

2015年01月08日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 17.2RMB/16.0HK\$

金风科技(002202/2208.HK)

Buy 买入

跟踪报告：风电电价方案好于预期，未来强者恒强

结论与建议：

发改委近日正式公布陆上风电标杆电价调整方案，I、II、III类风资源区上网电价分别降低0.02元/kwh至0.49、0.52、0.56元/kwh，第IV类风资源区维持0.61元/kwh不变。新电价适用于15年1月1日核准，或者在此之前核准但于2016年1月1日以后并网的项目。较14年9月公布的征求意见稿，每类资源区的下调幅度均减少了2分钱，并网的划分时点延后了半年。我们认为，电价下调幅度好于此前预期，鉴于14年底之前核准项目要赶在15年并网，也会带动风机15年抢装行情，利好设备商。

盈利方面，我们预计公司14、15年实现营收176.95亿元(YOY+43.8%)、233.62亿元(YOY+32.0%)，实现净利润17.64亿元(YOY+312.5%)、23.17亿元(YOY+31.4%)，EPS0.66、0.86元，当前股价对应15年动态PE 16X，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17.20元(2015年动态PE20X)；H股股价对应15年动态PE12X，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(2015/1/7)	14.11
深证成指(2015/1/7)	11613.36
股价 12 个月高/低	14.43/7.95
总发行股数(百万)	2694.59
A 股数(百万)	2138.53
A 市值(亿元)	380.21
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	2.68
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	18.6 22.6 68.7

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

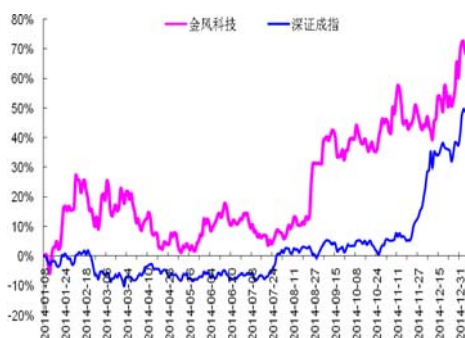
产品组合

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



- **风电电价下调幅度小于此前预期，对运营商构成利好**：此次 I、II、III 类区上网电价下调 2 分钱，新风电项目的 ROE 降低 2-2.5ppt；但由于此次调价幅度较此前征求意见稿减小 2 分钱，风电场受到的影响好于之前的预期，利好风电运营商估值修复。
- **2015 年存在抢装行情，预计 15 年新增装机同比增加 22-39%**：为了争取获得更高的上网电价，运营商在 I、II、III 类风资源区已经取得核准而未完工的项目会赶在 2015 年年底之前完成并网。综合考量风电运营商手中已核准未完工项目及各自并网能力、电厂建设进度，我们预计 2015 年风电装机将达到 22-25GW，同比增长 22-39%(注：群益预计 14 年风机吊装容量 18GW)，行业抢装的出现将利好风机整机设备厂商。
- **能源局对大力发展风电持积极态度，未来行业格局呈现强者恒强**：近期全国能源工作会议上能源局重申了大力发展风电的态度，政策支持力度保持连续。值得一提的一点，能源局不再对风电、光伏年度装机目标制定规划，而是交由市场决定。我们认为这一市场化思维将有利于行业竞争格局的优化。其一，自身资源储备多、并网能力强的风电场运营商装机市场份额有望持续提升；其二，风电运营商考虑项目回报率后也倾向于选择品质好的风机整机厂商。综合看，未来风电行业将呈现强者恒强的局面，作为整机厂商龙头，金风受益明显。
- **正面激励员工，利好公司治理**：14/8 月份，公司向重要高层管理人员个人定增股份 55 万股和 40 万股，集合资产管理计划总发行 3670.3 万股，发行金额达到 3.26 亿元。公司员工和管理层参与定增，锁定期 3 年，充分表明员工对公司发展信心，支持公司发展战略，利好公司的发展。
- **设备与风场双轮驱动，业绩高成长确定新高**：公司 14 年整机市场份额近 25%，领先第二名近 10 个百分点，优势巨大。未来，行业竞争格局进一步利好龙头厂商，公司份额有望持续提升，预计十三五期间份额有望提升至 30%；此外，公司目前持有风场权益装机 1.3GW，未来每年增加 0.1-1.0GW，风电场盈利能力强，有望为公司增加净利润近 5 亿元/年，助力未来业绩成长。
- **盈利预测**：预计公司 14、15 年 EPS0.66/0.86 元，YOY+312.5%/31.4%，当前 A 股对应 15 年动态 PE16X，维持“买入”建议，目标价 17.2 元(2015 年动态 PE20X)；H 股股价对应 15 年动态 PE 12X，同样给予“买入”建议，目标价 16.00HK\$(对应 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	2317
同比增减	%	-73.50%	-74.77%	179.42%	312.46%	31.35%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.225	0.057	0.159	0.655	0.860
同比增减	%	-73.50%	-74.77%	179.42%	312.46%	31.35%
A 股市盈率(P/E)	X	62.67	248.42	88.91	21.55	16.41
股利(DPS)	RMB 元	0.05	0.06	0.08	0.10	0.10
股息率(Yield)	%	0.35%	0.39%	0.57%	0.71%	0.71%

=预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	12843	11324	12308	17695	23362
经营成本	10714	9584	9702	12817	16871
营业税金及附加	32	55	85	66	86
销售费用	943	813	1135	1555	1858
管理费用	739	713	839	1100	1428
财务费用	249	330	321	600	809
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	2699
营业外收入	177	101	55	86	95
营业外支出	10	28	25	21	23
利润总额	864	207	506	2082	2771
所得税	146	41	72	318	372
少数股东损益	111	12	6	55	82
归属于母公司所有者的净利润	607	153	428	1764	2317

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。