

增持 维持

金风科技（002202）

2009年11月3日

耐心等待市场吹尽黄沙

2009年11月2日收盘价 27.43 元，6个月目标价 35.00 元

电力设备行业首席分析师：詹文辉
zhanwh@htsec.com
021-23219412

电力设备行业助理分析师：张浩
zhangh@htsec.com
021-23219383

事件：10月30日，我们参与了金风科技投资者交流会。公司副总裁魏红亮、董秘蔡晓梅、首席顾问彭成武、北京天润新能源投资有限公司执行副总经理王海波参会，就风电技术、风电设备整机厂竞争和零部件供应、风电项目开发与建设以及金风科技经营情况与参会者作了详细交流。

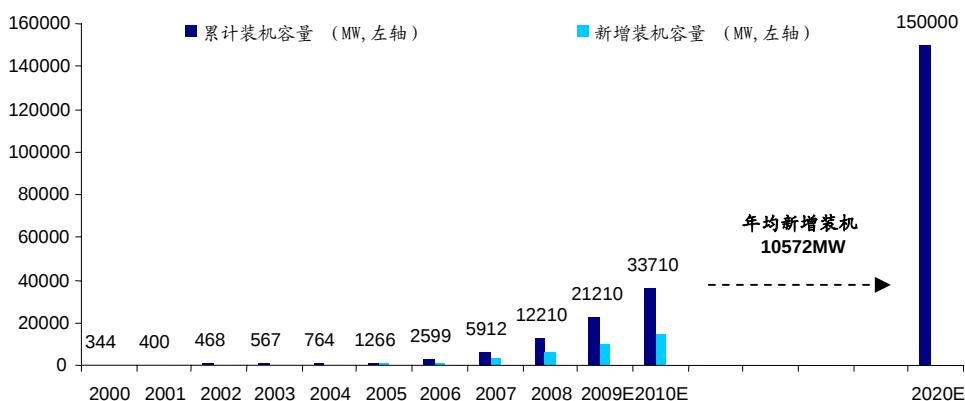
风电行业将进入稳定增长阶段

2004-2008年，中国风电行业经历高速增长，截至08年底，累计装机容量达到12GW以上，超越印度跃居全球第四位，而新增装机在2008年达到6.3GW，仅次于美国，占据全球市场23%的市场份额。

2009年上半年，中国风电市场高速增长的趋势没有改变。截至09年中期，国内新增装机4.44GW，累计装机容量达到16.65GW。而同期，美国新增装机容量为4.07GW。我们预计，2009年中国新增装机容量有望超越美国，位居全球第一位。从国内大批风电待建项目看，2009-2010年，国内风电行业仍将维持高速增长。我们预计2009年和2010年的全国新增风电装机容量将达到900万千瓦、1250万千瓦，年均增速仍能达到40%。

尚未正式公布的新能源产业规划将2020年的发展目标直指1.5亿千瓦装机容量，据此推算2011-2020年每年新增装机1000-1100万千瓦，预示着国内风电市场在经过高速发展阶段之后将进入平稳增长阶段。

图1 中国风电装机容量增长趋势



资料来源：中国风能协会，海通证券研究所

行业竞争加剧，洗牌不可避免

风电行业经过前几年的超常规发展，目前仅介入风电整机的公司已经多达70家左右，风电设备的无序投资已经为国家所重视，风电设备已经被发改委列入同钢铁、水泥、玻璃、多晶硅、煤化工等并列的六大产能过剩行业之一。从目前产能看，2010年，国内风机制造厂商有效产能将达到近1300万千瓦，位于前三甲的金风、东汽和华锐即达1000万千瓦左右，加上国外厂商在中国境内的有效产能550万千瓦，合计有效产能将达1800万千瓦以上，超过我们预测1250万千瓦装机需求近

