

2010年03月07日

市场数据(人民币)

市价(元)	34.30
已上市流通A股(百万股)	614.63
总市值(百万元)	48,020.00
年内股价最高最低(元)	36.15/23.22
沪深300指数	3250.57
中小板指数	5855.78
2008年股息率	0.00%


分析师:张帅

 (8621)61038279
 zhangshuai@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

金风科技 (002202.SZ)

——销售保持增长，关注毛利率压力

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.259	0.915	1.247	1.439	1.736	2.198
净利润增长率	96.98%	45.26%	90.87%	15.41%	20.67%	26.58%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.43	1.86	2.18
市盈率(倍)	111.54	27.61	22.99	23.84	19.75	15.61
行业优化市盈率(倍)	79.45	31.12	30.00	25.00	19.00	15.00
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	24.00	18.00	14.00
PE/G(倍)	1.15	0.61	0.25	1.55	0.96	0.59
已上市流通A股(百万股)	40.00	439.28	614.63	614.63	614.63	614.63
总股本(百万股)	500.00	1,000.00	1,400.00	1,400.00	1,400.00	1,400.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 公司公布年报，09 年实现营业收入 107.4 亿元，同比增长 66%；实现净利润 17.5 亿元，同比增长 93%；折合每股收益 1.25 元；公司分配方案为每 10 股送 6 股派 1 元现金。
- 整机销售收入和毛利率大幅提升：1.5MW 整机实现整机销售 1009 台，收入 84.9 亿元，同比增长 210%；毛利率同比上涨 6.2%，至 25.1%。兆瓦级整机成为公司主要的收入和利润的来源；
- 我们认为公司今年整机销量在订单和产能的双重保障下将延续的快速的增长趋势，预计今年销量将达到 2000 台；
 - ◆ 订单方面：目前公司在手订单充足，达到 1900 台。同时大股东介入风电开发和公司所处区位优势也为后续新增订单的持续性提供保障；
 - ◆ 产能方面：公司经过多年对供应链的培育和建设，已消除了零部件供给瓶颈。目前 1.5MW 整机产能达到 3000 台/年。
- 但是由于整机行业竞争加剧，我们认为整机价格有一定幅度的下跌。预计公司 2010 年毛利率将下滑到 20% 的水平；
- 我们预计公司 10/11 年 EPS 为 1.44 和 1.74 元，对应于 10/11 年 P/E 为 24 倍和 20 倍，从目前情况看，估值处于整机行业中偏低的水平，但需要跟踪毛利率与整机出货量的变化。

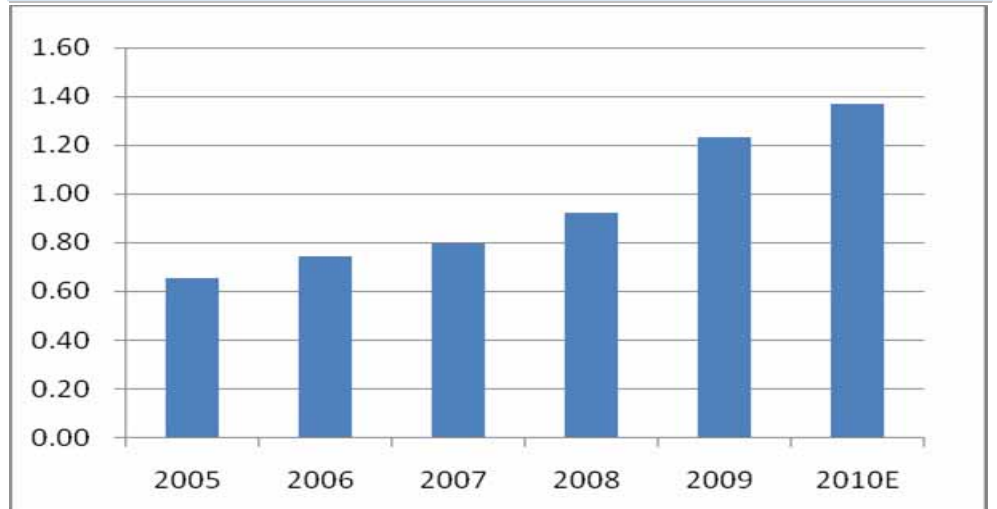
业绩点评

- 1.5MW 风电机组销售收入和毛利率均大幅提升：公司 09 年实现营业收入 107.4 亿元，同比增长 66%；实现净利润 17.5 亿元，同比增长 93%，折合每股收益 1.25 元。盈利增长主要原因是 1.5MW 风机实现销售 1009 台，同

