

未评级

中国风电 (0182.HK)

风电 EPC 支持光伏电站发展

市场数据

报告日期	2014. 7. 11
收盘价(港元)	0.65
总股本(百万股)	8,019
总市值(亿港元)	52.12
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: Wind

事件:

我们于 2014 年 7 月 1 日下午到中国风电总部(北京)调研, 与公司投资者关系部周总就近期公司的经营状况做了沟通交流。

我们的观点:

公司今年风电运营装机 150MW, 风电 EPC 业务今年预计确认 500-600MW, 光伏项目新增装机 350MW。公司与华电福新的 850MW 风电 EPC, 北方项目已经开工, 南方略有延期。风电 EPC 的业务如果是公司自有资源净收益率大约在 7-8%, 50MW 项目大约有 2500 万利润, 如果不是自带项目资源, 收益率减半。公司的运维服务维持稳定增长。公司目前处于快速发展期, 公司用风电 EPC 业务现金流支撑光伏电厂的运作, 建议投资者关注公司的 EPC 业务的订单执行情况。

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)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, 并拥有业务咨询及设计资质、电力工程总承包等专业资质。

中国风电(0182.HK) 2013 年经营业绩, 其中营业收入为 18.82 亿港元, 同比增长 71%; 税前利润 1.93 亿港元, 同比增长 70%; 股东应占利润 1.51 亿港元, 同比增长 274%; 每股盈利 2.03 港仙(2012 年 0.55 港仙)。

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

1、公司 2014 年风电业务规划及进展？

与几大央企的合作，我们主要发挥 EPC 优势，他们发挥资本优势。2014 年估计能确认风电 EPC 收入 500-600MW。

华电有 850MW 的 EPC 风电项目，南北方各一半，北方(内蒙、河北，河南一部分)已经开工建设。南方刚签协议，因南方地质条件比较复杂，还在确定 EPC 的造价，故还没开工。与华电的项目是按照我们的既定框架方案推进，因为其作为央企内部审计需要些时间。北方投产快一点，另外南方下半年有雨季，在山上施工也可能拖累工期，但目前看都按预期进行。

公司与华能在辽宁也有 50MW 的风电合作计划，我们做 EPC，华能持有项目公司股权，已经开工，预计 10 月底投产。另外和中电投在安徽也有风电项目合作，承揽其 EPC 及运营维护。

2、公司的光伏项目的规划和进展？

光伏也是按照既定方针，预计今年至少有 350MW 新增装机，最大的一个项目 200MW 在山西榆林，已经开工建设，此外山东平远、四川、陕西渔阳、甘肃等地的项目有序推进。考虑到甘肃的嘉峪关项目有限电现象，我们希望超高压建成后再确定，目前还没决定，即使不算这个项目，我们还有 350MW 新增装机量。预计 2015 年光伏装机也在 400MW 左右。

3、风电主要是 EPC 业务，运营的风电装机量增长情况？

公司今年可能参股一些华电的风电项目，预计全年风电运营装机增长在 150MW 以上，加上光伏的 350MW 装机，风和光全年总计有 500MW 以上新增量。

4、风电 EPC 业务的利润率情况？

EPC 业务如果提供资源，收益率就比较高，盈利有 2500 万/50MW，利润率约 7-8%。如果是别人的资源项目，仅仅去做工程，利润率就比较低，约 4%。

比如一个 50MW 风电有资源的 EPC 项目，做总包 EPC 收入 4 亿元，净利润在 3200 万-2800 万元，再扣除所得税就 2500 万，估计就是 7-8%左右。

5、公司可以做 EPC 的风电资源量有多少？

公司手上资源很多。与华电合作的项目我们拿出来数量是 3.5GW，这都是有路条的，相当于 70 个 50MW 的项目，今年做 800MW 的话，相当于才 16 个，我们项目池还有五十多个项目可做。今年 850MW 一大半确认为 EPC 的业务收入，但是今年可能建不完。明年也会有第二批的合作项目，从收入讲明年的华电合作 EPC 会更

多。今年是我们和华电是第一次合作，从商业模式、价格协商等方面需要时间磨合，明年估计会更好些，后年的合作要看华电方面的资金情况。

6、路条和核准的区别，风资源从签协议到建成之间有否时间限制？

核准是可以开工建设了。中国的行政审批是两个意见，路条是原则上同意开工建设，然后还要再做一些配套批准，路条的正式说法叫立项批复。

实际上开发一个项目要盖三十多个章，开发商可以控制节奏，盖这么多章可能拖个3-4年都没问题。一旦最后一个章盖完了，两年之内要开工，但是你只要开工就可以了，开工了再拖2年也没啥问题。政府部门对这些资源也不是说收就能收回去的。

7、几批风电审批项目中公司总共有多少？

第四批没有，上半年那批有400MW，下半年预计还要补充一批，累计4批中公司有2.73GW风电项目拿到国家大路条了。

8、公司加大光伏运营的目的，公司的光伏资源？

目前看，光伏项目的IRR比风电项目的IRR要高。

光伏电站的IRR收益率，按8元/瓦投资，17-18%IRR都有。光伏项目收益率受益于光伏组件价格大幅下跌，从2010年的组件14块/瓦，降到目前的4元/瓦，还是占总成本一半。2010年中国累计光伏装机才几百兆瓦，2011年有一些，2012-2013年光伏装机大发展。

我们和地方政府签的光伏资源协议总的有6.5GW，只是盖了第一个章，其中有1GW是拿到路条的，都盖了20多个章了。

9、陕西200MW光伏大项目的情况？

今年在陕西的项目(预计10月底投产)投资总成本不超过8元/瓦,包括所有成本,核准电价0.95元/瓦,共200MW,其中20%是资本金,剩下的从银行贷款,还有一些融资租赁。