50%，国内风电整机的产能将进入供过于求阶段。

表 1 2010 年国内风电整机有效产能汇总

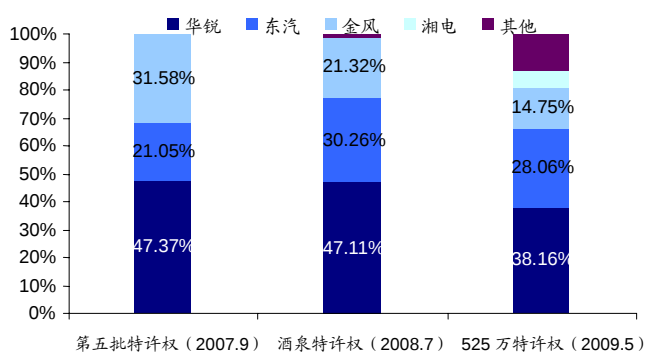
厂商	机型	2010 年有效产能	
		台数	装机容量（万千瓦）
华锐	1.5MW	1800	270
	1.5MW	1500	225
东汽	2.5MW	250	62.5
	1.65MW	100	16.5
金风	750kW	1000	75
	1.5MW	2000	300
华仪	780kW	300	25
	1.5MW	250	37.5
其他	2MW	850	170
	1MW	450	45
	1.5MW	150	22.5
	2.5MW	110	27.5
合计		8760	1276.5
基地		装机容量（万千瓦）	
VESTAS	天津/内蒙古		150
GAMESA	天津		120
GEWIND	沈阳		120
SUZLON	天津		80
REPOWER	内蒙古		80
合计			550
有效产能总计（万千瓦）			1826.5

资料来源：金风科技，海通证券研究所

从今年 5 月公布的蒙/冀 525 万千瓦特许权项目招标中标情况看，国内市场的集中度进一步降低。华锐、东汽、金风依旧占据招标份额 81% 的绝对优势，但二线厂商湘电、明阳、运达等市场份额增长较快，占到了招标份额的 19%。随着国内大量二三线厂商陆续进入批量生产阶段，国内市场的集中度将进一步降低，市场竞争将更加激烈。

从招标价格上看，价格战已经开始上演，未来风电整机毛利率有可能被压缩。今年 5 月金风的中标价格已经由 08 年的 6400 元/kw 降低到 5400 元/kw 左右，下跌 15% 以上；东方电气中标价格也下降 15% 左右，湘电则下跌将近 19%。可以看出，二三线厂商通过价格策略来拓展市场空间。从金风科技定子和叶片的两次调价公告看，2007 年 12 月签订的定子合同累计下调 17.50%，2008 年 8 月定子合同累计下调 8.54%，2008 年 4 月叶片合同累计下调 8.73%。整机价格下降速度超过零部件，风电整机行业毛利率被压缩的可能性大。

图 2 特许权招标市场集中度



资料来源：海通证券研究所

表 2 金风科技 1.5MW 风机特许权招标中标价格

	总台数	总容量 (MW)	金额 (亿元)	单价 (万元/千瓦)
08 年内蒙古特许权项目	200	300	19.23	0.64
08 年甘肃酒泉招标	541	811.5	51.93	0.64
09 年特许权项目	517	775.5	41.87	0.54

资料来源：海通证券研究所

金风科技毛利率的判断

金风科技三季度 1.5MW 风机毛利率超高是短期因素。前三季度，公司 1.5MW 机组毛利率水平与去年同期相比大幅提升，中报披露毛利率较上年同期增长 8.02 个百分点，一方面，公司前三季度实现的收入大部分来自 08 年的订单，订单价格较高；其次，09 年 1.5MW 机组进入批量化生产阶段，规模效应明显；另外，原材料采购价格下降，导致 1.5MW 产品毛利率有较大幅度的提升。

公司未来较高毛利水平能否维持将取决于整机价格水平、零部件价格水平、公司电控系统自产化率等因素的综合结果。目前，公司与欧伏电气合资组建的电控厂已经开始进入小批量生产阶段，今年产量达到 400 多台，预计 2010 年可产出 1000 台以上电控系统。按照目前的价格水平预测，电控系统的自产可提高风机毛利率 5 个百分点左右，2010 年收入确认的订单价格降幅在 15% 左右，零部件降幅在 9% 左右，估计 2010 年毛利率将在当前高位上略有下降，但预计仍能维持 20% 左右的正常水平。

在手订单充足使未来业绩增长有保证。截止 2009 年 9 月 30 日，公司待执行订单总量为 1908.75MW，包括 750kW 机组 527.25MW/703 台，1.5MW 机组 1381.50MW/921 台。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 1735.5MW/1157 台。如果按照 750kW 机型 330 万元/MW、1.5MW 机型 460 万元/MW 计算，公司目前在手不含税订单金额超过 160 亿元，可以保证 2010 年的业绩增长。

