



买入

55% ↑

目标价格:人民币 25.00

002202.CH

价格:人民币 16.13

目标价格基础:22倍 15年市盈率

金风科技

业绩增长符合预期，持续推荐

金风科技前三季度实现销售收入、毛利润、营业利润和归属于母公司净利润分别为 185.44 亿元、51.83 亿元、23.20 亿元和 21.08 亿元，同比增长 74.61%、67.61%、75.52%和 76.40%；3 季度单季度实现销售收入、毛利润、营业利润和归属于母公司净利润分别为 91.15 亿元、24.24 亿元、9.76 亿元和 8.62 亿元，同比增长 48.22%、40.76%、-1.70%和-0.21%，环比增长 32.54%、22.91%、-9.11%和-13.47%；全年业绩增长预计在 50%-100%，归属于母公司净利润在 27.44 到 36.59 亿元。业绩增长符合预期，持续推荐。

支撑评级的要点

- 单季度毛利润率同比环比有所下滑，预计主要与产品结构变化相关，费用率合理，盈利能力具备持续性。
- 订单充足，保证风机销售持续稳步推进。其中 2.0MW 风机订单增加明显。
- 公司风场持续放量，预计 2015 年大概率新增权益装机在 800MW-1GW，且具备持续性。风电场利润率处于行业内领先水平，且随着国内进入降息通道（当前 5 年期以上贷款利率已经由 6.55%降到 4.90%），对风电场运营的净利润有所增加。
- 风场转让预计将增厚公司利润。公司公告全资子公司北京天润新能源投资有限公司转让公司持有的风场股权（吉林同力风力发电有限公司 51%的股权和赤峰市天润鑫能新能源有限公司 90%的股权），转让价格分别为人民币 12,169 万元和人民币 18,380 万元。
- 公司互联网能源的核心标的之一。能源结构调整中可再生能源风电的龙头企业（能源提供商）+2 万台风机大数据基础+信息化平台+微网领先试验者，公司是互联网能源的核心标的之一。
- 践行国家“一带一路”发展战略，持续积极拓展全球风电市场。

评级面临的主要风险

- 限电影响超预期；风场装机不达预期

估值

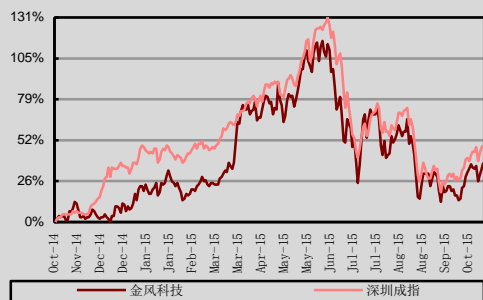
- 持续推荐金风科技，目标价 25.00 元。上调 2015-2017 年盈利预测到 1.12、1.36 和 1.68 元每股。

投资摘要

年结日：12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	12,308	17,704	22,767	25,577	28,749
变动(%)	9	44	29	12	12
净利润(人民币 百万)	440	1,877	2,365	2,777	3,404
全面摊薄每股收益(人民币)	0.159	0.679	1.119	1.358	1.677
变动(%)	179.4	327.8	64.8	21.3	23.5
全面摊薄市盈率(倍)	101.6	23.8	14.4	11.9	9.6
价格/每股现金流量(倍)	22.5	15.4	(4.5)	2.1	(6.8)
每股现金流量(人民币)	0.72	1.05	(3.61)	7.57	(2.36)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	69.2	17.4	14.0	8.3	7.9
每股股息(人民币)	0.080	0.400	0.769	0.806	1.045
股息率(%)	0.5	2.5	4.8	5.0	6.5

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	11.9	17.8	(17.0)	41.7
相对深证成指	10.5	(0.2)	(3.4)	(5.8)

发行股数(百万)	2,736
流通股(%)	79
流通股市值(人民币 百万)	34,647
3 个月日均交易额(人民币 百万)	742
净负债比率(%) (2015E)	101
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源：公司数据，聚源及中银国际研究
以 2015 年 10 月 26 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电气设备：电源设备

