

## 金风科技 (002202.SZ) 风能行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130210010307  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚

联系人  
(8621)61038287  
xingzg@gjzq.com.cn

## 订单超预期; 整机质量优势显现

## 事件

- 公司于12月6日收到中设国际招标有限责任公司发出的中标通知书8份, 共计中标110.05万千瓦。

## 评论

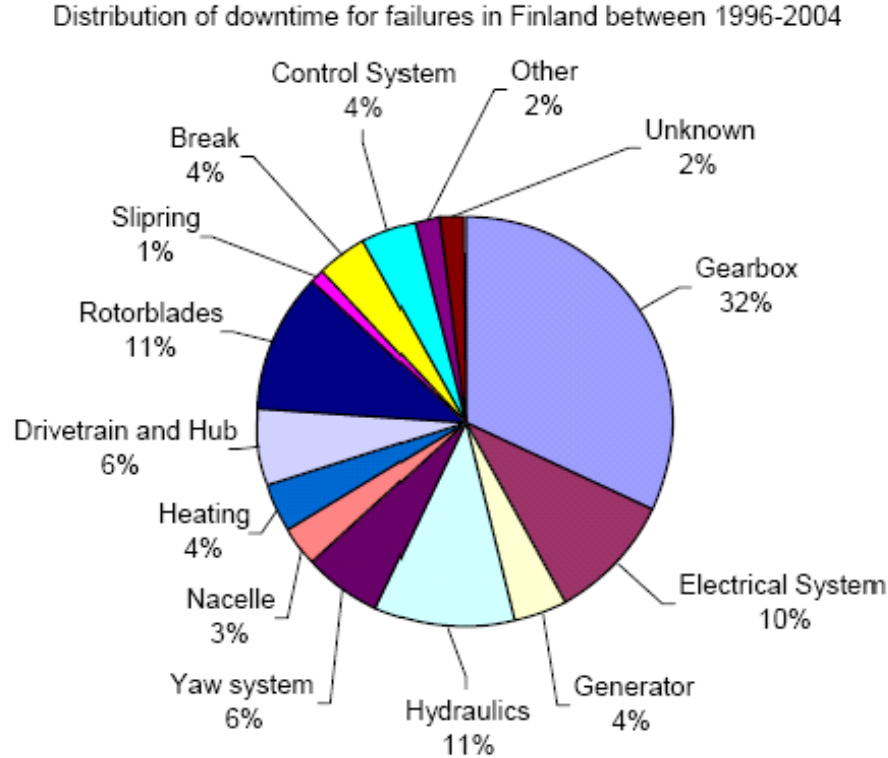
- 公司今年市场占有率将提升至31-32%: 本次中标总量达1100MW, 金额约占2009年营业收入的39%。**公司前三季度累计新增订单约为4352MW, 本次中标后, 全年新增订单将达到5.5GW以上, 同比增长75%。通过对今年全年风电订单的跟踪, 我们预计全年风电订单总量约在17-18GW。我们判断今年公司的市场占有率将有望在去年21%的基础上提升至31-32%;
- 质量优势是市场份额提升的主要原因:** 公司整机的质量优势主要体现在两大方面: 1. 机型优势-公司的整机主要为直驱风机。相比主要竞争对手包括东方电气和华锐风电的齿轮箱双馈风机, 直驱风机结构简单且具有较强的稳定性和较低的故障率; 2. 同时公司在风电设备制造的先发优势和风场运营中积累的宝贵经验为风机产品的稳定性和可靠性提供了保障;
- 致力于机型升级, 不断提升产品竞争力和盈利能力:** 从本次招标的产品结构来看, 2.5MW 机型订单超过1.5MW 机型, 装机量占总订单的64%, 金额占总订单价值的68%。本次招标的2.5MW 整机单价约在4600元/千瓦的水平, 大幅超过1.5MW 机型3800元/千瓦的水平。主要原因是2.5MW 大功率机型的产业链配套成本高于目前已经具备规模化的1.5MW 机型, 但是随着风机大型化日趋推进, 我们认为2.5MW 成本将会逐步下降。这将对目前1.5MW 为主流的市场结构形成较大冲击。无论从产品的竞争力或盈利能力来看, 大功率风机的推进将巩固公司行业的行业领先地位;
- 价格压力仍在, 行业洗牌将使得市场集中度提升:** 今年年初整机价格水平约在5100元/千瓦, 但随着行业竞争的加剧, 整机报价逐步下跌。公司目前最低采购合同价格已经接近3800元/千瓦。整机单位售价今年累计也已下跌近20%。我们判断在目前盈利水平下, 价格进一步下跌的空间将十分有限。在行业竞争加剧的背景下, 价格继续保持在低位运行的概率较大。我们认为行业洗牌已经开始, 缺乏规模优势的企业将逐步退出, 虽然短期内并不会使得价格回升, 但是退出者的增加会有利于提升行业集中度, 行业领先者有望进一步扩大市场份额;

