2015 年 03 月 30 日

证券研究报告 公司研究 电气设备

金风科技（002202）2014 年年报点评

买入（维持）

当前价：17.81 元

目标价：24.08 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

一季度业绩超预期，未来受益于一带一路及能源互联网建设

- **业绩总结：**2014 年公司实现营业收入 177.04 亿元，同比增长 43.84%；营业利润 20.52 亿元，同比增长 331.52%；归属于上市公司股东的净利润 18.30 亿元，同比增长 327.85%；折合基本每股收益 0.68 元，分配预案每 10 股送现金 4 元(含税)。公司预计 2015 年 1-3 月归属于上市公司股东的净利润为 2.29 亿元至 2.54 亿元，同比增长 350%-400%，超出市场预期。

- **业绩快速增长来自于：风机出货量和风电场开发收入增长、毛利率提升。**（1）2014 年公司风机实现对外销售容量 4189.75MW，同比上升 43.33%，其中 1.5MW 风机实现销售 3549MW，同比增长 56.9%，占总出货容量的 84.7%。随着国内风电市场趋势不断向更大容量的机型迈进，以及 2014 年底陆上风电特许权项目中公司 2.5MW 机型首次开始大规模接单，我们预计公司未来主导产品将从 1.5MW 机型转向 2.5MW 机型。（2）风电场开发业务 2014 年实现营业收入 11.69 亿元，同比增长 203.64%，截至报告期末公司已完工风电场权益装机容量 1522.42 MW，在建风电场项目权益容量 1453.70 MW，其中有部分项目今年将继续转让创收。（3）盈利能力提升，2014 年公司毛利率同比上升 5.86 个百分点至 27.03%，主要由于风机售价的上升以及钢价持续下跌降低了风机的原材料成本；报告期内公司期间费用率同比下降 1.22 个百分点至 17.42%，其中销售费用率同比下降 1.95 个百分点，费用管控成效明显。

- **在手风机订单饱满。**截至报告期末，公司待执行风机订单总量为 5828.25MW，中标未签订单 6119MW，在手订单共计 11947.25MW。2015 年国内风电上网电价将下调，因此上半年或出现抢装潮，将短期提高风电设备需求，预计 2015 年全国风电装机量约 23GW，同比增长 27.78%，公司作为风电行业龙头将充分受益于行业增长。

- **风电服务业务蓄势待发。**2014 年公司风电服务业务板块收入达到 6.55 亿元，同比增长 9.84%，占全年营收的 3.7%。公司预计 2015 年公司风电服务业务市场规模可达 8 亿元，全国数值可达 62 亿元；到 2020 年，公司和全国的数值分别可达 23 亿元和 141 亿元。公司计划通过开展风电服务业务为客户提高 3%-5%的发电量，增加 20%的机组运行可靠性，降低 20%以上的运维成本，服务价值明显。截止 2014 年底，公司累计装机容量超过 24GW，随着出质保风机容量的增加公司风电服务市场未来前景可期。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	17704.22	22926.96	26251.37	28614.00
增长率	43.84%	29.50%	14.50%	9.00%
归属母公司净利润（百万元）	1829.68	2506.06	3025.83	3304.05
增长率	327.85%	36.97%	20.74%	9.19%
每股收益 EPS（元）	0.68	0.93	1.12	1.23
净资产收益率 ROE	12.39%	15.52%	16.98%	16.82%
PE	28.31	20.67	17.12	15.67
PB	3.51	3.21	2.91	2.64

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：赵曦

执业证号：S1250514060002

电话：021-50755229

邮箱：zhaox@swsc.com.cn

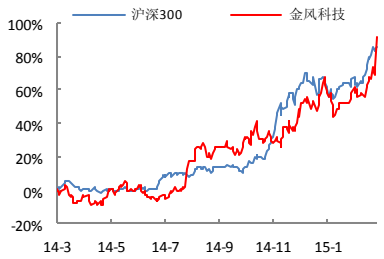
分析师：文雪颖

执业证号：S1250514060001

电话：023-67909731

邮箱：wenxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	26.95
流通 A 股(亿股)	21.48
52 周内股价区间(元)	8.4-17.81
总市值(亿元)	479.91
总资产(亿元)	457.77
每股净资产(元)	5.48

