

风电价格持续走低

经营利润影响明显

严冬时间不会长久，静待投资机会到来

目前风机招标价格下降到最低中标价格为 3450 元/kW，目前最低报价达到 3200 元/kW（有样机生产厂商报价 3000 元/kW），根据去年数据统计数据，约有 86 家左右的风电企业，约有 62 家处于小批量生产、试生产或样机生产阶段。预计今年最终剩下的风电企业估计约排名靠前的 20 多家大企业，明年风电设备的竞争环境将有所改善。

成本有望下降 15%

公司生产成本和管理成本等综合起来有望下降 15%，其生产成本下降原因为：（1）技术优化升级；（2）电机自主生产；（3）电控系统自给能力从 50%提高到 70%；（4）收购叶片厂带来风机叶片成本下降；（5）IGBT 获得自我生产的资格；（6）管理成本下降。

风电整机出口

目前公司出口订单有埃塞俄比亚 34 套、塞浦路斯 21 套、古巴约 6 套、澳大利亚订单 70 套、美国约 71 套，总计出口 201 套，目前出口的机型为 1.5MW 风机，出口价格估计在 1000 美元/kW，如果以美元兑换人民币的汇率 6.3 进行估计，则出口价格为 6300 元/kW，比公司国内订单价格 3900 元/kW 高 60%左右。预计目前订单将大部分在今年交货，未来出口将占公司收入比例 25-30%左右。

投资建议

预计 2011 年 EPS 为 0.82 元，2012 年 EPS 为 0.98 元，公司经营利润由于风机价格下降收到影响，其成本控制降低有限，未来看出口，出口价格比国内高 50-60%，同时出口增值税退税能够补偿国内价格下降带来的盈利能力降低，风电行业在 2011-2020 年将继续维持 20-30%的增长，给予 2012 年 20 倍 PE，目标价格为 19.60，增持评级。

附表 公司业绩预测表

	A-1	A	A+1	A+2
营业收入（百万元）	10738.36	17595.52	20331.55	24862.06
营业收入同比（%）	68.34%	63.86%	15.55%	22.28%
净利润（百万元）	1745.58	2289.52	2222.65	2645.75
净利润同比（%）	92.58%	31.16%	-2.92%	19.04%

注：A 为分析日所处的当期年度

金风科技

002202

首次

增持

分析师：牛纪刚

投资咨询执业证书编号：

S06300511010007

联系信息：

021-50586660-8636

niuig@longone.com.cn

联系人：谢凯

联系信息：

021-50586660-8613

xie.kai.nuaa.nju@gmail.com

日期

分析：2011 年 05 月 10 日

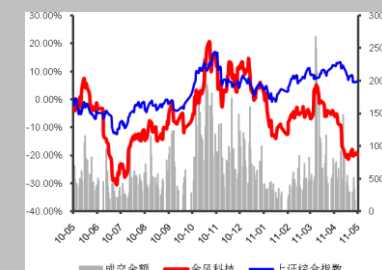
调研：有

价格

当前市价：17.23 元

半年目标：19.60 元

股价表现



公司估值

	A-1	A	A+1	A+2
EPS	0.65	0.85	0.82	0.98
PE	26.45	20.25	20.88	17.54
PB	3.54	3.16	2.87	2.56

一、投资焦点提示

投资焦点一：

严冬时间不会长久，静待投资机会到来。目前风机招标价格下降到最低中标价格为 3450 元/kW，目前最低报价达到 3200 元/kW（有样机生产厂商报价 3000 元/kW），根据去年数据统计数据，约有 86 家左右的风电企业，约有 62 家处于小批量生产、试生产或样机生产阶段。预计今年最终剩下的风电企业估计约排名靠前的 20 多家大企业，明年风电设备的竞争环境将有所改善。

投资焦点二：

成本有望下降 15%。公司生产成本和管理成本等综合起来有望下降 15%，其生产成本下降原因为：（1）技术优化升级；（2）电机自主生产；（3）电控系统自给能力从 50%提高到 70%；（4）收购叶片厂带来风机叶片成本下降；（5）IGBT 获得自我生产的资格；（6）管理成本下降。

投资焦点三：

风电整机出口。目前公司出口订单有埃塞俄比亚 34 套、塞浦路斯 21 套、古巴约 6 套、澳大利亚订单 70 套、美国约 71 套，总计出口 201 套，目前出口的机型为 1.5MW 风机，出口价格估计在 1000 美元/kW，如果以美元兑换人民币的汇率 6.3 进行估计，则出口价格为 6300 元/kW，比公司国内订单价格 3900 元/kW 高 60% 左右。预计目前订单将大部分在今年交货，未来出口将占公司收入比例 25-30% 左右。

