

电力设备行业

报告原因: 年报点评

2010年3月4日

基础数据: 2010年3月4

收盘价(元)	34.3
每股净资产(元)	3.72
资产负债率%	57.78
总股本/流通A股(亿)	14/6.15
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座
28层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

金风科技(002202)

买入

风电市场有望超预期, 海外市场拓展占领先机

公司研究/研究报告

投资要点:

● **公司业绩符合预期, 继续维持高增长:** 公司完成营业收入 1,073,835.52 万元, 同比增长 66.28%; 实现归属母公司净利润 174,557.95 万元, 同比增长 92.58%, 继续维持高增长。利润增速高于收入增长主要由于盈利能力提升, 公司 09 年综合毛利率较 08 年提升了 2 个百分点。

● **不断升高的能源价格使风能发电获得更多青睐, 风电建设有望又“政策驱动”转变为“利益驱动”, 前景广阔。** 目前, 国际石油价格已经从全球经济危机爆发以来的谷底攀升至 80 美元左右, 随着风机成本的下降, 风电成本在部分地区基本与火电接近, 风力发电在与天然气发电的竞争中占得先机。即使不靠补贴, 风力发电也具备较强的经济性, 预计风电发展从“政策驱动”转变为“利益驱动”, 世界各国风电市场均有望启动。我国即将出台的新能源振兴规划有望将风电装机容量目标设定为 2020 年 1.5 亿千瓦, 但我们认为随着一次能源价格的上涨, 利益驱动会促使我国装机容量规划进一步增长, 再次超过规划。

● **兆瓦级风机市场拓展有效, 国内市场份额有望稳定:** 由于公司兆瓦级风电研发滞后, 市场份额由 2006 年的 33% 下降到 2008 年的 15% 左右。但公司 07 年成功研发了 1.5MW 风机, 用两年的时间成功拓展了市场。中电联 2009 年风电装机容量新增 897 万千瓦, 由于中电联只统计并网发电装机容量, 考虑到未并网部分, 预计 2009 年新增装机容量在 1000 万千瓦以上, 公司 2009 年生产装机容量合计为 267.3 万千瓦, 据此粗略统计容量市场份额约为 25% 左右, 公司国内市场份额有所上升。公司 2.5MW、3MW 风机已经成功下线, 公司产品线进一步增多, 可以为客户提供多样选择, 有利于公司进一步拓展市场。我们认为公司在产品市场分额有望稳定在 25% 左右。

● **在手订单充足, 2010 年仍可维持高增长:** 2009 年公司新增订单 291.53 万千瓦, 同比增长约 90%。考虑到 2009 年价格的下降, 预计合同金额同比增长在 70% 左右。09 年公司生产 1.5 兆瓦级组 1391 台 (08 年生产 370 台), 同比增长近 300%。根据公司在手合同预计 2010 年生产 1.5 兆瓦级机组达到 2500 台左右, 同比增长在 90% 左右。目前公司 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, 公司产能短缺不会成为增长瓶颈。

● **毛利率面临下滑:** 从前期中标情况看, 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。考虑到单机价格的下降, 以及新投产生产地规模较小造成单位固定成本较多, 原材料价格的上涨, 公司的毛利率可能会出现小幅下降, 但考虑到采购零部件价格的下降以及部分零部件的自产, 毛利率下降幅度有限。此外, 需要强调的是公司主要采购零部件而不是直接原材料, 原材料价格上涨压力主要有零部件制造商承担, 随着零部件供应商的竞争激励, 短期原材料竞争压力还难以传导到公司, 公司毛利率受原材料价格影响有限。



- **国际化战略取得重大进展。**通过收购德国 Vensys，使金风科技成为国内第一家具备完全自主研发设计能力和完整自主知识产权的风电整机制造商，而这也是风电企业进行国际化拓展的必要条件之一。控股子公司德国 Vensys 实现了 1.5MW 机组在欧洲的销售；为尽快进入美国风电市场，公司在美国明尼苏达 UILK 风电场项目的 3 台金风 1.5MW 机组已在 09 年底并网发电。此外，公司还中标埃塞俄比亚 5 万千瓦项目，与哈萨克斯坦工贸部贸易促进署签署了《谅解备忘录》，为哈萨克斯坦评估风资源及编制风电开发规划、协助有关政府机构制定风电开发行业政策和法规、评估和培育风电设备制造能力等。此外，公司在美国、澳大利亚设立的全资子公司已完成注册登记。公司国际化战略在 2009 年取得了重大进展。
- **国际市场空间广阔，未来增长核心推动力：**由于 2009 年数据受到金融危机影响，我们用 2008 年数据来测算海外市场空间。2008 年全球新增装机容量 2758.6 万千瓦，中国新增 630 万千瓦，扣除中国新增后全球新增装机容量 2128.6 万千瓦。假设公司成功拓展国际市场，海外市场份额能够达到 5%（扣除中国市场），海外销售装机容量达到 100 万千瓦，是目前公司销量的 40%（09 年销售装机容量约 260 万千瓦），海外市场空间巨大。

表 1：2006-2008 年全球新增风电装机容量

新增装机 (MW)	2006	2007	2008
全球新增	14997	20145	27586
中国	1339	3311	6300
扣除中国后全球新增	13658	16834	21286

