

# 金風科技(002202.SZ/2208.HK)

## A/H 股投資評等及目標價

A 股	持有
	002202.SZ 目標價：22.75RMB
H 股	持有
	02208.HK 目標價：14.51HK

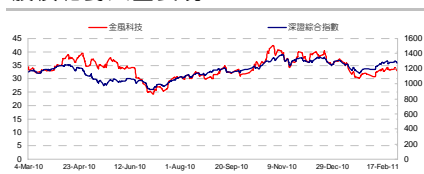
### 基本資料

股票信息	H股	A股
目前股價	12.84	20.13
股票代碼	02208.HK	002202.SZ
日成交量	3346200	24794586
52周最高價/最低價	21.80/12.10	26.20/15.05
發行股數(百萬股)	2694.588	2694.588
其中：流通股(百萬股)	500.046	2057.49
第一大股東	新疆風能有限責任公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
002202.SZ	-0.98%	3.92%	-11.63%	-9.73%
399001.SZ	1.04%	5.89%	2.05%	2.10%

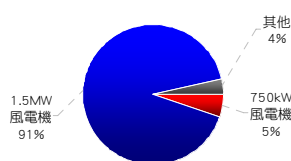
資料來源：元富上海

### 股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

### 產品主結構



資料來源：元富上海

### 元富上海代表處

分析師：鍾璘暘 James Chung

電郵：linyangchung.sh@masterlink-cn.com

## 價格擠壓利潤空間，長期不利影響

- **風電機價格下降拉低2010年淨利潤,導致毛利率低下**：2010年營收達175.96億元，YoY+63.86%，高出預期5.87%；淨利潤達22.88億元，YoY+31.08%，低於預期5.48%。營業利潤率下降導致淨利潤水準下降，主因是公司銷售費用大幅提升及風電機毛利率下降所造成。國內風電市場產能持續快速釋放，導致國內風電設備試產競爭越來越激烈，大幅度提高公司銷售費用及降低公司風電機價格導致毛利率低下。
- **現有訂單將推高2011年營收，增速達四成以上**：金風科技訂單達680萬千瓦，其中2011年將交付510萬千瓦。若以平均價格4,500元/千瓦計算已確定的510萬千瓦訂單，公司2011年訂單保障營收將達到229.5億元，YoY+30%。若2011年交付訂單超過現有訂單水準10%或20%，2011年營收將達252.5億元或275.4億元，YoY+43%或57%。
- **2012年訂單需快速提升才能緩衝風電機價格下降風險**：根據估算，公司將開始面臨行業嚴苛挑戰。若公司在2012年訂單仍能持續增長，則訂單增速需達到30%以上才能維持營收正增長態勢；訂單需達到成長50%以上，才能維持20%以上的營收增速。然在現有市場中，公司訂單已達較高水準，國內所需風電機數量已基本達到高位，公司想要維持較快增速較難，2012年市場危機重重。
- **公司即使受到國家扶持，仍無法長期持續負擔價格下滑所帶來的負面影響**：雖然公司在2011年營收成長強勁，預計公司2011年營收將達252.50億元，YoY+43.47%；並下調淨利潤達29.51億元，YoY+29.03%，EPS達1.10元。考慮到行業內價格變動及成本調整的不確定性較高，我們皆下調公司A股及H股至“持有”評級，給予目標價22.75元及14.51元。

### 主要財務分析

	2007	2008	2009	2010	2011(F)
主營業務收入	3,103.03	6,457.81	10,738.36	17,595.52	25,250.00
年增率(%)	165.81%	108.11%	66.28%	63.86%	43.50%
主營業務利潤	608.85	862.70	1,736.23	2,680.62	3,279.70
年增率(%)	132.81%	41.69%	101.26%	54.39%	22.35%
淨利潤	628.09	643.06	1,745.58	2,287.42	2,951.45
年增率(%)	139.04%	2.38%	171.45%	31.04%	29.03%
每股收益	1.26	0.64	1.25	0.85	1.10
市盈率(倍)	100.32	38.85	22.93	26.20	22.38
市淨率(倍)	23.81	6.10	7.26	6.90	5.58
股價/經營現金	30.13	41.70	34.29	48.12	21.51
ROA(%)	11.61%	9.14%	12.03%	11.84%	11.39%
ROE(%)	21.52%	24.78%	32.40%	27.47%	25.47%
現金股利率	0.18%	0.40%	1.10%	0.90%	0.88%

