



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
研究报告

2010年11月24日

新能源

研究部

陈华, CFA

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010008

chenhua@cicc.com.cn

石冉

联系人, SAC 执业证书编号: S0080110040005

shiran@cicc.com.cn

推荐

金风科技(002202.CH)

零部件收购和自产带来成本下降

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	6,458	10,738	18,611	23,451	28,093
(+/-)	108%	66%	73%	26%	20%
主营业务利润	1,568	2,823	4,010	5,146	6,223
(+/-)	70%	80%	42%	28%	21%
净利润	906	1,745	2,444	2,966	3,535
(+/-)	44%	93%	40%	21%	19%
每股盈利(元)	0.34	0.65	0.91	1.10	1.31
(+/-)	44%	93%	40%	21%	19%
市盈率	66.5	34.6	24.7	20.3	17.1
市净率	16.2	11.6	4.2	3.5	2.9
净资产收益率	24.6%	33.6%	16.9%	17.0%	16.9%
每股经营现金流(元)	0.3	0.5	0.8	0.9	1.2
股价/每股经营现金流	68.7	45.4	26.8	23.8	19.2

股票信息

H股	A股
2208.HK	股票代码 002202.CH
18.24	当前股价 22.38
港币20.1	目标价 n.a.
2.8	日成交量(百万股) 33.7
港币21.8/17.98	52周最高价/最低价 人民币26.2/14.775
49,114	市值(百万元) 9,121
2195	发行股数(百万股) 500
989	其中:流通股(百万股) 500
新疆风能有限责任公司(14.4%)	主要股东(持股比例) 新疆风能有限责任公司(14.4%)

最近估值走势

	Last Week	1m	3m	YTD
[002202.CH]	+4.09	+2.01	+16.38	+27.63
[深证A股指数]	+1.49	+3.06	+15.81	+7.94
[中金电气设备指数]	+1.83	-1.46	+14.24	+22.10

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

公司近况与评论:

收购叶片企业, 符合上游整合预期。公司公告其全资子公司金风投资以协议方式向协鑫控股收购其持有的协鑫江苏 85% 的股权和协鑫锡林 25% 的股权以及上海国能持有的协鑫江苏 15% 的股权。收购总价款不超过 2 亿元人民币。收购完成后, 金风投资将持有协鑫江苏 100% 的股权和协鑫锡林 100% 的股权。

- 收购叶片产能符合预期, 预计上游产业链整合还将继续。10月8日公司曾公告拟增资 8 亿元人民币至金风投资以进行业务链优化及产业链相关零部件收购等项目的实施。扣除本次收购所花不超过 2 亿元, 剩余不少于 6 亿元预计也将投入上游整合。
- 明年净利润贡献达 4%。本次收购使金风科技获得 1000 套风电叶片年产能, 按每套叶片 128 万元计算, 净利润贡献相当于明年业绩 4%。

引进变流器核心模块, 成本有望进一步降低。据中国证券报 11 月 23 日报道, 金风科技与英飞凌 11 月 23 日在北京亦庄签署了一份核心模块技术引进协议, 获权在国内生产兆瓦级风力发电机组变流器所需的英飞凌模块, 英飞凌将提供关键部件 IGBT。

- 自产英飞凌模块确保变流器核心零部件供给, 并降本增效。变流器约占整机制造成本的 15%, 而本次引进的英飞凌模块约占变流器成本的 50%。此前英飞凌已经长期给金风科技供货, 产品质量卓越。自产后将保证该核心零部件供给, 同时预计明年电控系统自产率可达 90%。按照该模块 30% 毛利率估算, 本次技术引进可使明年整机成本下降 2%。

估值与建议:

维持盈利预测 2010-2012 年每股收益 0.91, 1.10, 1.31 元/股, 对应明年 20 倍市盈率, 低于中值。维持推荐评级。

风险:

叶片和英飞凌模块自产率未达预期。

图表 1：叶片带来利润贡献

叶片产能（套）	1,000
产能利用率	100%
产量（套）	1,000
单价（百万元/套）	1.28
收入（百万元）	1,280
毛利率	31%
毛利润（百万元）	392
净利率	9%
净利润（百万元）	121
对应EPS贡献（元）	0.04
对应2011E EPS（元）	1.15
现2011 EPS预测（元）	1.10
相当于现EPS比例	4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部测算

图表 2：自产英飞凌模块带来成本下降

变流器占整机比例	15%
模块占变流器比例	50%
模块毛利率	30%
资产比例	90%
成本下降	2%
毛利率提升	2%
对应EPS贡献（元）	0.14
对应2011E EPS（元）	1.24
现2011 EPS预测（元）	1.10
相当于现EPS比例	13%

