



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

公司动态

证券研究报告

2011 年 11 月 2 日

新能源

研究部

陈华, CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010041
chenhua@cicc.com.cn

石冉

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511090003
shiran@cicc.com.cn

审慎推荐

金风科技 (002202.SZ)

磁钢现货价格下跌明显

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	10,738	17,596	10,854	13,388	14,969
(+/-)	66%	64%	-38%	23%	12%
主营业务利润	2,823	4,128	1,480	1,791	1,894
(+/-)	80%	46%	-64%	21%	6%
净利润	1,745	2,290	721	855	825
(+/-)	93%	31%	-69%	19%	-4%
每股盈利 (元)	0.65	0.85	0.27	0.32	0.31
(+/-)	93%	31%	-69%	19%	-4%
市盈率	15.6	11.9	37.7	31.8	33.0
市净率	5.2	2.0	1.9	1.8	1.7
净资产收益率	33.6%	17.2%	5.1%	5.8%	5.3%
每股经营现金流(元)	0.5	0.1	1.0	0.2	0.2
股价/每股经营现金流	20.5	145.9	10.3	56.6	44.0

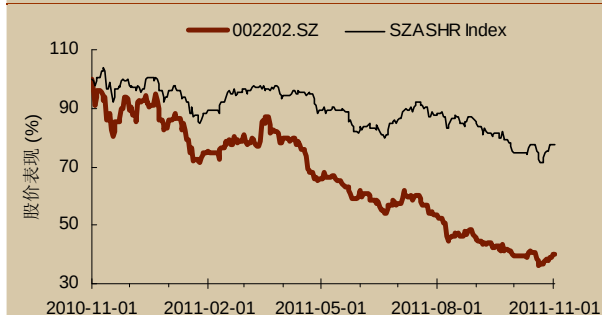
股票信息

H股		A股
2208.HK	股票代码	002202.CH
HK\$4.9	当前股价	Rmb10.09
HK\$5.0	目标价	-
5.2	日成交量 (百万股)	33.3
港币20.7/3.26	52周最高价/最低价	人民币26.2/9.13
2,450	市值 (百万元)	22,143
500	发行股数 (百万股)	2195
500	其中: 流通股 (百万股)	2089
新疆风能有限责任公司(13.95%)	主要股东 (持股比例)	新疆风能有限责任公司(13.95%)

估值走势

%	Last Week	1m	3m	YTD
002202.CH	+5.10	+1.51	-27.04	-60.01
SZASHR Index	+3.83	+3.62	-11.97	-22.30

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

行业近况

磁钢价格最近跌至 200 元每片, 比七月底峰值下跌近 50%。这主要是由于今年上半年磁钢价格上涨(部分价格飙升了六倍, 达到峰值)所引发的需求骤减而造成。磁钢价格的下跌减少了对金风科技长期竞争力的担忧, 因为直驱式永磁风机性能仍然很好, 发电效率高, 并且并网能力强, 机组可靠性高。

评论

中国风电装机量可能在明年夏季好转。我们预计 2011 年新增吊装量仅为 15GW, 并且由于八月份开始的风机质量抽检进展较为缓慢, 最终全年吊装量可能还更少。我们认为到年底, 主要风机生产商(例如金风科技和华锐风电)将完成 LVRT 升级, 而到 2011 年 7 月, 所有风电厂都将通过国家电网的并网标准检测, 得到逐步并网。届时, 所有风电厂都将达到 2011 年 11 月 1 日起生效的 18 项风电新标准, 中国风电市场需求将得以在 2012 年夏天开始恢复, 最晚在 2012 年 6~7 月。

金风科技采取多项措施抵御磁钢价格压力。公司正尝试通过技术改进减少 10~20% 的磁钢用量, 同时积极寻找成本较低的稀土永磁材料。虽然我们目前尚不能确认, 但鉴于公司强大的研发力量, 我们相信公司在这两方面已经取得了一定进展。

