

金风科技

风电设备龙头，盈利进入高速增长期

刘智 机械行业 研究员

电话: 020-87555888-405

eMail: lz10@gf.com.cn

风电行业：前程似锦的朝阳产业

截至 2006 年底，中国风电累计装机 259.6 万千瓦，预计 2007 年就会突破 2010 年 500 万的发展规划。根据丹麦著名咨询机构 BTM 的预测，2010 年中国累计装机将达到 1480 万千瓦。

中国第一、世界第十，最具发展潜力的风电设备龙头

金风科技是目前国内最大的风力发电机组整机制造商，在 2006 年中国新增风电装机市场占有率为 33.29%，全球新增风电装机市场占有率为 2.8%。管理团队二十多年风电开发运营的经验使其成为我国最具发展潜力的风电设备龙头企业。

主营业务收入与净利润连续七年翻倍增长

随着公司市场地位日益稳固和规模扩张，公司主营业务收入和净利润连续七年平均增长率超过 100%，显示出公司极强的盈利能力和良好的管理水平。

订单充足，为未来发展奠定良好基础

公司已签订兆瓦级机组近 600 台，已中标并正在洽谈的合同近 500 台。目前，公司产能不足问题已经得到缓解，北京基地已建成投产，新疆基地二期扩建即将完成，内蒙古基地预计 2008 年建成投产。

盈利预测与估值

按发行后 5 亿股总股份计算，我们预测公司未来三年 EPS 为 1.20 元、1.83 元和 2.74 元。按照 2008 年 45~50 倍市盈率，公司合理股价区间为 82.35~91.5 元。建议投资者积极申购并重点关注。

预测及评估

| | 2005A | 2006A | 2007E | 2008E | 2009E |
|------------|-----------|------------|--------|--------|--------|
| 主营收入(万元) | 50,552.72 | 153,028.29 | 320000 | 640000 | 960000 |
| EBITDA(万元) | 11,626.42 | 33,066.89 | 63322 | 116200 | 173700 |
| 净利润(万元) | 11,229.88 | 31,962.39 | 60054 | 91600 | 137000 |
| 净利润增长率 | 166.38% | 184.62% | 87.89% | 52.52% | 49.56% |
| 每股收益(元) | 1.60 | 3.20 | 1.20 | 1.83 | 2.74 |
| 市盈率 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 市净率 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股红利(元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股息率 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

| | |
|------|-----------------|
| 发行价格 | 36.00 元 |
| 上市价格 | 82.35 ~ 91.50 元 |

股票数据

| | |
|----------|------------|
| 总股本(万股) | 50000 |
| 流通股本(万股) | 5000 |
| 主要股东: | |
| | 新疆风能有限责任公司 |
| 主要股东持股比例 | 18.27% |
| 流通 A 股比例 | 10% |

财务比率

| | |
|----------|--------|
| ROE | 53.28% |
| ROA | 26.55% |
| 资产负债率 | 49.76% |
| 每股净资产(元) | 6.00 |

2006 年报数据

发行信息:

| | |
|---------|------------|
| 发行价格(元) | 36.00 |
| 主承销商: | |
| | 海通证券股份有限公司 |
| 发行市盈率 | 29.98 |

