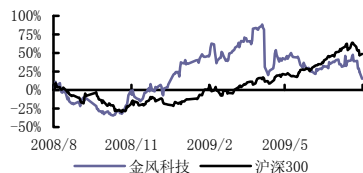


投资品 - 电气设备

2009 年 8 月 18 日

市场数据	2009 年 8 月 17 日
当前价格 (元)	27.06
52 周价格区间 (元)	15.42-44.25
总市值 (百万)	37884.00
流通市值 (百万)	16634.47
总股本 (百万股)	1400.00
流通股 (百万股)	614.73
日均成交额 (百万)	464.98
近一月换手 (%)	124.83%
Beta (2 年)	
第一大股东	新疆风能有限责任公司
公司网址	http://www.goldwind.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
金风科技	-17.85%	-19.44%	6.83%
沪深 300	-10.78%	12.31%	28.30%

陆勤、颜彪

+86 10 65018178
+86 755-83199599-8136

Luqin@csc.com.cn
yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

陆勤、颜彪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

产业链不断完善，毛利率继续提升

——金风科技 (002202) 09 年中报点评

评级: 增持

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	6457.81	10740	12375	14680
净利润 (百万元)	914.53	1327	1819	2348
每股收益 (元)	0.91	0.95	1.30	1.68
净利润增长率%	45.26%	45.05%	37.14%	29.05%
市盈率	32.08	29.36	21.41	16.59
市净率	7.83	8.15	6.17	4.57
EV/EBITDA	33.84	30	19	16

资料来源: 世纪证券研究所

- 收入利润实现超速增长。09 年上半年，公司实现营业收入 38.08 亿元，同比增长 216.15%；营业利润 6.66 亿元，同比增长 241.29%；净利润 5.38 亿元，同比增长 260.96%；实现每股收益 0.38 元，净资产收益率 13.47%。
- 产业链逐步完善，MW 级风机成主流。兆瓦级比重由 07 年的 15.68% 提高到 08 年的 42.35%，09 年中期达到 84.19%，实现了向 MW 级风机转型。随着甘肃酒泉、德国基地上半年投入使用，公司目前已经形成了亦庄、新疆、包头、酒泉以及德国五大电机基地。西安基地年内竣工，南京基地 09 年下半年开工。全部基地建成后，兆瓦级风机产能将达到 2000 台以上。预计 09 年将生产 MW 级风机 1200 台，750KW 风机 1000 台左右。
- 公司订单储备充足。截止 2009 年 6 月 30 日，公司持有待执行订单总量为 1740MW，包括 750kW 机组 522MW，1.5MW 机组 1218MW。除上述已经签订订单外，公司还有已经中标但未签订正式合同的项目总量为 1741.5MW。
- 毛利率有望进一步提升。随着 MW 级风机规模化效应、产业链完善带来采购成本的降低、外购零部件价格的下降对目前交货的风机成本的有利影响，MW 级风机毛利率有望进一步提升。另外公司成本控制效果显著，使综合毛利率有提升空间。
- 我们预计 2009-2011 年公司实现每股收益 0.95 元、1.30 元和 1.68 元。考虑到公司产业链布局和兆瓦级风机产能的不断释放，以及强有力的成本控制能力，在国内风电建设仍处于快速发展阶段，我们给予金风科技“买入”评级。

收入利润实现超速增长

09 年上半年，公司实现营业收入 38.08 亿元，同比增长 216.15%；营业利润 6.66 亿元，同比增长 241.29%；净利润 5.38 亿元，同比增长 260.96%；实现每股收益 0.38 元，净资产收益率 13.47%。

09 年 1-6 月份，全国风电发展仍处于高速增长。全国新增装机 443.98 万千瓦，风电累计装机达 1659.26 万千瓦，实现并网 1181 万千瓦，增速超过 100%。