但应看到, 公司业绩要到 2012 年中报才会见底。风机招标价已经稳定在 3600-3800 元/千瓦, 根据已确定的招标价和风机交货周期, 最低销售单价预计会在 2012 年 2 季度出现。同时, 随着低成本磁钢存货耗尽, 明年 2 季度成本会进一步上升, 而需求尚未显著好转。因此我们认为最差的数据将出现在 2012 年 2 季度。

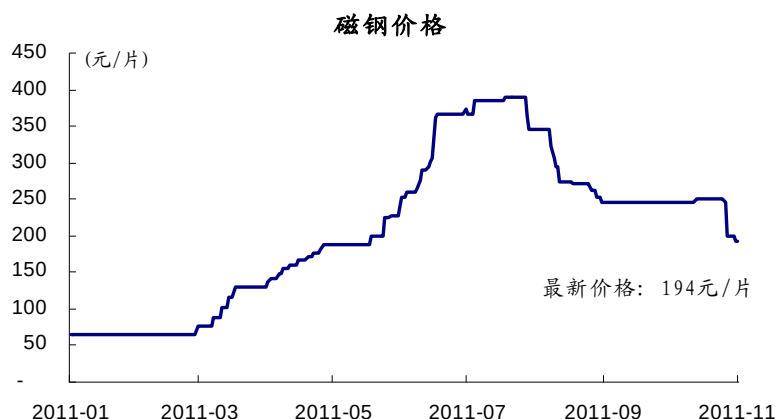
估值与建议

我们维持 2011 年每股 0.27 元, 2012 年每股 0.32 元和 2013 年每股 0.31 元的盈利预测。

风险因素

风机质量抽检进度慢于预期。

图表 1：磁钢价格



资料来源：百川资讯，中金公司研究部

图表 2：分季度财务数据

(人民币百万元)	季度业绩								前三季度业绩				
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	YoY	QoQ	1-3Q09	1-3Q10	1-3Q11	YoY
营业收入	1,855	4,450	4,588	6,703	1,856	3,339	4,226	-8%	27%	6,733	10,893	9,420	-14%
营业成本	-1,326	-3,427	-3,471	-5,244	-1,445	-2,646	-3,575	3%	35%	-5,027	-8,224	-7,666	-7%
主营业务利润	529	1,023	1,117	1,459	411	692	651	-42%	-6%	1,705	2,669	1,754	-34%
营业税金及附加	-13	-17	-8	-54	-1	-7	-7	-17%	4%	-13	-38	-15	-60%
销售费用	-120	-234	-261	-446	-148	-261	-239	-8%	-8%	-342	-615	-648	5%
管理费用	-63	-81	-105	-169	-123	-133	-186	77%	39%	-148	-249	-442	78%
财务费用	3	-32	-44	-91	-27	-68	-41	-8%	-41%	-51	-72	-135	88%
资产减值损失	-10	-55	-2	-122	7	-65	3	-279%	-105%	-35	-66	-55	-18%
期间费用	-189	-402	-412	-828	-290	-527	-462	12%	-12%	-576	-1002	-1279	28%
加：公允价值变动收益	-12	15	3	2	9	3	-8	-366%	-379%	11	6	4	-42%
投资收益	-0.99	33	121	323	164	72	80	-34%	10%	102	153	317	107%
营业利润	315	653	821	902	292	234	254	-69%	8%	1229	1788	780	-56%
加：营业外收入	4	26	44	40	5	95	19	-56%	-80%	29	74	119	62%
减：营业外支出	-1	-2	-1	-1	-2	-2	-1	-7%	-47%	-10	-4	-6	44%
利润总额	318	676	864	942	295	327	272	-69%	-17%	1249	1858	893	-52%
所得税费用	-61	-121	-79	-155	-49	-82	-54	-31%	-34%	-193	-261	-185	-29%
净利润	258	556	784	786	246	245	217	-72%	-11%	1,056	1,597	708	-56%
归属母公司所有者的净利润	248	524	759	758	220	204	190	-75%	-7%	1,023	1,532	615	-60%
少数股东损益	-9	-31	-25	-29	-26	-40	-27	8%	-33%	-32	-66	-93	42%
每股收益	0.09	0.19	0.28	0.28	0.08	0.08	0.07	-75%	-7%	0.38	0.57	0.23	-60%
财务指标													
毛利率	28.5%	23.0%	24.3%	21.8%	22.1%	20.7%	15.4%	-9%	-5.3%	25.3%	24.5%	18.6%	-6%
期间费用率	10.2%	9.0%	9.0%	12.4%	15.6%	15.8%	10.9%	2%	-4.8%	8.6%	9.2%	13.6%	4%
营业利润率	17.0%	14.7%	17.9%	13.5%	15.7%	7.0%	6.0%	-12%	-1.0%	18.3%	16.4%	8.3%	-8%
息税前利润率	17.2%	15.2%	18.8%	14.0%	15.9%	9.8%	6.4%	-12%	-3.4%	18.5%	17.1%	9.5%	-8%
有效税率	19.0%	17.8%	9.2%	16.5%	16.5%	25.2%	20.0%	11%	-5.1%	15.5%	14.0%	20.7%	7%
净利润率	13.4%	11.8%	16.5%	11.3%	11.9%	6.1%	4.5%	-12%	-1.6%	15.2%	14.1%	6.5%	-8%
总资产负债率	60.5%	66.7%	68.1%	51.4%	47.0%	57.3%	57.1%	-11%	-0.2%	62.5%	68.1%	57.1%	-11%
净资产负债率	12.1%	27.5%	21.5%	-50.2%	-17.6%	-1.0%	18.7%	-3%	19.7%	5.2%	21.5%	18.7%	-3%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：盈利预测主要假设