資料來源：元富上海



**風電機價格下降拉低2010年淨利潤，  
導致毛利率低下**

公司發佈2010年業績快報，2010年營收達175.96億元，YoY+63.86%，高出預期5.87%；歸屬股東淨利潤達22.88億元，YoY+31.08%，低於預期5.48%。在營收方面，根據公司公告，營收提升主要歸功於1.5兆瓦風電機需求旺盛，推動公司營收規模快速增長。在淨利潤方面，表現不如預期，我們認為，公司營業利潤率下降導致淨利潤水準下降，主因是公司銷售費用大幅提升及風電機毛利率下降所造成。2010年，國內風電市場產能持續快速釋放，導致國內風電設備試產競爭越來越激烈下，大幅度提高公司銷售費用，且公司風電機價格下滑導致毛利率表現不如預期。

營收良好，利潤低下

(百萬元/%)	2009	2010 (業績快報)	YoY(%)	2010 (原預計)	預測差異
營業收入	10,738.36	17,595.52	63.86%	16,619.56	5.87%
營業利潤	1,946.92	2,680.62	37.69%	2,785.15	-3.75%
利潤總額	1,990.56	2,798.32	40.58%	2,859.76	-2.15%
淨利潤	1,790.60	-	-	2,499.25	-
歸屬股東淨利潤	1,745.58	2,288.12	31.08%	2,420.74	-5.48%
EPS(加權後)	0.78	0.99	26.92%	0.90	10.20%
EPS (以2010年底股本計算)	0.65	0.85	31.08%	0.90	-5.48%
股本	1,400.00	2,694.59	-	2,694.59	0.00%
營業成本	9,002.12	15,154.23	68.34%	13,834.41	9.54%
營業外淨支出	-43.64	-117.70	169.71%	-74.61	57.75%
所得稅	199.96	-	-	360.51	-
少數股東損益	45.02	-	-	78.51	-
所得稅+少數股東損益	244.98	510.20	108.26%	439.02	16.21%
營業利潤率	18.13%	15.23%	-2.90%	16.76%	-1.52%
銷售利潤率	18.54%	15.90%	-2.63%	17.21%	-1.30%
淨利潤率	16.26%	13.00%	-3.25%	14.57%	-1.56%
所得稅稅率	11.46%	-	-	14.89%	-
少數股東損益率	2.51%	-	-	3.14%	-

資料來源：元富上海

**現有訂單將推高2011年營收，增速  
達四成以上**

2011年交付的訂單多數為2010年所簽訂的訂單，因此2011年營收將以2010年簽訂時的市場價格計算。在2010年底，金風科技訂單達680萬千瓦，其中2011年將交付510萬千瓦，公司訂單需求仍然充足。由於國內風電設備產能持續擴張，2010年風電機價格處於持續下降的態勢。從2010年初的最高5,100元/千瓦及2010年底最低的3,850元/千瓦，金風科技的平均價格約為4,500元/千瓦。若以平均價格4,500元/千瓦計算已確定的510萬千瓦訂單，公司2011年訂單保障營收將達到229.5億元，較2010年成長30%。但一般來說，公司年底完成訂單較年初為多，說明公司在2011年營收將不僅只是現有訂單數量。若2011年交付訂單超過現有訂單水準10%或20%，2011年營收將達252.5億元或275.4億元，YoY+43%或57%。元富認為，保守來說，金風科技2011年訂單超過現有訂單



10%可能性高，因此整體營收預計將達252.5億元，YoY+43.47%，營收增速仍超過行業增速20%。但整體來說，在行業內金風科技過去遠遠領先別家風電企業的優勢已逐漸失去，其他企業競爭力隨著風電機組技術水準提高，逐漸提升其競爭力。金風科技惟有在未來即將批量生產、技術水準較高的大機型海上風電機再次獲得優勢。

