

未评级

中国风电 (0182.HK)

## EPC 项目建设高速增长

## 市场数据

报告日期 2014.8.21

|           |        |
|-----------|--------|
| 收盘价(港元)   | 0.66   |
| 总股本(亿股)   | 89.46  |
| 总市值(亿港元)  | 59.04  |
| 净资产(亿港元)  | 54.26  |
| 总资产(亿港元)  | 102.13 |
| 每股净资产(港元) | 0.61   |

数据来源: Wind

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2012A   | 2013A   | 2014E   | 2015E  |
|------------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万港元) | 1,105   | 1,893   | 4,087   | 5,205  |
| 增长率(%)     | 14.16%  | 71.33%  | 115.88% | 27.36% |
| 净利润(百万港元)  | 40      | 151     | 361     | 540    |
| 增长率(%)     | -89.15% | 274.15% | 139.21% | 49.52% |
| 经营利润率      | -2.58%  | 4.55%   | 9.83%   | 11.92% |
| 净利润率       | 3.66%   | 7.98%   | 8.85%   | 10.38% |
| 每股收益(港仙)   | 0.55    | 2.03    | 0.04    | 0.06   |

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

## 相关报告

会议纪要\_20140108  
调研纪要\_20140711

## 投资要点

- **2014 年中期业绩靓丽, 符合预期。**中国风电(0182.HK)8月20日公告2014年中期业绩, 收入增加 174%至 11.94 亿港元(去年同期: 4.36 亿港元); 纯利升 213%至 1.23 亿港元(去年同期: 0.38 亿港元); 每股基本盈利 1.43 港仙(2013 年同期: 0.53 港仙)。公司收入和盈利增长主要受益于新开工项目增多使得 EPC 收入增加, 太阳能发电量增长, 太阳能电厂盈利增加。公司业绩靓丽, 符合市场之前的一致预期。
- **EPC 建设板块收入大幅增加。**2014 年上半年, 公司的 EPC 承接项目大幅增加, 公司对内对外共承接 16 个项目(1,144MW)的 EPC 总承包。EPC 建设加上咨询服务和零部件制造, 总计收入 10.21 亿港元, 同比去年 3.24 亿元大幅增加 215%, 占收入总额的 85.46%; 电厂售电板块独资电厂实现收入 1.09 亿港元, 同比去年 4,833 万港元增长 125%; 电厂运维分部收入平稳, 实现收入 6481 万港元, 同比去年 6392 万港元增长 1.39%。
- **与华电等企业的合作助公司 EPC 业务快速增长。**公司与华电福新、华能、中电投和深圳新能源等企业展开合作, 助力 EPC 业务量快速提升。已开工的 EPC 项目中, 其中华电福新 650MW(与华电福新合作协议为 850MW), 我国北方项目进展顺利, 南方项目加速进行, 预计年底 EPC 工程量可以实现 400MW。另外公司还有华能 50MW, 中电投在山东 50MW, 中电投在安徽 2 个项目和深圳新能源在江苏的一个 EPC 项目。公司与华电福新等企业的合作极大开拓了 EPC 业务市场, 为公司业绩增长带来新的空间。
- **售电业务中光伏售电占比明显提升。**2014 年上半年, 公司权益发电量 5.48 亿千瓦时, 同比下降 4.20%。其中风电权益发电量 4.25 亿千瓦时, 同比减少 19.83%; 太阳能权益发电 1.23 亿千瓦时, 同比增长 192.99%, 占比从去年的 7.36%提升至 22.5%。由于公司风电场所在区域风速下降约 19.2%, 尽管限电率改善 10%, 但总体风机利用小时数从去年 929 小时下降为今年的 837 小时, 下降幅度约 10%。上半年公司并无新增电厂投产, 而出售一个限电严重的风电场的股权, 转让收益为 655 万元。公司在建装机容量 600MW, 其中风电总装机 340MW, 权益装机 216MW, 光伏电站全部为权益装机, 总计 260MW。
- **加速光伏电站装机投产。**公司今年预计投产光伏电站 360MW, 目前公司正在建设中的太阳能项目有: 陕西榆神 200MW 项目(预计 11 月底起并网发电)、西藏乃东 20MW 项目

兴证香港研究部

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

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

(9月下旬左右并网发电) 山东平原 40MW 项目(9月底并网发电)、陕西榆阳 50MW 项目、云南丽江华坪 10MW 项目、云南大理洱源 35MW 项目及河北平泉项目均进展顺利, 预计年底可实现发电。

