

## 电力设备行业

报告原因: 三季度点评

2010年10月26日

基础数据: 2010年10月26

收盘价(元)	22.82
每股净资产(元)	2.58
资产负债率%	68.05
总股本/流通A股(亿)	27/9.9
流通B股/H股(百万)	-/-

### 相关研究

#### 分析师

梁玉梅

执业证书编号: S0760209090154

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

#### 联系人

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

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

走出风电资源瓶颈的误区, 高增速仍维持

公司研究/研究报告

### 投资要点:

- **营业收入、利润实现稳步增长:** 2010年前三季度公司实现营业收入108.93亿元, 同比增长61.78%; 实现净利润15.32亿元, 同比增长49.72%。公司净利润增速低于收入增速由于公司毛利率有所下降(由2009年25.33%下降到2010年的24.50%)。
- **资源丰富, 开采潜力仍巨大, 走出风电资源瓶颈的误区:** 由于资源问题市场担心风电市场增速将大幅下滑, 景气度已过。但我们的观点风电具备较大的经济性, 在节能减排的大背景下企业投资热情较高, 未来风电的投资进度有望超过国家规划。根据规划2020年装机容量达到1.5亿千瓦, 而中国气象局风能太阳能资源评估中心通过400个专业测风塔, 并利用数值模拟评估系统, 针对高度为50米、风功率密度大于300瓦/平方米的地区, 测算出了中国陆地和海上风电的潜在开发量分别为23.8亿千瓦和2亿千瓦(海上风电测算的是水深2米-25米的风能资源)。根据2020年规划我国的风资源开采量仅为5.8%, 后续的开采潜力仍巨大, 资源瓶颈并未像市场所认为的到来的那么快。
- **一、二类风区已经瓜分完毕, 三、四类风区将成为投资重点, 高电价保证盈利:** 我国风能的实际可利用的50%以上是三、四类风区。风机投资的热点正在由一、二类风区逐步转向三、四类风区。而国家发展改革委发布的文件、把全国陆上风场分为四类风能资源区, 按条件由好到差, 分别为每千瓦时0.51元、0.54元、0.58元和0.61元。随着风机成本的降低, 风电单位平均造价由2008年的约10000元/千瓦降到目前的约8000元/千瓦。而根据我们对不同风机造价以及发电小时情况测算了不同情形下的发电成本, 详见表1, 在风电投资降低到8000元/千瓦的情况下, 三、四类风区在目前的电价下已经基本可以盈利, 盈利保证了企业投资三、四类风区的积极性, 而根据我们的了解目前大型电力企业已经开始规划投资这类风区。
- **海上风电首次中标意义重大:** 据报道, 在中国首轮海上风电场项目特许权招标中, 金风科技赢得了大丰项目(200兆瓦)。我们非常看好第一批海上风电招标对相关企业的刺激作用, 一方面由于第一次海上招标的规模较为可观, 对相关公司的业绩带动作用较为明显; 另一方面由于符合条件的企业不多预计价格竞争较为缓和, 企业盈利能力可能较强; 最后, 首次中标意味着中标企业具有先发优势在未来的市场份额中获得先机, 而首次招标规模与各地上报的庞大规划相比, 只是沧海一粟, 仅上海、江苏、浙江、山东、福建几省2015年海上风电规划装机总和就达到约1010万千瓦, 而其他各省份目标也在百万千瓦以上, 见表2。
- **投资建议:** 预计2010至2011年公司每股收益为0.9元和1.26元, 对应目前PE分别为25倍、18倍, 风电经过近几年的发展增速未来可能出现下滑, 但仍可维持20%-30%的增速, 目前公司PEG仅为0.8左右, 相对其它电力设备公司具备估值优势, 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。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

表 1: 不同资源条件下的发电成本

	1400	1600	1800	2000	2200	2400	2600	2800	3000
8000 元/千瓦	0.533	0.466	0.414	0.373	0.339	0.311	0.287	0.266	0.249
9000 元/千瓦	0.596	0.521	0.464	0.417	0.379	0.348	0.321	0.298	0.278
10000 元/千瓦	0.659	0.577	0.513	0.461	0.419	0.385	0.355	0.33	0.308