公司简介

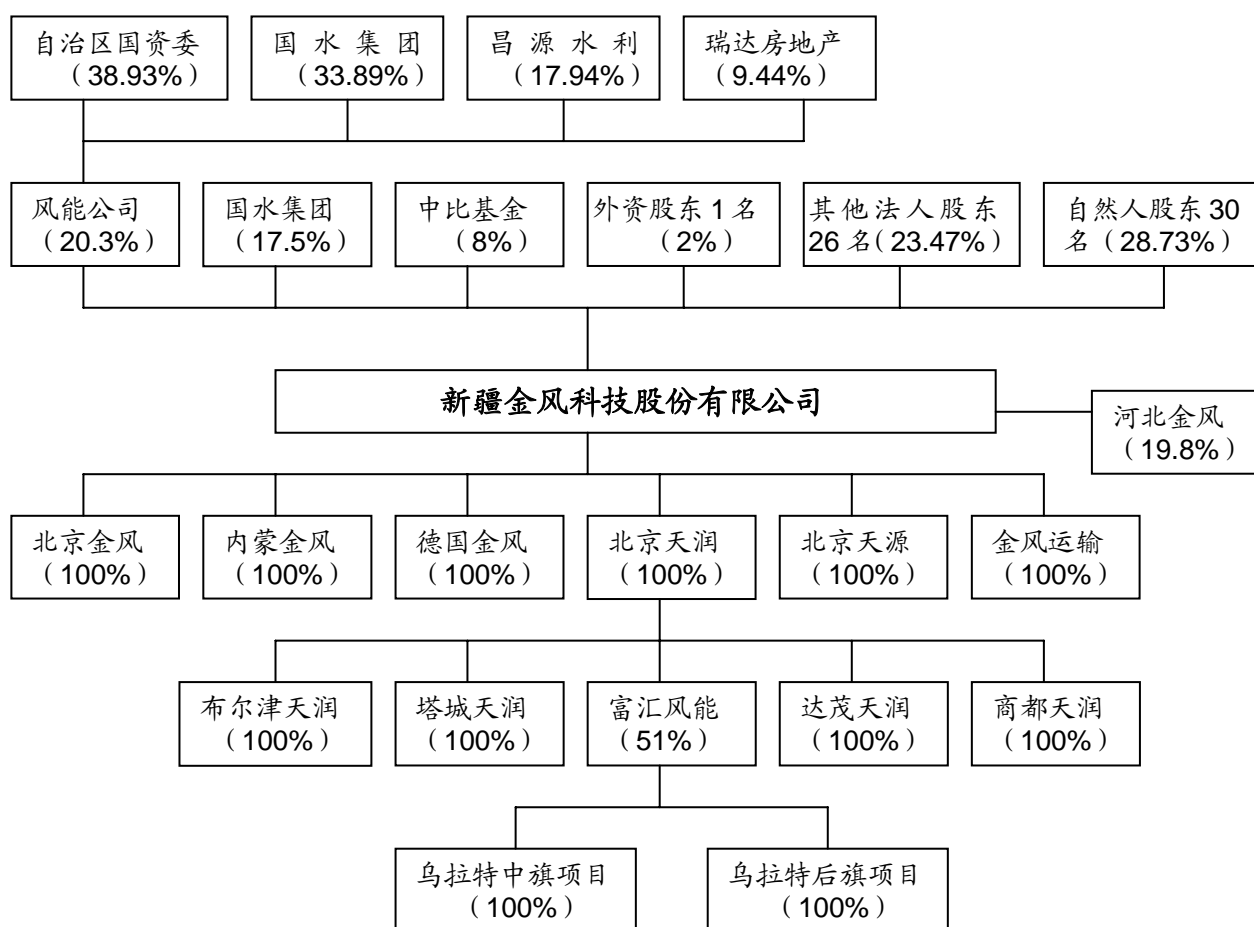
最具发展潜力的风电设备龙头

金风科技是目前国内最大的风力发电机组整机制造商,公司风力发电机组产品在2006年中国新增风电装机市场占有率为33.29%,排名第一,近三年市场占有率持续占国产风力发电机组产品的80%以上;在2006年全球新增风电装机市场占有率为2.80%,排名第十。公司于2006年入选福布斯“2007中国潜力100”排行榜,位列第七名,被评为中国最具发展潜力的公司之一。

股权结构比较分散

金风科技是由新凤科工贸于2001年3月26日整体变更成立的股份有限公司。公司持股5%以上的主要发起人股东为风能公司和国水集团。历经多次股权转让、增资和送股后,公司股权结构如下图所示。

图1: 金风科技股权结构



数据来源: 公司招股说明书

风电设备制造业发展空间广阔

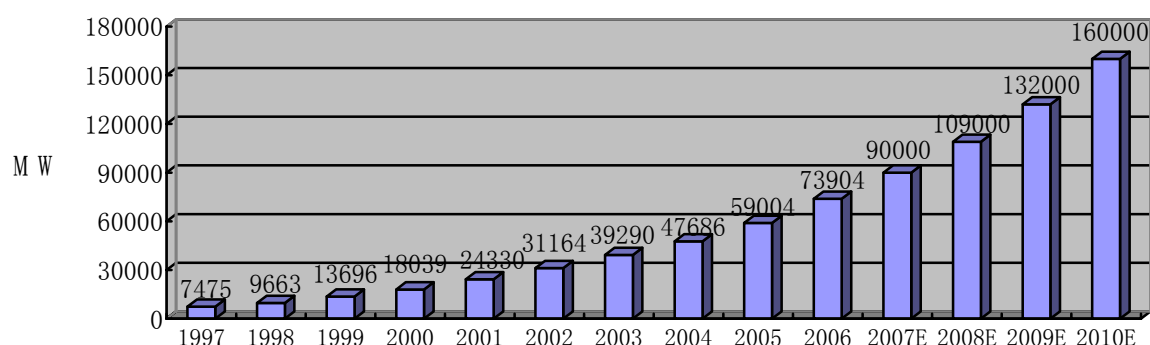
风能资源储量丰富，风电装机量快速增长

在中国的电源结构中，目前风力发电所占比重很小。根据中国电力企业联合会《全国电力供需与经济形势分析预测报告（2006-2007年度）》提供的数据，中国2006年的电网总装机容量达到6.22亿千瓦，其中以煤炭、石油、天然气为代表的热电装机容量占到了77.82%，水力发电的装机容量占到了20.67%，而风力发电的装机容量仅占总装机容量的0.42%。