公司作为风电行业龙头，发展速度仍快于行业平均水平。但随着进入者的增加，公司面临更加激烈的竞争环境，加强成本控制以及差异化策略保证了公司未来的市场地位。

产业链逐步完善，MW 级风机成主流

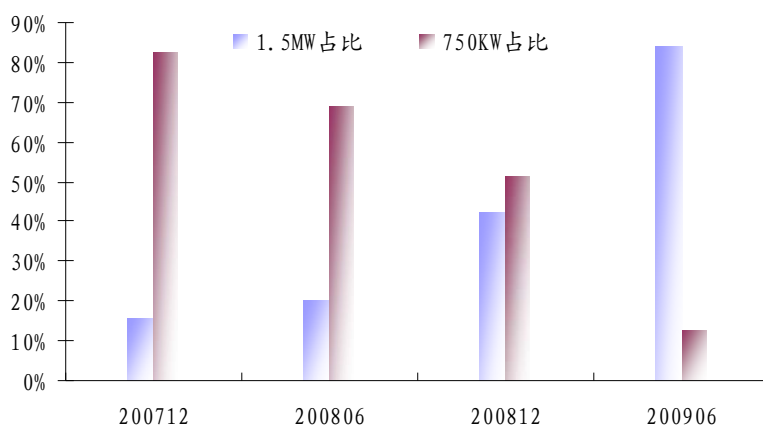
公司兆瓦级风机成为主要产品，其比重由 07 年的 15.68% 提高到 08 年的 42.35%，09 年中期达到 84.19%，基本实现了向 MW 级风机转型过程。

随着甘肃酒泉、德国基地上半年投入使用，公司目前已经形成了北京亦庄、新疆二期、包头、酒泉以及德国五大电机基地。西安基地年内竣工，南京基地 09 年下半年开工。全部基地建成后，兆瓦级风机产能将达到 2000 台以上。预计 09 年将生产 MW 级风机 1200 台，750KW 风机 1000 台左右。

截止 2009 年 6 月 30 日，公司持有待执行订单总量为 1740MW，包括 750kW 机组 522MW，1.5MW 机组 1218MW。除上述已经签订订单外，公司还有已经中标但未签订正式合同的项目总量为 1741.5MW。

另外，公司在北京亦庄建设电控生产车间、风电服务中心和售后维修车间。建成后将形成 3000 套电控系统的设计生产能力，建成公司风电服务运营管理总部，形成各类风机零部件维修能力。

Figure 1 MW 级风机比重不断加大

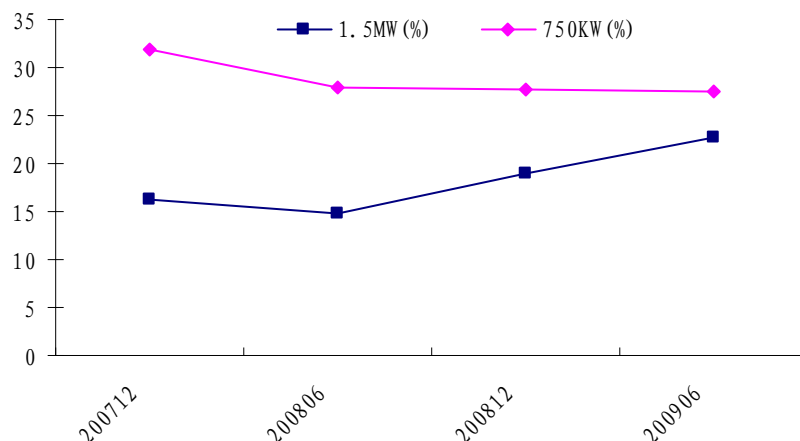


数据来源：wind、世纪证券研究所

毛利率有望进一步提升

兆瓦级风机的毛利率从 08 年中期的 14.78% 增加到 08 年年底的 18.88%，09 年中期更是达到 22.8%。与此同时，750KW 机组的毛利率出现下降态势。不过随着 MW 级机组毛利率不断提升以及比例越来越高，公司综合毛利率有望得到提升。

Figure 2 750KW 和 1.5MW 风机的毛利率变化



数据来源: wind、世纪证券研究所

我们预期未来兆瓦级机组毛利率提升的主要依据有:

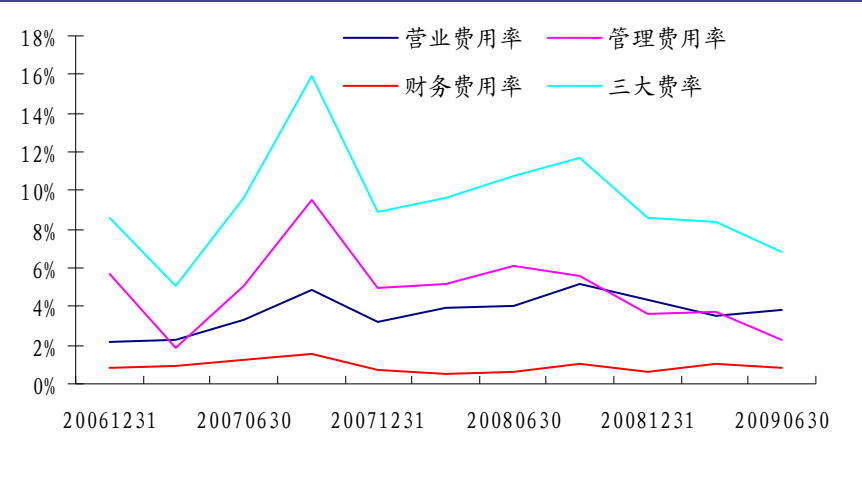
- (1) 规模效应带来成本的下降。随着 MW 级风机基地产能的逐步释放，规模效应将带来成本的大幅下降。我们可比较公司 06-07 年 750KW 风机产量大幅提升，而其毛利率也从 30.36% 上升到 33.23%。
- (2) 产业链完善带来采购成本的降低。公司电控系统等零部件自给率不断提高，可以降低采购成本。
- (3) 虽然 09 年 MW 级风机中标价格有所下降，但其交货期为 2010-2011 年，影响不大；09 年外购零部件价格的下降对目前交货的风机成本较为有利。

成本控制成效显著

公司采取了一系列成本优化措施：优化了供应链管理、供应商物流信息平台，增进与供货商之间的交流和沟通，提高工作效率；严格预算及定额管理，控制生产成本及各项管理费用；调整存货结构，减轻库存压力；优化生产调度，充分利用各生产基地优势，大大降低了物流费用。

公司的三大费用率从 08 年中期的 10.78% 下降到 09 年中期的 6.80%，成本控制效果显著。其中，下降最明显的是管理费用的控制，从 08 年中期的 6.15% 下降到 09 年中期的 2.23%，公司良好的管理能力再次得以体现。

Figure 3 公司三大费率下降趋势明显



数据来源: wind、世纪证券研究所

投资建议及风险提示

随着风电行业竞争加剧,产能过剩也即将出现,公司的市场份额也在不断下降。但是我们认为未来风机售后服务可能成为风电行业新的赢利点,公司凭借先进的技术实力,提前布局,将规避未来风机销售价格竞争局面,从而赢得主动。

我们预计 2009-2011 年公司实现每股收益 0.95 元、1.30 元和 1.68 元。考虑到公司产业链布局和兆瓦级风机产能的不断释放,以及强有力的成本控制能力,在国内风电建设仍处于快速发展阶段,我们给予金风科技“买入”评级。

鉴于公司二级市场股价有较大跌幅,减小了估值压力,建议投资者逢低介入。

风险提示: (1) 原材料价格波动对毛利率的影响; (2) 风电行业的竞争导致公司市场份额下降; (3) 零部件短期内供应短缺; (4) 大盘剧烈震荡带来交易性风险。

Figure 4 风机销售及毛利率预测

		2007	2008	2009E	2010E	2011E
750KW	销售量 (台)	892	1,200	500	500	400
	单价 (万/台)	287	275	270	250	220
	销售收入 (万)	255,911	330,102	135,000	125,000	88,000
	毛利率 (%)	31.95%	27.81%	27.50%	26.00%	26.50%
1.5MW	销售量 (台)	57	335	1,200	1,500	2,000
	单价 (万/台)	853	816	730	680	620
	销售收入 (万)	48,645	273,466	876,000	1,020,000	1,240,000
	毛利率 (%)	16.34%	18.88%	22.00%	23.00%	24.50%

