

中国风电集团有限公司 (0182. HK)

与央企合作带来发展新机遇

市场数据

报告日期	2014. 1. 8
收盘价(港元)	0.69
总股本(百万股)	8,019
流通股本(百万股)	8,019
总市值(亿港元)	57.74
流通市值(亿港元)	57.74
净资产(百万元)	4,553
总资产(百万元)	7,807
每股净资产(元)	0.62

数据来源：彭博

事件：

我们于2014年1月7日与中国风电投资者关系部周总行了电话会议，就公司经营情况和近期的公司公告内容做了交流。

我们的观点：

我们认为中国风电具有自己的核心竞争优势：民营企业的经营管理高效率；除风电厂和光伏发电厂的发电业务外，EPC 业务可以为公司带来更快的现金流回报；电厂的运营、维护服务走在国内的前列；与央企华电福新的合作有助于公司进一步提升形象和开展业务，这也符合十八届三中全会所提出的国有企业和民营企业合作的政策导向。因此，建议投资者密切关注公司的业务发展动向。

会议要点如下：

公司基本情况？

中国风电集团有限公司是一家专业从事风力和太阳能发电业务的集团公司，也是目前香港证券市场上唯一一家具有纵向集成一体化商业发展模式的清洁能源发电上市公司。

中国风电以风力和太阳能发电投资营运、风力和太阳能发电服务业务（包括项目前期开发、技术咨询、电厂设计、电厂建设与安装调试、电厂专业运行及维修维护服务、风机塔筒制造）为主营业务。同时拥有风力和太阳能发电技术公司、工程建设安装公司、专业的运行及维修维护公司、风机塔筒制造公司，并拥有业务咨询及设计资质、电力工程总承包等专业资质。

2013年12月18日，中国风电(0182. HK)公告公司与华电福新(0816. HK)订立认购及合作协议。华电福新认购 8.8 亿股，相当于认购前已发行股份的 10.61%，认购后的 9.89%。双方合作协议决定未来四个月内华电福新决定是否收购中国风电已正式获批准的风电项目，对于初步批准项目于批准之日起三个月内决定是否收购及发展，涉及的正式批准和初步批准风电项目的总装机容量约为 3,500MW。中国风电有优先权向华电福新提供光伏项目的工程、采购、建设和维护服务等。

中国风电(0182. HK)于2014年1月2日公告，董事会认为2013年的净利润较2012年大幅增加，主要是风电和光伏发电量增加以及EPC收入增加所致。

兴证香港研究部

分析师：鲁衡军
 注册国际投资分析师 CIIA
 (SFC: AZF126)

(852) 3509-5999
 (755) 2382-6005
 luhj@xyzq.com.hk

公司与华电福新签署合作协议及最新的进展情况？

公司已有签署独家开发资源，风电有 28GW，光伏有 5GW。光伏项目采取独资开发模式，风电拿出 3.5GW 来与华电福新合作。合作项目由华电福新控股，银行贷款由华电福新解决。公司选择项目参股，公司提供专业一体化 EPC 服务，如电厂建设等。

预计 2014 年，公司风电装机增长 150MW (权益量) 左右，光伏 400MW, 15 年 500MW，因为公司看到光伏项目的 IRR 更高一些，故公司单独独资开发光伏项目。

合作最新进展。华电方面需要报备国资委、发改委，人名币兑换成港币需要商务部的批准，目前华电正在走程序。公司目前在业务层面，正在规划未来 3 年的投资计划，就是投资哪些项目以及公司是否会去参股。预计 14 年会完成 10-12 个和华电福新的合作项目，但还没最终确定。

公司正面盈利公告现金流比较好原因？

公司手头现金流比较好。首先，下半年应收账款到账，有很多电厂工程收款下半年收账；其次，上半年出售的 5 家电厂，下半年资金到账；最后，运营中的电厂状况都不错。

公司手头现金足够 14 年新投资 400MW 光伏发电项目。这些光伏项目最终的核准都拿到了。另外公司还获得国开行青海分行的 57 亿元额度授信，主要用于 14-15 年项目开发的贷款需求。另外公司有 7.5 亿元债务要还，还掉债务公司还是能满足投资需求的。

今年和明年与华电合作预计有很多 EPC 项目，也会有比较好的现金流入。

对未来风电以及光伏发电的市场的预测空间如何？

不管是风电也好还是光伏发电也好，都是一种资源。资源会越来越少，价值会越来越大。作为一种新能源，随着技术的发展，可开发的空间虽会增长，比如以前风速比较低的地区也可以开发，但总体来讲，好资源还是越来越珍贵。

整个行业发展中可能有一些波折，但是整体上肯定是向上发展的。如前些年的限电因素，现在都在改善。预计国家对环保和清洁能源将会很长时间内进行政策上的支持、鼓励和发展，公司还是非常看好这个行业的，发展空间还是比较乐观的，这得益于公司之前资源的占有和人才的储备。

国开行对公司提供贷款授信？

市场以往低估了公司的实力，主要考虑到公司与国企在同一行业竞争可能有劣势。现在公司上市已有 7 年，公司的现金流不比其他的国有企业差，财务状况也很好，银行对公司也非常的信任，给予公司一个很大的