与发达国家相比，从市场占有率、在能源结构中的比重、发电设备制造水平等各项指标看，我国风力发电依然严重滞后。据全球风能协会（GWEC）统计，到2006年底，中国的风电装机达到259.6万千瓦，占世界风电装机的3.5%。中国在2006年新增装机容量为133.2万千瓦，仅占世界全年新增装机的8.9%。

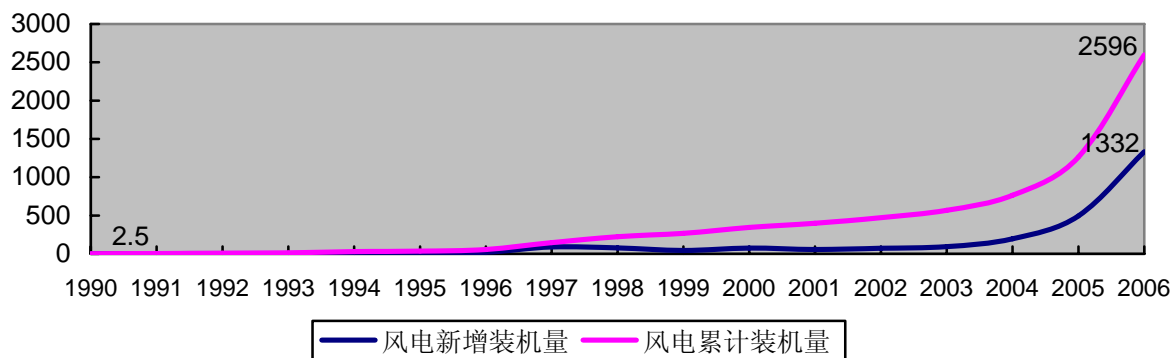
我国风能资源得天独厚，风能开发可以有效缓解我国能源供应的紧张局面，已经成为共识。有关资料显示，我国风能资源储量居世界首位，仅陆上可开发的装机容量就达2.5亿千瓦，且商业化、规模化的潜力很大。根据我国的风电发展规划，在未来很长一段时间内，风力发电仍将保持良好的发展态势。

图2：1997年到2006年全球风电累计装机及2007~2010年预测



数据来源：中国风力发电信息网、广发证券发展研究中心

图3：1990年到2006年中国风电新增装机量和累计装机量（MW）



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

风力发电经济性提高，产业化条件齐备

风能作为一种清洁的可再生能源，越来越受到世界各国的重视。风力发电在可再生能源开发利用中技术最成熟、最具商业化和规模化发展前景。有关统计显示，2005年全球在可再生能源发电领域的投资达到了300亿美元以上，为常规能源电力投资的1/5。

由于风电市场的扩大、风电机组产量和单机容量的增加以及技术上的进步，使风电机组每千瓦的生产成本在过去20年中稳步下降。1980年代初期，每千瓦的造价为3000~4000美元，而现在，按照1997年国际上的批量（30台以上）售价，定桨距失速调节型300KW机组约为925美元/KW，600KW机组约为730美元/KW（含塔架和基础件，不包括运输费用）。风电场的建设成本每千瓦装机容量约为1000~1300美元。

另一方面，由于风电机组设计和工艺的改进，性能和可靠性提高，加上塔架高度增加以及风场选址评估方式的改进等，使得风电机组的发电能力有了相当大的增长。综合考虑风电场的风力资源、规模、运行成本和融资因素，目前在较好的风场，风力发电的成本约为5美分/KW.h，已经具备与火电竞争的能力。

中国风能资源储量是印度的30倍，德国的5倍，但目前装机仅为印度的1/2.5，德国的1/8，未来有较大的发展空间。从近年来的发展情况看，中国的风电发展速度远远超过世界上其他风电发展大国。根据丹麦著名风电咨询机构BTM历年的报告数据，中国已经成为全球风力发电增长最快的市场。

图4：全球风电大国新增装机容量年增长速度

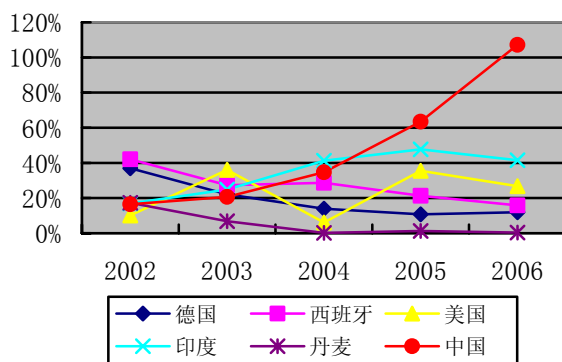
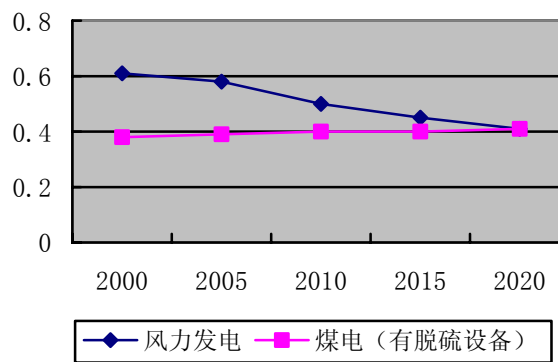