## 投资建议

- 公司的整机质量一贯保持着良好的口碑, 在质量问题日益严重并引起各方关注的背景下, 下游客户对公司产品认可度将转化成持续的订单流入。而本次大额订单也进一步验证了公司在产品质量和市场开拓上的能力;
- 基于本次订单量将对未来两年的收入将产生一定影响, 我们上调了2011和2012年整机出货量至3600台和4400台。我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.98, 1.24和1.55, 对应PE估值为23, 18和14; 相比其它整机企业, 公司估值处于最地位。我们维持对公司的“买入”评级。

- **公司直驱机型具备优势：**齿轮箱是最为容易出现故障的部件，双馈风机的质量问题日益受到开发者的关注。公司直驱风机在稳定性和可靠性上具有一定的可比优势。

图表1：使用齿轮箱的双馈风机更容易出现质量问题

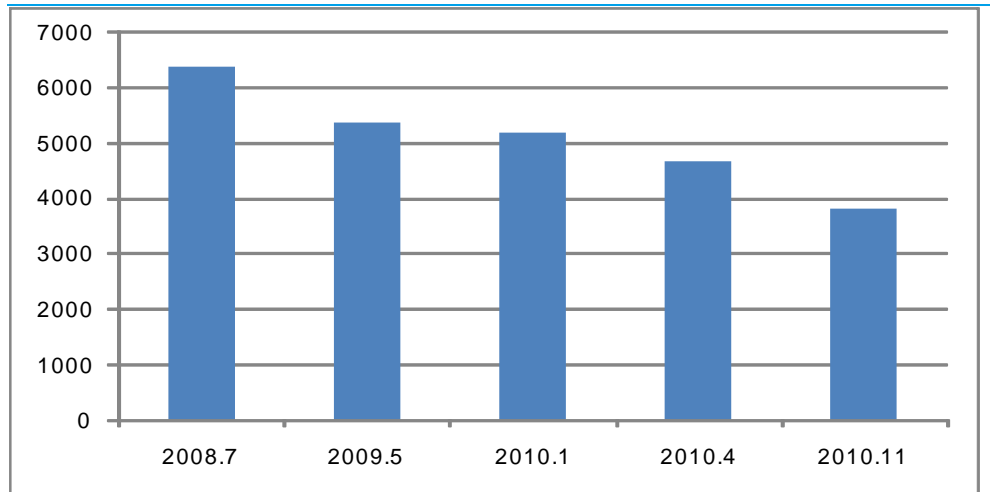


特性	永磁直驱式和双馈式风机比较	分析
电网兼容性	永磁直驱风机更强，	永磁直驱风机具备较强电容补偿、低电压穿越能力，对电网冲击小
维护成本	永磁直驱风机更低	永磁直驱风机省去齿轮箱维修费用
空气动力学性能	永磁直驱式受风速限制较小	永磁直驱风机通过电磁感应原理发电，在额定的低转速下输出功率较大、效率较高
噪音	永磁直驱风机噪音更低	永磁直驱风机省去了齿轮箱，噪音低
效率	永磁直驱风机效率更高，发电效率平均提高5-10%	双馈式风机支持齿轮箱工作，本身也耗电
运输难度	永磁直驱风机运输难度更大	永磁直驱风机体积较大，运输难度更大
电控要求	永磁直驱风机要求更高	永磁直驱风机省去齿轮箱，全功率逆变
改进空间	永磁直驱风机改进空间更大	永磁直驱风机技术较新，电子化程度高

来源：国金证券研究所

- **整机价格仍有压力但下跌速度将放缓：**今年年初整机价格水平约在 5100 元/千瓦，但是随着行业竞争的加剧，整机单位售价今年已经下跌近 20%。目前最低采购价格已经接近 3800 元/千瓦。。虽然在目前盈利水平下，进一步下跌的空间有限，但价格将继续保持在低位运行。我们认为行业洗牌已经开始，缺乏规模优势的企业将逐步退出。

