

設備製造、風電建設與運營並舉

►**設備製造、風電建設與運營並舉:**中國風電重新調整了公司經營策略，實施了設備製造、風電工程建設與運營三大業務並舉。該項策略使得公司的利潤增長比原有計劃更快。目前，設備製造以及風電工程建設分別占總銷售收入的39%和43%。我們預計明年這兩項業務的收入分別有3倍和2倍的增長。

►**行業維持高速成長:**到2007年底中國的新增裝機容量達到了5570MW，較2006年的新增裝機容量增加了約2900MW，而2006年的新增的裝機容量為1,340MW，因此當年實際新增容量較2006年有超過了100%增長。同時我們預計，2008年行業繼續保持高增長，累計裝機容量可能突破1萬MW，新增裝機容量增長維持100%的增長。

►**未來三年收入、利潤大幅增長:**根據公司目前的風電建設、設備製造以及風電運營能力，我們預測中國風電到2009財年公司收入可達到7.2億人民幣，淨利潤可達1.9億人民幣，相比2008財年分別有2.2倍的增長和1.9倍的成長。以2008財年為基準，到2011財年公司的銷售和淨利潤的複合增長率分別為79%和75%。

►**維持買入評級，目標價1.08港元，有118%上升空間:**按照DCF的估值，以中國風電運行10年計，其每股的內在價值為人民幣1.36元，相當於2009財年的攤薄收益的45.9倍。考慮到中國風電目前的工程風險，在DCF估值基礎上，有30%的折讓，12個月目標價格為港幣1.08元，相當於2009財年每股盈利的32倍，較現價有118%上升空間，維持買入評級。

*1 港元=0.88 元人民幣

毛力

eric.mao@firstshanghai.com.hk

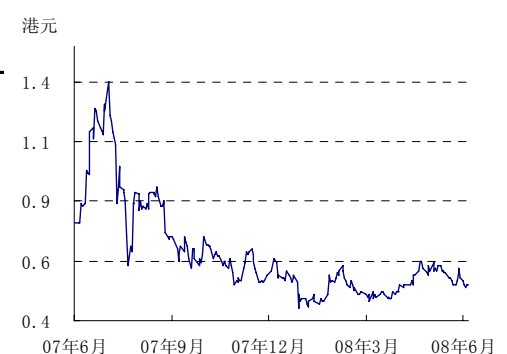
86755-33331813

行業	新能源
股價	0.495 港元
目標價	1.08 港元 (+118%)
市值	22.5 億港元
已發行股本	45.5 億股
52 周高低	0.2 港元/1.41 港元
每股淨現值	0.3 港元
主要股東	高振順 64.2%

盈利摘要

百萬元人民幣 截止日3月31日	2007历史	2008历史	2009预测	2010预测	2011预测
收入	59.5	324.9	718.7	1271.5	1831.2
变化	N/A	446.3%	121.2%	76.9%	44.0%
净利润	33.6	100.1	194.7	369.3	537.4
变化	N/A	197.8%	94.6%	89.6%	45.5%
市盈率@0.495港元(倍)	43.9	25.9	16.7	8.8	6.1
攤薄每股收益	0.011	0.019	0.030	0.056	0.082
每股派息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