图5：中国风电与煤电发电成本变化趋势



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

市场需求持续旺盛，风电设备制造利润丰厚

根据丹麦著名风电咨询机构BTM《国际风能发展——全球市场动向2006》预测，2011年中国风电装机总量将达到1740万千瓦。业内预测2020年将可能达到3000万~5000万千瓦。这就意味着在未来很长一段时间里，我国对风电设备的需求将保持强劲增长的态势。能源短缺和价格上扬，环境保护压力持续增大，风力发电技术的逐步成熟和成本降低，国家产业政策的大力扶持，将成为促进风电行业持续增长的动力。

从市场供求状况来看，2010年以前，我国大型风电机组制造行业将呈现供不应求的局面，行业厂商有望继续保持相对较高的利润水平。2010

年以后,随着新的竞争者逐步成熟,预计行业总体利润水平将会有所下降,但随着风电制造技术的不断发展,成本也会有所下降,同时风电制造行业的规模效应明显,行业竞争的集中度高,因此技术成熟、经营模式灵活、综合实力强、销售规模大的企业仍将会保持一定的利润水平。

金风科技是我国风电设备制造龙头企业,2004~2006年公司产品占国内市场份额分别为20.13%、26.37%和33.29%;占内资企业机组市场份额分别为81.65%、89.67%和80.81%,具有较强的竞争优势。

图6: 2006年内资企业机组新增装机市场份额

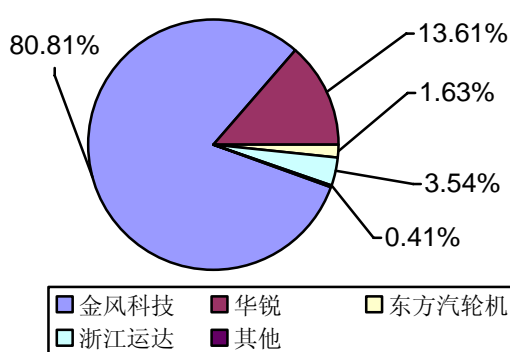
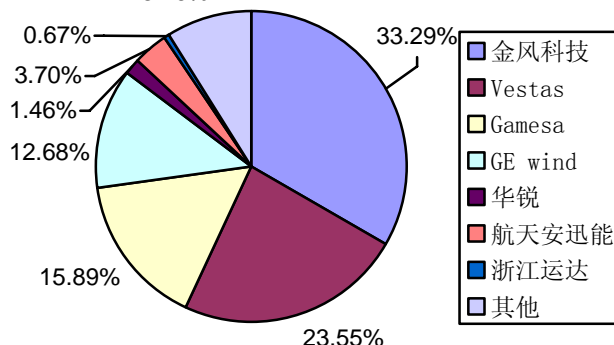


图7: 2006年全国新增装机市场份额



数据来源: 公司招股说明书

政策大力扶持助推风电行业发展

我国政府扶植风电行业发展的政策导向非常清晰。在产业政策上,政府通过特许经营的方式开发风力发电项目,2004~2007年共进行5期特许权招标。5期特许权项目总计3400MW,极大的促进了中国风电产业的发展;在财政政策上,国家发改委每年均投入大量资金对可再生能源的技术研发和产业化进行支持;在税收政策上,风电企业增值税减半征收,降低风力发电机组零配件的进口关税。此外,《可再生能源法》明确了加快可再生能源的开发利用;《关于风电建设管理有关要求的通知》,要求风电设备国产化率70%以上;上网电价按成本加收益原则测算,特许权电价按招标方式确定等。

表1: 《可再生能源中长期发展规划》中的要求

| | |
|--------|--|
| 装机容量目标 | 2010年累计装机容量为500万千瓦 2020年累计装机容量为3000万千瓦 |
| 能源结构目标 | 2010年可再生能源消费量占能源消费总量的10% 2020年可再生能源消费量占能源消费总量的15% |
| 配额目标 | 2020年,发电装机容量500万以上企业,可再生能源比例须达到8%以上 |

数据来源: 公司招股说明书

表2: BTM报告预测全球风电发展大国的风电累计装机及预测(单位: MW)

| 序号 | 国家 | 2006年累计装机 | 2010年预测 | 序号 | 国家 | 2006年累计装机 | 2010年预测 |
|----|-----|-----------|---------|----|----|-----------|---------|
| 1 | 德国 | 20620 | 30000 | 4 | 印度 | 6270 | 18000 |
| 2 | 西班牙 | 11620 | 20000 | 5 | 中国 | 2596 | 14800 |
| 3 | 美国 | 11600 | 34000 | | | | |