相关研究

1. 金风科技（002202）：业绩超预期，加码风电场开发 (2014-10-30)
2. 金风科技（002202）：高管集体参与定增，彰显未来成长信心 (2014-09-03)
3. 金风科技（002202）：毛利率持续大幅提升，三季度业绩超预期 (2014-08-25)
4. 金风科技（002202）：风机销量增长，毛利率持续提升 (2014-03-24)

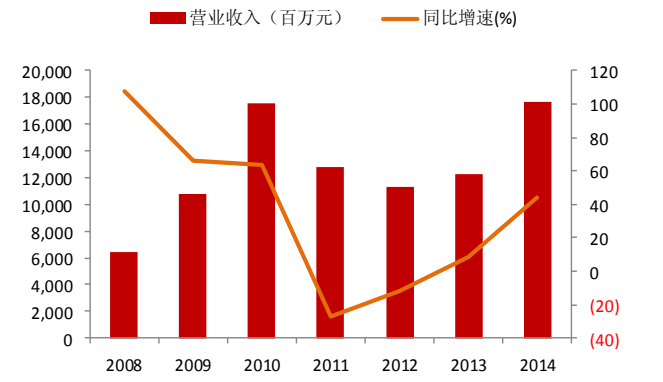
- **受益于一带一路及能源互联网建设。**公司积极推进国际化战略，成功践行国家“一路一带”发展战略，在国际风电市场屡获大单，承载着中国风电高端装备“走出去”的希望。公司自主研发的智能微网项目（以公司研发的风电机组和微网控制体系为主）在北京和江苏先后成功并网发电，其各项技术及集成均处于市场领先地位，对推进中国微电网技术的应用发展及落实电网售电侧的改革具有示范作用。
- **盈利预测及评级：**预计公司 2015 -2017 年 EPS 分别为 0.93 元、1.12、1.23 元，当前股价对应 PE 为 21X、17X、16X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**风机价格大幅下降的风险；风电并网消纳问题恶化的风险；风电上网价格下调的风险，海上风电建设不及预期的风险，风力资源不佳的风险。

表 1：近期风电相关政策

发布时间	政策内容
2014 年 4 月	国家能源局印发《关于做好 2014 年风电并网消纳工作的通知》，要求各地把不断提高风电等清洁能源在电力消费中的比重作为产业发展的核心目标。
2014 年 5 月	国家发改委、国家能源局和环境保护部联合发布《能源行业加强大气污染防治工作方案》，将发展清洁能源和转变能源结构作为改善空气质量的重要保障，该方案提出到 2017 年全国风电装机容量达到 150GW 的目标。
2014 年 6 月	国家发改委下发了《关于海上风电上网电价政策的通知》，制定了海上风电项目上网电价政策。
2014 年 6 月	国家能源局下发了《关于加快推进大气污染防治行动计划 12 条重点输电通道建设的通知》，这些输电通道将在大气污染防治行动计划要求的 2017 年前发挥作用。
2014 年 11 月	国务院办公厅印发的《关于印发能源发展战略行动计划(2014-2020 年)的通知》，提出大力优化东部地区能源结构，鼓励发展有竞争力的新能源和可再生能源。
2014 年 12 月	发改委发布《关于适当调整陆上风电标杆上网电价的通知》，将 I 类、II 类和 III 类资源区风电标杆上网电价每千瓦时降低 2 分，IV 类风区维持不变。
2015 年 3 月	发改委、能源局发布《关于改善电力运行调节促进清洁能源多发满发的指导意见》，提出了“积极促进清洁能源消纳、运用利益补偿机制为清洁能源开拓市场空间、通过移峰填谷为清洁能源多发满发创造有利条件”等多项保障清洁能源发电消纳的要求和措施。