(8621)20328613
lixin.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300515080001

业绩增长符合预期，持续推荐。金风科技前三季度实现销售收入、毛利润、营业利润和归属于母公司净利润分别为 185.44 亿元、51.83 亿元、23.20 亿元和 21.08 亿元，同比增长 74.61%、67.61%、75.52% 和 76.40%；3 季度单季度实现销售收入、毛利润、营业利润和归属于母公司净利润分别为 91.15 亿元、24.24 亿元、9.76 亿元和 8.62 亿元，同比增长 48.22%、40.76%、-1.70% 和 -0.21%，环比增长 32.54%、22.91%、-9.11% 和 -13.47%；全年业绩增长预计在 50%-100%，归属于母公司净利润在 27.44 到 36.59 亿元。业绩增长符合预期，持续推荐。

图表 1. 金风科技三季报业绩数据分析

(亿元)	2015Q1-3	2014Q1-3	同比变动(%)	2015Q3	2015Q2	2014Q3	环比变动(%)	同比变动(%)
营业收入	185.44	106.21	74.61	91.15	68.78	61.50	32.54	48.22
营业利润	23.20	13.22	75.52	9.76	10.74	9.93	(9.11)	(1.70)
净利润	21.26	12.06	76.27	8.62	10.12	8.62	(14.78)	0.06
归属于上市公司股东的净利润	21.08	11.95	76.40	8.62	9.97	8.64	(13.47)	(0.21)
扣非后净利润	20.05	11.42	75.50	9.25	9.24	8.49	0.14	8.96
销售成本	133.61	75.28	77.49	66.91	49.05	44.27	36.40	51.13
毛利润	51.83	30.93	67.61	24.24	19.72	17.22	22.91	40.76
经营活动净收益	21.15	8.53	148.01	21.15	10.85	8.53	95.02	148.01
销售费用	14.53	9.89	46.95	7.33	4.83	5.78	51.91	26.98
管理费用	10.56	7.82	35.01	4.69	3.31	3.56	41.63	31.52
财务费用	3.79	3.95	(4.07)	1.36	1.12	1.76	21.62	(22.59)
资产减值损失	1.03	0.44	136.18	(0.01)	0.75	0.29	(101.78)	(104.60)
销售费用率(%)	7.83	9.31	(1.47)	8.05	7.02	9.39	1.03	(1.35)
管理费用率(%)	5.69	7.36	(1.67)	5.14	4.81	5.80	0.33	(0.65)
财务费用率(%)	2.04	3.72	(1.68)	1.50	1.63	2.86	(0.13)	(1.37)
毛利率(%)	27.95	29.12	(1.17)	26.59	28.67	28.00	(2.08)	(1.41)
净利率(%)	11.47	11.36	0.11	9.46	14.49	14.05	(5.03)	(4.59)

资料来源：万得，中银国际证券

单季度毛利率同比环比有所下滑，预计主要与产品结构变化相关，费用率合理，盈利能力具备持续性。收入增长来自于风机销售量和风电场发电收入较去年同期增加。毛利率的降低推测可能与风机销售的产品结构变化有关，其中预计风机产品里面相对利润率较低的 2.0MW 风机占比提升，但是随着该产品的量提升，规模效应显现，毛利率有望回升。公司费用率合理，稳中有降。前三季度受益公司精益管理，销售费用率、管理费用率和财务费用率同比封闭降低 1.47、1.67 和 1.68 个百分点。

