

2015年04月29日

赖桑生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 27.0RMB/26.0HK\$

金风科技(002202/2208.HK)

Buy 买入

业绩点评: 持续高增长, 运营再助力

结论与建议:

公司今日发布15Q1业绩报告, 报告期实现收入25.52亿元(YOY+77.9%), 实现净利润2.49亿元(YOY+389.7%)。业绩大幅增长主要是由于2015年供货节奏提前, 风机销售容量同比增长, 同时公司装机容量较去年同期增加, 发电量同比增长。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15H1净利润同比增加200-250%, 业绩继续惊艳。我们预计公司15、16年分别实现营收236.06亿元(YOY+33.3%)、282.77亿元(YOY+19.8%), 实现净利润28.45亿元(YOY+55.5%)、36.37亿元(YOY+27.9%), EPS1.06、1.35元, 当前A股价对应15、16年动态PE为19X、15X, 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27.0元(2015年PE20X); H股股价对应15、16年动态PE 13X、10X, 同样给予“买入”建议, 目标价26.0HK\$。

公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2015/4/28)	19.76
深证成指(2015/4/28)	14707.25
股价 12 个月高/低	21.26/8.55
总发行股数(百万)	2694.59
A 股数(百万)	2147.96
A 市值(亿元)	445.92
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司(18.50%)
每股净值(元)	5.53
股价/账面净值	3.76
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	16.6 36.8 138.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-04-28	8.79	买入
2015-01-08	14.11	买入
2015-03-30	17.81	买入

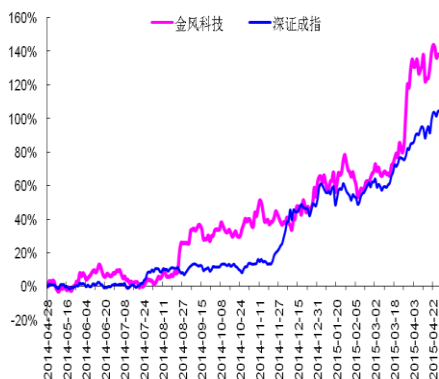
产品组合

1.5MW	69.3%
2.5MW	18.0%
风电场开发	6.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.2%
一般法人	34.5%

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。

■ **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 2015 年 3 月 31 日, 公司待执行订单总量为 6.84GW, 中标未签订单 5.80GW, 在手订单共计 12.63GW, 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。

■ **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 4.43GW, 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, 公司预计 15 年对外销售风机超 5.0GW。

■ **持续加码运营, 加大风场发展力度:** 2014 年年末公司已完工风电场装机容量 2.0GW, 权益装机容量 1.52GW; 在建风电场容量 1.47GW, 权益容量 1.45GW。预计 2015 年大概率新增权益装机达到并超过 1GW(根据我们测算, 每增加 1GW 的风电场运营将为公司贡献净利润超 4 亿元), 年底权益装机有望达到 3GW。展望未来, 公司在手项目储备丰富, 预计未来每年新增有可能在 1GW 左右, 风场持续放量, 为公司中长期成长助力。

■ **毛利率保持高位, 规模化效应带动费用率下降:** 公司 1Q 综合毛利率 30.9%, 同比下降 1.3ppt, 继续保持了高水准。未来, 一方面产品价格稳定; 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; 1Q 综合费用率 27.4%, 同比下降 1.5ppt。公司 1Q 经营性净现金流-14.38 亿元, 较去年同期大幅好转, 体现经营管理水平改善。

■ **盈利预测:** 公司预计 15H1 净利润同比增加 200-250%, 业绩继续惊艳。我们预计公司 15、16 年分别实现净利润 28.45 亿元(YOY+55.5%)、36.37 亿元(YOY+27.9%), EPS1.06、1.35 元, 当前 A 股价对应 15、16 年动态 PE 为 19X、15X, 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 27.0 元(2016 年 PE20X); H 股股价对应 15、16 年动态 PE 13X、10X, 同样给予“买入”建议, 目标价 26.0HK\$。

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	2845	3637
同比增减	%	-74.77%	179.42%	327.85%	55.47%	27.85%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.057	0.159	0.679	1.056	1.350
同比增减	%	-74.77%	179.42%	327.85%	55.47%	27.85%
A 股市盈率(P/E)	X	347.89	124.51	29.10	18.72	14.64
股利(DPS)	RMB 元	0.06	0.08	0.10	0.20	0.20
股息率(Yield)	%	0.28%	0.40%	0.51%	1.01%	1.01%