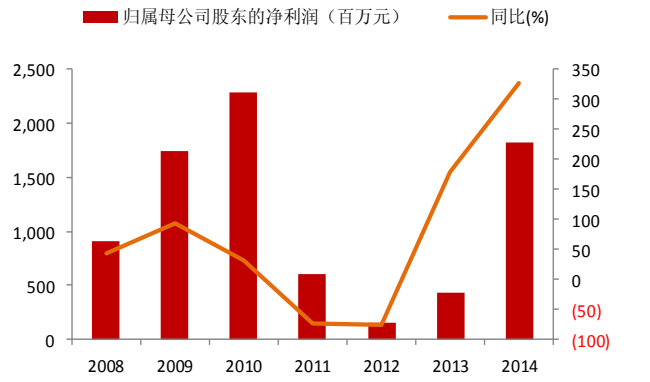
数据来源：公开资料、西南证券

图 1：2008-2014 年营业收入及增速



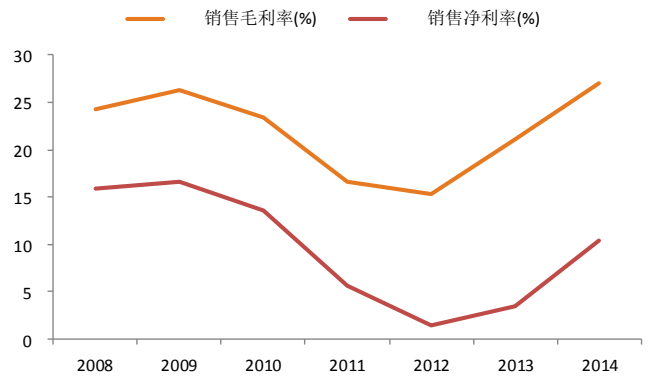
数据来源：公司公告、西南证券

图 2：2008-2014 年净利润及增速



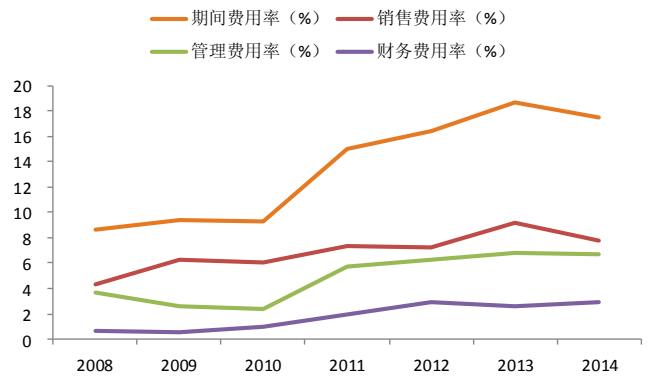
数据来源：公司公告、西南证券

图 3：2008-2014 年毛利率、净利率



数据来源：公司公告、西南证券

图 4：2008-2014 年期间费用率



数据来源：公司公告、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	17704.22	22926.96	26251.37	28614.00
营业成本	12918.46	16920.10	19347.26	21031.29
营业税金及附加	87.22	112.94	129.32	140.96
销售费用	1371.37	1673.67	1863.85	2002.98
管理费用	1191.19	1513.18	1706.34	1802.68
财务费用	521.79	264.04	177.41	159.66
资产减值损失	123.14	121.37	121.37	121.37
投资收益	559.80	520.00	550.00	450.00
公允价值变动损益	1.47	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2052.32	2841.67	3455.83	3805.06
其他非经营损益	56.67	53.28	53.28	53.28
利润总额	2108.99	2894.95	3509.11	3858.34
所得税	255.47	356.24	443.87	511.25
净利润	1853.51	2538.70	3065.24	3347.09
少数股东损益	23.83	32.64	39.41	43.03
归属母公司股东净利润	1829.68	2506.06	3025.83	3304.05
资产负债表（百万元）	**2014A**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
货币资金	9713.92	6847.67	9851.01	10342.78
应收和预付款项	13002.04	18438.66	17557.25	21670.23
存货	3649.58	5063.03	4899.40	5930.18
其他流动资产	537.95	537.95	537.95	537.95
长期股权投资	917.29	1437.29	1987.29	2437.29
投资性房地产	76.59	66.79	56.99	47.19
固定资产和在建工程	10481.78	9608.78	8735.77	7862.77
无形资产和开发支出	685.74	660.76	635.79	610.82
其他非流动资产	4670.20	4642.34	4614.48	4614.48
资产总计	43735.10	47303.28	48875.94	54053.69
短期借款	2547.61	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	13940.33	18640.67	18504.31	21815.90
长期借款	6022.75	6022.75	6022.75	6022.75
其他负债	6074.19	6074.19	6074.19	6074.19
负债合计	28584.88	30737.61	30601.24	33912.84
股本	2694.59	2694.59	2694.59	2694.59
资本公积	7942.11	7942.11	7942.11	7942.11
留存收益	4131.09	5513.90	7183.51	9006.63
归属母公司股东权益	14767.79	16150.60	17820.21	19643.33
少数股东权益	459.22	491.86	531.27	574.31
股东权益合计	15227.01	16642.46	18351.48	20217.64
负债和股东权益合计	43811.89	47380.06	48952.72	54130.48
业绩和估值指标	**2014A**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
EBITDA	3169.24	4103.06	4649.41	4966.42
PE	28.31	20.67	17.12	15.67
PB	3.51	3.21	2.91	2.64
PS	2.93	2.26	1.97	1.81
EV/EBITDA	15.89	12.37	10.29	9.55
股息率	0.42%	2.17%	2.62%	2.86%