授信额度。尤其是五大发电集团之一的华电福新入股公司，作为专业的发电央企入股，这表明对公司的管理、治理以及公司的未来发展前景认可，这也将会增加市场对公司的信心。

公司在光伏“分布式”业务的资源储备及开发方向？

“分布式”这块的战略主要是占领资源，等到行业更加成熟时再去进行大力投资。前期占资源主要以行业的方式去做，比如说铁路部门，机场以及其他各行各业拥有大面积的屋顶等的行业。

目前公司也正在与一些开发区进行磋商，考虑做一些分布式项目。但是分布式项目的开发流程比地面电站要长。首先要和电网公司达成一致意见，还要和用电单位达成一致意见，用电需求以及结算等等。整体讲，我们认为地面电站的集成性更好，项目也好谈，分布式业务主要是占资源。

怎么看待发电行业衍生出来运营维护市场？

发电厂的运营维护市场是非常大的市场，但是中国目前的运营维护公司还是比较少的，公司目前应该是全国最大运营维护和检修的公司，服务的电厂有 50 多家。

目前央企或者国企往往没有找专业的公司去做，都是派自己的员工到电厂去检修维护，但是这些员工大多都是以前火电发电厂的专业人才。光伏、风电与以往的火电发电有所不同，需要专业的人才，而由于发展时间较短，专业的人才相对短缺。公司在 07 年就设立了专业的运营维护公司，也拿到了执照，有 400-500 多的专业员工，可以对电厂进行专业的维护。

运营维护对于风电、光伏企业非常重要，且维修维护具有可持续性，因为一个电厂一旦建成，至少运行 20 年。运维行业基本两个职能，打个比方，一是保姆的功能，对电厂的看护；另外一个就是医院的职能，对电厂的检修。公司目前正在培养这方面的人才，研究这方面的设备及管理体系。

今年风电的风况如何，限电率能达到多少，是否改善？

今年的发电运营状况比较好，风况还不是主要原因，主要是由于限电的大幅改善，比如在东北地区、西北地区、华北地区等。去年某些区域最高的限电率达到 40%，但是今年大幅度的改善，只有 20% 左右。

至于风大风小其实差不多，因为全国各地都有风电厂，有些区域大有些区域小，但是平均下来基本差不多。整个限电环境和用电需求方面的改善是风电行业利润提升最直接的因素。

风电价格是否有下降的风险？

前段时间有新闻再传，现在的风电厂及设备成本比前几年成本降低了，

是不是可以考虑对风电的价格进行下调。但是已经投产的风电厂的售电价格是不会下调的，因为已经投产的电厂其设备成本已经固定了，供电成本是根据以往的成本来计算的。

对于新增投资风电厂的情况，我们了解到若售电价格下调，需要向发改委征询意见，才能决定是否调价。考虑到目前限电因素以及国家正在力推行业的发展，如果下调电价，将不利于行业发展，所以目前风电售电价格下调应该还没走上议程。

公司跟金风科技的比较如何？

公司与金风不具有可比性。主要是模式不同，我们主要是一个电厂投资商，以及一体化的服务体系供应商，而金风科技归根结底还是制造业，主要依靠销售风机设备。在盈利模式及未来发展上面也有区别，公司在全国拥有 24 个分公司，这些分公司主要就是负责拿资源拿项目，做好投资前的准备工作，而金风科技在各地设立的制造基地。

公司在行业内的核心竞争优势？

核心竞争优势简单说就是两个资源一个模式。

一是资源优势。资源优势源自于行业的先发优势，公司从 06 年便开始积极的跑马圈地。不论是风电也好还是光伏也好，其发展都需要土地资源。与房地产行业不同的是这些地产是表外资产，只有通过未来建成电厂投产后才能变现，所以公司隐藏的价值巨大。

二是人力资源和管理优势。与国有企业来讲，公司比较注重效率，注意激励，有着完善成熟的管理体系。与五大发电集团合作，他们也看中公司的体制优势，公司看中他们的资本实力，双方实现优势互补。

第三，经营模式。因为投资电厂需要密集资本，一个电厂需要 6-7 年才能回收成本，回收周期比较长。企业经营要保证投资增长，又要现金流充足。而公司的通过做工程服务模式，即通过做 EPC 服务来改善现金流，EPC 服务的利润率 8%，有了现金流就可以做电厂投资。

公司行业内的竞争对手？

目前全国性的这种同业竞争对手还比较少。现在的竞争对手主要是区域性的。例如某个省有着相似业务和相似模式的公司。

风机的价格近期走势？

目前风机价格有微涨的趋势。订货还是可以马上拿到货，但是价格与去年同期相比稍微贵一点。价格上涨主要来自于两个因素：一是现在的风机的质量的可靠性、单体的规模、配置都比以前的风机要好一点。二是由于行政审批制改革，很多在 11-12 年没有投资的项目现在可以做了，导致需求提升了，以及整个风机制造行业经过一个淘汰的产能过程，共同因素导致了风机价格的上涨。

公司的资金需求？

2013 年中期到期债务的利率 6.375%，之前的利息都还了，而且公司没有资金需求，不需要贷款展期。

实际上，建造电厂投资对于整个行业来说，都是 20%的资本金和 80%的银行贷款，贷款可以是国开行的贷款也可以是中农工建四大行的贷款。不论是风电还是光伏产业，都是这个模式。贷款的利息是基准利率，期限一般是 20-25 年。

财报上 13 亿商誉未来是否有减值压力？

商誉的评估主要由普华永道基于对整个业务板块、盈利能力以及现有的资源和储备给予的一个公允价值评估，这几年都没有减值，说明普华永道还是比较认可这个商誉的。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司之分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。