资料来源：公司数据，中金公司研究部测算

图表 3: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入净额	3,103	6,458	10,738	18,611	23,451	28,093
主营业务利润	925	1,568	2,823	4,010	5,146	6,223
营业费用	100	278	670	1,117	1,407	1,686
管理费用	153	237	276	391	492	590
财务费用	23	42	60	18	-16	-33
营业利润	610	1,126	1,947	2,846	3,602	4,300
税前利润	627	1,146	1,991	2,846	3,602	4,300
所得税	-8	121	200	352	576	693
少数股东权益	5	119	45	50	61	72
净利润	630	906	1,745	2,444	2,966	3,535
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	547	878	1,327	2,248	2,531	3,140
投资活动现金流净额	-345	-1,000	-1,652	-2,495	-2,995	-1,995
融资活动现金流净额	2,130	743	1,496	4,939	-1,366	33
货币资金增加额	2,331	607	1,173	4,692	-1,829	1,178
资产负债表 (百万元)						
货币资金	2,680	3,286	4,677	9,369	7,540	8,717
应收款项	764	2,619	2,920	5,060	6,376	7,638
存货	972	2,119	2,854	5,264	6,599	7,884
流动资产	4,914	9,061	11,286	21,130	22,322	26,401
长期投资	57	28	126	606	1,086	1,566
固定资产	404	1,380	2,522	4,870	7,761	9,597
无形资产和其他资产	80	640	759	627	529	457
短期借款	470	50	297	(0)	(0)	(0)
预收帐款	679	2,362	1,814	3,347	4,196	5,013
一年内到期的长期负债	-	51	546	-	-	-
流动负债	2,291	5,504	6,882	11,123	13,940	16,650
长期负债	153	1,282	2,022	1,022	0	0
少数股东权益	66	415	326	376	437	509
股东权益	2,883	3,722	5,201	14,445	17,411	20,946
总资产	5,468	11,211	14,883	27,423	31,889	38,212
财务指标						
主营业务利润率	29.8%	24.3%	26.3%	21.5%	21.9%	22.2%
息税前利润率	21.6%	21.3%	19.8%	16.7%	16.3%	16.2%
净利润率	20.3%	14.0%	16.3%	13.1%	12.6%	12.6%
净资产收益率	21.8%	24.3%	33.6%	16.9%	17.0%	16.9%
总资产收益率	11.5%	8.1%	11.7%	8.9%	9.3%	9.3%
总资产负债率	46.1%	63.1%	62.9%	46.0%	44.0%	43.9%
净资产负债率	-71.3%	-51.1%	-34.8%	-57.8%	-43.3%	-41.6%
流动比率	2.1	1.6	1.6	1.9	1.6	1.6
速动比率	1.7	1.3	1.2	1.4	1.1	1.1
应收帐款周转期	90	146	92	92	92	92
存货周转期	163	158	132	132	132	132

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4：盈利预测及其主要假设

(人民币 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收入						
1.5兆瓦级	486	2,735	8,487	17,054	15,060	11,505
2.5兆瓦级				262	7,674	15,656
千瓦级	2,559	3,301	1,750	743	0	0
其他	57	422	501	551	717	932
小计	3,103	6,458	10,738	18,611	23,451	28,093
收入增长						
1.5兆瓦级		462%	210%	101%	-12%	-24%
2.5兆瓦级					2825%	104%
千瓦级	69%	29%	-47%	-58%	-100%	n.a.
其他	258%	635%	19%	10%	30%	30%
小计	103%	108%	66%	73%	26%	20%
销量(兆瓦)						
1.5兆瓦级	86	525	1,514	3,900	4,200	3,450
2.5兆瓦级				50	1,875	4,250
千瓦级	669	900	425	225	0	0
小计	755	1,425	1,938	4,175	6,075	7,700
单价(元/千瓦)						
1.5兆瓦级	5,689	5,209	5,608	4,373	3,586	3,335
2.5兆瓦级				5,247	4,093	3,684
千瓦级	3,825	3,668	4,122	3,300	3,300	3,300
毛利润						
1.5兆瓦级	79	516	2,046	3,581	3,012	2,186
2.5兆瓦级				55	1,919	3,757
千瓦级	818	918	574	208	0	0
其他	28	134	203	165	215	280
小计	925	1,568	2,823	4,010	5,146	6,223
毛利润(元/千瓦)						
1.5兆瓦级	927	983	1,352	918	717	634
2.5兆瓦级				1,102	1,023	884
千瓦级	1,222	1,020	1,353	924	n.a.	n.a.
毛利率						
1.5兆瓦级	16.3%	18.9%	24.1%	21.0%	20.0%	19.0%
2.5兆瓦级				21.0%	25.0%	24.0%
千瓦级	32.0%	27.8%	32.8%	28.0%	28.0%	28.0%
其他	48.1%	31.7%	40.4%	30.0%	30.0%	30.0%
小计	29.8%	24.3%	26.3%	21.5%	21.9%	22.2%
收入占比						
1.5兆瓦级	15.7%	42.3%	79.0%	91.6%	64.2%	41.0%
2.5兆瓦级				1.4%	32.7%	55.7%
千瓦级	82.5%	51.1%	16.3%	4.0%	0.0%	0.0%
其他	1.9%	6.5%	4.7%	3.0%	3.1%	3.3%
小计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
毛利润占比						
1.5兆瓦级	8.6%	32.9%	72.5%	89.3%	58.5%	35.1%
2.5兆瓦级				1.4%	37.3%	60.4%
千瓦级	88.4%	58.5%	20.3%	5.2%	0.0%	0.0%
其他	3.0%	8.5%	7.2%	4.1%	4.2%	4.5%
小计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