- **资金流可以覆盖资本支出, 尚无筹资计划。**2014 年公司自有资金已可以满足资本开支需求。预计 2015 年公司的太阳能项目建设约 400-500MW, 风电项目在 300-400MW, 管理层认为资金流足够覆盖明年资本开支需求, 目前没有筹集计划。目前公司平均贷款利率为 6.8%, 所以不排除为了调整负债结构而发行海外低息债券来降低融资成本, 改善公司的负债结构。
- **国家推出产业促进新政策, 光伏分布式再迎利好。**国家能源局在浙江省嘉兴市组织召开分布式光伏发电现场交流会, 局长吴新雄要求确保全年新增光伏发电并网容量 13GW 以上。2014 年上半年新增装机仅约 3GW, 因此下半年装机将明显加速, 其中分布式无疑是光伏发展的重点。目前公司管理层预计明年光伏装机量最低可达 400MW 左右, 但如果按一些最新的分布式光伏确认规则, 预计光伏装机规模会大幅增加。
- **我们的观点:** 中国风电具有独特的业务结构和经营模式, 公司储备较多的风光储备资源和项目、人力等资源, 经营模式上就是用 EPC 现金流变成电厂运营。2014 年下半年, 随着 EPC 项目进度的不断推进和公司投产的光伏电站增加, 公司的业绩有望快速提升, 建议投资者积极关注。
- **风险提示:** EPC 项目开工、投产延迟; 运营电厂利用小时数不及预期。

图表 1 中国风电 2014 年中期业绩主要财务指标变动情况

|           | 单位(千港元)   |           |          | 点评                                       |
|-----------|-----------|-----------|----------|--|
|           | 2014年中期   | 2013年中期   | 同比变动     |  |
| 收入        | 1194334   | 436498    | 173.62%  | 受惠于新开工项目增多使得EPC收入增加, 太阳能发电量增长, 太阳能电厂盈利增加 |
| 其他收入      | 16297     | 15754     | 3.45%    |  |
| 其他收益, 净额  | 13426     | 52173     | -74.27%  | 去年出售联营企业收益, 今年无                          |
| 汇兑收益, 净额  | 3,790     | 275       | 1278.18% |  |
| 开支        |           |           |          |  |
| 建设及已售存货成本 | (890,966) | (302,261) | 194.77%  | 随工程量增加而上升                                |
| 雇员福利开支    | (58,370)  | (58,562)  | -0.33%   |  |
| 折旧及摊销     | (48,681)  | (24,732)  | 96.83%   | 光伏电站投产转固, 折旧上升                           |
| 经营租金      | (1,948)   | (3,034)   | -35.79%  |  |
| 其他开支      | (56,092)  | (52,634)  | 6.57%    |  |
| 财务成本      | (60,330)  | (52,736)  | 14.40%   |  |
| 应占业绩      |           |           |          |  |
| 联营公司      | 1,276     | 5,260     | -75.74%  |  |
| 合营企业      | 33,454    | 33,309    | 0.44%    |  |
| 除所得税前溢利   | 146,190   | 49,310    | 196.47%  | 公司的工程建设收入大幅增加                            |
| 所得税开支     | (23,584)  | (10,957)  | 115.24%  |  |
| 本期间溢利     | 122,606   | 38,353    | 219.68%  |  |
| 溢利归属      |           |           |          |  |
| 本公司权益持有人  | 122,596   | 39,066    | 213.82%  |  |
| 非控制性权益    | 10        | (713)     | -101.40% |  |
| 基本EPS(港仙) | 1.43      | 0.53      | 169.81%  |  |

资料来源: 公司资料, 兴证香港

## 附：8月20日业绩发布会 Q&amp;A

## 1、上半年风电利用小时数和限电率的改善情况？

按照全国平均统计数据显示，全国风电的风速 14 年较去年同期大概下降了 15%，公司项目所在区域风速大概下降了 19.2%。虽然限电率下降了 10%，但整个风的出力大概下降了 19%，综合以上，公司风电利用小时数大概下降了 10%。

## 2、公司在建的风电 EPC 项目的情况？

上半年开工的 16 个 EPC 项目，合作伙伴包括：华能新能源、深圳新能源、华电集团。华电所占比例最大，80 万千瓦时中占 65 万千瓦时。与华能目前有一个项目在进行当中，风电是 5 万千瓦。跟中电投在山东有个项目，是 5 万千瓦。在安徽有两个项目在建，是中电投的。跟深圳新能源在江苏有个项目在建。

2014 年与华电福新的合作协议是 85 万千瓦，目前大规模开工建设的是 50 万千瓦，另外 35 万千瓦关于地区造价和设计工作已经完成，目前在对最终合同洽谈，力争在 9 月初完成。关于年底投入发电的权益容量，各自都有进度安排，最终情况则取决于电网端的情况，这方面由华电来主导，公司只负责场内。到年底我们测算大概有 40 万 EPC 工程量。

## 3、风电场的风机运维成本？

我们认为，直驱风机比双馈的维护成本要低。实际上各个风电场主机都有自身特点，其运维成本也不相同。出厂时间不同，未来运维成本也不同。基本上一个五万千瓦的风场，出了质保期之后，运维成本大概在 200 万到 300 万之间。预计未来运维成本随着技术进步还会降低。

## 4、光伏电站的成本质量控制问题？

太阳能电站主要三部分成本：前期征地等开发成本、后续运营成本、第三个是建设成本。影响太阳能电站质量有两部分，一块是组件板子，一块是配件。从第一批电站的数据来看，这几年的转换率的衰减期要优于最初设想的数据，普遍的实际运行数据要比预测数据好。对于组件选择，我们都选用国际知名品牌的器件。关于组件板子和逆变器等，其未来成本优化空间还很大。