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入						
1.5兆瓦级	2,735	8,487	16,256	9,005	5,003	3,722
2.5兆瓦级			12	730	6,930	9,356
千瓦级	3,301	1,750	528	0	0	0
其他	422	501	799	1,119	1,455	1,891
合计	6,458	10,738	17,596	10,854	13,388	14,969
销量(兆瓦)						
1.5兆瓦级	525	1,514	3,851	2,700	1,500	1,200
2.5兆瓦级			3	200	2,000	3,000
千瓦级	900	425	225	0	0	0
合计	1,425	1,938	4,078	2,900	3,500	4,200
单价(元/千瓦)						
1.5兆瓦级	5,209	5,608	4,222	3,335	3,335	3,102
2.5兆瓦级			5,066	3,648	3,465	3,119
千瓦级	3,668	4,122	3,300	0	0	0
毛利润						
1.5兆瓦级	516	2,046	3,726	1,081	450	298
2.5兆瓦级			1	7	832	1,029
千瓦级	918	574	146	0	0	0
其他	134	203	254	392	509	567
合计	1,568	2,823	4,128	1,480	1,791	1,894
毛利润(元/千瓦)						
1.5兆瓦级	983	1,352	968	400	300	248
2.5兆瓦级			417	36	416	343
千瓦级	1,020	1,353	650	n.a.	n.a.	n.a.
毛利率						
1.5兆瓦级	18.9%	24.1%	22.9%	12.0%	9.0%	8.0%
2.5兆瓦级			8.5%	1.0%	12.0%	11.0%
千瓦级	27.8%	32.8%	27.7%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	31.7%	40.4%	31.8%	35.0%	35.0%	30.0%
合计	24.3%	26.3%	23.5%	13.6%	13.4%	12.7%
收入占比						
1.5兆瓦级	42%	79%	92%	83%	37%	25%
2.5兆瓦级			0%	7%	52%	63%
千瓦级	51%	16%	3%	0%	0%	0%
其他	7%	5%	5%	10%	11%	13%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利占比						
1.5兆瓦级	33%	72%	90%	73%	25%	16%
2.5兆瓦级			0%	0%	46%	54%
千瓦级	59%	20%	4%	0%	0%	0%
其他	9%	7%	6%	26%	28%	30%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：历史和预测财务数据