比销量快速大涨 210%，。由于 09 年销售基于上半年订单价格交货，合约价格较高，加上规模效应推低单机成本，公司 09 年毛利率提高 6.2%至 25.1%。

- 公司快速完成了产品的升级换代，750KW 风机销售占比从 2008 年 51.1% 下降至 2009 年的 16.3%。1.5MW 风机销售占比上升到 79.4%，成为了公司主流的整机产品。同时 2.5MW，3MW 样机已经在关平水库和达坂城安装，且运行平稳。公司 2.5MW 整机有望在今年形成销售。

图表1：金风平均单机容量的增长



来源：公司年报，国金证券研究所

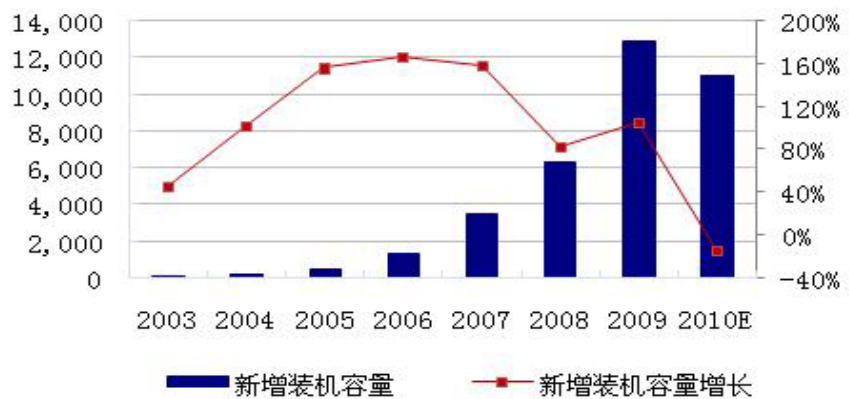
- 产业链建设不断深化：目前公司形成 3000 台/年的产能。经过了多年的培育，公司在变流器，偏航变桨，控制系统，电机设计和叶片材料上均有所布局，零部件的供应和自制链条已经初步形成。我们认为公司在产业链上的布局不仅仅消除了供应链瓶颈，而且：
 - ◆ 高附加值的高毛利率产品的自制对公司整体毛利率形成一定的支撑。比如公司在电控系统 2010 年产能已经达到 1000 台，可以近 50%供给需求。
 - ◆ 自制率的提升增强了公司的行业议价能力，从而可以将毛利率压力向上游其他零部件制造商传导。
- 海外战略开始推进，根据年报披露，公司已开始利用德国子公司 Vensys energy AG 在欧洲进行整机销售，同时美国示范性风场已开始投入运营。金风计划 H 股融资也提供了引入国际战略投资者进一步开拓欧美市场的机会。目前在三大国内整机巨头的主打产品中，只有金风 1.5MW 直趋符合出口的条件。我们认为由于海外市场的复杂度和产业链的培养需要时间，海外市场开拓对金风的影响是将长期和渐进的，但有利于逐步转移国内过剩的产能。
- 我们判断公司销量将延续增长的势头，但毛利率压力会有一定压力。
 - ◆ 目前公司在手订单达到 2218MW，另有 657MW 未签合同（共相当于约 1900 台的兆瓦级风机）。同时考虑到 2009 年新增订单为 2915MW，而 10 年预计不会小于 2900MW。这样也应当可以保障公司 10 年 2300 台左右产量。
 - ◆ 公司大股东三峡公司已把风电开发提升到第二主业的位置，未来必然加大在风电场开发上的投入。同时公司地处风能资源丰富的新疆，目前 10 年规划新增装机容量达到 80 万千瓦，区位优势明显。
 - ◆ 整机产品的毛利率压力将主要来源于价格的下跌：整机价格已从 2008 年的 6400 元/KW 下降到目前接近 5000 元/KW。我们认为公司今年整机价格仍然有 10%左右的跌幅。

