

研发部

投资评级：推荐

邵明慧

SAC：S1340210090001

联系人:陈鹏

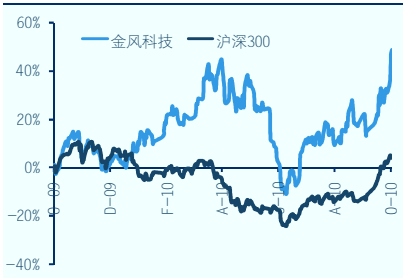
联系电话：010-68858137

Email:chenpeng@cnpsec.com

股票信息

当前股价(元)	24.20
总股数(百万股)	2694.59
流通股数(百万股)	989.25
日成交量(百万股)	78.57
总市值(亿元)	652.09

近期走势



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

H股发行充沛公司资金，海外布局助力业务拓展

——金风科技(SZ.002202)2010 三季度报点评

点评：

- **公司业绩继续保持高速增长：**公司三季度实现营业收入 45.88 亿元，同比增长 56.86%，毛利率 24.34%，较上年同期 26.73%下降约 2%，实现归属上市公司净利润 7591.9 万元，同比增长 56.55%。1-9 月份合计实现营业收入 108.93 亿元，同比增长 61.78%，毛利率 24.5%，较上年同期 25.33%略有下降，实现 EPS 0.6839 元，基本符合我们的预期。
- **订单情况良好，开启海上风电新市场：**截止 9 月 30 日，公司在手订单总量 3799.25MW，其中主要为公司主流产品 1.5MW 风机，中标待签合同 1531MW，合计 5330.25MW，公司表现出极强的拿单能力，龙头地位彰显无遗。日前海上风电示范工程招标中，公司与龙源风电合作中标大丰 200MW 海上风电项目，正式开启公司海上风电的征程。
- **上调研发机型容量，及时占领技术前沿：**公司以双馈风机起家，进入直驱风机领域时间不长，日期公司将下一步研制的大容量直驱风机单机容量由 5MW 提高至 6MW，彰显公司意图在直驱风机方面加大投入，尽可能的占据市场先机，未来公司 2.5MW 直驱风机在大丰海上风电项目上的应用将为公司提供难得的实际工程经验。
- **H 股公开发行完成，静待“厚积薄发”：**公司 H 股公开发行完成，共募集资金 68.23 亿港元，该笔资金将有效地改善公司资金情况，对公司生产基地建设、未来海外战略的实施提供有效地资金保障。
- **海外发展将扬帆起航：**日前在北京国际风能大会上公司领导层表示将大力推进公司海外业务，未来 3-5 年内实现海外业务收入占公司总收入 30%左右。今年公司在美国和澳大利亚分别成立分公司，加之之前的德国金风与其收购的德国 VENSYS 公司，随着此次港股募集资金到位，公司将会进一步加快风电海外市场拓展的进度，海外市场的拓展有望成为公司新的增长点。
- **预测与估值：**预计公司 2010 年-2012 年每股收益（稀释后）分别为 0.999 元、1.135 元、1.586 元，对应动态市盈率分别为 24.22 倍、21.32 倍、15.26 倍，给予推荐评级。
- **风险提示：**原材料价格大部波动，公司海外业务拓展受阻，12 月 26 日限售股解禁。

