

2015年03月30日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 25.00RMB/19.00HK\$

金风科技(002202/2208.HK)

Buy 买入

业绩点评: 业绩靓丽, 行业健康发展促龙头加速爆发

结论与建议:

公司近日发布2014年报告, 实现营收177.04亿元(YOY+43.8%), 实现净利润18.54亿元(YOY+327.8%), 分配方案为10股派4.00元。单季看, 4Q收入70.84亿元(YOY+36.5%), 实现净利润6.35亿元(YOY+164.8%)。公司业绩惊艳, 一方面在于行业健康发展, 风机销售大幅增加; 另一方面, 公司加码风电运营, 盈利能力提升。展望未来, 公司作为国内风电全生命周期开发企业, 将是我国风电大发展的最受益者。

公司预计15Q1净利润同比增加350-400%, 业绩再度惊艳。我们预计公司15、16年分别实现营收224.08亿元(YOY+26.6%)、284.57亿元(YOY+27.0%), 实现实现净利润26.25亿元(YOY+45.2%)、33.40亿元(YOY+25.8%), EPS0.99、1.24元, 当前股价对应15、16年动态PE 为18X、14X, 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25.00元(2015年动态PE25X); H股股价对应15、16年动态PE 11X、8X, 同样给予“买入”建议, 目标价19.00HK\$(对应15年动态PE15X)。

公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2015/3/27)	17.81
深证成指(2015/3/27)	12874.42
股价 12 个月高/低	17.81/8.55
总发行股数(百万)	2694.59
A 股数(百万)	2147.96
A 市值(亿元)	479.91
主要股东	香港结算有限公司(18.50%)
每股净值(元)	5.48
股价/账面净值	3.25
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	21.1 28.6 85.2

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
2014-04-28	8.79	买入

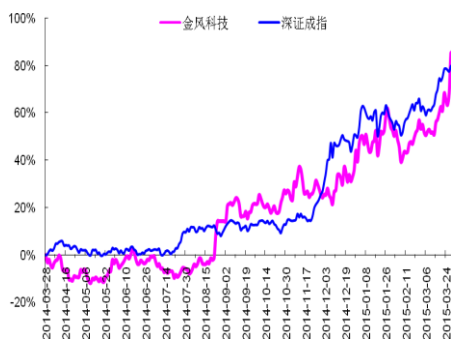
产品组合

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



- **14 年风机装机创历史新高, 15 年装机量有望再创新高**: 2014 年国内风电新增吊装容量达到 23.2GW(YOY+44.2%), 刷新 2010 年 18.9GW 的历史纪录。2015 年政策加强风电专案规划及核准管理, 在限电改善预期以及补贴电价下调的强装压力下, 结合后续配额制的推出, 2015 年我国风电装机有望再创新高, 预计有望达到 25GW。
- **行业景气度高, 对外风机销量大幅增长 44%**: 受风电行业景气度回升影响, 公司 14 年对外销售风机 4.19GW(YOY+43.3%), 实现收入 177.04 亿元(YOY+44%); 截止 2014 年底, 公司累计装机容量超过 24GW, 在全球的总装机数超过 1.76 万台。
- **在手订单再创历史新高, 公司是国内最具竞争力风电企业**: 截止 2014 年末, 公司待执行订单总量为 5.83GW, 公司中标未签订单 6.12GW, 在手订单共计 11.95GW, 较 13 年底增加 4.4GW, 再创历史新高。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, 成最具竞争力的风电企业。
- **持续加码运营, 加大风场发展力度**: 2014 年, 公司经营的风电实现发电收入 11.69 亿元(YOY+217.7%), 风电场销售的投资收益为 3.33 亿元(YOY+148.9%)。截止 2014 年, 公司已完工风电场装机容量 2.0GW, 权益装机容量 1.52GW; 在建风电场专案容量 1.47GW, 权益容量 1.45GW。
- **行业份额持续第一, 未来提升仍有空间**: 根据可再生能源学会风能专业委员会统计资料, 公司 2014 年度国内新增装机 443.4 万千瓦, 市场占有率 19.2%, 连续四年第一。展望未来, 行业发展向好态势明显, 公司作为行业绝对领军者, 深刻理解行业发展规律, 市场份额有望继续提升
- **毛利率大幅提升, 规模化效应带动费用率下降**: 公司全年综合毛利率 27.0%, 同比提升 5.8ppt。未来, 一方面产品价格稳中有升; 另一方面公司风电厂(毛利率 60~70%)等业务收入比重将提升, 毛利率有继续提升空间; 全年综合费用率 17.4%, 同比下降 1.2ppt。
- **盈利预测**: 我们预计公司 15、16 年分别实现净利润 26.25 亿元(YOY+45.2%)、33.40 亿元(YOY+25.8%), EPS0.99、1.24 元, 当前股价对应 15、16 年动态 PE 为 18X、14X, 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 25.00 元(2015 年动态 PE25X); H 股股价对应 15、16 年动态 PE 11X、8X, 同样给予“买入”建议, 目标价 19.00HK\$(对应 15 年动态 PE15X)。

接续下页

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	153	428	1830	2656	3340
同比增减	%	-74.77%	179.42%	327.85%	45.17%	25.77%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.057	0.159	0.679	0.986	1.240
同比增减	%	-74.77%	179.42%	327.85%	45.17%	25.77%
A 股市盈率(P/E)	X	313.56	112.22	26.23	18.07	14.37
股利(DPS)	RMB 元	0.06	0.08	0.40	0.40	0.40
股息率(Yield)	%	0.31%	0.45%	2.24%	2.24%	2.24%

=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%)

公司订单情况						单位: MW
项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	容量	台数	容量	台数	容量	台数
待执行订单						
合计	4085.75	2446	3363.75	2096	5828.25	3218
公司中标未签订订单	容量	台数	容量	台数	容量	台数
合计	2514.5		4156.5		6119	3595
在手订单合计	6600.25		7520.25		11947.25	
其中海外订单	424.25		393		488	
国内订单	6176		7127.25		11459.25	
新增订单报告期内完成率	50%		42%		40%	
待执行订单完成率	40%		58%		51%	

资料来源: 公司公告 群益证券(2015/03)

附一：合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
营业收入	11324	12308	17704	23606	28277
经营成本	9584	9702	12918	16871	19937
营业税金及附加	55	85	87	83	100
销售费用	813	1135	1371	1848	2221
管理费用	713	839	1191	1471	1769
财务费用	330	321	522	687	828
资产减值损失	107	134	123	112	112
投资收益	411	379	507	525	580
营业利润	134	476	2052	3059	3890
营业外收入	101	55	122	125	125
营业外支出	28	25	65	53	53
利润总额	207	506	2109	3131	3962
所得税	41	72	255	428	561
少数股东损益	12	6	24	47	61
归属于母公司所有者的净利润	153	428	1830	2656	3340

附二：合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
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	2012	2013	2014	2015F	2016F
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。