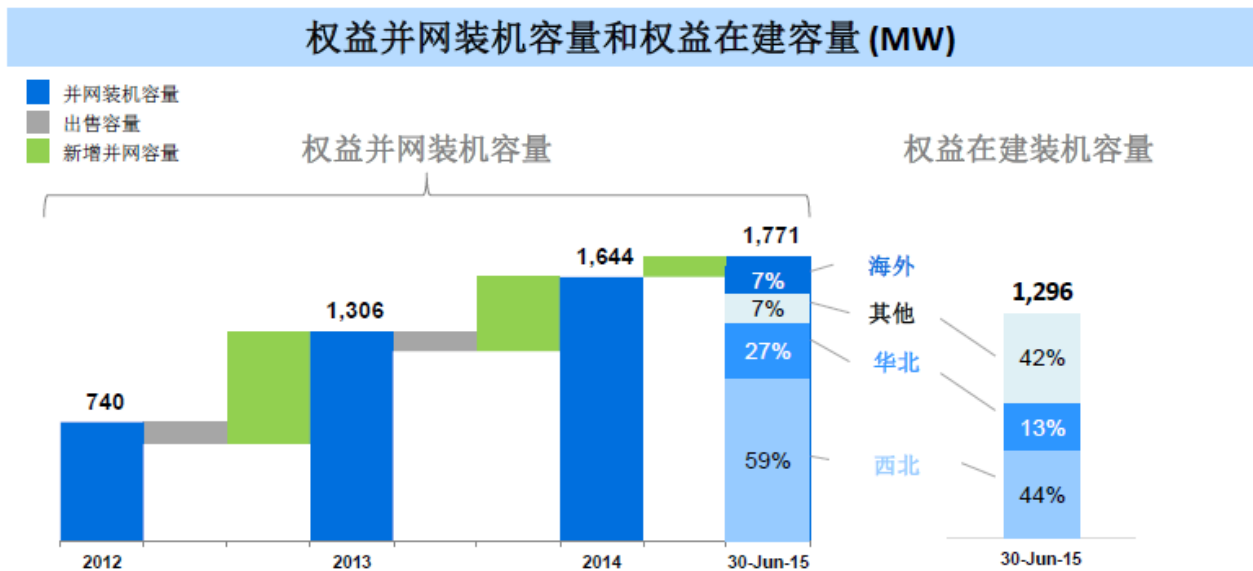
订单充足，保证风机销售持续稳步推进。其中 2.0MW 风机订单增加明显。截至 2015 年 9 月 30 日，公司待执行订单总量为 7,327.5MW，分别为 750kW 机组 6MW，1.5MW 机组 4,524MW，2.0MW 机组 1,214MW，2.5MW 机组 1,442.5MW，3.0MW 机组 141MW。除此之外，公司中标未签订单 3,993MW，包括 1.5MW 机组 2,244MW，2.0MW 机组 1,064MW，2.5MW 机组 685MW；在手订单共计 11,320.5MW。去年同期，公司待执行订单总量为 4,831MW，中标未签订单 4,096.5MW，在手订单共计 8,927.5MW。

图表 2. 金风科技风机订单情况 (MW)

待执行订单	2014-12-31		2015-03-31		2015-06-30		2015-09-30	
	容量	台数	容量	台数	容量	台数	容量	台数
合计	5,828.25	3,457	6,837.75	4,011	7,894	4,622	7,327.5	4,255
750KW	17.25	23	6.75	9	6	8	6	8
1.5MW	4,036.5	2,691	4,560	3,040	51,37.5	3,425	4,524	3,016
2.0MW	478	239	700	350	1,024	512	1,214	607
2.5MW	1,077.5	431	1,325	530	15,22.5	609	1,442.5	577
3.0MW	219	73	246	82	204	68	141	47
中标未签订订单	容量	台数	容量	台数	容量	台数	容量	台数
合计	6,119	3,595	5,796	3,425	4,323	0	3,993	2,302
750KW								
1.5MW	3,993	2,662	3,724.5	2,483	0	0	2,244	1,496
2.0MW	858	429	1,134	567	0	0	1,064	532
2.5MW	1,220	488	937.5	375	0	0	685	274
3.0MW	48	16	0	0	0	0	0	0
在手订单合计	11,947.25		12,633.75		12,217		11,320.5	