损益表（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入净额	6,458	10,738	17,596	10,854	13,388	14,969
主营业务利润	1,568	2,823	4,128	1,480	1,791	1,894
营业费用	278	670	1,062	651	803	898
管理费用	237	276	418	271	281	314
财务费用	42	60	163	116	77	81
营业利润	1,126	1,947	2,691	716	873	838
税前利润	1,146	1,991	2,800	825	982	947
所得税	121	200	416	89	109	105
少数股东权益	119	45	94	15	17	17
净利润	906	1,745	2,290	721	855	825
现金流量表（百万元）						
经营活动现金流净额	878	1,327	186	2,630	480	618
投资活动现金流净额	-1,000	-1,652	-2,575	-3,022	-2,022	-1,022
融资活动现金流净额	743	1,496	7,279	-1,953	-77	-81
货币资金增加额	607	1,173	4,783	-2,344	-1,619	-485
资产负债表（百万元）						
货币资金	3,286	4,677	9,658	6,898	5,280	4,795
应收款项	2,619	2,920	7,583	4,678	5,770	6,451
存货	2,119	2,854	4,391	3,056	3,781	4,263
流动资产	9,061	11,286	22,500	15,169	15,492	16,248
长期投资	28	207	421	897	1,373	1,850
固定资产	1,380	2,441	3,783	6,680	8,523	9,311
无形资产和其他资产	640	759	873	713	595	507
短期借款	50	297	1,069	1,069	1,069	1,069
预收帐款	2,362	1,814	1,040	724	895	1,009
一年内到期的长期负债	51	305	454	-	-	-
流动负债	5,504	6,882	12,120	8,585	10,258	11,371
长期负债	1,282	2,022	1,465	443	443	443
少数股东权益	415	326	342	357	374	391
股东权益	3,722	5,201	13,289	14,010	14,865	15,690
总资产	11,211	14,883	28,062	23,858	26,382	28,315
财务指标						
主营业务利润率	24.3%	26.3%	23.5%	13.6%	13.4%	12.7%
息税前利润率	21.3%	19.8%	18.2%	11.8%	10.5%	9.3%
净利润率	14.0%	16.3%	13.0%	6.6%	6.4%	5.5%
净资产收益率	24.3%	33.6%	17.2%	5.1%	5.8%	5.3%
总资产收益率	8.1%	11.7%	8.2%	3.0%	3.2%	2.9%
总资产负债率	63.1%	62.9%	51.4%	39.8%	42.2%	43.2%
净资产负债率	-51.1%	-39.5%	-50.2%	-38.4%	-25.3%	-20.9%
流动比率	1.6	1.6	1.9	1.8	1.5	1.4
速动比率	1.3	1.2	1.5	1.4	1.1	1.1
应收帐款周转期	146	92	147	147	147	147
存货周转期	158	132	119	119	119	119

