

电机

熊琳

0755-82026734
xionglin@cjis.cn

金风科技

002202

推荐

业绩增长明确，国际市场及新机型带来未来看点

公司今日公布 09 年年报，营业收入同比增长 66%，归属上市公司股东的净利润同比增长 93%，每股收益 1.25 元。同时公告每 10 股送 6 股、派发现金股利 1 元(含税)。

投资要点:

- **业绩超预期，主要原因在于 1.5MW 产品销量及毛利率双双显著提升带来业绩明显增长。** 09 年生产 782 台 750 kW 产品 (同比下降 47%) 和 1391 台 1.5 MW 产品 (同比增长 276%)，交货量略超预期，实现由 750kW、1.5MW 机组并重到 1.5MW 机组为主的过渡。公司毛利率保持较高增长，两种机型产品毛利率均上升了 5 个点，主要系零部件采购价格下降，同时 1.5MW 机组进入大批量生产，实现了规模效益。而 09 年交货的订单大部分为以前年度订单 (尤其前三季度)，价格较高。从前期中标情况看，我们判断 2010 年公司待交货订单价格下降幅度要超过 15%，产品毛利率可能下滑，而公司通过零部件自给能力提升缓解毛利率压力。2010 年公司毛利率的稳定主要依靠采购成本的有效降低及规模化效应、零部件国产化 (公司成功完成 1.5MW 机组电控系统的自主开发，已开始小批量生产；公司参股成立江苏辰风新材料科技有限公司更好的控制叶片成本)。
- **产能充足，在手订单充裕，考虑行业增长以及公司市场份额，2010 年依然可以保持高速增长。** 公司六个制造基地、两个总装基地，预计 2010 年一季度 1.5 兆瓦机组产能将超过 3000 台，且产能可由 1.5MW 机组产能直接转换为 2.5MW 机组产能。截止 09 年底，公司待执行订单总量为 2217.75MW，另外，公司尚有已中标未签合同订单 657MW。09 年国内风电新增装机容量同比增长超过 100%，2010 年依然可能增长超过 30%。虽然竞争激烈导致金风的市场占有率有所下降，但考虑在手订单，我们认为 2010 年公司兆瓦级机组可能达到 80% 的较高销量增速。
- **投资收益主要是风电场的转让收益，公司大量的风电场储备使得未来这部分收益还将持续。** 全资子公司北京天润新能源投资有限公司风电场项目较多，估计 2010 年会有 6-7 个项目可以达到销售状态。未来风电场转让依然会给公司带来较多的投资收益。而公司自建风电场也可以增加整机销售量，一定程度缓解竞争压力。
- **国际市场开拓进展顺利，新机型的储备更进一步。** 1.5MW 机组实现欧洲销售；美国 3 台 1.5MW 机组已在 09 年底并网发电；2.5MW 直驱永磁风力发电机组、3.0MW 混合传动风力发电机组样机已进入试运行阶段。
- **投资建议：** 预计 2010-2012 年 EPS 为 1.61 元、2.08 元和 2.51 元。看好公司不断拓展新的盈利模式，风电服务、海上风电、国际市场几种新的盈利增长点已经开始推进。但风电行业未来增速下降、风机价格战持续激烈、公司发行 H 股摊薄业绩等因素可能影响估值水平，维持目标价格 40 元，维持“推荐”评级。

6-12 个月目标价： 40.00 元

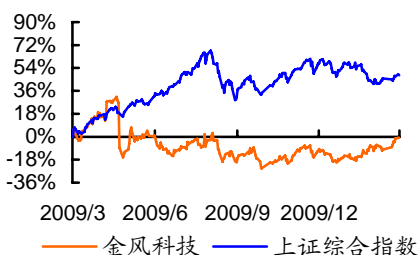
当前股价： 33.40 元
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3097.01
总股本(百万)	1400
流通股本(百万)	615
流通市值(亿)	205
EPS (TTM)	1.22
每股净资产 (元)	2.92
资产负债率	63.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
金风科技	7.40	9.72	18.90
上证综合指数	3.10	-5.13	8.86



相关报告

《金风科技-业绩增长确定，关注新能源政策推进带来的投资机会》2009-10-26

《金风科技-兆瓦机型销量与毛利率齐升，关注新的盈利增长点的推进》2009-8-18

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	10738	16285	22319	26348
同比(%)	66%	52%	37%	18%
归属母公司净利润(百万元)	1746	2258	2909	3519
同比(%)	91%	29%	29%	21%
毛利率(%)	26.3%	24.3%	23.9%	23.7%
ROE(%)	33.6%	30.2%	28.0%	25.3%
每股收益(元)	1.25	1.61	2.08	2.51
P/E	26.79	20.71	16.08	13.29
P/B	8.99	6.26	4.51	3.37
EV/EBITDA	22	15	11	9

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	11286	19384	25982	31834	营业收入	10738	16285	22319	26348
现金	4677	7093	9722	11477	营业成本	7916	12328	16984	20093
应收账款	2710	5633	7094	9113	营业税金及附加	47	65	92	107
其它应收款	83	125	172	203	营业费用	670	935	1281	1513
预付账款	737	1764	2430	3276	管理费用	276	256	351	283
存货	2854	4444	6123	7243	财务费用	60	96	158	150
其他	226	325	443	521	资产减值损失	32	128	128	128
非流动资产	3597	5932	6907	7808	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	126	126	126	126	投资净收益	214	250	200	200
固定资产	1081	3785	4790	5552	营业利润	1947	2726	3525	4274
无形资产	472	781	1089	1397	营业外收入	57	57	57	57
其他	1918	1240	901	733	营业外支出	13	13	13	13
资产总计	14883	25316	32889	39642	利润总额	1991	2770	3569	4318
流动负债	6882	15173	19713	22796	所得税	200	415	535	648
短期借款	297	6101	7409	8335	净利润	1791	2354	3034	3670
应付账款	1998	3111	4286	5071	少数股东损益	45	97	125	151
其他	4588	5961	8017	9390	归属母公司净利润	1746	2258	2909	3519
非流动负债	2473	2254	2254	2254	EBITDA	2090	2991	3978	4793
长期借款	2022	2022	2022	2022	EPS (元)	1.25	1.61	2.08	2.51
其他	451	232	232	232					
负债合计	9356	17427	21966	25050	主要财务比率				
少数股东权益	326	423	548	699	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1400	1400	1400	1400	成长能力				
资本公积	1670	1670	1670	1670	营业收入	66.3%	51.7%	37.1%	18.1%
留存收益	2138	4396	7305	10824	营业利润	70.4%	40.0%	29.3%	21.2%
归属母公司股东权益	5201	7466	10375	13894	归属于母公司净利润	90.9%	29.3%	28.8%	21.0%
负债和股东权益	14883	25316	32889	39642	获利能力				
					毛利率	26.3%	24.3%	23.9%	23.7%
					净利率	16.3%	13.9%	13.0%	13.4%
					ROE	33.6%	30.2%	28.0%	25.3%
					ROIC	50.7%	27.3%	29.8%	28.2%
					偿债能力				
					资产负债率	62.9%	68.8%	66.8%	63.2%
					净负债比率	30.63	46.61%	42.94	41.35%
					流动比率	1.64	1.28	1.32	1.40
					速动比率	1.22	0.98	1.01	1.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.83	0.81	0.77	0.73
					应收账款周转率	4	4	3	3
					应付账款周转率	4.61	4.83	4.59	4.29
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.25	1.61	2.08	2.51
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	-0.36	1.82	1.46
					每股净资产(最新摊薄)	3.72	5.33	7.41	9.92
					估值比率				
					P/E	26.79	20.71	16.08	13.29
					P/B	8.99	6.26	4.51	3.37
					EV/EBITDA	22	15	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

熊琳, 中投证券研究所电力设备行业分析师, 上海财经大学财务管理硕士。

主要研究覆盖公司: 荣信股份、思源电气、国电南瑞、平高电气、许继电气、置信电气、东方电气、特变电工、金风科技等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434