- ◆ 我们预计公司 2010 年实现 1.5MW 风机销售量在 2300 台，同比 09 年仍有 118% 的增长空间，毛利率将维持在 20% 左右的水平。

风险提示

- 下游需求受到抑制：根据我们在 2020 年 150GW 风电装机容量目标和目前 25.1GW 的保有量下测算，10-20 年风电的年均新增装机的绝对值在 12.5GW 左右，已小于 09 年 13GW 的风电新增装机。
- 在整体需求下滑的情况下，价格竞争加剧。我们预计整机价格在今年有 10% 左右的跌幅。
- 港股上市发行价若低于 A 股，将对 A 股股东权益构成一定的摊薄效应。

图表2：风电新增装机容量预测



来源：中国风电协会，国金证券研究所

图表3：风电业务的模型假设

			2008	2009	2010E	2011E
750MW						
产量	台		1,471	782	400	200
	MW		1,103	587	300	150
销售确认	台		1,179	566	300	200
	MW		884	425	225	150
产销比			1.2	1.4	1.3	1.0
单价	百万元/MW		3.7	4.1	3.7	3.5
销售收入	百万元		3,301	1,750	1,113	705
销售成本	百万元		2,383	1,176	835	529
毛利	百万元		918	574	225	79
毛利率	%		28%	33%	27%	15%
占总销售额比重			51%	16%	6%	3%
1.5MW						
产量	台		370	1,391	2,000	3,000
	MW		555	2,087	3,000	4,500
销售确认	台		350	1,009	2,000	2,500
	MW		525	1,514	3,000	3,750
产销比			1.1	1.4	1.0	1.2
单价	百万元/MW		5.2	5.6	5.0	4.8
销售收入	百万元		2,735	8,487	15,141	17,979
销售成本	百万元		2,218	6,441	12,112	14,563
毛利	百万元		516	2,046	3,028	3,416
毛利率	%		18.9%	24.1%	20%	19%
占总销售额比重			42%	79%	88%	85%
2.5MW						
销售确认	台				30	300
	MW				75	750
单价	百万元/MW				4.8	4.6
销售收入	百万元				144	1,368
销售成本	百万元				122	1,094
毛利	百万元				22	274
毛利率	%				15%	20%
占总销售额比重			0%	0%	1%	6%
风电业务总结						
总销售台数	台		1,529	1,575	2,330	3,000
	MW		1,409	1,938	3,300	4,650
平均单台容量	MW/台		0.92	1.23	1.42	1.55
单价	百万元/MW		4.3	5.3	5.0	4.3
销售收入	百万元		6,036	10,237	16,398	20,052
销售成本	百万元		4,601	7,617	13,070	16,186
毛利	百万元		1,434	2,620	3,328	3,866
毛利率	%		24%	26%	20%	19%
增长率 (YOY)			60%	83%	27%	16%
占总销售额比重			93%	95%	96%	95%

来源：公司年报，国金证券研究所

图表4：财务预测

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,103	6,458	10,738	17,127	21,219	26,257
增长率		108.1%	66.3%	59.5%	23.9%	23.7%
主营业务成本	-2,178	-4,873	-7,916	-13,531	-16,918	-20,894
% 销售收入	70.2%	75.5%	73.7%	79.0%	79.7%	79.6%
毛利	925	1,585	2,823	3,596	4,300	5,363
% 销售收入	29.8%	24.5%	26.3%	21.0%	20.3%	20.4%
营业税金及附加	-11	-20	-47	-34	-42	-53
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-100	-278	-670	-685	-849	-1,050
% 销售收入	3.2%	4.3%	6.2%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-153	-237	-276	-514	-637	-788
% 销售收入	4.9%	3.7%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	662	1,049	1,829	2,362	2,773	3,472
% 销售收入	21.3%	16.2%	17.0%	13.8%	13.1%	13.2%
财务费用	-23	-42	-60	-48	-10	38
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.3%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-30	-128	-32	-42	-10	-12
公允价值变动收益	0	-2	-4	0	0	0
投资收益	1	266	214	50	50	50
% 税前利润	0.2%	22.8%	10.8%	2.1%	1.7%	1.4%
营业利润	610	1,143	1,947	2,323	2,803	3,548
营业利润率	19.7%	17.7%	18.1%	13.6%	13.2%	13.5%
营业外收支	17	20	44	47	57	72
税前利润	627	1,163	1,991	2,370	2,860	3,620
利润率	20.2%	18.0%	18.5%	13.8%	13.5%	13.8%
所得税	8	-126	-200	-356	-429	-543
所得税率	-1.3%	10.8%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	635	1,037	1,791	2,015	2,431	3,077
少数股东损益	5	122	45	0	0	0
归属于母公司的净利润	630	915	1,746	2,015	2,431	3,077
净利率	20.3%	14.2%	16.3%	11.8%	11.5%	11.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	635	1,037	1,791	2,015	2,431	3,077
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	45	191	115	222	204	211
非经营收益	14	-313	-227	60	33	18
营运资金变动	-146	-60	-356	-68	-101	-131
经营活动现金净流	547	854	1,322	2,229	2,567	3,175
资本开支	-370	-951	-1,657	-583	-52	-638
投资	-1	-53	202	-1	0	0
其他	26	3	-197	50	50	50
投资活动现金净流	-345	-1,000	-1,652	-534	-2	-588
股权募资	1,791	83	23	0	-267	0
债权募资	403	709	1,825	-1,019	0	1
其他	-64	-48	-351	-142	-140	-140
筹资活动现金净流	2,130	743	1,498	-1,161	-408	-139
现金净流量	2,331	598	1,167	535	2,157	2,448