來源: 公司資料, 第一上海

股價表現


來源: 彭博財經

設備製造、風電建設與運營並舉

中國風電調整為設備製造、風電工程建設與運營並舉的戰略

塔筒成為零部件製造的主要業務

發電收入則要在本財年才能體現

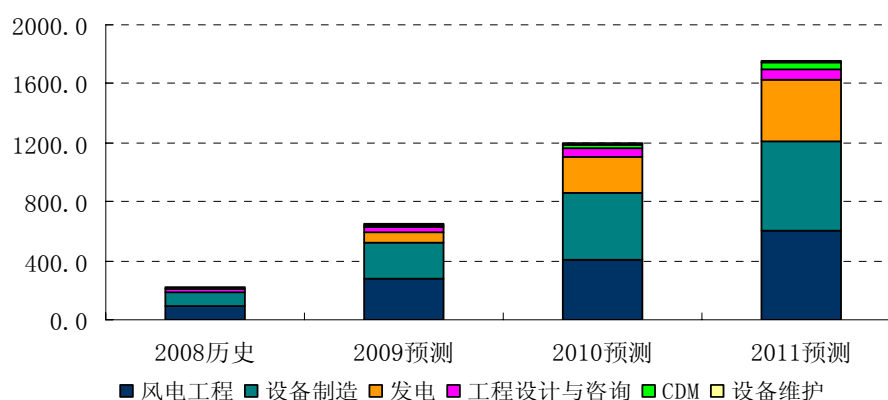
當前風電產業在中國迅速擴張，據此公司重新調整了戰略目標，把運營和建設為主的戰略，調整為設備製造、風電工程建設與運營三大業務並舉的戰略。公司到 2010 年以前，將繼續擴大設備製造能力。

目前公司主要設備產品為塔筒，去年產量為 95 根。由於下游需求旺盛，因此目前塔筒售價和毛利率相對較高。今年公司將進一步擴大產能，根據 2007 年的建造資料，使用 1.5MW 的單機，典型的 50MW 風電場，其塔筒的費用占風電場的總投資比例約為 9%。因此我們預計塔筒業務在 2008 財年（2007 年 4 月 1 日到 2008 年 3 月 31 日）占到公司總收入的 43% 左右。除了塔筒以外，公司也正在加強其他核心零部件的技術儲備，比如風機零部件等。

另外，公司風電工程建設、設計諮詢等業務也成為當財年的主營業務，分別占總收入的 43% 和 13%。

風電運營業務收入則要在本財年才能體現，原因是 3 個風電場於上財年年底剛完工。同時我們預測公司在本財年度建造 6 個以上的 50MW 的風電場，2010 財年運營收入將進一步增加。整體的風電運營業務在未來 3 年則會穩定增加。根據公司目前的戰略，我們調整了公司未來銷售收入的預測，

圖表 1：中國風電各業務板塊收入預測（百萬元）



資料來源：公司公告、第一上海

風電工程建設和設備製造分別將占 2009 財年收入的 43% 和 39%

公司目前的風電相關業務收入約為 2.2 億元人民幣，我們預計公司明年的風電收入將達到 6.5 億元人民幣，其中風電工程建設和設備製造分別將占當年收入的 43% 和 39%。我們預計到 2011 年前風電工程建設和設備製造依舊是中國風電的主營業務。

行業繼續保持高增長

2007年中國風電新增容量較2006有超過了100%增長

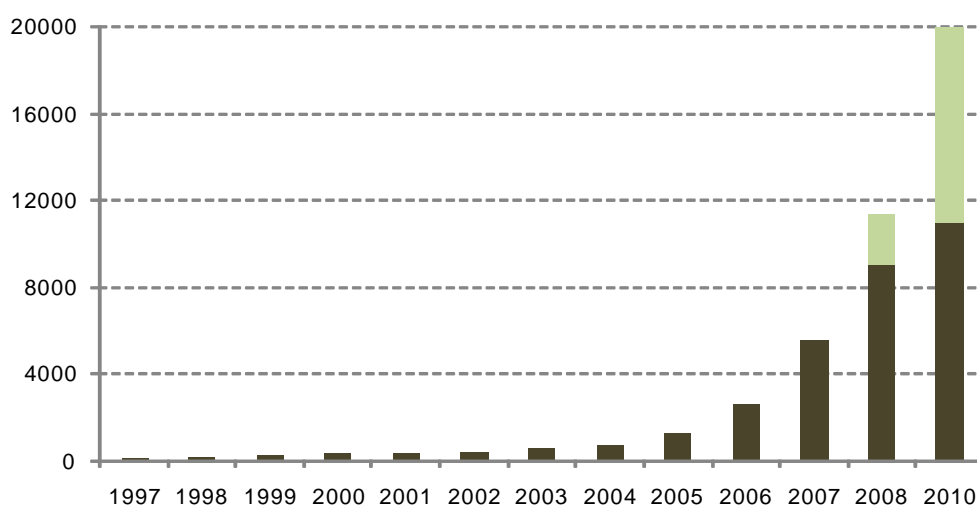
中國風電建設在各種因素促進下繼續高速成長

據統計，到2007年底中國的裝機容量達到了5570MW，較2006年的新增裝機容量增加了約2900MW，而2006年的新增的裝機容量為1,340MW，因此當年實際新增容量較2006有超過了100%增長。