数据来源: 世纪证券研究所

三大报表预测

Figure 5 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	9061	17270	17037	18711	营业收入	6458	10740	12375	14680
现金	3286	5370	6188	7340	营业成本	4873	8245	9421	10987
应收账款	2580	6090	4678	4162	营业税金及附加	20	27	31	37
其他应收款	275	407	469	557	营业费用	278	376	433	514
预付账款	760	2061	1884	2197	管理费用	237	236	248	294
存货	2119	3288	3757	4382	财务费用	42	45	63	15
其他流动资产	40	54	62	73	资产减值损失	128	15	15	15
非流动资产	2005	2481	3198	4079	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	26	80	100	120	投资净收益	266	22	22	22
固定资产	1099	1607	2339	3203	营业利润	1143	1818	2187	2841
无形资产	149	149	149	149	营业外收入	22	40	50	50
其他非流动资产	730	644	610	607	营业外支出	2	3	5	10
资产总计	11065	19750	20236	22790	利润总额	1163	1855	2232	2881
流动负债	5584	13155	12022	12268	所得税	126	464	335	432
短期借款	50	4631	3176	2120	净利润	1037	1391	1897	2449
应付账款	1440	2473	2167	2197	少数股东损益	122	65	78	101
其他流动负债	4094	6050	6679	7951	归属母公司净利润	915	1327	1819	2348
非流动负债	1389	1392	1392	1392	EBITDA	1247	1935	2358	3012
长期借款	1282	1282	1282	1282	EPS (元)	0.91	0.95	1.30	1.68
其他非流动负债	108	110	110	110	主要财务比率				
负债合计	6973	14546	13414	13660	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	362	427	505	606	成长能力				
股本	1000	1400	1400	1400	营业收入	108.1%	66.3%	15.2%	18.6%
资本公积	1670	1670	1670	1670	营业利润	87.3%	59.1%	20.3%	29.9%
留存收益	1076	1723	3262	5470	归属于母公司净利润	45.3%	45.1%	37.1%	29.1%
归属母公司股东权益	3730	4777	6317	8524	获利能力				
负债和股东权益	11065	19750	20236	22790	毛利率(%)	24.5%	23.2%	23.9%	25.2%
现金流量表					净利率(%)	14.2%	12.4%	14.7%	16.0%
单位: 百万元					ROE(%)	24.5%	27.8%	28.8%	27.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	52.2%	25.0%	38.7%	48.4%
经营活动现金流	864	-1646	3416	3376	偿债能力				
净利润	1037	1391	1897	2449	资产负债率(%)	63.0%	73.7%	66.3%	59.9%
折旧摊销	63	71	108	156	净负债比率(%)	19.10%	40.65%	33.23%	24.90%
财务费用	42	45	63	15	流动比率	1.62	1.31	1.42	1.53
投资损失	-266	-22	-22	-22	速动比率	1.24	1.06	1.10	1.17
营运资金变动	-45	-3336	1438	803	营运能力				
其他经营现金流	33	205	-68	-25	总资产周转率	0.78	0.70	0.62	0.68
投资活动现金流	-1000	-515	-813	-1013	应收账款周转率	3.65	2.34	2.17	3.14
资本支出	946	500	800	1000	应付账款周转率	5.11	4.21	4.06	5.04
长期投资	-325	20	20	20	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-379	5	7	7	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.95	1.30	1.68
筹资活动现金流	743	4244	-1785	-1210	每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	-1.18	2.44	2.41
短期借款	-420	4581	-1455	-1057	每股净资产(最新摊薄)	2.66	3.41	4.51	6.09
长期借款	1129	0	0	0	估值比率				
普通股增加	500	400	0	0	P/E	42.59	29.36	21.41	16.59
资本公积增加	-50	0	0	0	P/B	10.44	8.15	6.17	4.57
其他筹资现金流	-415	-737	-331	-153	EV/EBITDA	30	19	16	12
现金净增加额	607	2084	817	1153					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.