数据来源: 公司招股说明书

公司经营状况分析

专注主营业务，研发优势明显

公司的营业收入主要来源于风力发电机组的销售收入，历年来风力发电机组收入的比重均在98%以上，发电收入是公司建设的实验用风力发电机组并网发电产生的收入，配件及测风设备销售是销售风力发电机组的配套业务，该业务的销售金额及所占比例都比较低。

表3: 主营业务收入分产品分析 (单位: 百万元)

| 项目 | 2007年1~6月 | | 2006年 | | 2005年 | | 2004年 | |
|------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 |
| 风力发电机组收入 | 559.55 | 97.89% | 151.42 | 98.95% | 497.73 | 98.46% | 240.58 | 98.25% |
| 配件收入 | 2.38 | 0.42% | 4.24 | 0.28% | 3.15 | 0.62% | 3.23 | 1.32% |
| 风力发电机组配件收入 | 1.35 | 0.24% | 7.81 | 0.51% | 3.68 | 0.73% | 1.01 | 0.41% |
| 测风设备收入 | 0.62 | 0.11% | 2.05 | 0.13% | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他业务收入 | 6.11 | 1.07% | 1.94 | 0.13% | 0.94 | 0.19% | 0.03 | 0.01% |
| 技术服务收入 | 1.57% | 0.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 合计 | 571.59 | 100% | 1530.2 | 100% | 505.52 | 100% | 244.86 | 100% |

数据来源: 公司招股说明书

公司是国家大型风力发电机组“863”项目及国家“九五”、“十五”、“十一五”科技攻关项目的重点承担单位，经历了600KW、750KW、1.5MW多个机型的开发过程，基本掌握了大型风电机组的开发技术和国际规范，主要产品均具有成熟的技术。同时，公司与国际大型风机的设计技术接轨，拥有国际一流的设计计算软件，具备风机计算机建模与仿真计算能力，系统地掌握了大型风机自主研制的全过程：概念设计、详细设计、产业化、测试与试验、运行与维护等。此外，由于中国的气候地理条件十分复杂，金风在风机的开发、制造、销售过程中积累了大量的经验，针对各种特殊环境进行了专项开发。目前，公司已经获得技术专利10项，申报技术专利13项，并起草了2项国家风电标准，正在起草5项标准。

公司兆瓦级直驱永磁风力发电机组技术来源于公司与德国Vensys公司的联合开发。Vensys公司在直驱风机领域已经有10年的研发历史，拥有兆瓦级直驱风电机组设计的成熟技术。目前，公司各型号兆瓦级风力发电机组的技术来源与成熟程度如下表：

表4: 金风科技各型号兆瓦级风力发电机组的技术来源与成熟程度

| 序号 | 项目名称 | 技术类型 | 技术来源 | 成熟程度 |
|----|-------------------|----------|--------------|------------------------|
| 1 | 1.5MW直驱永磁风力发电机组研制 | 直驱永磁技术 | 技术积累 联合设计 | 成熟 部分型号已批量生产 |
| 2 | 2.5MW直驱永磁风力发电机组研制 | 直驱永磁技术 | 技术积累 联合设计 | 基本成熟 2008年4月拟安装4台样机 |
| 3 | 3.0MW一级传动永磁 | 一级传动永磁技术 | 自主研发 | 总体概念设计完成 |

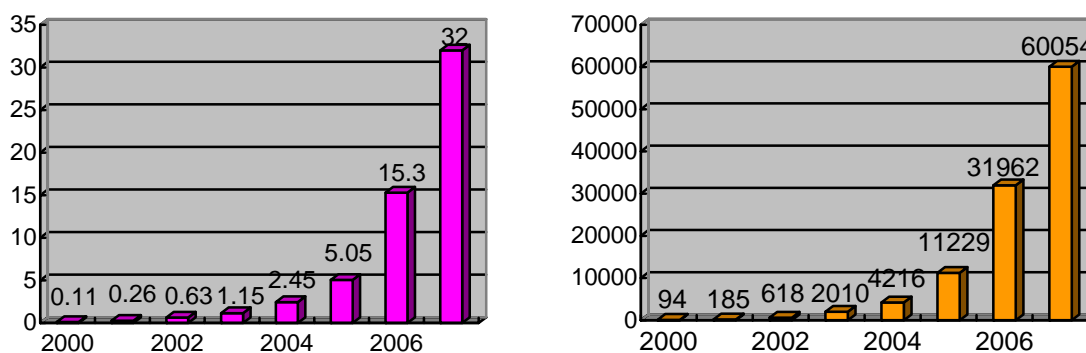
| | | | | |
|---|-------------------------|----------|------|----------------|
| 4 | 风力发电机组研制 5.0MW风机研发设计 | 一级传动永磁技术 | 自主研发 | 开始初步设计 预研阶段 |
|---|-------------------------|----------|------|----------------|

数据来源：公司招股说明书

主营业务收入和净利润连续七年翻倍增长

公司通过技术引进、消化吸收和集成创新，形成了在国内居于领先地位的技术开发及系统集成能力，在与国内厂商竞争的过程中显示了较强的技术领先优势。通过成功实施风电机组国产化和规模化生产，大大降低了生产成本，在与国际巨头的竞争中形成了明显的成本优势。随着公司的市场地位日益稳固和规模扩张，公司的主营收入和净利润连续七年平均增长率超过100%，显示出公司极强的盈利能力和良好的管理水平。

图8：2000～2007年主营业务收入（单位：亿元）图9：2000～2007年净利润（单位：万元）



数据来源：公司资料

品牌优势与盈利模式创新为公司未来发展提供重要支撑

金风科技是国内最早介入风电设备制造领域的本土制造商，在二十多年的风电设备销售和一体化服务过程中，积累了丰富的行业经验和专业知识，建立了完备的设计、制造、安装、售后服务体系，在市场上树立了良好的品牌形象。

公司自成立以来，坚持两头在内（研发、市场）、中间在外（配套零部件加工）的高效率、低风险的经营模式，在掌握了风力发电机组核心技术与知识产权的前提下，利用中国的创新能力和低成本制造优势，结合国际技术市场丰富的工业基础和经验，降低产品的市场风险，获取较高的国内市场份额，并积极开拓国际市场，成为国内行业领先企业。

从世界著名风力发电机组制造企业的经营模式看，部分企业既有风力发电机组制造，又有自己的风电开发公司，开发建设风电场，再将风电场出售给投资者。印度的SUZLON公司，就是凭借这种一体化的经营模式，从风力发电机组的零部件供应，到风电项目开发并出售变现，在短短几年的时间里，成为印度风电市场的龙头企业，并在全球风机制造商的排序中跃居第五名。西班牙的GASEMA公司也采用了这种经营模式，该企业风的那开发、服务的利润已经超过了制造业务。

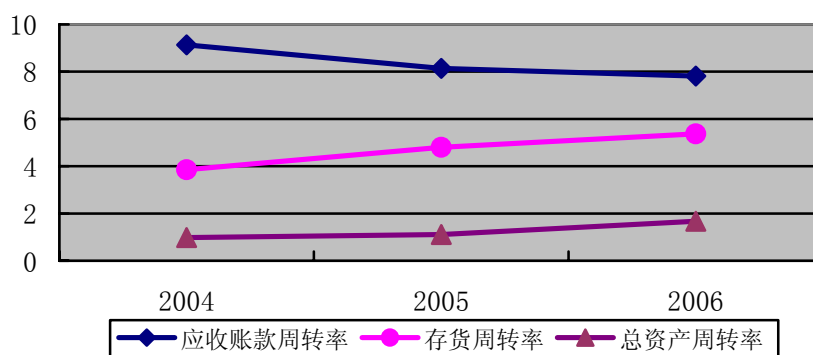
目前，国内外资本市场上拥有众多期望进入国内风电领域的非风电行业投资者，由于缺乏风电投资经验，难以控制风电场投资风险。为适应这

一市场需求，公司借鉴世界著名风力发电设备制造企业的成功经验，组建了北京天润，专门从事风电场的开发销售业务，构建新的盈利模式，并带动公司整机制造业务的进一步发展。目前，已有多家知名企业向公司表达了购买公司风电场的意愿。

资产流动性较好，周转能力较强

2004~2006年，公司的应收账款周转率分别为9.13、8.14和7.81，表明公司的资产周转能力较强，随着销售的快速增长，货款回收状况良好。公司存货周转次数比较稳定，近三年分别为3.85、4.80和5.37，说明公司存货增长与业务增长是相匹配的。总资产周转率分别为0.98、1.11和1.67，呈逐年上升态势，说明公司资产流动性好，周转能力强。

图10：2004年~2006年公司营运指标变化情况

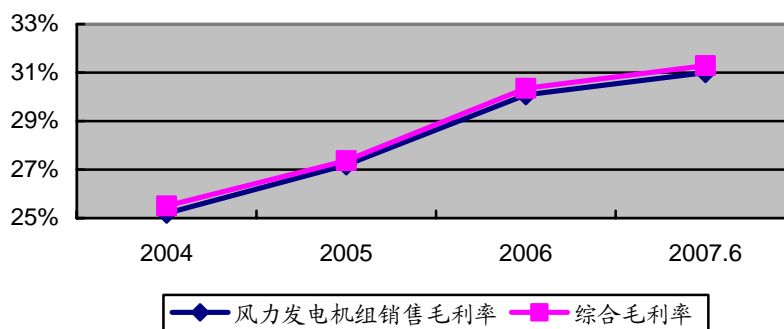


数据来源：公司招股说明书

毛利率稳步攀升

由于公司风力发电机组销售收入占营业收入的比例近年来始终保持98%以上，所以毛利率的分析以风力发电机组销售毛利率为主。近年来，公司风力发电机组的毛利率逐年小幅提高，2004~2006年，分别为25.20%、27.19%和30.08%。导致风力发电机组产品毛利率上升的主要原因，是随着公司经营规模的扩大和产品设计的优化，产品制造成本下降。

图11：2004年~2007年6月公司毛利率变化情况



数据来源：公司招股说明书

募集资金项目分析

根据公司的发展规划，本次募集资金拟投资于产能建设、产品研发和风电场开发销售三大类项目，具体情况如下：

| 表5：募集资金项目简介 | |
|----------------------------|-------------|
| 项目名称 | 拟投入募集资金（亿元） |
| 一、产能建设（合计投入募集资金9.88亿元） | |
| 1、增资北京金风实施兆瓦级风电机组高技术产业化项目 | 1.50 |
| 2、新疆兆瓦级风电机组产能扩建项目 | 4.61 |
| 3、增资内蒙古金风实施兆瓦直驱永磁风电机组产业化项目 | 3.77 |
| 二、产品研发（合计投入募集资金6.10亿元） | |
| 1、1.5MW系列化风力发电机组研制 | 1.28 |
| 2、2.5MW直驱永磁风力发电机组研制 | 1.60 |
| 3、3.0MW一级传动永磁风力发电机组研制 | 2.32 |
| 4、5.0MW风力发电机组研制 | 0.50 |
| 5、检测实验室建设 | 0.40 |
| 三、风电场开发销售项目 | |
| 1、增资富汇风能实施乌拉特风电场项目 | 0.816 |
| 2、玛依塔斯49.5MW试验示范风电场项目 | 1.00 |
| 3、金风达茂国产示范风电场项目 | 1.00 |
| 总计 | 18.796 |

数据来源：公司招股说明书

公司的产能建设项目将仍沿用公司现有的采购、生产、直销模式。产品研发项目，将确保公司的可持续发展，保证公司在行业中的领先地位。公司及时将经过近三年试验运行的兆瓦级机组推向市场，并快速实现产业化，同时为2008年以后的市场开始进行后续产品2.5MW、3.0MW和5.0MW机组的研制，形成可持续发展的产品结构。风电场的开发销售使得公司既可以将项目工程中各环节的附加值体现在项目的销售中，同时还可以获得较高的风险和时间价值，带动公司设备的销售，提升利润水平和竞争力。

募集资金到位前，公司根据各项目的实际进度，用自有资金和银行贷款支付上述项目款项。募集资金到位后，将用于支付项目剩余款项及置换先期已支付款项。

| 表6：金风科技兆瓦级风机产能建设情况 | | | | |
|--------------------------|-------------|--------|---------|-----------------|
| 项目名称 | 拟投入募集资金（万元） | 建设期（年） | 设计产能（台） | 预计达产后贡献销售收入（万元） |
| 增资北京金风实施兆瓦级风电机组高技术产业化项目 | 15000 | 2 | 100 | 81026 |
| 新疆兆瓦级风电机组产能扩建项目 | 46100 | 2 | 200 | 162051 |
| 增资内蒙古金风实施兆瓦直驱永磁风电机组产业化项目 | 37700 | 2.5 | 300 | 243077 |

数据来源：公司招股说明书

盈利预测与估值分析

盈利预测假设

- 1、公司继续巩固风电设备制造行业的龙头地位，产品综合毛利率能够保持在25%的水平；
- 2、公司募集资金项目按照规划进度达产；
- 3、公司1.5MW机组的毛利率稳中有升；
- 4、风电场开发业务顺利实施，毛利率在30%以上；
- 5、公司所得税率15%。

在以上假设前提下，我们预测公司2007~2009年实现主营业务收入分别为32亿元、64亿元和96亿元。净利润分别为6亿元、9.16亿元和13.7亿元，按照总股本50000万股计算，公司未来三年收益分别为1.20元、1.83元和2.74元。

表7：金风科技盈利预测（单位：百万元）

| 项目/年度 | 2005A | 2006A | 2007E | 2008E | 2009E |
|------------|--------|---------|--------|-------|-------|
| 主营业务收入 | 505.52 | 1530.28 | 3200 | 6400 | 9600 |
| 减：主营业务成本 | 367.15 | 1065.73 | 2300 | 4800 | 7200 |
| 营业税金及附加 | 1.46 | 5.74 | 10 | 20 | 35 |
| 主营业务利润 | 136.91 | 458.81 | 890 | 1580 | 2365 |
| 减：销售费用 | 6.35 | 32.88 | 67.2 | 156 | 230 |
| 管理费用 | 16.86 | 87.06 | 192 | 316 | 473 |
| 财务费用 | 3.59 | 11.89 | 28.8 | 30 | 50 |
| 营业利润 | 109.43 | 317.12 | 602 | 1078 | 1612 |
| 投资收益 | 2.22 | 0.53 | 1.50 | 0 | 0 |
| 营业外收入 | 2.32 | 0.40 | 1.72 | 0 | 0 |
| 减：营业外支出 | 0.09 | 0.15 | 0.11 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 111.66 | 317.36 | 605.11 | 1078 | 1612 |
| 减：所得税 | -0.63 | -2.21 | 4.57 | 162 | 242 |
| 净利润 | 112.29 | 319.58 | 600.54 | 916 | 1370 |
| 每股收益（全面摊薄） | 0.22 | 0.64 | 1.20 | 1.83 | 2.74 |