资料来源: 山西证券

图 1: 公司综合毛利率趋势

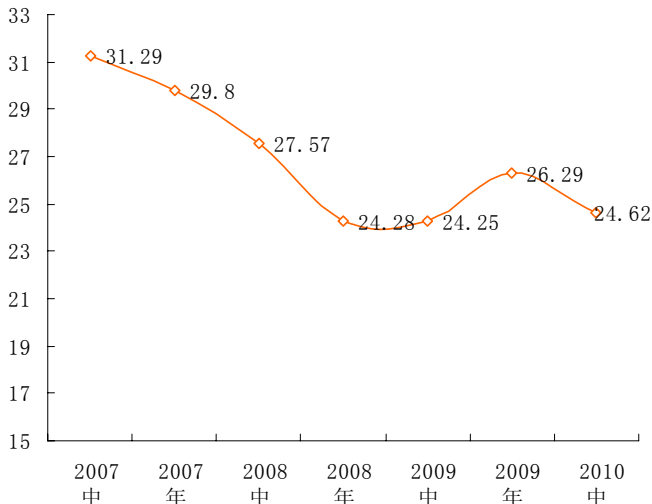
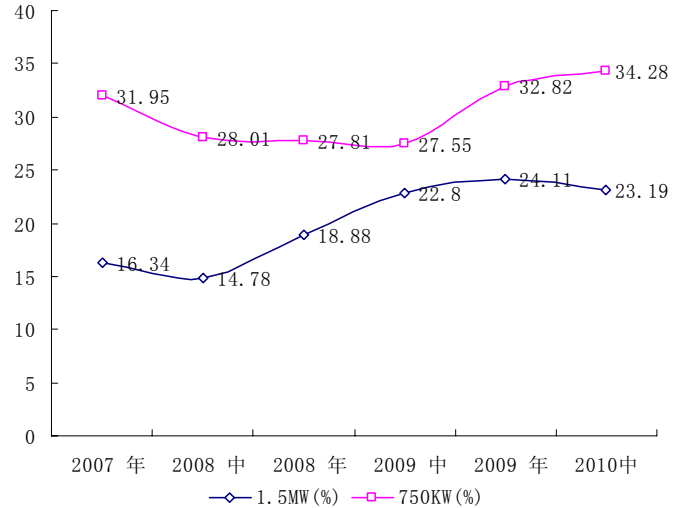


图 2: 公司分产品毛利率趋势



资料来源: 公司公告

图 3: 2009 年全球风电市场份额

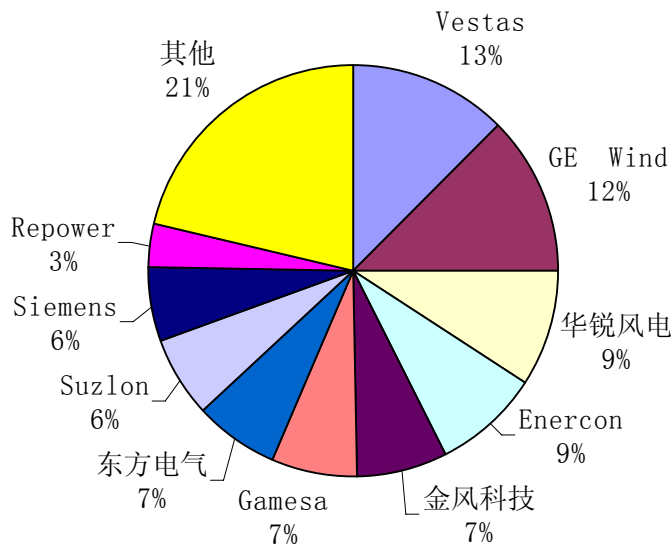
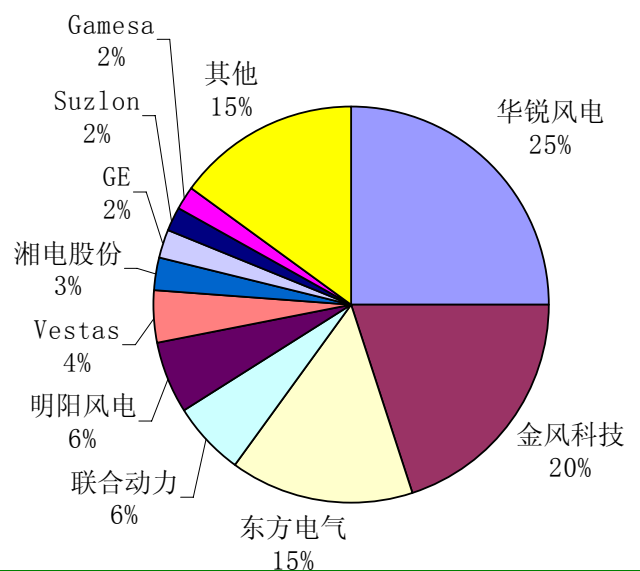