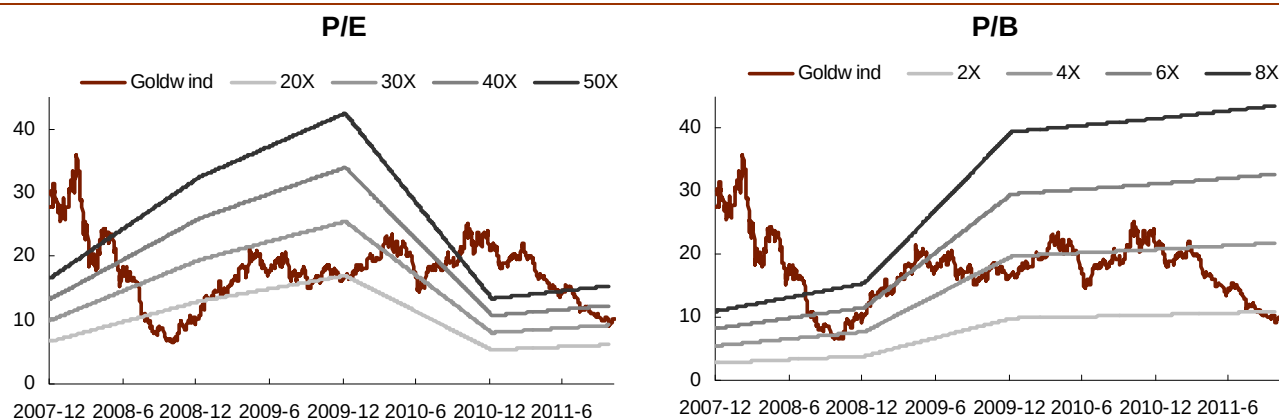
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值

公司	代码	评级	股价	总市值	每股收益			市盈率			市净率		
			2011-11-1	(人民币百万元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
风电													
A股													
金风科技	002202.CH	审慎推荐	10.09	22,143	0.85	0.27	0.32	11.9	36.9	31.5	2.0	1.9	1.8
东方电气	600875.CH	推荐	24.90	41,430	1.29	1.73	2.23	19.4	14.4	11.1	4.5	3.4	2.6
华锐风电	601558.CH	无评级	21.05	42,315	1.42	0.92	1.07	14.8	22.8	19.6	8.8	6.6	5.1
天马股份	002122.CH	无评级	9.36	11,120	0.55	0.53	0.63	16.9	17.5	15.0	2.5	2.2	2.0
中材科技	002080.CH	推荐	16.63	6,652	0.89	1.18	1.75	18.8	14.1	9.5	1.5	1.4	1.3
湘电股份	600416.CH	无评级	10.94	6,657	0.38	0.42	0.79	28.5	25.9	13.8	1.4	2.2	2.0
A股市场市值								17.8	20.2	14.4	2.3	2.2	2.0
A股市场平均值								18.4	21.9	16.8	3.5	3.0	2.5
H股													
中国传动	658.HK	中性	4.93	5,495	1.01	0.64	0.99	4.0	6.3	4.1	0.8	0.7	0.6
金风科技	2208.HK	中性	4.90	2,004	0.85	0.27	0.32	4.7	14.7	12.5	0.8	0.8	0.7
东方电气	1072.HK	推荐	24.50	6,813	1.29	1.73	2.23	15.6	11.6	9.0	3.6	2.8	2.1
其他市场													
VESTAS	VWS.DC	无评级	81.35	19,402	0.77	1.05	1.45	14.2	10.4	7.5	0.8	0.7	0.7
GAMESA	GAM.SM	无评级	3.39	7,294	0.21	0.28	0.29	16.3	12.0	11.6	0.5	0.5	0.5
NORDEX	NDX1.GR	无评级	4.21	2,693	0.31	0.01	0.23	13.6	601.4	18.6	0.8	0.7	0.7
SKF	SKFB.SS	无评级	139.80	61,286	11.28	13.95	13.42	12.4	10.0	10.4	3.4	2.8	2.4
SUZLON	SUEL.IN	无评级	37.10	8,514	1.69	4.34	6.64	21.9	8.5	5.6	0.9	0.8	0.7
非A股市场市值								13.9	11.0	9.7	0.8	0.8	0.7
非A股市场平均值								12.8	84.4	9.9	1.4	1.2	1.1
中值								15.2	14.2	11.4	1.4	1.7	1.5
平均值								15.2	57.6	12.8	2.3	2.0	1.7

资料来源: 彭博资讯、万德、公司数据、中金公司研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源: 彭博资讯、万德、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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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。

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：分析师估测 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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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