10、融资租赁方式与银行贷款的区别？

银行贷款一般是12-15年期限,利率6.55%。融资租赁利率和贷款差不多,可能还会高一些,但是融资租赁可以开增值税发票,电厂的进项票,只有购买设备有增值税票,售电的时候,可以抵扣。

财务成本方面，你借银行的钱，银行是不开增值税发票的。历史上融资租赁业也开不了增值税发票，但营改增税制改革后，融资租赁公司开租赁发票，可以抵扣电厂进项。具体公司要看两种融资情况的 IRR，哪个低，用哪个。

11、公司曾公告和工银租赁有笔协议的情况？

天津租赁公司是我们的独资公司，注册资金 2 亿元，按现在规定有 10 倍的杠杆，它从别处融资开展融资租赁业务，因为它是合资企业，所以也可以从境外融资，境外资金很便宜。

工银租赁是个内资公司，只能在国内融资，放大 10 倍开展业务。他有笔资金在新加坡，但拿不进来，公司提供通道业务，帮忙转给工银租赁。他的信用级别比较高，所以融资成本比较低，拿到国内来可用来放长贷，我们收他千分之四的中介通道费，这笔交易挣了 400 多万通道费。

ICBC 的信用高，所以能在海外拿到很低的资金成本，我们的信用没有 ICBC 高。历史上我们拿过一笔世界银行的 200MW 的项目，拿的是 LIBOR+3 个多点，当时是 2012 年的，最后借到的美元，还做了套期保值，全算上总利率有 5 点多。

12、CDM 收入还有吗？

基本没有了。国内几个城市碳交易所成立了，今年我们卖了一个项目按 7 元/吨，湖北有风电厂，也有交易所，这个以后估计有机会。50MW 项目，按 2000 小时算，发一亿度电，减排 10 万吨，就可以卖 70 万元。

13、光伏项目的转换率衰减以及单晶多晶的比较？

光伏组件衰减一年 0.8%-1%，每年也不一样，20 年后估计仍有 90%转换率。

目前公司使用的都是多晶组件，因单晶组件较贵，中国土地西部多，单晶省地，多晶费地，西部土地便宜所以用多晶组件。

美国土地更贵，美国都是私有土地，不好拿地。美国光伏项目基本都是屋顶项目，地面电站很少，而单晶可以做更多的装机容量。将来用单晶还是多晶的要看土地的成本和组件的价格情况。

14、上海 LED+分布式项目的进展？

上海 LED+分布式项目，已经设立了公司，还在盖章阶段，今年一两个项目核准下来，贡献不了什么收入。

分布式项目都太小，公司还在看国家分布式的后续政策。今年上半年地面电站规划量 6GW(公司 350MW)早分割完毕，全年 8GW 分布式肯定完不了，如果放一批地

面电站项目，立马就会被抢光。看是否可能区域性的放一批，或者把一些地面电站看做分布式，比如直接接入用户端的光伏项目，否则永远完不了这个目标。

对于公司来讲，分布式的量太小，一次 1-2 个 MW，也要同样盖那么多章和走程序。公司希望一谈就是一个市，一个谈就是一个省的项目，想法一次性的搞定，而不是一个一个单去谈，太费力。

15、公司今年还有计划出售风电场吗？

如果限电严重地区，如嘉峪关啥的，可以考虑卖出，效益好的电站留着。今年的限电率要好一些。

16、风电和光伏项目的维护成本？

光伏 50MW 每年维护成本约 150 万，风电 50MW 运维成本是 300 万。

17、光伏电价会否下调？可再生能源附加费？

光伏电价下调近期应该不会。2013 年 8 月，除居民生活和农业生产用电之外的其他可再生能源电价附加标准由每千瓦时 0.8 分提高到 1.5 分，从用户端收的。

18、去年公司员工人数下降是哪部分？

主要是制造板块。塔筒制造裁减了部分人员，因为塔筒厂在吉林，当地已经没有新建风电厂了，因塔筒很重，运输费用较高，公司可以在建造风电厂附近用 OEM 加工模式找工厂生产，节省成本。生产光伏支架的工厂在兰州，那边光伏电站项目比较多，没有裁减人员。

19、现在资本开支下需要做股权融资方面的考虑吗？

没有股权融资的考虑，我们和华电合作的 EPC 模式，就是我们的资源优势加他们的资金优势。光伏投资属于资本密集型的，一个电厂的投资回收期在 7-8 年，也就是说要有 7-8 个电站的一年的利润才能新投一个新的电站。

我们选择 EPC 模式就是用 EPC 赚的钱转为自有的光伏装机容量，可以减少资本的压力。

20、公司运维业务的情况？

公司运维业务增长平稳，公司还不想将其作为一个利润很高的分部。

现在大的电力集团，都是包含火电厂，他们那些小火电厂停掉后，人员要处置，就放到风电这边。现在风电运维方面，国内还没有走国外专业化运维的模式。

21、公司的核心竞争优势？

两个资源，一个模式。一个是风光储备资源。一个是积累的项目、人力等资源。经营模式就是用 EPC 现金流变成电厂运营。

22、公司的股权结构？

公司的 4 个创始人都是从中电投出来的，目前也只有 24.04%的股权，不想被摊薄。

财务投资者高先生持股 22.49%，他不参与业务运营，1、他承诺不会在二级市场卖，如果卖也会通过大宗交易减持。2、高先生认为公司目前还在成长期，看好公司的未来发展。

【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】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位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，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。