图 4: 2009 年中国风电市场份额



资料来源: 山西证券

图 5：2009 年各国风电累计装机容量

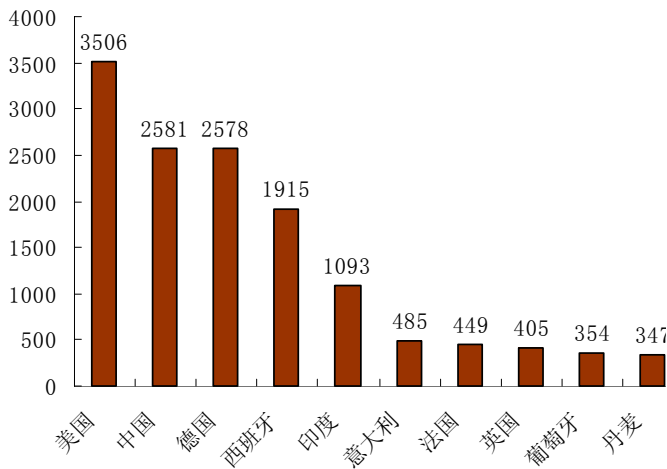
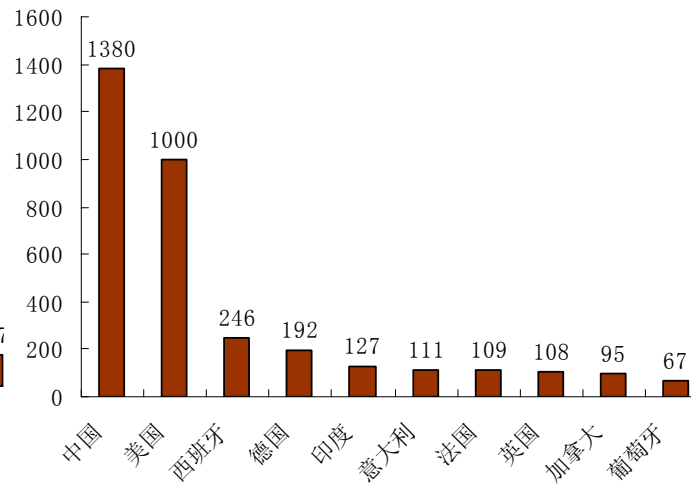


图 6：2009 年各国新增风电装机容量



资料来源：山西证券

表 2：海上风电发展规划

项目名称	地理位置	装机容量（万 KW）
长岛近海风电场	山东省长岛县（一期 4.8 万）	150
中海油威海	山东威海	100
滨海风电场（滩涂，不算海上风）	山东潍坊	180
华能荣成海上风电项目	威海北部滩涂	10.2
东大桥海上风电项目	上海市东大桥	10
奉贤大型海上风电场	上海市奉贤区	30
南汇大型海上风电场	上海市南汇区	40
横沙大型海上风电场	上海市崇明区	20
普陀六横近海风电场项目	岱山县拷门海塘	20
慈溪海上风电场	杭州湾	4.95
赣榆海上风电场	江苏连云港	45
连云港海上风电场	江苏连云港	20
响水海上风电场	江苏盐城	20
滨海海上风电场	江苏盐城	20
射阳海上风电场	江苏盐城	20
大丰海上风电场	江苏盐城	20
东台海上风电场	江苏盐城	20
如东海上风电场	江苏南通	20
启东海上风电场	江苏南通	20
汉沽海上风电场	天津滨海新区	20

资料来源：山西证券

表 3：盈利假设

产品		2008	2009	2010E	2011E
风机总收入	销售收入（万元）	603567	1023705	1750000	2413000
	增速（%）	98.2%	69.6%	70.95%	37.89%
	毛利率	23.76%	25.60%	24.14%	22.99%

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%	34.00%	34%
1.5MW	销售量(台)	335	1212	2500	3200
	单价(万元/台)	816	700	650	620
	销售收入(万元)	273466	848711	1625000	1984000
	毛利率	18.88%	24.11%	23.50%	23.00%
2.5MW	销售量(台)			10	300
	单价(万元/台)			1000	1000
	销售收入(万元)			10000	300000
	毛利率			15.00%	22.00%
3.0MW	销售量(台)				50
	单价(万元/台)				1200
	销售收入(万元)				60000
	毛利率				15.00%

资料来源：山西证券

表4：盈利预测表

	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E
营业收入	645,780.97	1,073,835.52	1750000	2413000
营业成本	488,955.80	791,556.37	1327525	1858220
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	7000	5000
资产减值损失	12,806.66	3,245.00	6000	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	291454.96	409280
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	291454.96	409280
所得税	12,089.75	19,995.48	43718.24	61392
净利润	102,519.57	179,060.25	247736.72	347888
少数股东损益	11,878.83	4,502.30	8000	10000
归属母公司净利润	90,640.74	174,557.95	239736.72	337888
基本每股收益(元)	0.40	0.65	0.9	1.26

资料来源：山西证券

### 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。