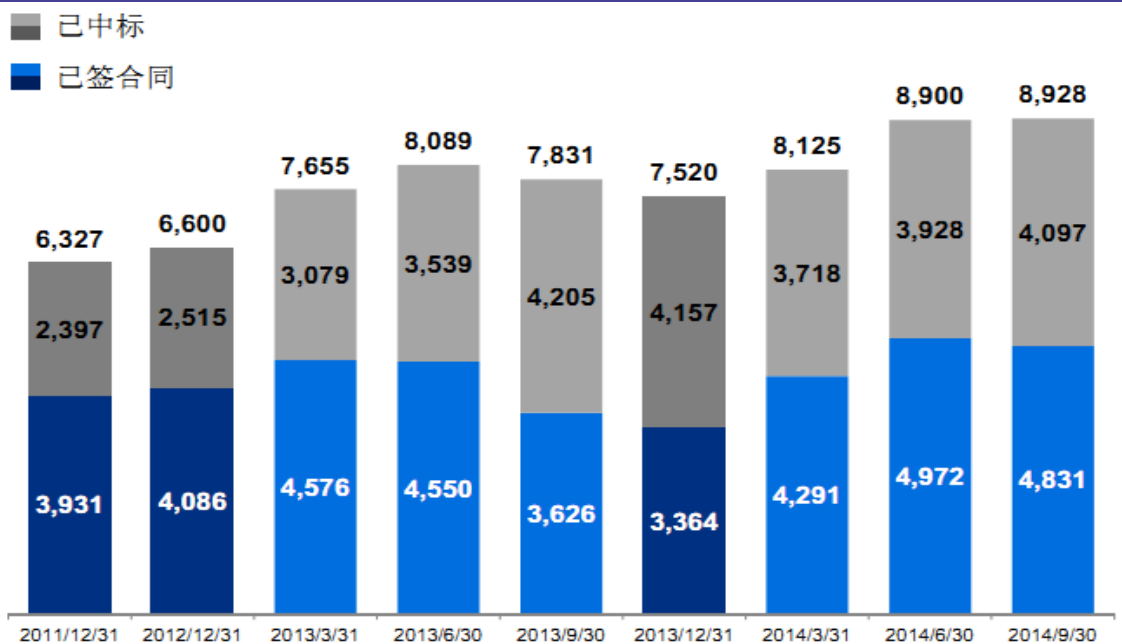
Figure 6 公司风机销售情况



数据来源：金风科技、世纪证券研究所

尽管公司经历了交付旺季，截至2014年9月30日，金风在手订单容量依然保持在8928MW的高水平位置。

Figure 7 公司风机在手订单情况 (MW)

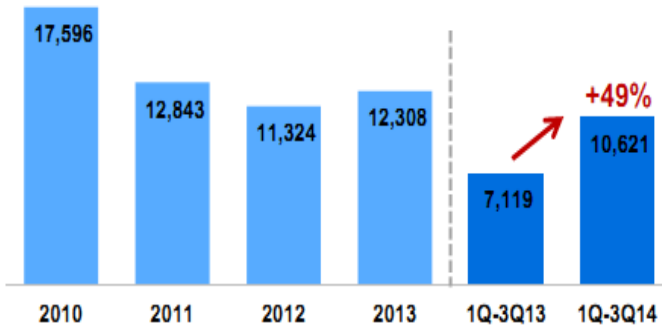


数据来源：金风科技、世纪证券研究所

公司财务分析

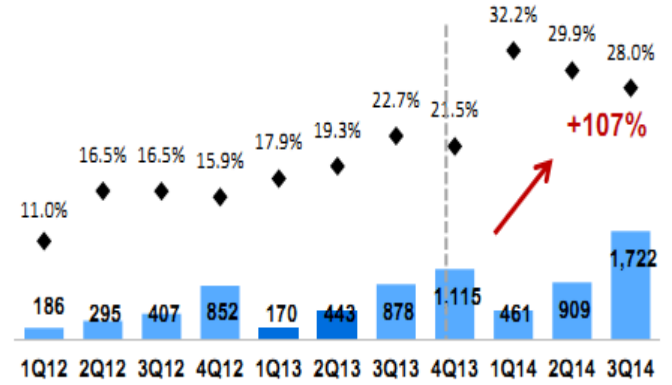
前三季度及年度财务业绩

Figure 8 前三季度营业收入情况 (百万元)



