

金风科技 (002202.SZ)

受益行业增长加速，风机业绩弹性大

● 2015 年风电行业受抢装及配额制影响，行业增长有望提速

陆上风电上网电价正式下调，但下调幅度好于市场预期，由于 15 年前核准的风电项目必须在 2016 年 1 月 1 日之前投运才能享有原来的标杆电价，因此这将加速部分风电项目的建设投运进度。2015 年，风电行业有望迎来一波抢装，同时随着可再生能源配额制的出台临近，我们判断 2015 年风电行业新增装机在 25GW 左右，同比增长 25% 左右。公司作为风机龙头，风机出货量持续增长，市场份额继续提升，制造规模效应凸显，业绩弹性大。

● 风机盈利持续增强，风场开发逐步推进

公司国内风机龙头地位无可撼动，盈利弹性较大。目前主流风机机型为 1.5MW 和 2.5MW，风机价格基本保持平稳，公司风机制造技术和规模优势明显，且毛利率相对较高的 2.5MW 风机占比提升，同时原材料价格保持低位，毛利率将维持高位。由于销售费用率和研发费用率有所下降，风机净利润率将进一步提升。风场开发运营将为公司贡献稳定利润和现金流，截止 14 年上半年，公司风场权益装机容量为 1422.5MW；在建权益容量 466MW。我们预计公司 14-16 年风场新增并网容量为 800MW、800MW 和 1000MW，贡献收入分别为 13.04 亿、20.71 亿和 28.77 亿，贡献净利润分别为 3.26 亿、5.59 亿和 8.06 亿。

● “一带一路” 国家战略，利于公司海外市场打开空间

“一带一路” 作为国家战略，中国将出资 400 亿美元成立丝路基金，为一带一路战略沿线国家基础设施、资源开发、产业合作等与互联互通有关的项目提供投融资支持平台。同时，中亚、东盟等地的风电市场将逐步开启，公司地处新疆，区位优势明显，海外市场份额将进一步上升，同时逐步打开公司长期发展空间。

● 盈利预测与估值：我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.67 元、1.05 元、1.30 元，公司合理价值为 20 元，维持“买入”评级。

盈利预测：

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	11,324.19	12,308.48	17,728.93	21,426.58	24,382.40
增长率(%)	-11.83%	8.69%	44.04%	20.86%	13.80%
EBITDA(百万元)	393.75	779.24	2,499.19	3,768.65	4,640.68
净利润(百万元)	153.05	427.65	1,816.67	2,824.01	3,499.31
增长率(%)	-74.77%	179.41%	324.81%	55.45%	23.91%
EPS(元/股)	0.057	0.159	0.674	1.048	1.299
市盈率(P/E)	94.89	53.12	20.96	13.48	10.88
市净率(P/B)	1.13	1.70	2.50	2.11	1.77
EV/EBITDA	34.71	33.66	16.40	10.37	8.55

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	14.11 元
合理价值	20.00 元
前次评级	买入
报告日期	2015-01-08

相对市场表现



分析师： 韩 玲 S0260511030002



021-60750603



gfhl@gf.com.cn

相关研究：

- 金风科技 (002202.SZ)：行业增长提速，公司业绩弹性较大 2014-12-29
- 金风科技 (002202.SZ)：业绩高速增长，未来看好风场运营 2014-10-30
- 金风科技 (002202.SZ)：风电王者归来，转型风场运营运维 2014-09-03

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	23120	19293	25852	30396	31301
货币资金	6962	4455	4851	6763	6238
应收及预付	11379	10926	15315	17012	17672
存货	3512	3002	5489	6425	7194
其他流动资产	1268	909	197	197	197
非流动资产	8823	15077	15128	15135	15080
长期股权投资	1205	857	907	907	907
固定资产	2327	3217	3188	3072	2950
在建工程	3039	7132	7332	7482	7582
无形资产	857	814	880	853	819
其他长期资产	1395	3056	2821	2821	2821
资产总计	31944	34370	40980	45531	46381
流动负债	11813	11538	13327	15247	17097
短期借款	285	361	451	467	521
应付及预收	9283	9650	12876	14780	16576
其他流动负债	2246	1526	0	0	0
非流动负债	6844	9039	8354	8404	8454
长期借款	2736	4405	4315	4315	4315
应付债券	2979	2989	2989	2989	2989
其他非流动负债	1129	1645	1050	1100	1150
负债合计	18658	20577	21681	23651	25552
股本	2695	2695	2695	2695	2695
资本公积	7988	8278	8278	8278	8278
留存收益	2368	2648	4249	7073	10572
归属母公司股东权	12903	13368	15221	18045	21544
少数股东权益	383	425	482	569	640
负债和股东权益	31944	34370	37383	42265	47736

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	11324	12308	17729	21427	24382
营业成本	9584	9702	12522	14656	16412
营业税金及附加	55	85	122	148	168
销售费用	813	1135	1684	1843	2024
管理费用	713	839	1170	1286	1414
财务费用	330	321	380	600	800
资产减值损失	107	134	133	152	185
公允价值变动收益	2	4	0	0	0
投资净收益	411	379	405	453	472
营业利润	134	476	2123	3345	4151
营业外收入	101	55	50	60	70
营业外支出	28	25	20	20	20
利润总额	207	506	2153	3385	4201
所得税	41	72	280	474	630
净利润	165	434	1873	2911	3571
少数股东损益	12	6	56	87	71
归属母公司净利润	153	428	1817	2824	3499
EBITDA	394	779	2499	3769	4641
EPS (元)	0.06	0.16	0.67	1.05	1.30

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	2500	1930	-2213	2608	4160
净利润	165	434	1873	2911	3571
折旧摊销	235	232	268	274	277
营运资金变动	2057	1401	-4556	-528	358
其它	42	-137	202	-50	-46
投资活动现金流	-2304	-6077	-78	211	301
资本支出	-2602	-6207	-433	-242	-171
投资变动	117	169	355	453	472
其他	182	-40	0	0	0
筹资活动现金流	-1146	1819	-1314	-907	-708
银行借款	2640	3539	-451	-451	-467
债券融资	-3386	-1049	-823	50	50
股权融资	41	23	0	0	0
其他	-441	-695	-39	-506	-291
现金净增加额	-950	-2328	-3605	1911	3752
期初现金余额	7613	6962	4455	4851	6763
期末现金余额	6663	4634	4851	6763	6238

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	-11.8	8.7	44.0	20.9	13.8
营业利润增长	-80.8	255.9	346.3	57.6	24.1
归属母公司净利润增长	-74.8	179.4	324.8	55.5	23.9
获利能力(%)					
毛利率	15.4	21.2	29.4	31.6	32.7
净利率	1.5	3.5	10.6	13.6	14.6
ROE	1.2	3.2	11.9	15.6	16.2
ROIC	1.2	3.3	12.4	18.1	17.8
偿债能力					
资产负债率(%)	58.4	59.9	58.0	56.0	53.5
净负债比率	-0.1	0.2	0.2	-	0.1
流动比率	1.96	1.67	1.94	1.99	1.83
速动比率	1.59	1.36	1.47	1.51	1.35
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.37	0.47	0.50	0.53
应收账款周转率	1.14	1.34	1.46	1.62	1.83
存货周转率	2.21	2.98	2.28	2.28	2.28
每股指标(元)					
每股收益	0.06	0.16	0.67	1.05	1.30
每股经营现金流	0.93	0.72	-0.82	0.97	1.54
每股净资产	4.79	4.96	5.65	6.70	8.00
估值比率					
P/E	94.9	53.1	21.0	13.5	10.9
P/B	1.1	1.7	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	34.7	33.7	16.4	10.4	8.5

广发电力设备与新能源研究小组

- 韩 玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，8年证券从业经验，6年电力行业从业经验，获2012年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第二名，2011年及2010年新财富最佳分析师第五名，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：gfh1@gf.com.cn，021-60750603。
- 王 昊：资深分析师，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，010-59136700。
- 徐云飞：资深分析师，大连理工大学材料硕士，4年太阳能工厂主管经验，2012年加入广发证券发展研究中心，联系方式：xuyunfei@gf.com.cn，0755-88285816。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。