二、假设条件分析

预计公司将装机 5.5GW，目前在手订单充足，预计今年交货中有 70% 为 1.5MW 的机型，其余为 2.5MW 以上的机型，目前国内风机价格下降较快，公司 1.5MW 的价格在 3850-4000 元/kW（此价格包括增值税价格）。但公司预计今年出口约 200 套，出口价格为 6300 元/kW 左右（仍然包括增值税），出口风机将会增值税退税，出口将会抑制 1.5MW 风机盈利能力进一步降低。

对应 2.5MW 以上的风机价格在 4500-4800 元/kW（此价格包括增值税价格），此价格相对低容量机型价格较高，但其成本相应更高，预计盈利能力比 1.5MW 机型价格高 1-2 个百分点，由于已装机的风机并网效率较低，未并网的风机改造将带来风机服务业务较快速度增长，其盈利能力保持稳定。

风电上网价格为 0.51-0.61 元/度，风电补贴约 0.25 元，因此风电场经营盈利能力强，其毛利率维持在 60% 左右，公司目前签订的风电场储备资源 3000 万 kW，未来风电场开发带来的盈利可观。

表 1：风电设备相关各项基本假定

各项指标	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
1.5MW 风电整机价格（元/kW）	4927	4068	4221.72	3300	3200	3200
1.5MW 风电整机销售数量（套）	375	1391	2567	2900	1760	1584
1.5MW 风电整机销售收入	2734.66	8487.11	16255.733	14355	8448	7603.2
1.5MW 风电整机毛利率	18.88%	24.11%	22.92%	20%	19.50%	19%
2.5MW 风电整机价格（元/kW）			4928	3950	3600	3600
2.5MW 风电整机销售数量（套）			1	440	1585	2536

2.5MW 风电整机销售收入			12.32	4345	14265	22824
2.5MW 风电整机毛利率			8.44%	22%	20%	20%
风电服务收入	29.56	216.52	301.65	422.31	591.23	827.73
风电服务增长率	200.57%	632.40%	39.30%	40%	40%	40%
风电服务毛利率		23.10%	21.10%	20%	20%	20%
风电场开发收入	88.46	104.29	178.43	285.49	428.23	599.52
风场开发增长率		17.90%	71%	60%	50%	40%
风电场开发毛利率		73.50%	64.60%	60%	60%	60%
总收入	2852.68	8807.92	16748.133	19407.8	23732.47	31854.45
总收入增长率		209%	90%	16%	22%	34%
毛利率		24.67%	23.32%	21.04%	20.54%	20.51%

数据来源：东海证券研究所

三、估值分析

风电整机价格而下降较快，预计 2011-2013 年的收入 203.32、248.62、333.71 亿，净利润为 22.23、26.46、33.46 亿，对应的 EPS 为 0.82、0.98、1.24 元，考虑到 2011-2020 年风电行业仍然将保持 20-30% 以上的增长速度，因此给予 2012 年 20 倍的 PE，目标价额为 19.6 元，给予增持评级。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	22500.1	24054.0	31279.3	37636.8	营业收入	17595.52	20331.6	24862.1	33370.6
现金	9658.2	13344.9	13859.9	17555.4	营业成本	13467.32	15883.0	19516.7	26362.79
应收账款	7065.4	3521.9	9448.7	8310.4	税金及附加	92.29	86.71	115.27	157.35
其它应收款	349.9	307.8	426.2	523.0	营业费用	1061.61	1219.89	1491.72	2002.24
预付账款	504.3	1792.4	676.9	2347.5	管理费用	417.62	447.29	522.10	667.41
存货	4390.7	5076.9	6339.8	8735.8	财务费用	162.87	128.42	113.85	179.62
其他	531.6	10.1	527.7	164.7	资产减值损失	187.93	219.58	268.51	360.40
非流动资产	5561.5	5733.4	6558.5	8200.3	公允价值变动	8.51	0.81	1.84	3.72
长期投资	322.9	329.4	338.1	348.4	投资净收益	476.20	318.77	336.49	377.15
固定资产	1702.5	2548.8	3337.7	4484.4	营业利润	2690.59	2666.23	3172.22	4021.67
无形资产	613.7	707.7	857.0	1150.0	营业外收入	113.81	64.22	78.18	85.40
其他	2922.4	2147.5	2025.7	2217.6	营业外支出	4.69	6.62	8.06	6.46
资产总计	28061.6	29787.4	37837.8	45837.2	利润总额	2799.72	2723.84	3242.34	4100.62
流动负债	12120.2	11850.9	17414.7	21098.7	所得税	415.88	408.58	486.35	615.09
短期借款	1069.4	472.1	612.8	718.1	净利润	2383.84	2315.26	2755.99	3485.53
应付账款	4647.6	2042.8	6595.9	5279.5	少数股东损益	94.32	92.61	110.24	139.42
其他	6403.2	9335.9	10205.9	15101.1	母公司净利润	2289.52	2222.65	2645.75	3346.11
非流动负债	2310.5	1990.4	1721.0	2550.8	EBITDA	2778.39	2963.10	3545.46	4567.41
长期借款	1465.3	1462.3	1112.8	1890.3	EPS (摊薄)	0.85	0.82	0.98	1.24
其他	845.2	528.1	608.2	660.5					