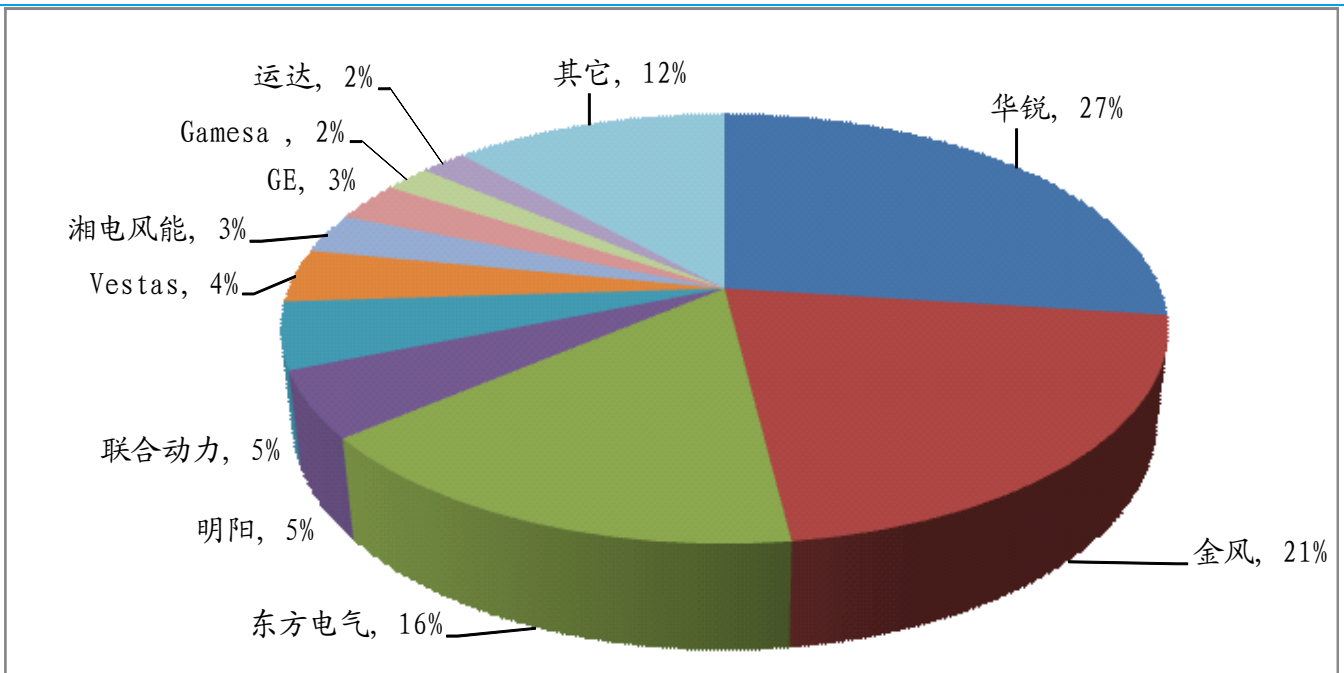
图表2: 整机价格处于下跌趋势中 (单位: 元/千瓦)



来源: 国金证券研究所测算

- **公司的市场占有率将大幅提升:** 本次中标后, 全年新增订单将达到 5.5GW 以上, 同比增长 75%。通过对今年全年风电订单的跟踪, 我们预计全年风电订单总量在 17-18GW。我们判断今年公司的市场占有率将有望在去年 21%的基础上提升至 31-32%;

图表3: 2009 年中国整机制造的市场份额



来源: 国金证券研究所, 中国风电协会

- 我们预测 2010-2012 年 EPS 分别为 0.98, 1.24 和 1.55, 对应 PE 估值为 23, 18 和 14; 相比行业内其它企业, 估值优势较为明显。

图表4: 估值比较

公司	代码	产品	股价			EPS			PE		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
整机											
金风科技	002202	1.5MW直驱整机	22.1	0.92	1.24	1.55	24	18	14		
东方电气	600875	1.5MW双馈整机	30.32	1.16	1.44	1.74	26	21	17		
上海电气	601727	1.2MW, 2MW双馈整机	8.22	0.23	0.26	0.31	36	32	27		
湘电股份	600416	2MW直驱整机	29.54	0.74	1.02	1.35	40	29	22		
华仪电气	600290	1.5MW双馈整机	15.69	0.45	0.58	0.76	35	27	21		
长征电气	600112	2MW双馈整机	10.17	0.40	0.50	0.56	25	20	18		
银星能源	000862	整机	14.55	0.30	0.46	0.74	49	32	20		