资料来源: 万得, 中银国际证券

公司风场持续放量, 预计 2015 年大概率新增权益装机达到并超过 1GW, 年底权益装机有望达到 3GW。风电场利润率处于行业内领先水平, 且随着国内进入降息通道 (当前 5 年期以上贷款利率已经有 6.55% 降到 4.90%), 对风电场运营的净利润有所增加。在建工程中其他区域比例增加, 西北、华北区域比例降低, 降低新疆区域限电因素影响, 再加上输电通路的建设, 和电改的因素, 风场运营盈利能力持续可期。

图表 3. 金风科技权益并网装机量和权益在建容量 (MW)


- 上半年公司新增127MW权益装机容量, 截至2015年6月30日, 累计权益装机容量达到1,771MW。

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

风场转让预计将增厚公司利润。公司公告全资子公司北京天润新能源投资有限公司转让公司持有的风场股权(吉林同力风力发电有限公司 51%的股权和赤峰市天润鑫能新能源有限公司 90%的股权)，转让价格分别为人民币 12,169 万元和人民币 18,380 万元。其中吉林同力目前运营的风电场包括同力一期 49.5 兆瓦、同力二期 49.5 兆瓦两个项目已全部建成且并网发电。赤峰天润目前建设的风电场包括赤峰盛风松山蔡家沟 49.5 兆瓦项目、赤峰盛华松山上地 49.5 兆瓦项目，项目已全部建成且并网发电。

公司互联网能源的核心标的之一。能源结构调整中可再生能源风电的龙头企业(能源提供商)+2 万台风机大数据基础+信息化平台+微网领先试验者，公司是互联网能源的核心标的之一。公司智能微网项目已有两个实际案例并网(北京、江苏)，结合发电(风光)、微网控制、储能、保护系统、监控系统以及调度和用户侧管理，项目经验领先，拓展能力强。

践行国家“一带一路”发展战略，持续积极拓展全球风电市场。

持续推荐金风科技，目标价 25.00 元。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	12,308	17,704	22,767	25,577	28,749
销售成本	(9,787)	(13,006)	(16,486)	(18,261)	(20,146)
经营费用	(1,879)	(2,254)	(2,099)	(1,637)	(507)
息税折旧前利润	642	2,444	4,182	5,680	8,096
折旧及摊销	(228)	(431)	(1,027)	(1,789)	(3,182)
经营利润(息税前利润)	414	2,013	3,154	3,891	4,914
净利息收入/(费用)	(321)	(522)	(844)	(1,055)	(1,301)
其他收益/(损失)	412	618	484	537	523
税前利润	506	2,109	2,794	3,373	4,136
所得税	(72)	(255)	(506)	(661)	(817)
少数股东权益	6	24	78	64	85
净利润	440	1,877	2,365	2,777	3,404
核心净利润	444	1,884	2,374	2,786	3,414
每股收益(人民币)	0.159	0.679	1.119	1.358	1.677
核心每股收益(人民币)	0.165	0.699	0.876	1.028	1.260
每股股息(人民币)	0.080	0.400	0.769	0.806	1.045
收入增长(%)	9	44	29	12	12
息税前利润增长(%)	706	386	57	23	26
息税折旧前利润增长(%)	127	280	71	36	43
每股收益增长(%)	179	328	65	21	23
核心每股收益增长(%)	131	324	25	17	23