2011年營收估算

	2011年交付訂單數量			2011年交付訂單成長10%		
預計平均價格(千瓦)	3850	4500	5100	3850	4500	5100
預計銷量(兆瓦)	5100	5100	5100	5610	5610	5610
預計營收(億元)	196.4	229.5	260.1	216.0	252.5	286.1
營收YoY(%)	11.59%	30.43%	47.82%	22.75%	43.47%	62.60%
	2011年交付訂單成長15%			2011年交付訂單成長20%		
預計平均價格(千瓦)	3850	4500	5100	3850	4500	5100
預計銷量(兆瓦)	5865	5865	5865	6120	6120	6120
預計營收(億元)	225.8	263.9	299.1	235.6	275.4	312.1
營收YoY(%)	28.33%	49.99%	69.99%	33.91%	56.51%	77.38%
	2011年交付訂單成長25%			2011年交付訂單成長30%		
預計平均價格(千瓦)	3850	4500	5100	3850	4500	5100
預計銷量(兆瓦)	6375	6375	6375	6630	6630	6630
預計營收(億元)	245.4	286.9	325.1	255.3	298.4	338.1
營收YoY(%)	39.48%	63.03%	84.77%	45.06%	69.56%	92.16%

資料來源：元富上海

即使2011年毛利率下降幅度達2%，淨利潤增長仍維持在29%

國內風電機組產能擴張推動國內風電機組價格持續下降，導致公司2010年毛利率從26.28%下降至我們測算的23.99%，下降幅度達2.29%。我們認為，公司在2011年風電機價格將持續下降，將產生負面影響，但考慮到公司產業鏈化持續進行及技術改良順利，預計公司2011年毛利率下降幅度將不會超過2010年。經過測算，公司毛利率將在20%及23%之間浮動，淨利潤將在24.46及32.04億元之間，EPS將在0.91元及1.19元之間。在保守考慮下，若2011年毛利率價格下降2%，金風科技淨利潤將達29.51億元，YoY+29.03%，EPS達1.10元。風險角度來看，公司需將維持其毛利率至19%以上，以避免造成淨利潤產生負增長影響。

毛利率敏感性分析

毛利率敏感性分析		2009	2010	2011(E)	2011(E)	2011(E)	2011(E)
營收	百萬元	10738.36	17595.52	25250	25250	25250	25250
營業成本	百萬元	9002.12	15,154.90	22755.3	22502.8	22250.3	21997.8
風電機成本	百萬元	7916.47	13,374.23	20200	19947.5	19695	19442.5
風電機毛利率	%	26.28%	23.99%	20%	21%	22%	23%
三項費用+營業稅金+其他	百萬元	1,086.56	1780.67(E)	2555.3	2555.3	2555.3	2555.3
三項費用+營業稅金+其他比重	%	10.12%	10.12%(E)	10.12%	10.12%	10.12%	10.12%
其他經營收益/營收	百萬元	210.69	240(E)	280	280	280	280
其他經營收益/營收比重	%	1.96%	1.36%(E)	1.11%	1.11%	1.11%	1.11%
營業利潤	百萬元	1946.92	2680.62	2774.7	3027.2	3279.7	3532.2
營業利潤率	%	18.13%	15.23%	10.99%	11.99%	12.99%	13.99%
銷售利潤	百萬元	1,946.86	2,679.80	2,774.70	3,027.20	3,279.70	3,532.20
銷售利潤率	%	18.54%	15.90%	11.69%	12.69%	13.69%	14.69%
歸屬股東淨利潤	百萬元	1,746.06	2,287.42	2,446.45	2,698.95	2,951.45	3,203.95
淨利潤率	%	16.26%	13.00%	9.69%	10.69%	11.69%	12.69%
股本	百萬股	1,400.00	2,694.59	2,694.59	2,694.59	2,694.59	2,694.59
EPS	元	1.25	0.85	0.91	1.00	1.10	1.19
淨利潤 YoY(%)	%	95.31%	31.00%	6.95%	17.99%	29.03%	40.07%