图表 1：公司主要产品业绩预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
750KW 风机营业收入 (万元)	255,911.02	330,101.80	174,993.99	104,996.39	52,498.20	31,498.92
增长率 (YOY)	-	28.99%	-46.99%	-40%	-50%	-40%
750KW 风机营业成本 (万元)	174,145.16	238,299.37	117,567.29	68,247.66	35,698.77	22,049.24
增长率 (YOY)	-	36.84%	-50.66%	-41.95%	-47.69%	-38.24%
750KW 风机毛利率 (%)	31.95%	27.81%	32.82%	35.00%	32.00%	30%
增长 (%)	-	-4.14%	5.01%	2.18%	-3.00%	-2.00%
1.5MW 风机营业收入 (万元)	48,644.68	273,465.60	848,711.03	1,654,986.51	2,101,832.87	2,375,071.14
增长率 (YOY)	-	462.17%	210.35%	95%	27%	13%
1.5MW 风机营业成本 (万元)	40,696.40	221,831.94	644,111.99	1,266,064.68	1,639,429.64	1,852,555.49
增长率 (YOY)	-	445.09%	190.36%	96.56%	29.49%	13.00%
1.5MW 风机毛利率 (%)	16.34%	18.88%	24.11%	23.50%	22.00%	22.00%
增长 (%)	-	2.54%	5.23%	-0.61%	-1.50%	0.00%
2.5MW 风机营业收入 (万元)	-	-	-	26,000.00	208,000.00	832,000.00
增长率 (YOY)	-	-	-	-	700%	300%
2.5MW 风机营业成本 (万元)	-	-	-	20,800.00	164,320.00	640,640.00
增长率 (YOY)	-	-	-	-	690.00%	289.87%
2.5MW 风机毛利率 (%)	-	-	-	20%	21.00%	23%
增长 (%)	-	-	-	-	1.00%	2.00%
3MW 风机营业收入 (万元)	-	-	-	-	16,000.00	88,000.00
增长率 (YOY)	-	-	-	-	-	450%
3MW 风机营业成本 (万元)	-	-	-	-	12,640.00	69,520.00
增长率 (YOY)	-	-	-	-	-	450.00%
3MW 风机毛利率 (%)	-	-	-	-	21%	21%
增长 (%)	-	-	-	-	-	0.00%
其他业务营业收入 (万元)	0.57	4.22	5.01	6.02	7.22	8.66
增长率 (YOY)	-	634.55%	18.75%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务营业成本 (万元)	0.30	2.88	2.99	3.61	4.33	5.20
增长率 (YOY)	-	866.85%	3.65%	20.81%	20.00%	20.00%
其他业务毛利率 (%)	48.12%	31.72%	40.40%	40%	40%	40%
增长 (%)	-	-16.41%	8.68%	-0.40%	0.00%	0.00%

资料来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 2：公司业绩预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	310,302.60	645,780.97	1,073,835.52	1,785,988.92	2,362,338.28	3,238,578.72
增长率 (YOY)	-	108.11%	66.28%	66.32%	32.27%	37.09%
营业成本 (万元)	217,822.83	488,955.80	791,556.37	1,355,115.9	1,852,092.741	2,584,769.928
增长率 (YOY)	-	124.47%	61.89%	71.20%	36.67%	39.56%
毛利率 (%)	29.80%	24.28%	26.29%	24.13%	21.60%	20.19%
增长率 (YOY)	-	-5.52%	2.00%	-2.16%	-2.53%	-1.41%

资料来源：中邮证券研发部 公司公告

## 附录：预测财务报表明细

利润表					财务分析与估值				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10738.36	18461.40	24505.19	34131.96	毛利率	26.29%	24.64%	22.65%	22.75%
减：营业成本	7915.56	13912.06	18954.01	26367.40	三费/销售收入	9.38%	6.87%	7.36%	7.34%
营业税金及附加	47.24	81.22	107.81	150.17	EBIT/销售收入	18.90%	17.36%	14.45%	14.55%
营业费用	670.13	830.76	1225.26	1706.60	EBITDA/销售收入	19.67%	18.34%	16.42%	16.22%
管理费用	276.34	443.07	588.12	819.17	销售净利率	16.67%	14.96%	12.80%	12.85%
财务费用	60.39	-5.94	-10.95	-19.78	ROE	33.56%	18.69%	18.01%	20.78%
资产减值损失	32.45	0.00	0.00	0.00	ROA	14.05%	10.50%	10.92%	10.67%
加：投资收益	214.49	0.00	0.00	0.00	ROIC	138.43%	178.54%	47.05%	62.87%
公允价值变动损益	-3.80	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	66.28%	71.92%	32.74%	39.28%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	73.59%	57.88%	10.48%	40.24%
营业利润	1946.92	3200.21	3640.93	5108.40	EBITDA 增长率	69.27%	60.27%	18.88%	37.62%
加：其他非经营损益	43.64	50.00	50.00	50.00	净利润增长率	74.66%	54.29%	13.56%	39.76%
利润总额	1990.56	3250.21	3690.93	5158.40	总资产增长率	34.57%	111.33%	6.23%	43.46%
减：所得税	199.95	487.53	553.64	773.76	股东权益增长率	39.72%	177.04%	17.82%	21.14%
净利润	1790.60	2762.68	3137.29	4384.64	营运资本增长率	-38.56%	269.66%	-4.37%	114.32%
减：少数股东损益	45.02	69.46	78.88	110.25					
归属母公司股东净利润	1745.58	2693.21	3058.41	4274.40					
资产负债表					资产结构				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	4435.98	10701.47	13069.80	14508.39	资产负债率	61.74%	51.51%	46.19%	54.54%
应收和预付款项	3738.88	9028.97	8010.94	15716.86	投资资本/总资产	10.40%	20.65%	20.49%	19.35%
存货	2853.55	5886.34	6021.02	10543.60	带息债务/总负债	3.33%	12.86%	13.50%	7.97%
其他流动资产	11.24	11.24	11.24	11.24	流动比率	1.69	1.92	2.15	1.77
长期股权投资	126.11	126.11	126.11	126.11	速动比率	1.25	1.48	1.67	1.31
投资性房地产	80.95	72.35	63.76	55.16	股利支付率	16.04%	16.04%	16.04%	16.04%
固定资产和在建工程	2440.66	3999.29	4479.75	4970.21	收益留存率	83.96%	83.96%	83.96%	83.96%
无形资产和开发支出	757.07	702.05	647.04	592.02	总资产周转率	0.74	0.60	0.76	0.73
其他非流动资产	1.94	0.97	0.00	0.00	固定资产周转率	9.93	19.13	6.85	8.60
资产总计	14446.36	30528.79	32429.64	46523.59	应收账款周转率	3.68	2.80	4.06	2.95
短期借款	296.99	0.00	0.00	0.00	存货周转率	2.77	2.36	3.15	2.50
应付和预收款项	5682.68	12795.17	12049.32	22444.26					
长期借款	2022.12	2022.12	2022.12	2022.12	业绩与估值指标				
其他负债	917.31	906.57	906.57	906.57	EBIT	2029.54	3204.27	3539.98	4964.62
负债合计	8919.10	15723.86	14978.00	25372.94	EBITDA	2111.99	3384.95	4024.11	5537.78
股本	1400.00	1855.00	1855.00	1855.00	NOPLAT	1790.44	2681.13	2966.48	4177.43
资本公积	1670.12	8162.12	8162.12	8162.12	净利润	1745.58	2693.21	3058.41	4274.40
留存收益	2130.94	4392.15	6959.97	10548.74	EPS	0.648	0.999	1.135	1.586
归属母公司股东权益	5201.06	14409.27	16977.09	20565.85	BPS	1.930	5.347	6.300	7.632
少数股东权益	326.20	395.67	474.55	584.80	PE	37.36	24.21	21.32	15.26
股东权益合计	5527.26	14804.93	17451.64	21150.65	PB	12.54	4.53	3.84	3.17
负债和股东权益合计	14446.36	30528.79	32429.64	46523.59	PS	6.07	3.53	2.66	1.91
现金流量表					PCF	48.35	39.65	18.29	22.58
	2009A	2010E	2011E	2012E	EV/EBIT	14.87	11.48	9.76	6.71
经营性现金净流量	1348.60	1644.52	3565.47	2887.95	EV/EBITDA	14.29	10.87	8.59	6.02
投资性现金净流量	-1652.39	-1642.98	-857.50	-957.50	EV/NOPLAT	16.86	13.72	11.65	7.98
筹资性现金净流量	1495.80	6263.94	-339.63	-491.85	EV/IC	20.10	5.83	5.20	3.70
现金流量净额	1193.96	6265.49	2368.34	1438.59	ROIC-WACC	138.43%	176.69%	45.29%	61.58%

资料来源：中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准：

---

### 股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

### 行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；  
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

## 免责声明

---

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以其他方式传送、复印或印刷本报告。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。