来源: 国金证券研究所, 大额投资者

图表5: 三张报表

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	18,641	24,744	30,238
增长率		108.1%	66.3%	73.6%	32.7%	22.2%
主营业务成本	-2,178	-4,873	-7,916	-14,076	-18,955	-23,115
%销售收入	70.2%	75.5%	73.7%	75.5%	76.6%	76.4%
毛利	925	1,585	2,823	4,565	5,789	7,123
%销售收入	29.8%	24.5%	26.3%	24.5%	23.4%	23.6%
营业税金及附加	-11	-20	-47	-37	-49	-60
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-100	-278	-670	-932	-1,237	-1,512
%销售收入	3.2%	4.3%	6.2%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-153	-237	-276	-429	-569	-695
%销售收入	4.9%	3.7%	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	662	1,049	1,829	3,166	3,934	4,855
%销售收入	21.3%	16.2%	17.0%	17.0%	15.9%	16.1%
财务费用	-23	-42	-60	-26	46	120
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.1%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	-30	-128	-32	-46	-15	-14
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%	1.6%	1.2%	1.0%
营业利润	610	1,143	1,947	3,144	4,014	5,012
营业利润率	19.7%	17.7%	18.1%	16.9%	16.2%	16.6%
营业外收支	17	20	44	81	82	102
税前利润	627	1,163	1,991	3,225	4,096	5,114
利润率	20.2%	18.0%	18.5%	17.3%	16.6%	16.9%
所得税	8	-126	-200	-484	-614	-767
所得税率	-1.3%	10.8%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	635	1,037	1,791	2,741	3,482	4,347
少数股东损益	5	122	45	110	139	174
归属于母公司的净利润	630	915	1,746	2,631	3,343	4,173
净利率	20.3%	14.2%	16.3%	14.1%	13.5%	13.8%

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	2,741	3,482	4,347
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	45	191	115	173	166	178
非经营收益	14	-313	-227	209	8	-12
营运资金变动	-146	-60	-356	233	-103	-103
经营活动现金净流	547	854	1,322	3,356	3,553	4,410
资本开支	-370	-951	-1,657	-362	-27	-608
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	-313	23	-558
股权募资	1,791	83	23	0	0	0
债权募资	403	709	1,825	-308	0	1
其他	-64	-48	-351	-150	-140	-140
筹资活动现金净流	2,130	743	1,498	-458	-140	-139
现金净流量	2,331	598	1,167	2,586	3,436	3,713

来源: 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	7,263	10,699	14,412
应收款项	782	2,894	3,002	5,076	6,739	8,235
存货	972	2,119	2,854	4,242	5,712	6,966
其他流动资产	480	761	752	1,414	1,902	2,318
流动资产	4,914	9,061	11,286	17,996	25,053	31,931
%总资产	90.8%	82.7%	76.2%	83.2%	87.4%	88.5%
长期投资	4	28	126	127	126	126
固定资产	404	1,258	2,441	2,734	2,706	3,264
%总资产	7.5%	11.5%	16.5%	12.6%	9.4%	9.0%
无形资产	80	502	759	778	765	753
非流动资产	501	1,891	3,516	3,642	3,599	4,145
%总资产	9.2%	17.3%	23.8%	16.8%	12.6%	11.5%
资产总计	5,414	10,951	14,802	21,638	28,652	36,076
短期借款	470	50	843	546	546	546
应付款项	1,642	5,142	5,683	9,822	13,154	16,053
其他流动负债	178	392	552	805	1,005	1,181
流动负债	2,291	5,584	7,078	11,173	14,705	17,781
长期贷款	153	1,282	2,022	2,022	2,022	2,023
其他长期负债	75	108	256	256	256	256
负债	2,519	6,973	9,356	13,450	16,983	20,060
普通股股东权益	2,883	3,730	5,201	7,832	11,175	15,348
少数股东权益	66	362	326	436	575	749
负债股东权益合计	5,414	10,951	14,802	21,638	28,652	36,076

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.259	0.915	1.247	0.977	1.240	1.549
每股净资产	5.767	3.730	3.715	5.595	7.982	10.963
每股经营现金净流	1.094	0.610	0.590	1.245	1.319	1.636
每股股利	0.100	0.280	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	21.84%	24.52%	33.56%	33.60%	29.91%	27.19%
总资产收益率	11.52%	8.26%	11.73%	12.12%	11.63%	11.54%
投入资本收益率	18.76%	17.22%	19.39%	24.63%	23.20%	22.00%
增长率						
主营业务收入增长率	102.77%	108.11%	66.28%	73.59%	32.74%	22.20%
EBIT增长率	95.26%	58.56%	74.35%	73.12%	24.23%	23.44%
净利润增长率	96.98%	45.26%	90.87%	50.75%	27.02%	24.84%
总资产增长率	356.04%	102.38%	34.50%	46.18%	32.42%	25.91%
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	34.8	22.9	23.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.74%	-47.77%	-32.87%	-56.84%	-69.24%	-73.60%
EBIT利息保障倍数	29.3	25.1	30.3	120.4	-85.9	-40.6
资产负债率	46.07%	63.02%	62.86%	61.93%	59.11%	55.48%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-03-08	买入	20.74	N/A
2	2010-05-18	买入	21.35	24.00 ~ 26.00
3	2010-08-17	买入	19.74	N/A
4	2010-10-27	买入	24.20	N/A

来源：国金证券研究所



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。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室