资料来源：山西证券

- **产品研发持续推进，占领竞争制高点，夯实增长基础。**公司 2.5MW 风机产品预计 2010 年实现批量化生产。3.0MW 混合传动永磁风力发电机组 09 年已经完成第 1 台样机的安装，2010 年 1 月中旬实现并网发电，进入试运行阶段。5.0MW 风机 09 年完成了前期调研和可行性研究，预计 2011 年完成所有零部件的详细设计，并开始样机试制。
- **投资建议：**预计公司 2010-2011 年每股收益分别为 1.68 元、2.38 元，对应目前股价的市盈率分别为 20 倍和 14 倍，考虑到 1、风电厂建设有望又“政策驱动”转变为“利益驱动”，未来前景可能大幅超出预期；2、海外市场如若开拓成功可能推动公司持续高增长，公司仍具备较大估值优势，给予“买入”的投资评级。
- **投资风险：**海外市场拓展风险；国内风电市场价格竞争进一步加剧；原材料价格超预期上涨



表 2: 盈利预测核心假设

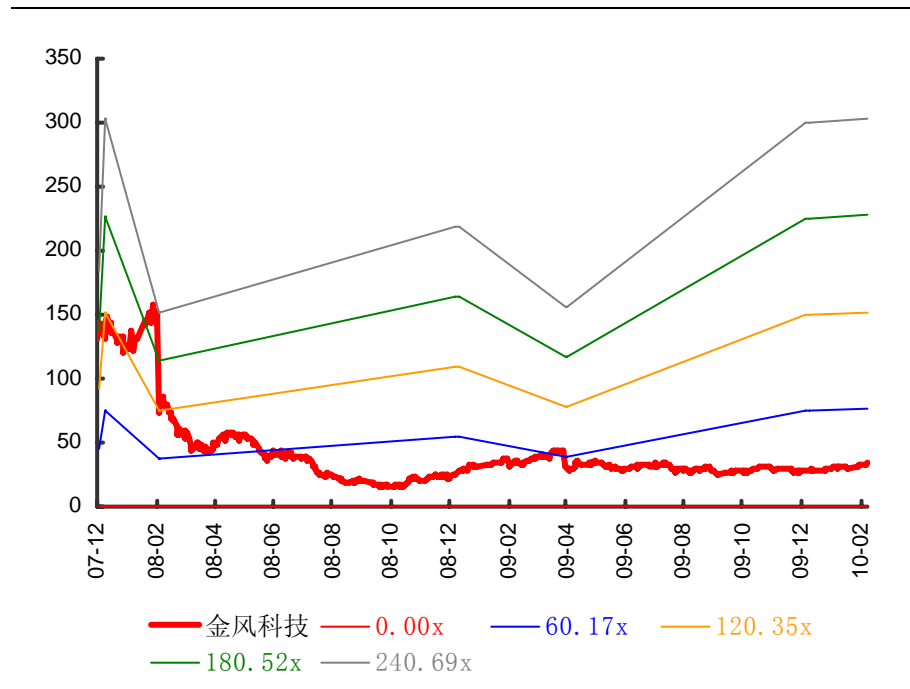
产品		2008	2009	2010E	2011E
风机总收入	销售收入(万元)	603567	1023705	1710000	2425000
	增速(%)	98.2%	69.6%	67.04%	41.81%
	毛利率	23.76%	25.60%	23.00%	21.85%
750KW	销售量(台)	1200	700	500	300
	单价(万元/台)	275	250	230	230
	销售收入(万元)	330102	174994	115000	69000
	毛利率	27.81%	32.82%	30.00%	29%
1.5MW	销售量(台)	335	1212	2300	2800
	单价(万元/台)	816	700	650	620
	销售收入(万元)	273466	848711	1495000	1736000
	毛利率	18.88%	24.11%	23.00%	22.00%
2.5MW	销售量(台)			100	500
	单价(万元/台)			1000	1000
	销售收入(万元)			100000	500000
	毛利率			15.00%	22.00%
3.0MW	销售量(台)				100
	单价(万元/台)				1200
	销售收入(万元)				120000
	毛利率				15.00%

表 3: 盈利预测

单位: 万元	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E
营业收入	645,780.97	1,073,835.52	1710000	2425000
营业成本	488,955.80	791,556.37	1316650	1895070
营业税金及附加	2,033.76	4,724.43	7500	8500
销售费用	27,837.92	67,013.36	100,520.04	120000
管理费用	23,701.23	27,634.15	30000	32000
财务费用	4,175.72	6,039.01	8000	10000
资产减值损失	12,806.66	3,245.00	0	0
公允价值变动净收益	-227.91	-379.99	0	0
投资净收益	26,562.28	21,448.82	20000	20000
营业利润	112,604.26	194,692.02	267329.96	379430
营业外收入	2,235.98	5,650.15	0	0
营业外支出	230.91	1,286.45	0	0
利润总额	114,609.33	199,055.73	267329.96	379430
所得税	12,089.75	19,995.48	26733.00	37943
净利润	102,519.57	179,060.25	240596.96	341487
少数股东损益	11,878.83	4,502.30	6000	8000
归属母公司净利润	90,640.74	174,557.95	234596.96	333487
基本每股收益(元)	0.65	1.25	1.68	2.38

资料来源: 山西证券

图：金风科技 PE-Bands 图



资料来源：Wind

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。