我们延续前期观点，高品质的风机需要市场经过时间的检验。随着金风 1.5 兆瓦风机大批量推向市场，永磁直驱风机高效低维护的优良特性开始逐渐显现，部分业主已经开始专门论证两种风机效率的对比和实际应用成本。从目前的市场招标情况来看，公司 1.5 兆瓦产品销售价格居于中等，并没有与国内其他厂家生产的双馈机型在价格上拉开差距（国际市场上直驱风机与双馈机型的价差高达 10% 以上），我们认为随着时间的推移，这种品质的差异会逐渐为市场所检验，并最终在产品定价上显示出差异化。

高性价比的新产品开发可能是公司决胜未来市场的利器。公司在产品研发能力较强，并且拥有完全自主知识产权。到 2010 年，公司将形成 750kW/1.5MW/2.5MW/3MW 产品系列。目前，公司 2.5MW 样机已经开始运行，按照公司稳健的产品开发原则，预计 2010 年 2.5MW 风机将少量生产、2011 年进入批量生产。公司 2.5MW 风机因其成本优势有着较高的性价比，如果能够复制 1.5MW 机型的成功经验，2011 有望继续推动公司高成长，而且大股东三峡总公司也提出带头使用 2.5MW 机型，我们对 2.5MW 风机的市场前景较为乐观。

国际市场开拓是公司 2010 年之后的重要看点。很显然，如果仅限于国内市场的竞争，现有三大整机厂商产能以及外资风电设备商产能已经能够满足市场需求，2010 年以后，随着市场增速的减慢和新进产能的增加，国内风电设备的竞争更趋激烈。如果还要寻求持续增长，征战海外市场是必然的选择。

目前公司海外目标市场为北美、澳洲、南非、欧洲。德国 Neunkirchen 基地将于 2010 年建成投产，有助开拓欧洲风机市场。同时，公司以建风电场的模式进军美国市场，美国 uilk 风电场项目将在 09 年建成并网发电。随着海外风电市场运行经验的积累，公司将进一步提高海外市场竞争优势，也将成为国内首家走出国门的风电企业。公司目标在保持国内市场份额 25-30% 的基础上，用三年时间达到全球排名前五，单年装机达到全球 9%，未来其收入区域分布为中国、美国、其他区域各占 1/3。

业绩预测与投资建议。我们调整之前的盈利预测，预计每股收益 2009 年 0.96 元、2010-2011 年 1.10 元、1.53 元（H 股发行摊薄），目前 2010 年对应的市盈率水平为 25 倍。我们认为公司作为风电产业龙头，与其他风机制造企业有着本质的不同，尽管风电行业可能进入竞争加剧阶段，但公司竞争优势明显，企业发展战略清晰明确，随着海外拓展步伐的加快以及 2.5MW 等新产品投入市场，我们看好公司长期的发展前景，维持公司“增持”的投资评级和 35 元的目标价。

表 3 金风科技主营业务盈利预测假设

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
风机							
600KW							
产量（台）	139	25					
产量（千瓦）	83400	15000					
售价（万元/千瓦）	0.34	0.34					
销售收入（万元）	28528.7	5042.07					
毛利率	25.79%	16.67%					
增长率		-82.33%					
750KW							
产量（台）	76	514	892	1200	700	500	
产量（千瓦）	57000	385500	669000	900000	525000	375000	
售价（万元/千瓦）	0.37	0.38	0.38	0.37	0.35	0.33	
销售收入（万元）	21245.11	146381.38	255911.02	330101.80	183750	123750	
毛利率	28.76%	30.55%	31.95%	27.81%	28.00%	27.00%	
增长率		589.01%	74.82%	28.99%	-44.34%	-32.65%	
1500KW							
产量（台）			57	350	1200	1600	2000
产量（千瓦）			85500	525000	1800000	2400000	3000000
售价（万元/千瓦）			0.57	0.52	0.50	0.46	0.45
销售收入（万元）			48644.68	273465.60	900000	1104000	1350000
毛利率			16.34%	18.88%	22.00%	20.00%	20.00%
增长率				462.17%	229.11%	22.67%	22.28%
2500KW							
产量（台）						80	300
产量（千瓦）						200000	750000
售价（万元/千瓦）						0.46	0.45
销售收入（万元）						92000	337500
毛利率						28.00%	30%
增长率							
风机销售收入（万元）	49773.81	151423.45	304555.7	603567.40	1083750.00	1319750.00	1687500.00
毛利率	27.19%	30.08%	29.46%	23.76%	23.02%	21.21%	22.00%
增长率		204.22%	101.13%	98.18%	79.56%	21.78%	27.87%
发电							
发电销售收入（万元）	315.3	424.41	453.04	9263.49	10189.84	10189.84	10189.84
毛利率	48.03%	51.19%	46.28%	63.09%	50.00%	50.00%	50.00%
增长率		34.61%	6.75%	1944.72%	10.00%	0.00%	0.00%
服务							
服务收入（万元）			1267.95	1602.19	2082.84	2707.69	3520.00
毛利率			92.49%	9.12%	20.00%	20.00%	20.00%
增长率				26.36%	30.00%	30.00%	30.00%