现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	1853.51	2538.70	3065.24	3347.09
折旧与摊销	438.23	24.97	24.97	24.97
财务费用	521.79	264.04	177.41	159.66
资产减值损失	123.14	121.37	121.37	121.37
经营营运资本变动	3934.55	-2201.95	875.44	-1855.79
其他	-4142.09	406.04	375.88	451.78
经营活动现金流净额	2729.14	1153.18	4640.31	2249.08
资本支出	-2429.06	0.00	0.00	0.00
其他	754.32	45.29	45.29	45.29
投资活动现金流净额	-1674.74	45.29	45.29	45.29
短期借款	2186.29	-2547.61	0.00	0.00
长期借款	1617.60	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-215.57	-1123.26	-1356.22	-1480.93
其他	546.60	-393.85	-326.04	-321.67
筹资活动现金流净额	4134.92	-4064.72	-1682.26	-1802.60
现金流量净额	5189.32	-2866.25	3003.34	491.77
财务分析指标	**2014A**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
成长能力				
销售收入增长率	**43.84%**	**29.50%**	**14.50%**	**9.00%**
营业利润增长率	**331.52%**	**38.46%**	**21.61%**	**10.11%**
净利润增长率	**327.44%**	**36.97%**	**20.74%**	**9.19%**
EBITDA 增长率	**173.91%**	**29.46%**	**13.32%**	**6.82%**
获利能力				
毛利率	27.03%	26.20%	26.30%	26.50%
三费率	17.42%	15.05%	14.28%	13.86%
净利率	10.47%	11.07%	11.68%	11.70%
ROE	12.39%	15.52%	16.98%	16.82%
ROA	6.24%	6.95%	7.85%	7.73%
ROIC	15.31%	21.20%	21.79%	25.78%
EBITDA/销售收入	17.90%	17.90%	17.71%	17.36%
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.48	0.54	0.53
固定资产周转率	2.17	2.39	3.01	3.64
应收账款周转率	1.57	1.43	1.72	1.52
存货周转率	3.54	3.34	3.95	3.55
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	0.95	——	——	——
资本结构				
资产负债率	65.36%	64.98%	62.61%	62.74%
带息债务/总负债	29.98%	19.59%	19.68%	17.76%
流动比率	1.30	1.36	1.45	1.48
速动比率	1.11	1.11	1.21	1.24
股利支付率	11.78%	44.82%	44.82%	44.82%
每股指标				
每股收益	0.68	0.93	1.12	1.23
每股净资产	5.48	5.99	6.61	7.29
每股经营现金	1.01	0.43	1.72	0.83
每股股利	0.08	0.42	0.50	0.55

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠
010-57631295
13716334008
wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江
021-50755210
13632421656
lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）
0755-83288793
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-88286971
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

易芳
0755-88285458
18610942879
yifang@swsc.com.cn

罗聪
0755-88286972
15219509150
luoc@swsc.com.cn