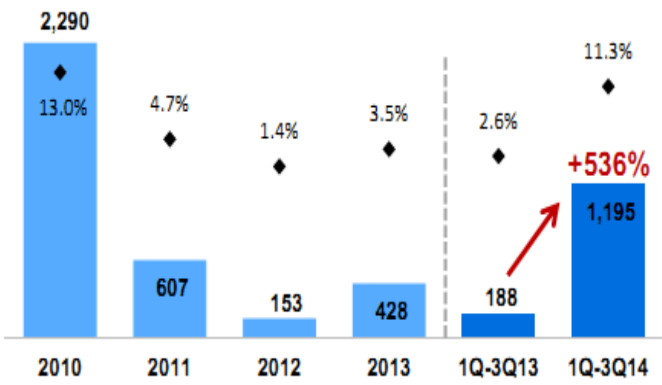
数据来源: 金风科技、世纪证券研究所

Figure 9 前三季度毛利润及毛利率情况 (百万元)



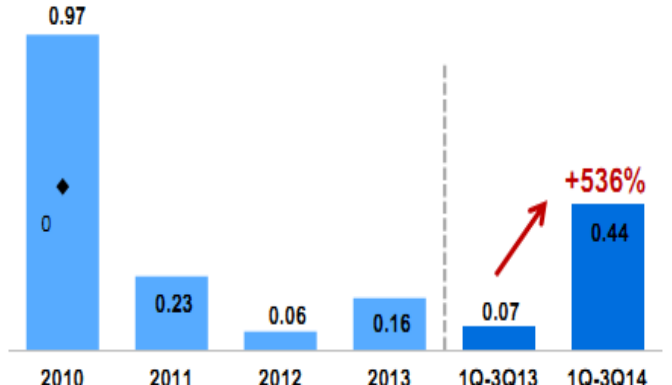
数据来源: 金风科技、世纪证券研究所

Figure 10 公司净利润及净利率情况 (百万元)



数据来源: 金风科技、世纪证券研究所

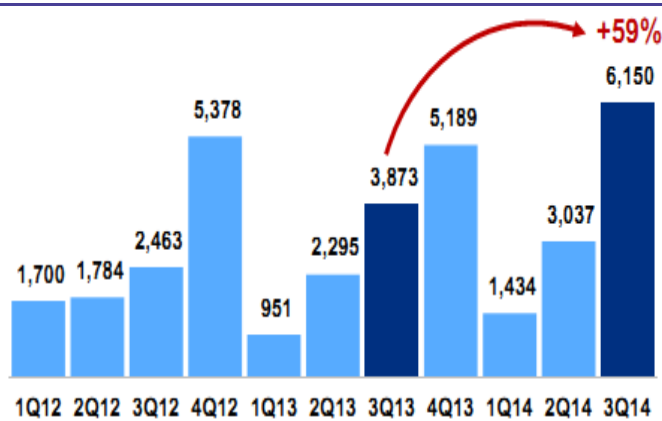
Figure 11 公司每股收益情况 (元)



数据来源: 金风科技、世纪证券研究所

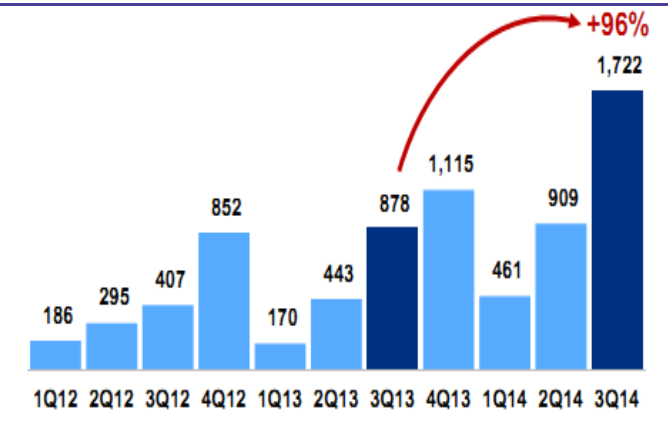
季度财务业绩

Figure 12 季度营业收入情况 (百万元)



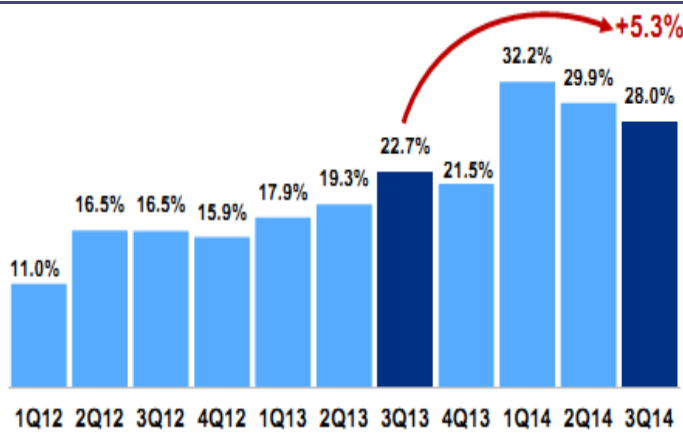
数据来源: 金风科技、世纪证券研究所

Figure 13 季度毛利润情况 (百万元)



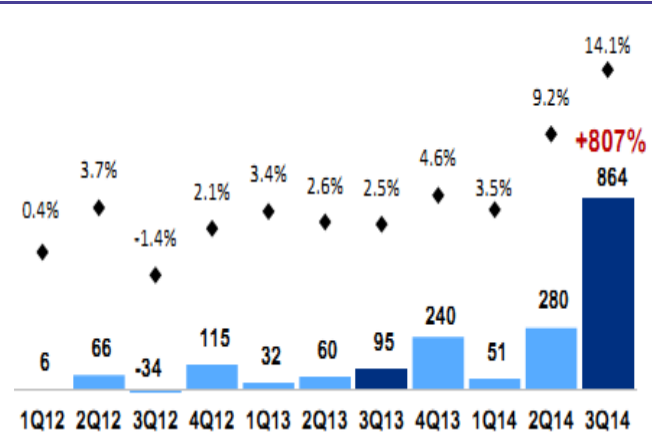
数据来源: 金风科技、世纪证券研究所

Figure 14 公司毛利率情况 (%)



数据来源：金风科技、世纪证券研究所

Figure 15 季度净利润及净利率情况 (元)



数据来源：金风科技、世纪证券研究所

最新行业政策

Figure 16 最新行业政策

发改委酝酿调整风电上网电价	“配额制”或将出台
<p>2014年9月国家发改委价格司下发了关于调整风电上网电价的征求意见稿，并征求各方意见。</p> <ul style="list-style-type: none"> 2015年6月30日以后投产的风电项目将执行新电价。 四类风资源区均有不同程度的调整，多数地区调整幅度为2-4分，局部地区调整幅度高达7分。 	<p>国家发改委相关人士近期表示，《可再生能源配额管理考核办法》讨论稿已通过发改委主任会议，将提交国务院审议。媒体对该讨论稿具体内容进行报道：</p> <ul style="list-style-type: none"> 可再生能源主要包括风电、太阳能和生物质能。 分为6个区域明确各地在2015年、2017年和2020年可再生能源电力配额的基本指标和先进指标。 规定各省级政府和国网及省级电网企业将共同承担完成可再生能源电力配额的责任。
规范风电招标市场和出质保验收工作	促核准项目及时投资建设
<p>2014年9月25日，国家能源局发布国家能源局关于规范风电设备市场秩序有关要求的通知 国能新能[2014]412号。对设备认证和质量验收做出了关键制度性安排：</p> <ul style="list-style-type: none"> 规定2015年7月1日起执行公开招标机组必须具备“型式认证”，加强检测认证以保证风电设备质量。 提出建立规范的风电设备质量验收制度的要求，旨在缓解设备商质保金的无法顺利结算所带来的经营压力。 构建公平、公正、开放的招标采购市场，杜绝风电机组招标采购过程中出现了地方保护主义等行为。 加强风电设备市场的信息披露和监管。 	<p>2014年10月12日，国家能源局下发《国家能源局关于开展新建电源项目投资开发秩序专项监管工作的通知》，通知要求各地：</p> <ul style="list-style-type: none"> 坚决制止新项目投产前的投机行为 落实项目建设计划，促进项目及时投资建设。 加强对新项目的股权变更和建设进度的监管。