风电配件							
销售收入（万元）	368.64	780.71	2521.23	6684.81	8690.25	10862.82	13035.38
毛利率	22.16%	44.60%	22.12%	21.40%	22.00%	22.00%	22.00%
增长率		111.78%	222.94%	165.14%	30.00%	25.00%	20.00%
其他							
其他收入（万元）		399.71	1504.67	24663.09	29595.71	35514.85	42617.82
毛利率		82.00%	54.86%	30.92%	30.00%	30.00%	30.00%
增长率			276.44%	1539.10%	20.00%	20.00%	20.00%
营业收入	50457.75	153028.28	310302.59	645780.98	1134308.64	1379025.20	1756863.04
毛利率	27.28%	30.28%	29.80%	24.54%	23.43%	21.66%	22.35%
增长率		203.28%	102.77%	108.11%	75.65%	21.57%	27.40%

资料来源：海通证券研究所

根据以上假设条件，金风科技的损益表预测如下：

表 4 金风科技损益表预测（万元）							
	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	50553	153028	310303	645781	1134309	1379025	1756863
增长率	106.45%	202.71%	102.77%	108.11%	75.65%	21.57%	27.40%
营业成本	36715	106573	217823	487298	868557	1080372	1364161
毛利率	27.37%	30.36%	29.80%	24.54%	23.43%	21.66%	22.35%
营业税金及附加	146	574	1086	2034	3572	4343	5533
销售费用	635	3288	9950	27838	56715	62056	70275
销售费用率	1.26%	2.15%	3.21%	4.31%	5.00%	4.50%	4.00%
管理费用	1686	8707	15279	23701	41969	34476	42165
管理费用率	3.34%	5.69%	4.92%	3.67%	3.70%	2.50%	2.40%
财务费用	359	1190	2257	4176	6709	1785	-1469
资产减值损失	424	1038	3024	12807	6000	2000	1000
期间费用	3104	14223	30509	68522	111393	100316	111970
期间费用率	6.14%	9.29%	9.83%	10.61%	9.82%	7.27%	6.37%
公允价值变动净收益	133	0	0	-228	0	0	0
投资净收益	223	53	117	26562	5117	25117	29117
营业利润	10943	31712	61002	114262	155904	219111	304317
EBIT	10947	32848	63142	92103	157495	195778	273730
增长率	149.83%	200.08%	92.22%	45.87%	71.00%	24.31%	39.82%
EBIT margin	21.65%	21.47%	20.35%	14.26%	13.88%	14.20%	15.58%
营业外收入	233	40	1686	2236	9236	2636	2636
营业外支出	10	16	25	231	431	331	331
利润总额	11166	31737	62663	116267	164709	221416	306622
增长率	165.62%	184.22%	97.45%	85.54%	41.66%	34.43%	38.48%
所得税	-64	-222	-808	12587	24706	33212	45993
所得税率	-0.57%	-0.70%	-1.29%	10.83%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	11230	31958	63472	103680	140002	188204	260628
少数股东损益	0	-4	512	12227	4941	6642	9199
归属于母公司所有者净利润	11230	31962	62960	91453	135061	181561	251430
总股本（万股）	10000	10000	50000	100000	140000	164700	164700
EPS（元）	1.12	3.20	1.26	0.91	0.96	1.10	1.53

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

詹文辉：电力设备行业首席分析师

张 浩：电力设备行业助理分析师

重点研究上市公司：天威保变、特变电工、金风科技、东方电气、上海电气、平高电气、许继电气、泰豪科技、长城电工、华光股份、银星能源、国电南瑞。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围内的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。