資料來源：元富上海



## 2012年訂單需快速提升才能緩衝風電機價格下降風險

從2012年的訂單來看，多數2012年交付設備將在2011年簽訂，考慮到目前國內陸上風電機需求逐步放緩，陸上風電機訂單將逐步下降。但政府對金風科技較為偏好，推動公司在海外市場及海上風電市場的擴張，公司訂單將維持在一定水準。在風電機價格方面，目前行業預計2011年將持續下降10%-15%，拉低公司整體營收。考慮到公司即將進入的海上風電機及海外風電機項目，其價格水準明顯較高，將緩衝公司新簽訂單價格下降幅度，預計公司2011年所簽訂單均價僅下降7%，為3,580.5元/千瓦。根據估算，公司將開始面臨行業嚴苛挑戰。若公司在2012年訂單仍能持續增長，則訂單增速需達到30%以上才能維持營收正增長態勢；訂單需達到成長50%以上，才能維持20%以上的營收增速。然在現有市場中，公司訂單已達較高水準，國內所需風電機數量已基本達到高位，公司想要維持較快增速較難，2012年市場危機重重。

### 2012年營收估算

	2012年交付訂單數量			2012年交付訂單成長10%		
預計平均價格(千瓦)	3311	3580.5	3850	3311	3580.5	3850
預計銷量(兆瓦)	5865	5865	5865	6451.5	6451.5	6451.5
預計營收(億元)	194.2	210.0	225.8	213.6	231.0	248.4
營收YoY(%)	-26.42%	-20.43%	-14.44%	-19.06%	-12.47%	-5.88%
	2012年交付訂單成長20%			2012年交付訂單成長30%		
預計平均價格(千瓦)	3311	3580.5	3850	3311	3580.5	3850
預計銷量(兆瓦)	7038	7038	7038	7624.5	7624.5	7624.5
預計營收(億元)	233.0	252.0	271.0	252.4	273.0	293.5
營收YoY(%)	-11.70%	-4.51%	2.68%	-4.34%	3.45%	11.23%
	2012年交付訂單成長40%			2012年交付訂單成長50%		
預計平均價格(千瓦)	3311	3580.5	3850	3311	3580.5	3850
預計銷量(兆瓦)	8211	8211	8211	8797.5	8797.5	8797.5
預計營收(億元)	271.9	294.0	316.1	291.3	315.0	338.7
營收YoY(%)	3.02%	11.40%	19.79%	10.38%	19.36%	28.35%

資料來源：元富上海

## 公司低毛利率水準有待大機型風電機拉升

若以較樂觀角度來估算，公司訂單增長態勢達50%，金風科技2012年營收將達到315億元，YoY+19.36%。國內風電機價格的下降，將拉低公司毛利率，2012年毛利率在19%-22%之間。考慮到海外風電機及海上風電機銷售量的提升，毛利率下降幅度有限，僅降低1%，毛利率達21%。這將為公司淨利潤帶來21.96%增長，EPS達1.33元。從現有估算來看，公司2012年表現令人擔憂。金風科技需要在海外市場及海上風電場有快速的提升才能帶動公司營收增速在50%以上，淨利潤增速在20%以上，但不確定性高。

