

2009 年 3 月 6 日

新能源 - 风电

中金公司研究部
分析员：陈华, CFA
chenhua@cicc.com.cn
(8621) 5879 6226

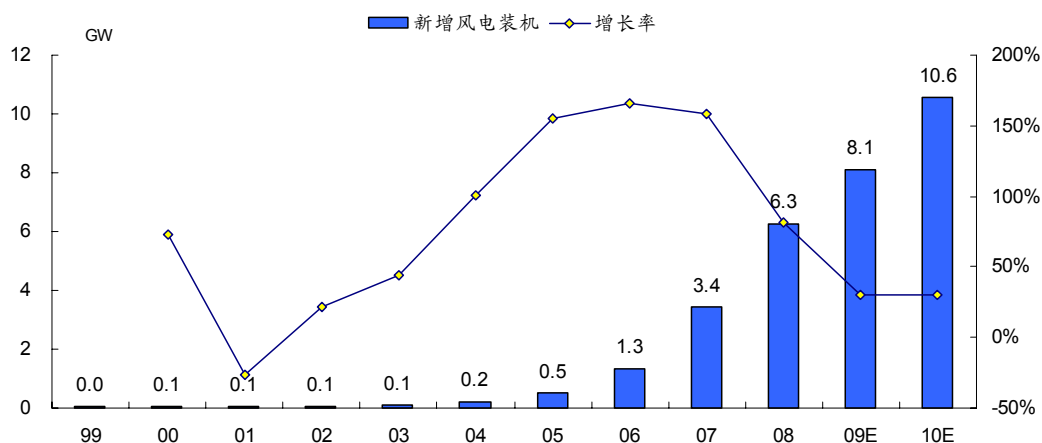
中国风电行业交出亮丽答卷

08 年统计数据分析

要点：

- ◆ **需求持续快速增长。**08 年中国风电新增装机达到 625 万千瓦，同比增长 89%。风电累计装机达到 1215 万千瓦，上网电量 120 亿千瓦时，占总体发电量 0.04%。展望 09 年，增值税转型政策大大提升了风电运营业务的内部回报率（由 8% 上升至 10% 以上），中国风电行业增长的驱动力更为健康。我们预计风电新增装机将达到 813 万千瓦，同比增长 30%。
- ◆ **“三大巨头”寡头垄断格局愈加清晰。**华锐风电、金风科技和东方电气这三大龙头企业合计市场份额为 57%，同比上升 5 个百分点。三大巨头市场份额分别为 22%、18% 和 17%。背后的原因主要是外资设备由于价格偏高，且无法参与特许权招标，市场份额下降 4 个百分点至 38%。展望 09 年，我们认为在零部件供应商和风电运营商的双向选择下市场集中度将继续上升。德国和美国市场上前三大风机制造商市场份额分别高达 85% 和 73%，中国的竞争格局亦将朝此方向演变。
- ◆ **金风科技（推荐）排名暂时回落至第二。**华锐跃居首位，金风市场份额下滑 7 个百分点。我们认为金风排名回落的原因为其主打产品兆瓦级机型是非主流的直驱永磁机型，因此 1）零部件短缺现象在 08 年比华锐和东电更为严重；以及 2）直驱机型制造工艺特殊，稳定性在 08 年经历了不小的挑战，管理层对于当年放量生产持审慎态度。09 年随着零部件厂商的扩产以及金风产品稳定性的提高，我们认为金风有机会重新夺冠。公司股价对应 09 年市盈率为 27 倍，高于海外可比公司的估值（中值 10 倍），但考虑到中国市场的高成长性以及中国设备企业开拓海外市场的巨大空间，该估值溢价具有合理性。
- ◆ **如何理解东方电气（中性）市值较金风低的现象？**既然东方和金风的风电设备市场份额接近，且东方还有火电、水电和核电设备业务，为何东方的市值（以 A 股股价计算为 294 亿）明显低于金风（353 亿）？我们认为市值的差异主要来自于两公司确认收入的会计方法不同，从而形成了利润的明显差距。金风以交货至风电场为确认收入时刻，而东方更为保守的等到 240 小时试运行结束才确认收入，比金风晚 2-3 个月。因此预计 08 年东方风电设备收入仅有 30 亿元，远小于金风的 65 亿元。另外，较少的收入亦通过规模效应拉低了毛利率，预计 08 年东方风电设备毛利率仅有 13%，低于金风兆瓦级风机（15%）以及 750 机型（28%）的水平。总之 08 年东方风电设备利润预计仅有 1 亿元，是金风的 1/9。