## 5、未来两年是否因资本开支较大而有资金融资需求？

目前看今年的资本金需求用自有资金就可以保障，明年预计太阳能项目在 40 万千瓦到 50 万千瓦左右，风电在 30 万千瓦到 40 万千瓦规模。根据与自有资金流平衡测算，公司是可以完全覆盖明年资金需求。目前没有任何筹资计划。但若海外市场利率较低，可以发行一些债券来替换目前利率较高的银行负债，从而提高电场收益率，即从调整负债结构考虑融资。2014 年上半年公司平均贷款利率大约为 6.8%。

## 6、公司对风电和光伏项目的 IRR 要求？

关于 IRR，其实每个项目 IRR 都有区别。目前看，中国风电投的项目中，IRR 在 8% 以下的项目不会考虑。对于 IRR 在 8% 以上的项目，我们会立项考虑，还要参考其他如限电因素等等。这是投

资的基本宗旨。

目前投运电站中 IRR 区别很大。最初可研时 IRR 较高，但由于之后有限电因素，可能大幅度降低项目利润，因为项目成本是固化的。目前公司风电电站开发以南方为主，预计今年太阳能新投入容量将超过风电，这是公司结构调整的一部分。

另外，不能简单认为风电 IRR 一定低于太阳能 IRR。如福建、云南一些风电场，全年有效小时超过 3,000 小时后，其资本回报率是很高的，其全投资的 IRR 超过 20%。所以评价一个项目关键是评价其收益率如何。公司会优先投资回报高、风险低的项目。但在公司投资能力有限的前提下，会选择 IRR 高的项目。全投资 IRR 在 8% 以上是公司投资底线，每年我们会根据投资计划优中选优。每个个案都依据其自身特点来投资，不因为其行业来划分。但风电与太阳能项目有一个区别在于，风电成本、技术空间相对稳定，进一步优化的幅度有限，但太阳能空间还很大，其转换率、度电成本方面优化潜力大，目前公司研究开发重点是倾向于太阳能，但不仅限于太阳能。

#### 7、公司光伏分布式项目的进展？

关于分布式项目，公司 2014 年上半年已经作为很重要的工作开展。目前正在建设的分布式项目有一个美国 11.1 兆瓦的项目，项目投资回报率不错，预计年底可以投运发电。在中国大陆，分布式项目储备量比较大。上半年分布式项目装机量与政府预期差距很大，因此上个月政策作出调整，即 2 万以下的地面电站也可以按照分布式统计，还有业主自发自用余电可以回拨大电网。这两个政策极大促进了分布式的发展。前年公司在江苏已有 9 兆瓦的分布式项目投运。目前，与上海市政府有 7 个分布式项目在落实。现在政策调整后估计分布式项目会有很好的结果。

#### 8、公司 350MW 地面光伏电站的建设情况？

公司的太阳能电站项目进展已经逐渐明朗。最大单体太阳能项目 20 万千瓦在陕西榆林，项目光伏板安装已经完成一半，升压站已经封顶，九月底开始并网调试，预计 11 月底全部并网发电。在山东 4 万千瓦的太阳能电站，9 月底可以并网发电。在乃东 2 万千瓦项目，场地建设已经完成，9 月 20 日左右可以实现并网发电。

另外年报中涉及的开工准备项目目前均已开工，榆阳的项目 5 万千瓦，征地工作在大规模开展，年内可以实现并网。云南的两个项目，丽江华坪 1 万千瓦年底发电没有问题，因为政府已承诺未来还有 4 万千瓦的指标，工程本身是按照 5 万千瓦的余量建设的。洱源项目指标是 3.5 万千瓦，考虑投运率问题，公司进行了 3.86 万千瓦的装机规划，当前是按照 3 万千瓦在做，省政府承诺明年给指标。河北平泉项目进度很快，年底投运不存在障碍。以上就是今年预计建设规模，合计大概 36 万千瓦，年底并网发电没有问题。

#### 9、下半年的光伏项目核准量？

关于核准量，上个月国家能源局局长提出 2 万以下适用分布式光伏。但具体路条还没有明确指示，正在讨论中。目前明年规划大概 40 万千瓦左右，这是比较有把握拿到路条的。但如果 2 万千瓦算作分布式，这个计划规模会增大很多。

## 投资评级说明

**行业评级**报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场  
中性: 相对表现与市场持平  
回避: 相对表现弱于市场

**公司评级**以报告发布日后的 12 个月内公司股票的涨跌幅度衡量, 投资建议的评级标准为:

买入: 涨幅大于 15%  
增持: 涨幅在 5% ~ 15%之间  
中性: 涨幅在-5% ~ 5%之间  
减持: 涨幅小于-5%

## 机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室  
总机: (852) 35095999  
传真: (852) 35095900



**【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。