### 2012年毛利率敏感性分析

毛利率敏感性分析		2010	2011(E)	2012(E)	2012(E)	2012(E)	2012(E)
營收	百萬元	17595.52	25250	31500	31500	31500	31500
營業成本	百萬元	15,154.90	22250.3	28702.8	28387.8	28072.8	27757.8
風電機成本	百萬元	13,374.23	19695	25515	25200	24885	24570
風電機毛利率	%	23.99%	22%	19%	20%	21%	22%
三項費用+營業稅金+其他	百萬元	1780.67(E)	2555.3	3187.8	3187.8	3187.8	3187.8
三項費用+營業稅金+其他比重	%	10.12%(E)	10.12%	10.12%	10.12%	10.12%	10.12%
其他經營收益/營收	百萬元	240(E)	280	330	330	330	330
其他經營收益/營收比重	%	1.36%(E)	1.11%	1.05%	1.05%	1.05%	1.05%
營業利潤	百萬元	2680.62	3279.7	3127.2	3442.2	3757.2	4072.2
營業利潤率	%	15.23%	12.99%	9.93%	10.93%	11.93%	12.93%
銷售利潤	百萬元	2,679.80	3,279.70	3,127.20	3,442.20	3,757.20	4,072.20
銷售利潤率	%	15.90%	13.69%	10.93%	11.93%	12.93%	13.93%
歸屬股東淨利潤	百萬元	2,287.42	2,951.45	2,969.70	3,284.70	3,599.70	3,914.70
淨利潤率	%	13.00%	11.69%	9.43%	10.43%	11.43%	12.43%
股本	百萬元	2,694.59	2,694.59	2,696.59	2,697.59	2,698.59	2,699.59
EPS	元	0.85	1.10	1.10	1.22	1.33	1.45
淨利潤 YoY(%)	%	31.00%	29.03%	0.62%	11.29%	21.96%	32.64%

資料來源：元富上海



公司即使受到國家扶持，仍無法長期持續負擔價格下滑所帶來的負面影響

目前風電行業處於較嚴峻態勢，身為行業內龍頭的金風科技，即使受到國家扶持，仍無法持續負擔價格下滑所帶來的負面影響。整體來說，公司2011年營收將受到現有訂單的保障，毛利率即使下滑，但也將保證2011年淨利潤增速達29%。但在2012年，公司表現將受到加重的挑戰，公司迫切提高產業鏈效率以降低成本，開發海外市場及海上市場以提高訂單及毛利率才能夠保持在持續成長態勢。預計公司2011年營收將達252.50億元，YoY+43.47%；淨利潤達29.51億元，YoY+29.03%，EPS達1.10元。雖然公司在2011年營收成長強勁，考慮到行業內價格變動及成本調整的不確定性較高，我們下調公司A股及H股“持有”評級，給予目標價22.75元及14.51元。



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10(F)	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2008	2009	2010	2011(F)
營業收入	1,855	4,450	4,588	6,703	2,778	6,313	6,313	9,848	6,458	10,738	17,596	18,960
營業成本	1,326	3,427	3,471	6,931	2,448	5,563	5,563	8,678	4,890	7,916	12,631	14,541
營業毛利	529	1,023	1,117	-228	330	750	750	1,170	1,568	2,823	4,965	4,419
營業費用	201	418	420	678	281	318	328	343	706	1,087	1,443	1,270
<b>營業利潤</b>	<b>328</b>	<b>605</b>	<b>697</b>	<b>1,629</b>	<b>361</b>	<b>820</b>	<b>820</b>	<b>1,279</b>	<b>863</b>	<b>1,736</b>	<b>2,680</b>	<b>3,279</b>
營業外收入	-9	74	168	7	76	76	76	76	22	267	319	304
營業外支出	1	2	1	1	1	1	1	1	2	13	5	4
<b>利潤總額</b>	<b>318</b>	<b>676</b>	<b>864</b>	<b>1,635</b>	<b>361</b>	<b>820</b>	<b>820</b>	<b>1,279</b>	<b>883</b>	<b>1,991</b>	<b>2,680</b>	<b>3,280</b>
所得稅	61	121	79	100	150	150	170	180	121	200	408	650
少數股東損益	9	31	25	12	15	15	15	15	119	45	102	60
歸屬母公司淨利潤	248	524	759	756	325	738	738	1,151	643	1,746	2,288	2,739
<b>每股收益</b>	<b>0.11</b>	<b>0.23</b>	<b>0.34</b>	<b>0.17</b>	<b>0.12</b>	<b>0.28</b>	<b>0.28</b>	<b>0.43</b>	<b>0.64</b>	<b>1.25</b>	<b>0.85</b>	<b>1.02</b>
QoQ/YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10(F)	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2008	2009	2,010	2011(F)
營業收入	(53.69)	139.90	3.10	24.83	0.50	0.42	0.38	0.47	108.11	66.28	63.86	7.75
營業利潤	(47.14)	84.44	15.19	31.62	0.10	0.36	0.18	(0.21)	41.69	101.26	46.63	23.70
利潤總額	(57.12)	112.58	27.70	16.01	0.13	0.21	(0.05)	(0.22)	41.21	125.50	40.58	23.26
歸屬母公司淨利潤	(65.61)	111.09	44.79	17.07	0.31	0.41	(0.03)	0.52	2.38	171.45	31.08	19.72
各項比率	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10(F)	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2008	2009	2,010	2011(F)
毛利率	28.53	22.99	24.34	24.34	22.10	22.00	22.00	22.00	24.28	26.29	23.99	22.00
營業利潤率	17.67	13.59	15.18	15.23	12.99	12.99	12.99	12.99	13.36	16.17	15.23	12.99
總利潤率	17.15	15.20	18.82	24.39	13.69	13.69	13.69	13.69	13.67	18.54	15.90	13.69
歸屬母公司淨利率	13.39	11.78	16.55	11.28	11.69	11.69	11.69	11.69	9.96	16.26	13.00	11.69

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

現金流量表

百萬元

資產負債表					現金流量表				
Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)	Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)
貨幣資產	3,286	4,677	6,304	8,883	淨利潤	1,025	1,804	2,499	2,799
短期投資	0	5	0	0	折舊與攤銷	79	82	80	80
應收帳款	2,619	2,920	4,617	5,267	投資收入	(266)	(214)	(233)	(280)
存貨	2,119	2,854	4,678	5,386	營運資金變化	(85)	(296)	(1,218)	(460)
其他流動資產	1,036	830	934	964	其他	123	(51)	41	(18)
流動資產	9,061	11,286	16,533	20,500	<b>來自營運之現金流量</b>	<b>877</b>	<b>1,325</b>	<b>1,169</b>	<b>2,122</b>
長期投資	26	126	126	126	資本支出	955	1,678	500	500
固定資產	1,144	1,081	1,501	1,921	長投增減	46	168	100	100
其他資產	980	2,390	2,142	2,142	其他	(92)	(142)	323	323
<b>總資產</b>	<b>11,211</b>	<b>14,883</b>	<b>20,302</b>	<b>24,689</b>	<b>來自投資之現金流量</b>	<b>(1,000)</b>	<b>(1,652)</b>	<b>(77)</b>	<b>(77)</b>
短期借款	50	297	260	260	自由現金流量	(124)	(328)	1,092	2,044
應付帳款	2,545	3,760	6,043	6,958	借款增(減)	844	1,939	1,045	1,045
其他流動負債	2,909	2,825	2,780	3,464	現金股利支出	101	443	510	510
流動負債	5,504	6,882	9,083	10,681	其他	0	0	0	0
長期負債	1,282	2,022	2,522	3,022	<b>來自融資之現金流量</b>	<b>743</b>	<b>1,496</b>	<b>535</b>	<b>535</b>
其他長期負債	288	451	340	340	匯率調整	(14)	2	0	0
<b>總負債</b>	<b>7,073</b>	<b>9,356</b>	<b>11,946</b>	<b>14,043</b>	<b>本期產生之現金流量</b>	<b>606</b>	<b>1,170</b>	<b>1,627</b>	<b>2,579</b>
普通股股本	1,000	1,400	2,240	2,240	<b>Ratio Analysis</b>				
資本公積金	1,670	1,670	1,670	1,670	Year-end Dec. 31	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
累計留存收益	1,053	2,131	4,042	6,271	ROA(%)	9.14%	12.03%	12.31%	11.34%
少數股權	415	326	405	465	ROE(%)	24.78%	32.40%	29.91%	26.29%
<b>股東權益</b>	<b>4,138</b>	<b>5,527</b>	<b>8,357</b>	<b>10,646</b>	ROCE(%)	44.93%	52.32%	52.48%	53.20%

資料來源：元富上海

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			