

投资品 - 电气设备

2009 年 10 月 13 日

## 风机价格下调，影响较为有限

——金风科技（002202）风电合同价格变更点评

评级： 增持

| 市场数据 2009 年 10 月 13 日 |                        |
|-----------------------|------------------------|
| 当前价格（元）               | 26.95                  |
| 52 周价格区间（元）           | 15.42-44.25            |
| 总市值（百万）               | 37730.00               |
| 流通市值（百万）              | 16566.85               |
| 总股本（百万股）              | 1400.00                |
| 流通股（百万股）              | 614.73                 |
| 日均成交额（百万）             | 522.25                 |
| 近一月换手（%）              | 58.52%                 |
| 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   | -6.65% | -16.56% | 61.38% |
| 沪深 300 | -1.22% | -4.83%  | 61.09% |

陆勤、颜彪

010- 65018178

0755-83199599-8136

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。

■ 合同变更：将 08 年 7 月中标甘肃酒泉风电基地瓜州干河口第五风电场 20 万 KW 风电特许权项目中的 34 台 1.5MW 风机，中标金额 3.26 亿元，修改为 2.75 亿元。即单机中标价格从之前的 6398 元/KW 下降合同金额的 5399 元/KW，价格下调了 15.6%。

■ 此次合同金额的下调在我们的意料之中。我们认为主要原因有二：一是国内风机整机市场竞争加剧，价格下修成为必然趋势；二是原材料价格下降，导致风机零部件采购成本下降。我们认为 08 年 7 月中标的酒泉项目以及 09 年 5 月中标的内蒙古和河北风电项目，合同价将陆续下调，单机价格不会高于 5399 元/KW。

■ 对毛利率影响不大。（1）零部件成本下降。虽然风机售价下调了 15.6%，但 9 月份与中材科技再次下调零部件采购价格，降幅为 2.54%；与株洲电机的两份定子合同分别在 09 年月份变更的基础上再次下调 10%和 2.44%。（2）规模经济的正面影响。09 年公司将完成 750KW 向兆瓦级风机的转型，规模经济将带来毛利率提升。（3）部分零部件（电控系统）自制也会降低成本。我们认为 09-10 年公司毛利率仍会上涨，2011 年后将趋于平稳。

■ 海上风机和海外市场拓展成为突破口。公司计划成立江苏金风，准备参与海上风电市场，而 3MW 风机样机已下线；另外，公司通过德国子公司 VENSYS 技术优势，制造高端产品进军欧洲、美国市场。但我们认为，短期内对公司盈利难以形成影响。

■ 定位于风电服务商将出奇制胜。公司正在打造集风机的安装、风电咨询、风电场的运营管理、风电场投资整体化的风电服务集成商，延长产业链，形成更多的利润点。我们认为未来设备制造领域毛利率提升困难较大，而风电服务领域潜力巨大，打造风电服务商角色将使公司在洗牌过程中出奇制胜。

■ 在充足订单保证下，虽然售价下调，但对毛利率影响不大。我们维持 2009-2011 年 EPS 分别为 0.95 元、1.30 元和 1.68 元的预期，考虑到公司鲜明的战略方向和突破口，给予“增持”评级。

Figure 1 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        |
| <b>流动资产</b>    | 9061        | 17270        | 17037        | 18711        | <b>营业收入</b>     | 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           |
| <b>非流动资产</b>   | 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         | <b>营业利润</b>     | 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           |
| <b>资产总计</b>    | 11065       | 19750        | 20236        | 22790        | <b>利润总额</b>     | 1163        | 1855         | 2232         | 2881         |
| <b>流动负债</b>    | 5584        | 13155        | 12022        | 12268        | 所得税             | 126         | 464          | 335          | 432          |
| 短期借款           | 50          | 4631         | 3176         | 2120         | <b>净利润</b>      | 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         | <b>归属母公司净利润</b> | 915         | 1327         | 1819         | 2348         |
| <b>非流动负债</b>   | 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          | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 6973        | 14546        | 13414        | 13660        | <b>会计年度</b>     | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 少数股东权益         | 362         | 427          | 505          | 606          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 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         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 11065       | 19750        | 20236        | 22790        | 毛利率 (%)         | 24.5%       | 23.2%        | 23.9%        | 25.2%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 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%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | ROIC (%)        | 52.2%       | 25.0%        | 38.7%        | 48.4%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 864         | -1646        | 3416         | 3376         | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 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          | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 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         |
| <b>投资活动现金流</b> | -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           | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 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         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 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            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 500         | 400          | 0            | 0            | P/E             | 41.26       | 28.44        | 20.74        | 16.07        |
| 资本公积增加         | -50         | 0            | 0            | 0            | P/B             | 10.11       | 7.90         | 5.97         | 4.43         |
| 其他筹资现金流        | -415        | -737         | -331         | -153         | EV/EBITDA       | 29          | 19           | 15           | 12           |
| <b>现金净增加额</b>  | 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.