



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

业绩预览

证券研究报告

2011年2月22日

新能源

研究部

陈华¹ CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080207110066
chenhua@cicc.com.cn

推荐

金风科技(002202.CH)

2010 年业绩预览

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	62.1	32.3	23.0	19.0	15.9
市净率	15.1	10.8	3.9	3.2	2.7
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	64.2	42.4	25.1	22.2	17.9

股票信息

H股	A股
2208.HK	002202.CH
13.08	20.9
港币20.0	n.a.
7.3	31.9
港币21.8/12.9	人民币26.2/14.775
45,866	6,541
2195	500
989	500
新疆风能有限责任公司(14.4%)	新疆风能有限责任公司(14.4%)

最近走势

	Last Week	1m	3m	YTD
[002202.CH]	2.70	11.05	-5.86	-6.28
[深证A股指数]	2.86	10.27	-0.02	0.50

52 周股价走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

¹ 报告贡献人：石冉 shiran@cicc.com.cn

优秀业绩再度可期：

我们预计金风科技 2010 年交付约 4 千兆瓦的风力发电机组。1.5 兆瓦产品平均售价同比可能下降超过 20%，毛利率因此或下降 3 个百分点。我们估计公司去年可能卖出六座风电场以实现近 5 亿元人民币的投资收益，2010 年净利润估计达到 24~26 亿元人民币或每股 0.89~0.96 元。

我们估计至 2010 年末金风科技有 6.5 千兆瓦在手订单，其中将近 5 千兆瓦定于 2011 年交付。在手订单已经占据我们对公司 2011 年预期销量的 80%以上。

虽然最终数据要到三月才会公布，我们认为国内市场份额排名第二的金风科技与排名首位的华锐风电之间的市场份额差距非常有望缩小。

发展趋势：

我们对金风科技 2011 年实现 6 千兆瓦销量充满信心，因为其在手订单已达这个数字的 80%以上。供过于求可能导致 1.5 兆瓦风力发电机组平均售价下降 18%。我们预计每兆瓦成本下降 16%，主要由于 1) 控制系统自产率提高使成本下降 5%；2) 收购叶片资产使成本降低 3%。

估值与建议：

香港首次公开招股后股价表现不佳反应了市场对产能过剩或对发电机组价格由 2010 年 10 月的 4400 元/千瓦持续下降至近期的 3600 元/千瓦（含增值税）的担忧。市场承认公司估值偏低且具有吸引力，但除非风力发电机组价格在供需状况的改善下出现反弹，否则将鲜有投资者愿意逢低买入。

风险：

一些二线竞争者正在非理性的尝试压价至 3600 元/千瓦以下。

图表 1: 历史和预测的财务指标

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

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2：盈利预测及其主要假设

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

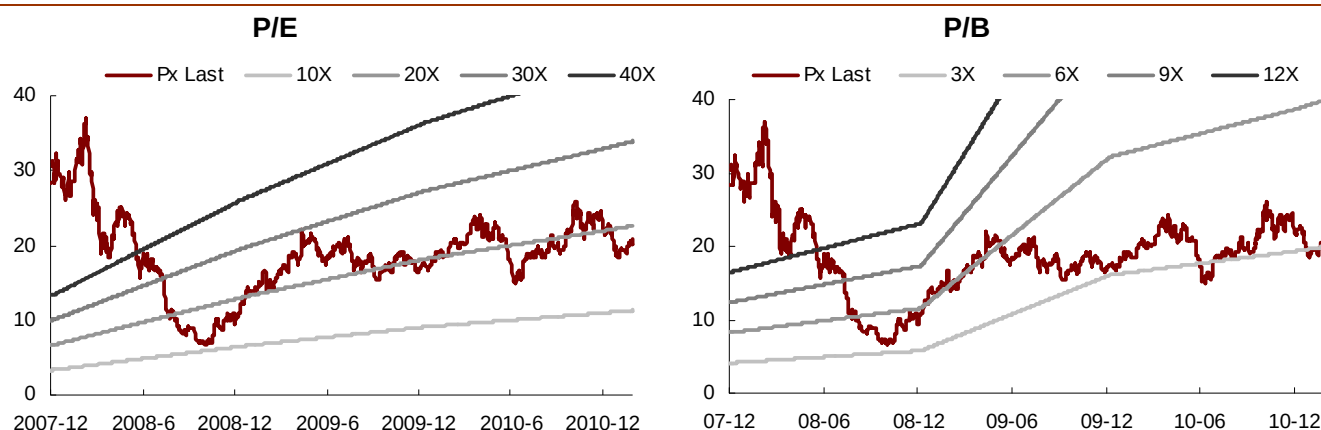
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 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		
				2011-2-21	[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	20.90	45,866	0.91	1.10	1.31	23.0	19.0	15.9	3.9	3.2	2.7
东方电气	600875.CH	推荐	CNY	35.20	58,568	1.38	1.73	2.23	25.5	20.3	15.8	6.1	4.7	3.6
天马股份	002122.CH	无评级	CNY	18.58	22,073	0.55	0.67	0.86	33.8	27.8	21.7	5.0	4.2	3.6
中材科技	002080.CH	推荐	CNY	41.50	8,300	1.10	2.43	3.22	37.7	17.1	12.9	3.8	3.2	2.6
湘电股份	600416.CH	无评级	CNY	30.03	9,136	0.76	1.07	1.46	39.5	28.1	20.5	3.7	3.1	2.6
A股市场市值									33.8	20.3	15.9	3.9	3.2	2.7
A股市场平均值									31.9	22.5	17.4	4.5	3.7	3.0
H股														
中国传动	658.HK	推荐	HKD	11.54	13,393	1.07	1.36	1.64	9.1	7.2	5.9	2.4	1.8	1.5
金风科技	2208.HK	审慎推荐	HKD	13.08	5,520	0.91	1.10	1.31	12.2	10.0	8.4	2.1	1.7	1.4
东方电气	1072.HK	推荐	HKD	30.90	8,867	1.38	1.73	2.23	18.9	15.1	11.7	4.6	3.5	2.7
其他市场														
VESTAS	VWS.DC	无评级	DKK	171.70	42,178	1.27	1.39	1.81	18.2	16.5	12.8	1.6	1.6	1.5
GAMESA	GAM.SM	无评级	EUR	5.75	12,701	0.21	0.24	0.34	27.8	23.8	16.7	0.9	0.9	0.8
NORDEX	NDX1.GR	无评级	EUR	6.74	4,048	0.33	0.36	0.46	20.2	18.8	14.6	1.2	1.2	1.1
SKF	SKFB.SS	无评级	SEK	166.60	77,767	11.72	13.56	15.60	14.2	12.3	10.7	3.7	3.2	2.7
SUZLON	SUEL.IN	无评级	INR	46.40	12,000	(3.60)	2.55	3.45	n.a.	18.2	13.5	1.1	1.1	1.1
非A股市场市值									18.9	15.1	11.7	2.2	1.8	1.5
非A股市场平均值									17.6	15.2	11.8	2.7	2.2	1.8
中值									21.6	18.2	13.5	3.7	3.1	2.6
平均值									23.3	18.0	13.9	3.1	2.6	2.1

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司为金风科技提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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