来源：公司年报，国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,680	3,286	4,677	5,212	7,369	9,817
应收款项	782	2,894	3,002	4,664	5,779	7,150
存货	972	2,119	2,854	4,078	5,099	6,297
其他流动资产	480	761	752	1,360	1,699	2,096
流动资产	4,914	9,061	11,286	15,314	19,945	25,361
% 总资产	90.8%	82.7%	76.2%	82.6%	84.4%	85.8%
长期投资	4	28	126	127	126	126
固定资产	404	1,258	2,441	2,699	3,214	3,772
% 总资产	7.5%	11.5%	16.5%	14.6%	13.6%	12.8%
无形资产	80	502	759	406	350	303
非流动资产	501	1,891	3,516	3,234	3,692	4,203
% 总资产	9.2%	17.3%	23.8%	17.4%	15.6%	14.2%
资产总计	5,414	10,951	14,802	18,548	23,637	29,564
短期借款	470	50	843	0	0	0
应付款项	1,642	5,142	5,683	9,281	11,565	14,293
其他流动负债	178	392	552	410	509	630
流动负债	2,291	5,584	7,078	9,691	12,074	14,923
长期贷款	153	1,282	2,022	2,022	2,022	2,023
其他长期负债	75	117	346	0	0	0
负债	2,519	6,982	9,447	11,714	14,096	16,946
普通股股东权益	2,883	3,730	5,201	7,223	9,386	12,463
少数股东权益	66	362	326	326	326	326
负债股东权益合计	5,414	10,951	14,802	18,548	23,637	29,564

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.259	0.915	1.247	1.439	1.736	2.198
每股净资产	5.767	3.730	3.715	5.159	6.705	8.902
每股经营现金净流	1.094	0.610	0.944	1.592	1.833	2.268
每股股利	0.000	0.100	0.280	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	21.84%	24.52%	33.56%	27.89%	25.90%	24.69%
总资产收益率	11.52%	8.26%	11.66%	10.46%	10.21%	10.35%
投入资本收益率	18.76%	17.19%	19.19%	20.98%	20.08%	19.92%
增长率						
主营业务收入增长率	102.77%	108.11%	66.28%	59.49%	23.89%	23.74%
EBIT增长率	95.26%	58.56%	74.35%	29.16%	17.36%	25.23%
净利润增长率	96.98%	45.26%	90.87%	15.41%	20.67%	26.58%
总资产增长率	356.04%	102.55%	35.21%	25.31%	27.44%	25.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.4	94.5	89.9	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	105.8	115.8	114.7	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	55.7	71.4	79.3	79.0	79.0	79.0
固定资产周转天数	25.5	62.1	36.7	37.9	26.6	26.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.74%	-47.77%	-32.87%	-42.32%	-55.10%	-60.98%
EBIT利息保障倍数	29.3	25.1	30.3	49.7	279.6	-92.1
资产负债率	46.07%	63.05%	63.09%	60.81%	59.21%	56.99%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	4	5	9	9	16
买入	4	4	4	5	16
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.47	1.40	1.39	1.43

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。