负债合计	2694.6	13841.2	19135.7	23649.5
少数股东权益	341.9	434.5	544.8	684.2
公司股东权益	13289.0	15511.6	18157.4	21503.5
负债和权益	28061.6	29787.4	37837.8	45837.2

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金	111.8	4068.5	516.9	4352.6	
净利润	2383.8	2315.3	2756.0	3485.5	
折旧摊销	0.0	308.1	430.4	610.9	
财务费用	162.9	128.4	113.8	179.6	
投资损失	-476.2	-318.8	-336.5	-377.2	
营运资金变动	-1677.5	1454.9	-2400.9	488.6	
其它	-281.2	180.7	-46.0	-34.8	
投资活动现金	-1266.2	-330.6	-874.9	-1843.3	
资本支出	1062.3	720.2	681.7	1536.4	
长期投资	-196.8	-6.5	-8.7	-10.3	
其他	-400.8	383.1	-201.9	-317.1	
筹资活动现金	6171.8	-51.3	873.0	1186.2	
短期借款	772.4	-597.3	140.7	105.3	
长期借款	-556.8	-3.1	-349.5	777.5	
其他	5956.2	549.0	1081.8	303.4	
现金净增加额	5017.3	3686.7	515.0	3695.5	

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	17595.52	20331.55	24862.06	33370.62	
同比(%)	63.86%	15.55%	22.28%	34.22%	
母公司净利润	2289.52	2222.65	2645.75	3346.11	
同比(%)	31.16%	-2.92%	19.04%	26.47%	
毛利率(%)	23.46%	21.88%	21.50%	21.00%	
ROE(%)	17.49%	14.52%	14.74%	15.71%	
每股收益(元)	0.85	0.82	0.98	1.24	
P/E	0.00	20.88	17.54	13.87	
P/B	0.00	2.99	2.56	2.16	
EV/EBITDA	-2.00	12.60	10.70	7.82	

数据来源: 东海证券研究所

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入	63.86%	15.55%	22.28%	34.22%	
营业利润	38.20%	-0.91%	18.98%	26.78%	
母公司净利润	64.21%	31.16%	-2.92%	19.04%	
获利能力					
毛利率	23.46%	21.88%	21.50%	21.00%	
净利率	13.55%	11.39%	11.09%	10.44%	
ROE	17.49%	14.52%	14.74%	15.71%	
ROIC	13.87%	11.66%	11.52%	12.14%	
偿债能力					
资产负债率	1041.40%	215.21%	197.73%	193.82%	
净负债比率	110.92%	24.54%	22.47%	23.73%	
流动比率	1.86	2.03	1.80	1.78	
速动比率	1.49	1.60	1.43	1.37	
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.70	0.74	0.80	
应收账款周转率	3.60	3.84	3.83	3.76	
应付账款周转率	4.05	4.75	4.52	4.44	
每股指标(元)					
每股收益	0.85	0.82	0.98	1.24	
每股经营现金流	0.04	1.51	0.19	1.62	
每股净资产	4.93	5.76	6.74	7.98	
估值比率					
P/E	20.25	20.88	17.54	13.87	
P/B	3.16	2.87	2.56	2.16	
EV/EBITDA	-2.00	12.60	10.70	7.82	

永续增长率	3.00%	WACC	9.39%
终值	207623.8	Ke	10.60%
企业价值	227484.8	Kd	5.31%
非核心资产价值	13789.66	t	15.00%
债务价值	3849.78	Rf	4.00%
股权价值	236990.1	Rm	10.00%
股本	2694.59	Rm-Rf	6.00%
每股价值	87.95	Beta	1.10

作者简介

牛纪刚：机械行业分析师，清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士，3年从业经验，2009年3月加盟东海证券。

重点跟踪公司：湘电股份、海油工程、巨星科技、天地科技、威海广泰、科达机电、三一重工、中联重科等。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

资格说明

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，已经具备证券投资咨询业务资格。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。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897