

2014年11月20日

赖燊生

Leon\_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 15.00RMB/16.00HK\$

## 金风科技(002202/2208.HK)

Buy 买入

风机招标量高增长，未来业绩增长有保障，维持“买入”建议

### 结论与建议：

近期公司股价(尤其港股)较为疲软，我们预计与两方面因素有关。其一，9月份发改委发布风电电价调整征询稿，原预期15年6月30日后新并网装机执行新的上网电价下调6-8%，我们跟公司沟通，了解最新方案显示电价下调幅度远小于征询稿方案；其二，因为调价预期，市场预期今年至明年上半年风电将出现抢装，对后续年份设备出货量增长持疑虑。根据最新信息，此次电价调整将快于预期，由发文起即刻执行，因此抢装现象也不存在。因此，我们认为市场对传闻过度担忧，股价调整给予好的买入时机。

我们维持此前盈利预测，预计公司14、15年分别实现营收176.95亿元(YOY+43.8%)、224.08亿元(YOY+26.6%)，净利润17.64亿元(YOY+312.5%)、23.02亿元(YOY+30.5%)，EPS0.66、0.85元，当前股价对应14、15年动态PE为18X、14X，维持“买入”建议，目标价15.00元(2015年动态PE18X)；H股股价对应14、15年动态PE 14X、11X，同样给予“买入”建议，目标价16.00HK\$(对应15年动态PE15X)。

### 公司基本资讯

|                  |                         |
|------------------|-------------------------|
| 产业别              | 电气设备                    |
| A 股价(2014/11/19) | 11.96                   |
| 深证成指(2014/11/19) | 8225.07                 |
| 股价 12 个月高/低      | 13.19/7.74              |
| 总发行股数(百万)        | 2694.59                 |
| A 股数(百万)         | 2138.53                 |
| A 市值(亿元)         | 322.27                  |
| 主要股东             | 香港中央结算(代理人)有限公司(18.49%) |
| 每股净值(元)          | 5.27                    |
| 股价/账面净值          | 2.27                    |
|                  | 一个月 三个月 一年              |
| 股价涨跌(%)          | 5.2 26.0 46.1           |

### 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 |
| 2014-04-28 | 8.79 | 买入 |

### 产品组合

|       |       |
|-------|-------|
| 1.5MW | 52.3% |
| 2.5MW | 26.6% |
| 风电场开发 | 11.7% |

### 机构投资者占流通 A 股比例

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 17.6% |
| 一般法人 | 33.1% |

### 股价相对大盘走势



- 电价调整幅度低于此前预期，近期有望落实：**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，其中提到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下调，多数地区下调为2-4分，调整幅度约3.6-7.2%，局部地区调整幅度高达7分)。我们与公司沟通最新情况，征询稿下发后，发改委与发电运营商及各地资源开发者、行业专家探讨，认为尽管风机价格近年来下降幅度较大(下降约30%)，但与此同时风电场土建成本上升迅速(普遍上升20-30%)，且考虑此前我国风机装机高峰在09-10年，15年后高峰期风机将陆续走出质保期，运维成本将显著上升。综合考量，电价调整方案将近期下发，电价下调幅度将远小于征询稿方案，于发文起执行。
- 行业招标量显著放大，预期未来几年维持较高水平：**2014Q1-3风电招标量17.3GW(YOY+37.3%)，符合行业景气度特征。根据最新数据显示，10月份全国风电公开招标量为5.0GW，远超预期。我们认为单月放量与9月份风电电价调整征询稿相关，即所谓的抢装行情。但经过与公司沟通了解，电价调整时间会快于预期，即发文起立刻执行，因此后续所谓的抢装不存在，行业节奏有望回归正常，11、12月份的招标量较10月会显著回落。全年看我们预计14年招标量23-24GW，同比增加32.0-38.0%。此外，《可再生能源配额管理考核办法》年底将出台，将规定各省级政府和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，可谓行业之重大利好。配额制的落实将有效保障可再生能源企业的投资回报率，有利于行业健康有序的发展，我们预期未来2-3年每年招标量将维持在22-24GW的较高水平。
- 资本开支可控，未来综合毛利率有望平稳，费用率下降：**公司预计未来两年资本开支规模50亿/年左右，主要是风电场开发投入，设备制造技改投入需求较小，目前公司在手现金80多亿元，且回款质量高，资金压力小。盈利角度看，公司机组价格稳定，未来随着高毛利率的风电场收入比重提升，综合毛利率还有望小幅提升；费用率则在规模效应下有下降空间。
- 盈利预测：**预计公司14、15年实现净利润17.64亿元(YOY+312.5%)、23.02亿元(YOY+30.5%)，EPS0.66、0.85元。短期调整幅度较大，公司价值突出，当前股价对应14、15年动态PE为18X、14X，维持“买入”建议，目标价15.00元(2015年动态PE18X)；H股股价对应14、15年动态PE 14X、11X，同样给予“买入”建议，目标价16.00HK\$(15年动态PE15X)。

接续下页 .....

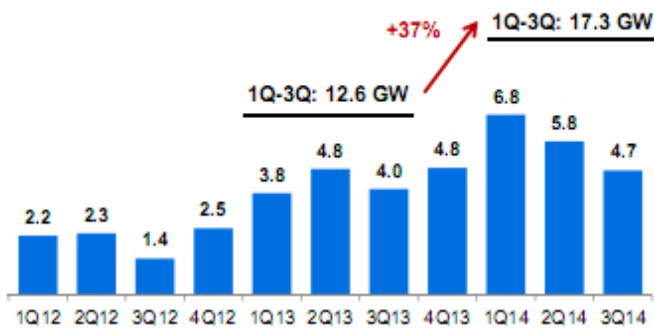
| 年度截止 12 月 31 日 |         | 2011    | 2012    | 2013    | 2014F   | 2015F  |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 纯利(Net profit) | RMB 百万元 | 607     | 153     | 428     | 1764    | 2302   |
| 同比增减           | %       | -73.50% | -74.77% | 179.42% | 312.46% | 30.49% |
| 每股盈余(EPS)      | RMB 元   | 0.225   | 0.057   | 0.159   | 0.655   | 0.854  |
| 同比增减           | %       | -73.50% | -74.77% | 179.42% | 312.46% | 30.49% |
| A 股市盈率(P/E)    | X       | 45.57   | 215.50  | 77.12   | 18.12   | 14.07  |
| 股利(DPS)        | RMB 元   | 0.05    | 0.06    | 0.08    | 0.10    | 0.10   |
| 股息率(Yield)     | %       | 0.49%   | 0.45%   | 0.65%   | 0.82%   | 0.82%  |

图表一： 风机招标放量

单位：GW

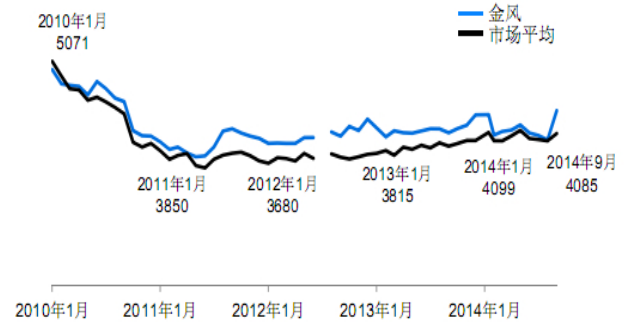
图表二： 风机价格企稳

历年全国风电设备公开招标量 (GW)



资料来源：公司公告，群益证券(2014/11)

国内1.5MW机型月度平均投标价格 (RMB/KW)



资料来源：公司公告，群益证券(2014/11)

=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 | 17695 | 22408 |
| 经营成本          | 10714 | 9584  | 9702  | 12817 | 16072 |
| 营业税金及附加       | 32    | 55    | 85    | 66    | 83    |
| 销售费用          | 943   | 813   | 1135  | 1555  | 1782  |
| 管理费用          | 739   | 713   | 839   | 1100  | 1369  |
| 财务费用          | 249   | 330   | 321   | 600   | 776   |
| 资产减值损失        | 17    | 107   | 134   | 59    | 62    |
| 投资收益          | 517   | 411   | 379   | 486   | 450   |
| 营业利润          | 698   | 134   | 476   | 2018  | 2715  |
| 营业外收入         | 177   | 101   | 55    | 86    | 65    |
| 营业外支出         | 10    | 28    | 25    | 21    | 23    |
| 利润总额          | 864   | 207   | 506   | 2082  | 2757  |
| 所得税           | 146   | 41    | 72    | 318   | 379   |
| 少数股东损益        | 111   | 12    | 6     | 55    | 76    |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 607   | 153   | 428   | 1764  | 2302  |

## 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,不在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。