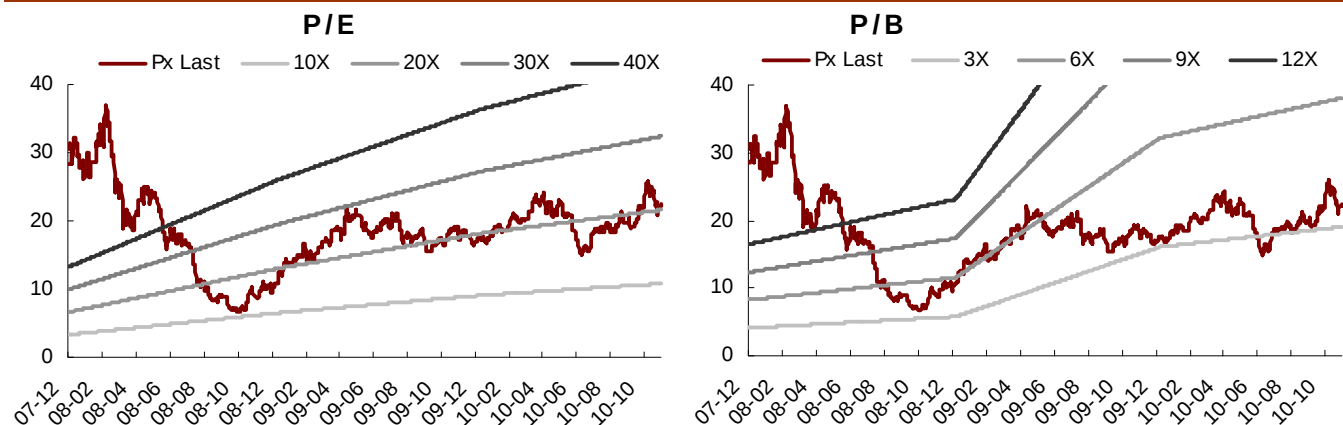
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

公司	代码	评级	交易货币	股价	总市值	每股收益			市盈率			市净率		
					2010-11-23 (人民币百万元)	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
风电														
A股														
金风科技	002202.CH	推荐	CNY	22.38	49,114	0.91	1.10	1.31	24.7	20.3	17.1	4.2	3.5	2.9
东方电气	600875.CH	推荐	CNY	33.09	55,057	1.14	1.37	1.57	29.0	24.2	21.1	6.0	4.8	3.9
天马股份	002122.CH	无评级	CNY	12.47	14,814	0.53	0.57	0.83	23.4	21.7	15.0	n.a.	n.a.	n.a.
中材科技	002080.CH	推荐	CNY	51.38	7,707	1.10	2.43	3.22	46.7	21.1	16.0	4.7	3.9	3.2
湘电股份	600416.CH	无评级	CNY	31.04	9,444	0.75	1.02	1.40	41.5	30.3	22.1	4.0	3.4	2.6
A股市场市值									29.0	21.7	17.1	4.4	3.7	3.1
A股市场平均值									33.1	23.6	18.2	4.7	3.9	3.2
H股														
金风科技	2208.HK	审慎推荐	HKD	18.24	7,811	0.91	1.10	1.31	17.2	14.2	11.9	2.9	2.4	2.0
东方电气	1072.HK	审慎推荐	HKD	37.55	10,934	1.14	1.37	1.57	28.2	23.5	20.5	5.9	4.7	3.8
中国传动	658.HK	推荐	HKD	15.34	18,065	1.07	1.36	1.64	12.3	9.7	8.0	3.2	2.5	2.0
其他市场														
VESTAS	VWS.DC	无评级	DKK	170.10	41,400	0.84	1.66	2.21	27.1	13.7	10.3	1.3	1.2	1.1
GAMESA	GAM.SM	无评级	EUR	5.11	11,321	0.21	0.26	0.38	24.7	19.6	13.6	0.8	0.8	0.7
NORDEX	NDX1.GR	无评级	EUR	4.99	3,011	0.38	0.52	0.81	13.1	9.5	6.2	0.9	0.8	0.7
SKF	SKFB.SS	无评级	SEK	183.70	79,541	11.60	13.90	15.53	15.8	13.2	11.8	4.1	3.4	2.9
SUZLON	SUEL.IN	无评级	INR	50.45	12,839	(2.02)	3.02	3.94	n.a.	16.7	12.8	1.3	1.2	1.1
非A股市场市值									20.3	15.4	12.3	3.1	2.5	2.0
非A股市场平均值									19.9	15.3	12.4	2.9	2.4	2.0
中值									25.9	19.6	13.6	3.6	2.9	2.3
平均值									26.2	18.5	14.3	3.2	2.7	2.2

资料来源: 彭博资讯、万得资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、万得资讯、公司数据、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED