

评级：审慎推荐（维持）

电力设备及新能源

公司研究报告

第一创业研究所
何本虎 S1080210110002

电话：0755-25832648

邮件：hebenhu@fcsc.cn**金风科技（002202）10 年年报点评****——2011 年增速不会下降，维持“审慎推荐”****事件要点：**

3月26日，公司发布2010年报，实现收入17596百万元，同比增长63.9%。实现净利润2290百万元，同比增长31.1%，每股收益为0.85元。另外，公司拟进行10派3.4元的利润分配。

点评：**1、毛利率下降是业绩增速下降的主要原因**

2010年，公司实现收入17585百万元，同比增长64.1%。分项业务看，1.5MW产品的接近翻番增长是最大亮点。

1.5MW产品销售规模为2567台，较上年的1200台增长了108%。虽然产品价格有所下降，但收入增长仍超过90%。从最近公布的行业数据看，2010年新增容量为1893万千瓦，同比增长37%。公司的增速显著超越行业增速，市场占有率进一步提高。

由于产品价格下降等因素，公司综合毛利率下降2.8个百分点，是利润增长幅度小于收入的重要原因。初步测算，2010年的产品价格较2009年下降了10%左右。另外，依据最新的招标数据，预计2011年的产品价格仍有10%左右的下降，预计对毛利率仍有一定影响。

图表1 公司2010年主营收入和毛利率变化一览表

	收入（百万）	收入变化	毛利率	毛利率变化
750KW	528	-69.8%	27.7%	下降5.1个百分点
1.5MW	16256	91.5%	22.9%	下降1.2个百分点
2.5MW	12.32	-	8.5%	-
其他	806	60.0%	32.0%	下降8.0个百分点
合计	17585	64.1%	23.5%	下降2.8个百分点

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



2、定单充足，2011 年增速不会下降

2010 年是公司快速发展的一年，特别是在原来的行业老二东方电气的节奏有所放缓的情况下，公司加快了赶超步伐。一方面，公司主动的价格策略增加了市场份额，另一方面，公司的 2.5MW 新产品推进力度也抢占了市场先机。

2010 年底，公司已经签订合同的加上已中标而未签订合同的定单规模仍相当可观。预计 1.5MW 为 4828.5MW，折合为 3219 台，2.5MW 为 1697.5MW，折合 697 台。合计容量为 6526 MW，较 2009 年底的数据增长了 127%，将形成 2011 年业绩快速增长的保证。

3、盈利预测及投资建议

在业绩预测中，我们小幅下调了 1.5MW 产品的毛利率水平，将 2.5MW 产品的毛利率提高到 15%。由于 2.5MW 产品 2011 年的占比较高，如果毛利率超出我们预测，将呈现业绩超预期。

我们预计 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 1.19 元、1.59 元和 2.13 元。目前的 21.33 元的股价对应的 2011 年、2012 年和 2013 年的 PE 分别为 18 倍、13 倍和 10 倍。估值有所偏低，我们维持“审慎推荐”投资评级。

图表 2 公司 2010 年主营收入和毛利率变化一览表

百万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、750 千瓦				
收入	528	375	375	375
数量	211	150	150	150
单价	2.5	2.5	2.5	2.5
毛利率	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%
毛利	146	104	104	104
二、1.5 兆瓦				
收入	16249	20650	23600	27140
数量	2567	3500	4000	4600
单价	6.33	5.90	5.90	5.90
毛利率	22.9%	22.0%	22.0%	22.0%
毛利	3721	4543	5192	5971
三、2.5 兆瓦等				
收入	12	7700	11000	14300
数量	1	700	1000	1300
单价	12.32	11.00	11.00	11.00
毛利率	8.5%	15.0%	20.0%	25.0%



毛利	1	1155	2200	3575
四、其他				
收入	806	967	1161	1393
增长率	60.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	32%	32%	32%	32%
毛利	258	310	371	446
五、合计				
收入	17595	29692	36136	43208
增长率	64.1%	68.8%	21.7%	19.6%
毛利	4126	6111	7867	10095
毛利率	23.5%	20.6%	21.8%	23.4%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 3 盈利预测表

万	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、营业利润				
营业收入	17595	29692	36136	43208
减：营业成本	13467	23581	28268	33112
减：营业税金及附加	92	155	189	226
减：营业费用	1062	1703	1968	2236
减：管理费用	418	635	825	1073
减：财务费用	163	179	197	217
减：资产减值损失	188	207	227	250
加：投资收益	485	534	587	646
营业利润	2690	3766	5047	6739
二、利润总额				
加：营业外收支	109	120	132	145
利润总额	2799	3886	5179	6884
三、净利润				
减：所得税	416	583	777	1033
净利润	2383	3303	4402	5851
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	93	102	113	124
归属母公司净利润	2290	3201	4289	5728
总股本（百万）				2694.59
EPS(元)	0.85	1.19	1.59	2.13

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120