

2009 年年报点评：“MW 级风机经营迈上新台阶”

金风科技（002202）

评级：（增持）

股价：34.30 元

目标价位：40.00 元

跟踪报告

2010 年 3 月 5 日 星期五

新能源行业小组

陈 鹏

021-50586660-8615

chenpeng@longone.com.cn

新能源行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	40.00
升值潜力 (%)	16.61%
目标价确定日期:	2010-3-5

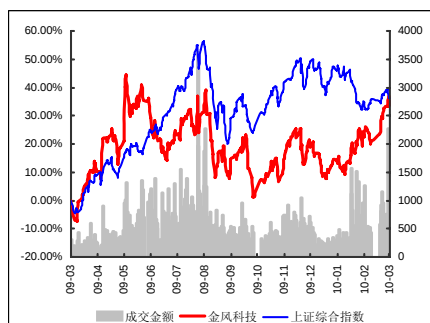
重要数据

总股本(亿股)	14.00
流通股本(亿股)	6.15
总市值(亿元)	480.2
流通市值(亿元)	210.95

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月		
3 个月		
6 个月		

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **09 年业绩略超市场预期。**2010 年 3 月 4 日，公司发布 2009 年年度报告，报告期内实现营业收入 107.38 亿，同比增长 66.28%，实现营业利润 19.47 亿元，同比增长 72.9%，归属于母公司净利润达到 17.46 亿元，同比增长 92.6%，实现基本每股 EPS1.25 元，扣除非经常性损益后每股 EPS 为 1.22 元，经营业绩略超出市场预期。
- **MW 级风机经营迈上新台阶，风电盈利模式探索结硕果：**与 08 年比较，09 年公司在 1.5MW 风机的产能扩张与市场开拓方面进展神速，报告期内完成 1391 台 1.5MW 风机（2086.5MW），同比增长 210.35%，毛利率达到 24.11%，提升了 5.23 个百分点，目前 MW 机产能近 3000 台/台，盈利水平的提升则充分体现出规模经济效益与原材料跌价受益；作为国内风电领域最具盈利模式创新意识的企业，在纵向上下游产业链整合斩获颇多的同时，也积极创新探索出风电场运营投资、技术服务和海外市场等多项盈利亮点；其中子公司天润新能 09 年风电场项目运营收益达 4139 万元，天源科创和新疆天运的风电技术服务收益达 4206 万元，而海外市场也有所斩获。
- **财务状况良好，资产周转能力改善明显。**报告期内主营产品毛利率达 25.6%，综合毛利率水平达 26.3%，ROE39.12%，净利润率达到了 16.67%，盈利水平在行业内遥遥领先；费用控制方面，管理费用与财务费用保持稳中有降，销售费用率 6.24%，原因在于 09 年 MW 机市场开拓力度与海外市场

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	6,457.81	10,738.36	15,567.66	19,863.34	25,117.18
营业收入增长率 (%)	108.11%	66.28%	44.97%	27.59%	26.45%
营业利润（百万元）	1,126.04	1,946.92	2,518.47	3,030.04	4,058.74
营业利润增长率 (%)	84.59%	72.90%	29.36%	20.31%	33.95%
净利润（百万元）	906.41	1,745.58	2,209.63	2,658.46	3,561.02
净利润增长率 (%)	43.97%	92.58%	26.58%	20.31%	33.95%
营业利润率 (%)	17.44%	18.13%	16.18%	15.25%	16.16%
每股收益（元）	0.65	1.25	1.58	1.90	2.54
每股净资产（元）	2.98	3.72	3.98	4.12	4.36
PE (X)	52.98	27.51	21.73	18.06	13.48
PB (X)	11.51	9.22	8.62	8.33	7.87
EV/EBITDA (X)	50.33	26.13	20.65	17.16	12.81

因素。资产周转能力较往年有明显改善，应收帐款周转率达到 4.06，流动资产周转率达到 1.06，改善幅度明显，资产负债率 62.86%，维持 08 年相当水平。整体而言，公司财务状况稳健，现金流较为充沛，仍然具备良好的资本支出与持续运营能力。

- **2009 年分配预案：**公司拟按 14 亿股本基础上，每 10 股送 6 股派现金红利 1 元（含税）进行利润分配。分配后总股本为 22.4 亿股。
- **投资评级：**测算 2010-2012 年公司摊薄后每股收益为 1.58 元、1.9 元和 2.54 元，按分配后总股本摊薄后每股收益为 0.99 元、1.19 元和 1.59 元，动态 PE 为 21.71X/18.06X/13.48X，动态 PB 为 9.22X，三年 CAGR 达 26.82%；正如我们持续观点所述，风电市场进入内外资企业共同逐鹿的时代，市场竞争中价格与产品同质化趋势越来越明显，每年千万千瓦级的新增市场规模已体量巨大，陆上风电市场空间增量有限与竞争压低了风电行业整体估值水平；考虑 2010 年海上风电政策与示范项目工程逐渐步入市场视野，产业升级的拐点逐步趋近，公司在海上风电与海外市场的布局将保持成风电领先者的行业地位，短期内给予公司“增持”评级，目标价 40 元。
- **风险提示：**1)、MW 机跌价风险；2)、2.5-5MW 海上风机试制与生产进程的控制与实施状况将决定公司能否踏准海上风电大发展的节奏与竞争力的持续性。

资料来源：东海证券研究所

表 2、利润表预测

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	6,457.81	10,738.36	15,567.66	19,863.34	25,117.18
营业收入(百万元)	6,457.81	10,738.36	15,567.66	19,863.34	25,117.18
YOY (%)	108.11%	66.28%	44.97%	27.59%	26.45%
营业总成本(百万元)	5,595.11	9,002.12	13,263.69	17,071.27	21,314.56
营业成本(百万元)	4,889.56	7,915.56	11,760.53	15,235.89	19,043.89
毛利率 (%)	24.28%	26.29%	24.46%	23.30%	24.18%
营业税金及附加	20.34	47.24	47.24	47.24	47.24
销售费用(百万元)	278.38	670.13	934.06	1,132.21	1,406.56
管理费用(百万元)	237.01	276.34	381.41	476.72	590.25
财务费用(百万元)	41.76	60.39	93.41	119.18	150.70
三项费用率 (%)	8.63%	9.38%	9.05%	8.70%	8.55%
资产减值损失(百万元)	128.07	32.45	47.04	60.02	75.90
公允价值变动收益(百万元)	-2.28	-3.80	-5.51	-7.03	-8.89
投资净收益(百万元)	265.62	214.49	220.00	245.00	265.00
营业利润(百万元)	1,126.04	1,946.92	2,518.47	3,030.04	4,058.74
YOY (%)	84.59%	72.90%	29.36%	20.31%	33.95%
加: 营业外收入(百万元)	22.36	56.50	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	2.31	12.86	0.00	0.00	0.00
利润总额(百万元)	1,146.09	1,990.56	2,518.47	3,030.04	4,058.74
减: 所得税(百万元)	120.90	199.95	251.85	303.00	405.87
实际税率 (%)	10.55%	10.05%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润(百万元)	1,025.20	1,790.60	2,266.62	2,727.03	3,652.86
减: 少数股东损益(百万元)	118.79	45.02	56.99	68.57	91.85
归属母公司股东的净利润	906.41	1,745.58	2,209.63	2,658.46	3,561.02
YOY (%)	43.97%	92.58%	26.58%	20.31%	33.95%
总股本(百万股)	1,400.00	1,400.00	1,400.00	1,400.00	1,400.00
每股收益(元):	0.65	1.25	1.58	1.90	2.54

数据来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

陈 鹏, 电力设备与新能源行业分析师

重点跟踪公司: 东方电气、上海电气、中国西电、特变电工、天威保变、华仪电气、宝胜股份、三变科技、天奇股份、航天机电等

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址:上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122