资料来源：政府公告、金风科技、世纪证券研究所

Figure 17 财务预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	19293	29564	32923	38304	营业收入	12308	18212	21218	24191
现金	4455	8894	9021	11050	营业成本	9702	13222	15337	17384
应收账款	8639	12976	15118	17236	营业税金及附加	85	91	106	121
其他应收款	517	721	840	958	营业费用	1135	1421	1485	1645
预付账款	605	859	997	1130	管理费用	839	1056	1167	1270
存货	3002	4582	5314	6024	财务费用	321	446	561	513
其他流动资产	2074	1532	1633	1907	资产减值损失	134	120	120	120
非流动资产	15077	14431	13965	13371	公允价值变动收益	4	5	5	5
长期投资	857	857	857	857	投资净收益	379	420	500	600
固定资产	3217	6465	7759	8076	营业利润	476	2281	2947	3743
无形资产	416	416	416	416	营业外收入	55	100	100	100
其他非流动资产	10587	6694	4933	4022	营业外支出	25	30	30	30
资产总计	34370	43996	46888	51675	利润总额	506	2351	3017	3813
流动负债	11538	19124	20352	23055	所得税	72	353	453	572
短期借款	361	5872	4071	5120	净利润	434	1998	2564	3241
应付账款	4578	5950	6902	7823	少数股东损益	6	188	241	305
其他流动负债	6598	7302	9380	10112	归属母公司净利润	428	1810	2323	2936
非流动负债	9039	9039	9039	9039	EBITDA	1028	3045	3997	4830
长期借款	4405	4405	4405	4405	EPS (元)	0.16	0.67	0.86	1.09
其他非流动负债	4634	4633	4634	4634					
负债合计	20577	28163	29391	32093	主要财务比率				
少数股东权益	425	613	855	1160	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	2695	2695	2695	2695	成长能力				
资本公积	8278	8278	8278	8278	营业收入	8.7%	48.0%	16.5%	14.0%
留存收益	2648	4242	5660	7435	营业利润	255.9%	379.6%	29.2%	27.0%
归属母公司股东权益	13368	15219	16642	18422	归属于母公司净利润	179.4%	323.3%	28.3%	26.4%
负债和股东权益	34370	43996	46888	51675	获利能力				
					毛利率(%)	21.2%	27.4%	27.7%	28.1%
					净利率(%)	3.5%	9.9%	10.9%	12.1%
					ROE(%)	3.2%	11.9%	14.0%	15.9%
					ROIC(%)	4.6%	12.8%	16.7%	19.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	59.9%	64.0%	62.7%	62.1%
					净负债比率(%)	24.18%	37.24%	29.55%	30.33%
					流动比率	1.67	1.55	1.62	1.66
					速动比率	1.40	1.30	1.35	1.40
					营运能力				
					总资产周转率	0.37	0.46	0.47	0.49
					应收账款周转率	1	2	1	1
					应付账款周转率	2.10	2.51	2.39	2.36
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.16	0.67	0.86	1.09
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	-0.26	1.07	0.76
					每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.65	6.18	6.84
					估值比率				
					P/E	78.57	18.56	14.47	11.44
					P/B	2.51	2.21	2.02	1.82
					EV/EBITDA	34	12	9	7

现金流量表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1930	-688	2895	2054
净利润	434	1998	2564	3241
折旧摊销	232	318	489	574
财务费用	321	446	561	513
投资损失	-379	-420	-500	-600
营运资金变动	1399	-3721	-324	-1819
其他经营现金流	-76	690	104	144
投资活动现金流	-6077	405	500	600
资本支出	6219	0	0	0
长期投资	3	0	0	0
其他投资现金流	145	405	500	600
筹资活动现金流	1839	4722	-3268	-625
短期借款	76	5511	-1802	1050
长期借款	1669	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	289	0	0	0
其他筹资现金流	-195	-789	-1466	-1675
现金净增加额	-2328	4439	127	2029

数据来源: 天软估值模型、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.