



风从东方来

——金风科技（002202）2009 年报点评

2010 年 3 月 4 日

强烈推荐/维持

金风科技

财报点评

周宏宇	电力与电力设备行业分析师
	zhouhy@dxzq.net.cn 010-6650 7323

事件:

金风科技（002202）3月4日公布了2009年报：本年度公司完成营业收入1,073,835.52万元较上年增加428,054.55万元，同比增长66.28%；实现营业利润194,692.02万元，较上年增加82,087.77万元，同比增长72.90%；实现净利润179,060.25万元，较上年增加76,540.67万元，同比增长74.66%；实现归属母公司净利润174,557.95万元，较上年增加83,917.21万元，同比增长92.58%。基本每股收益1.25元，同比增长92.31%。

公司分季度财务指标

指标	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	588.42	616.07	1051.14	4202.18	1147.23	2660.76	2924.81
增长率（%）	82.39%	147.43%	745.84%	74.57%	94.97%	331.89%	178.25%
毛利率（%）	22.98%	31.97%	23.42%	23.56%	27.59%	22.81%	26.73%
期间费用率（%）	9.62%	11.88%	12.82%	6.96%	8.37%	6.13%	9.66%
营业利润率（%）	11.85%	20.35%	10.02%	19.65%	23.89%	14.73%	17.19%
净利润（百万元）	77.54	85.20	85.53	776.93	205.24	359.00	491.34
增长率（%）	-1.05%	75.29%	-1305.69%	50.91%	164.68%	321.36%	474.48%
每股盈利（季度，元）	0.077	0.072	0.080	0.677	0.196	0.244	0.346
资产负债率（%）	41.53%	54.65%	61.19%	63.09%	56.23%	61.11%	62.49%
存货周转率（%）	2.60%	2.69%	2.64%	18.78%	4.84%	8.43%	10.27%
应收帐款周转率（%）	1.52%	1.22%	1.02%	6.93%	2.12%	3.28%	3.85%

评论:

积极因素:

- 2009年公司酒泉基地、德国Neunkirchen基地正式投产，西安基地实现试生产，预计2010年一季度正式投产，届时，公司1.5兆瓦机组产能将超过3000台。公司已拥有六个制造基地，即：北京亦庄、新疆乌鲁木齐、内蒙古包头、甘肃酒泉、德国Neunkirchen及陕西西安；另有以联营及委托加工方式成立的河北承德及宁夏银川两个总装基地。
- 2009年公司加大了研发力度，积极推进德国、北京、新疆乌鲁木齐研发中心和在技术、人才、资源方面的整合，提升了公司的研发实力和核心竞争力。公司投运的近2000台1.5MW永磁直驱风电机组运行稳定，发电效率高，尤其是符合电网各项标准要求，获得电网公司认可，被誉为电网友好型风机。
- 公司自主研发的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分别在北京官厅风电场、达坂城风电场完成安装，已进入试运行阶段。公司自主研发的控制、变流器和变桨系统现场运行数据良好，为公司掌握核心控制技术、降低整机成本提供了保障；公司自主开发的风电场能量管理平台，经过现场的验证获得了高度认可，该项控制技术标准已成为内蒙、东北电网公司的风电控制和并网执行标准，并且在上述区域强制执行。
- 2009年公司积极推进国际化战略，拓展海外市场，并取得重大进展：公司控股子公司德国Vensys energy AG实现了1.5MW机组在欧洲的销售；为尽快进入美国风电市场，获得美国市场对金风科技风电机组的认可，公司在美国开展风电场项目建设和运营，美国明尼苏达UILK风电场项目的3台金风1.5MW机组已在2009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；2009年公司正式启动H股上市计划，目前正在积极推进。

消极因素:

- 全球风电产业需求旺盛，风电设备制造企业竞争日趋激烈，2009年我国取消了“风电设备国产化率达到70%以上”的要求，国际风电设备制造企业将加快对中国风电市场的争夺。

业务展望:

- 中国政府提出到2020年全国单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降40%至45%，2020年可再生能源在能源结构中的比例争取达到16%等一系列目标。
- 全球风电行业将保持持续的快速增长，全球风电权威咨询机构BTM预计2008年至2013年，全球风电累积装机容量复合年增长率将达到22.9%；中国风电累积装机容量复合年增长率将达到35.3%，成为未来带动全球风电装机容量增长的主要市场。

盈利预测

➤ 截止2009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。

表 1 分产品主营业务收入和毛利率预测

项目	产品	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务 收入 (百万元)	750KW	3,301	1,750	1,225	980	882
	(+/-)	29%	-47%	-30%	-20%	-10%
	1.5MW	2,735	8,487	13,579	16,295	17,925
	(+/-)	462%	210%	60%	20%	10%
	2.5MW及以上	0	0	600	1,800	3,600
	(+/-)	0%	0%	——	200%	100%
	合计	3,046	10,237	15,404	19,075	22,407
毛利率	750KW	32.0%	27.8%	32.0%	31.5%	31.0%
	1.5MW	16.3%	18.9%	25.0%	25.0%	24.0%
	2.5MW及以上			16.0%	18.0%	22.0%
	综合毛利率	24.3%	26.3%	25.2%	24.7%	24.0%

表 2 财务报表预测

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,458	10,738	15,404	19,075	22,407
营业成本	4,890	7,916	11,522	14,369	17,039
营业费用	278	670	847	1,049	1,232
管理费用	237	276	385	477	560
财务费用	42	60	171	204	125
投资收益	266	214	240	240	240
营业利润	1,126	1,947	2,643	3,129	3,593
利润总额	1,146	1,991	2,693	3,179	3,643
所得税	121	200	283	334	455
净利润	1,025	1,791	2,410	2,846	3,187
归属母公司所有者的净利润	906	1,746	2,360	2,796	3,137
NOPLAT	1,045	1,806	2,519	2,983	3,253
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	3,286	4,677	7,702	9,538	11,203
交易性金融资产	0	5	0	0	0
应收帐款	2,580	2,710	4,220	5,226	6,139
预付款项	760	737	737	737	737
存货	2,119	2,854	4,104	5,118	6,069
流动资产合计	9,061	11,286	17,183	21,137	24,756
非流动资产	2,150	3,597	4,030	4,248	4,255
资产总计	11,211	14,883	21,213	25,385	29,011
短期借款	50	297	2,515	1,849	239
应付帐款	1,332	1,998	2,841	3,543	4,201
预收款项	2,362	1,814	3,355	5,262	7,503
流动负债合计	5,504	6,882	11,716	14,304	16,178
非流动负债	1,570	2,473	2,733	2,869	3,002
少数股东权益	415	326	376	426	476
母公司股东权益	3,722	5,201	6,389	7,787	9,355
净营运资本	3,557	4,403	5,468	6,834	8,578
投入资本IC	2,027	3,499	3,585	2,631	1,204
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	1,025	1,791	2,410	2,846	3,187
折旧摊销	79	82	0	182	193
净营运资金增加	934	846	1,064	1,366	1,745
经营活动产生现金流	878	1,327	2,822	4,157	4,827
投资活动产生现金流	(1,000)	(1,652)	(354)	(190)	10
融资活动产生现金流	743	1,496	556	(2,131)	(3,171)
现金净增（减）	621	1,171	3,025	1,835	1,666

投资建议:

预测2010-2012年EPS分别为：1.69元、2.00元、2.24元，按当日收盘价34.30元计，分别对应20.3倍、17.2倍、15.3倍PE，维持“强烈推荐”评级。

表 3 盈利预测和估值

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2011E
营业收入	6,458	10,738	15,404	19,075	22,407
(+/-)%	108%	66%	43%	24%	17%
EBITDA	1,246	2,089	2,962	3,515	3,911
(+/-)%	93%	68%	42%	19%	11%
净利润	906	1,746	2,360	2,796	3,137
(+/-)%	44%	93%	35%	18%	12%
每股净收益（元）	0.650	1.250	1.686	1.997	2.241

资料来源：东兴证券

分析师简介**周宏宇**

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008年加盟东兴证券研究所，从事电力与电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。