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	506	2,109	2,794	3,373	4,136
折旧与摊销	228	431	1,027	1,789	3,182
净利息费用	321	522	844	1,055	1,301
运营资本变动	927	1,275	(9,121)	10,230	(10,393)
税金	(66)	(232)	317	371	493
其他经营现金流	14	(1,277)	(5,636)	3,689	(5,104)
经营活动产生的现金流	1,930	2,829	(9,776)	20,507	(6,385)
购买固定资产净值	(44)	(50)	6,008	6,010	6,010
投资减少/增加	726	569	415	469	481
其他投资现金流	(6,759)	(2,193)	(11,778)	(12,220)	(11,980)
投资活动产生的现金流	(6,077)	(1,675)	(5,355)	(5,741)	(5,488)
净增权益	(216)	(1,078)	(2,084)	(2,184)	(2,832)
净增债务	1,851	3,907	10,444	(10,782)	17,114
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	204	1,279	1,164	(1,342)	(1,996)
融资活动产生的现金流	1,839	4,135	9,577	(14,204)	12,508
现金变动	(2,308)	5,290	(5,554)	562	634
期初现金	6,962	4,455	10,108	4,553	5,115
公司自由现金流	(4,147)	1,155	(15,131)	14,766	(11,873)
权益自由现金流	(1,976)	5,583	(3,843)	5,039	6,542

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	5,365	11,443	5,725	6,254	6,965
应收帐款	10,321	11,996	24,740	14,247	27,903
库存	3,002	3,650	7,747	3,621	8,634
其他流动资产	605	1,006	1,321	1,159	1,533
流动资产总计	19,293	28,095	39,533	25,281	45,035
固定资产	10,349	10,482	15,511	19,781	22,658
无形资产	493	443	394	346	296
其他长期资产	3,048	5,631	3,618	4,118	4,456
长期资产总计	13,890	16,556	19,523	24,245	27,411
总资产	34,370	45,777	59,970	50,574	73,451
应付帐款	9,067	10,839	16,592	13,769	18,841
短期债务	361	2,548	8,307	7,952	12,547
其他流动负债	2,110	8,933	4,285	6,975	6,289
流动负债总计	11,538	22,320	29,184	28,696	37,677
长期借款	7,394	6,023	12,801	2,009	14,074
其他长期负债	1,645	2,208	1,660	1,838	1,902
股本	2,695	2,695	2,710	2,710	2,710
储备	10,925	12,204	13,078	14,721	16,402
股东权益	13,620	14,899	15,788	17,430	19,112
少数股东权益	425	459	537	601	686
总负债及权益	34,370	45,777	59,970	50,574	73,451
每股帐面价值(人民币)	5.05	5.53	5.83	6.43	7.05
每股有形资产(人民币)	4.87	5.36	5.68	6.31	6.94
每股净负债/(现金)(人民币)	0.12	(0.57)	5.38	1.18	7.25

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.2	13.8	18.4	22.2	28.2
息税前利润率(%)	3.4	11.4	13.9	15.2	17.1
税前利润率(%)	4.1	11.9	12.3	13.2	14.4
净利率(%)	3.6	10.6	10.4	10.9	11.8
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.3	1.4	0.9	1.2
利息覆盖率(倍)	1.3	3.9	3.7	3.7	3.8
净权益负债率(%)	23.5	净现金	101.4	26.9	105.4
速动比率(倍)	1.4	1.1	1.1	0.8	1.0
估值					
市盈率(倍)	101.6	23.8	14.4	11.9	9.6
核心业务市盈率(倍)	97.9	23.1	18.4	15.7	12.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	151.8	35.8	28.5	24.3	19.8
市净率(倍)	3.2	2.9	2.8	2.5	2.3
价格/现金流(倍)	22.5	15.4	(4.5)	2.1	(6.8)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	69.2	17.4	14.0	8.3	7.9
周转率					
存货周转天数	121.5	93.3	126.2	113.6	111.0
应收帐款周转天数	310.0	230.0	294.5	278.2	267.6
应付帐款周转天数	260.5	205.2	219.9	216.6	207.0
回报率					
股息支付率(%)	49.0	57.4	88.1	78.6	83.2
净资产收益率(%)	3.3	13.2	15.4	16.7	18.6
资产收益率(%)	1.1	4.4	4.9	5.7	6.4
已运用资本收益率(%)	0.5	2.0	2.5	2.8	3.1

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371