数据来源：广发证券发展研究中心

估值分析

从2001年到2005年间，国际风电行业市盈率维持在8.5~38.8的区间，中值落在30倍左右；以2007年业绩和股价测算的PE区间明显拉大，从最低的31.2到66.1，中值落在48倍左右；而根据未来盈利测算的PE则急剧收紧，2008年的PE则不约而同收敛于26~32的小区间，中值在29倍左右（只有印度公司Suzlon估值略高，为46.5倍）；反映了国际市场普遍接受的估值区间：2008年业绩的29倍PE。根据具体企业的情况略有溢价或折价，这应该是我们对国内风电企业估值的出发点。

但考虑我国风电市场已经成为世界上最具发展潜力的市场，金风科技在国内市场的龙头地位，且未来三年复合增长率达到50%，具有良好的成长性，参考印度公司Suzlon的市盈率水平，我们认为给予其2008年45~

50倍市盈率比较合适，对应股价区间为82.35~91.50元。

表8: 风电设备行业国际估值比较

| 公司名称 | 代码 | 2007年12月14日 收盘价 (美元) | 2007EPS (美元) | 2008EPS (美元) | 2007PE (倍) | 2008PE (倍) |
|---------|------|-------------------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|
| Vestas | VWS | 100.79 | 1.89 | 3.54 | 53.3 | 28.5 |
| Gamesa | GAM | 45.93 | 1.47 | 1.73 | 31.2 | 26.5 |
| Suzlon | SUEL | 50.19 | 0.76 | 1.08 | 66.1 | 46.5 |
| Nordex | NDX1 | 49.83 | 0.94 | 1.57 | 53.0 | 31.7 |
| Repower | RPW | 202.17 | 3.45 | 7.21 | 58.6 | 28.1 |
| 平均 | | | | | 52.4 | 32.3 |

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

风险提示

市场竞争风险

金风科技依靠先进的经营模式、良好的产品性价比、完善的服务体系及多年的风电行业制造、运营、服务经验赢得了市场的认可，取得了较好的经营业绩。但是，随着我国风电行业的快速发展，国际上主要风电设备制造商先后在国内设厂，国内企业也以各种方式进入风电设备制造行业，公司未来将面对更加严峻的市场竞争。

技术开发风险

风电设备技术开发具有高投入、高风险、开发周期长的特点，技术含量较高，近年来全球风电市场出现的机组大型化和产品更新换代加快等趋势对国内风电设备制造商形成了一定的压力。公司已基本完成了研发布局，拥有比较完备的技术开发体系，部分产品已达国际先进水平。但跨国风电制造商会加快推出来冲击中国风电市场，如果金风不能持续及时地推出符合市场需求的新产品，则可能在未来新的竞争格局中丧失竞争优势。

客户与供应商相对集中带来的风险

公司产品销售对象是国内各类风电投资商，主要客户为大型电力集团及其下属的专门从事风电投资的企业，客户相对集中。如果这些电力投资商生产经营状况发生不利变化，或调整投资战略，放缓风力发电投资的增长速度，将影响公司产品销售和经营业绩。

公司大部分配套零部件都采用外协的生产方式，而目前国内具备相应生产能力的供应商数量较少，因此公司主要零部件的供应商比较集中。随着公司产能的扩大，存在零部件不能及时足量满足公司采购需求的风险。

盈利模式创新带来的风险

公司于2007年开展的风电场开发销售业务在国内市场上是一种新的盈利模式，公司拟将部分募集资金通过增资北京天润进一步拓展该项业务，同时带动整机制造业务的发展。这种盈利模式的创新能否在国内市场取得成功存在一定的风险。

核心管理团队变动的风险

公司的核心管理团队是最早介入国内风力发电机组制造领域的专业团队，各成员在共同创业的过程中，积累了丰富的专业知识和经验，形成了较强的凝聚力和整体效能，保证了公司持续快速发展。但是公司目前的股权结构比较分散，上市后还会进一步稀释，如果发生敌意收购导致管理团队出现重大变化，将给公司的生产经营带来一定的风险。

广发证券—公司投资评级说明

| | |
|-----------|---------------------------------------|
| 买入 (Buy) | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10 % 以上。 |
| 持有 (Hold) | 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 (Sell) | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10 % 以上。 |

相关研究报告

| 广州 | | 上海 |
|------|------------------------|-------------------------|
| 地址 | 广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼 | 上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075 | 200120 |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | |
| 服务热线 | 020-87555888-390 | |

免责声明

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，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。