图 1：中国风电新增装机



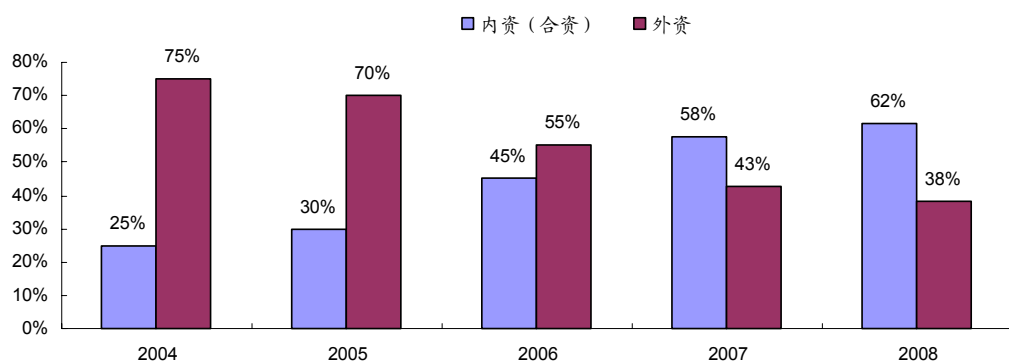
资料来源：中国风能协会，中金公司研究部预测

表 1：中国风电设备市场占有率（前 10 大企业）

	2008	2007	变化
华锐	22%	21%	2%
金风	18%	25%	-7%
东电	17%	7%	10%
Vestas	10%	11%	-2%
Gamesa	8%	17%	-9%
运达	4%	2%	2%
上海电气	3%	1%	2%
明阳	3%	0%	3%
航天安迅能	2%	2%	1%
GE	2%	6%	-4%
其他	11%	9%	2%

资料来源：中国风能协会

图 2：中国风电设备市场占有率（外资和内资）



资料来源：中国风能协会

表 2：可比公司估值表

	代码	评级	交易货币	报表货币	股价	总市值	每股收益			市盈率			市净率		
					2009-3-5	(人民币 百万)	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
风电整机设备															
金风科技	002202.CH	推荐	CNY	CNY	35.29	35,290	0.92	1.30	1.65	38.5	27.1	21.4	9.5	7.0	5.3
VESTAS	VWS.DC	无评级	DKK	EUR	255.00	54,641	2.86	3.31	4.22	12.0	10.3	8.1	2.6	2.1	1.7
GAMESA	GAM.SM	无评级	EUR	EUR	9.51	19,946	0.82	0.98	1.31	11.6	9.8	7.3	1.3	1.2	1.0
NORDEX	NDX1.GR	无评级	EUR	EUR	8.52	4,910	0.72	0.57	0.83	11.9	14.9	10.2	1.8	1.6	1.4
SUZLON	SUEL.IN	无评级	INR	INR	37.05	7,331	8.37	8.05	9.13	4.4	4.6	4.1	0.6	0.5	0.5
平均										15.7	13.3	10.2	3.2	2.5	2.0
风电零部件															
中国传动	658.HK	无评级	HKD	CNY	9.9	10,867	0.43	0.61	0.82	20.3	14.2	10.7	2.9	2.5	2.1
天马股份	002122.CH	中性	CNY	CNY	61.46	18,254	1.68	2.52	2.81	36.7	24.3	21.9	8.2	6.2	4.9
中材科技	002080.CH	推荐	CNY	CNY	25.6	3,840	0.61	1.20	1.77	41.8	21.3	14.5	5.4	4.5	3.7
SKF	SKFB.SS	无评级	SEK	SEK	75	25,768	6.79	7.48	8.57	11.1	10.0	8.8	1.7	1.6	1.4
HANSEN	HSN.LN	无评级	GBp	EUR	0.8875	5,127	0.06	0.07	0.13	12.7	10.8	6.2	0.9	0.8	0.7
平均										24.5	16.1	12.4	3.8	3.1	2.5

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

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

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

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。