=预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

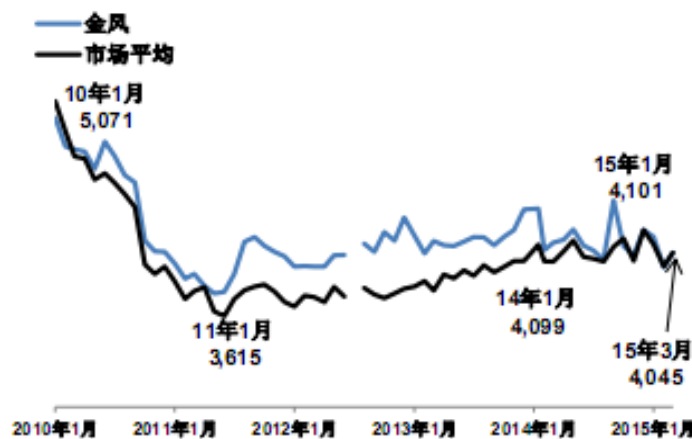
强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)
中性 Neutral (10% > ER > -10%)
卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

图表一: 公司 1.5MW 风机价格保持稳定

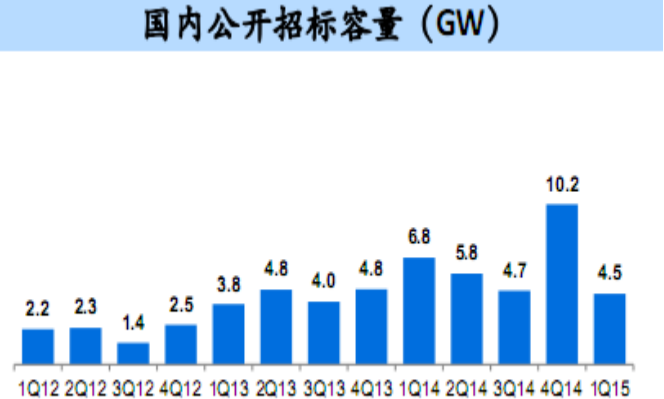
单位: 元/KW

图表二: 风机招标回归合理水平

单位: GW



资料来源: 公司公告, 群益证券(2015/04)



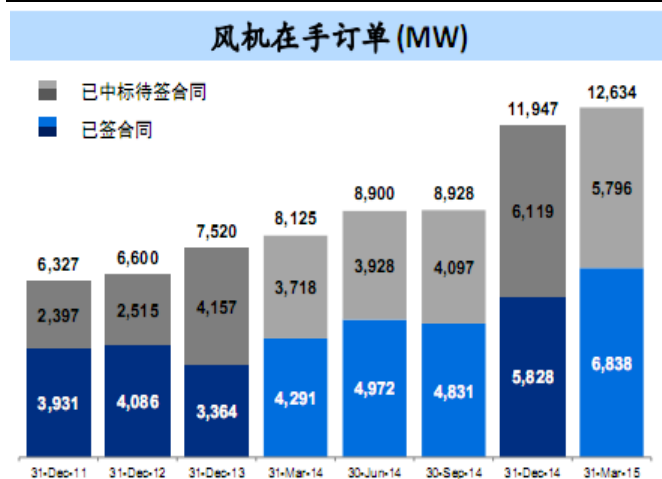
资料来源: 公司公告, 群益证券(2015/04)

图表三: 公司在手订单再创新高

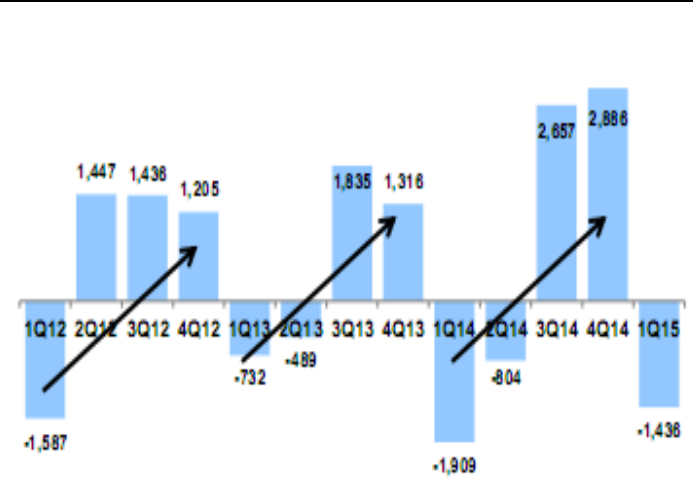
单位: MW

图表四: 公司经营现金流大幅好转

单位: 百万元



资料来源: 公司公告, 群益证券(2015/04)



资料来源: 公司公告, 群益证券(2015/04)

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	87	101
销售费用	813	1135	1371	1828	2209
管理费用	713	839	1191	1427	1739
财务费用	330	321	522	651	781
资产减值损失	107	134	123	131	112
投资收益	411	379	507	532	650
营业利润	134	476	2052	3214	4046
营业外收入	101	55	122	157	200
营业外支出	28	25	65	72	63
利润总额	207	506	2109	3298	4183
所得税	41	72	255	417	498
少数股东损益	12	6	24	37	48
归属于母公司所有者的净利润	153	428	1830	2845	3637

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。