我們認為國內風電建設如此快速增長，主要是由於以下幾個原因引起的，一、中國可再生能源法的頒佈以及相關配套措施出臺。中國政府已經意識到，現階段為可再生能源發展所支出的補貼是能源轉換戰略中所經歷的一個必然過程，因此這項對風電的補貼政策與法案將長期存在與執行，該項法案已經促使風電投資有穩健的收益。二、國內風電技術的進步。國內大型製造業企業如：中國高速傳動、金風科技、東方電氣和上海電氣等參與了風電技術的國產化，導致風電設備的成本迅速降低。從全球來看，自2000年以後，歐洲的風電技術已經使得風力發電每KWH降到了0.04歐元。而我國引進的風機技術消化該類產品後，每KWH成本基本可以落在0.4~0.46區間內。根據當前的技術發展趨勢看，2010年前後，2.5MW風機應用後，每KWH成本將進一步降低。三、全球化石能源的漲價。全球化石能源自去年以來迅猛上漲，背後原因很多。單從石油來看，探明儲量的下降以及需求的高速增長是導致石油價格瘋狂上漲的一個充分理由。然而無論未來化石能源的價格如何波動，風力發電作為能源安全的重要戰略組成部分，將成為最重要替代能源之一。

圖中淺色部分為超出早先市場預測的裝機容量。

圖表2：1997年至2010年全國風電裝機容量預測 MW



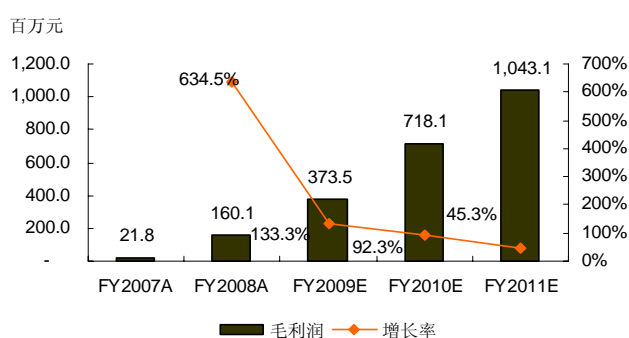
資料來源：中國風能協會、第一上海

盈利預測和財務分析

盈利分析

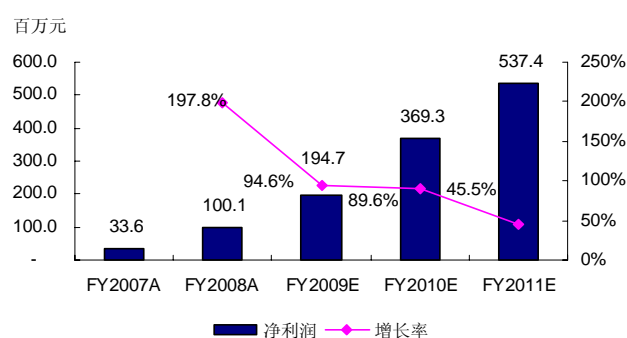
中國風電正處於快速擴張時期，其毛利潤和淨利潤在近3年將呈現高速增長的態勢。我們預計2009財年公司的毛利潤將有133%的增長，同時淨利潤將有89.6%的增長，分別達到了3.7億元和1.9億元人民幣，而且這個高速增長將持續一段時間。如果以2008財年為基準，到2011財年公司的毛利潤和淨利潤的複合增長率分別為85%和75%。

圖表 3: 毛利潤預測



資料來源：公司公告、第一上海

圖表 4: 淨利潤預測



資料來源：公司公告、第一上海

資本開支預計

預測平均每年資本開支約為5億元左右

中國風電今年將建造6至8個風電廠，明年亦規劃建造6至8個風電廠。風電專案投資30%是自有資金，70%是貸款。其中每50MW的風電場自有資金部分大約為1.5億人民幣。我們預計公司未來3年平均每年資本開支約為5億元人民幣左右。

圖表 5: 公司資本性現金流預測

	2009財年	2010財年	2011財年
風電場資本開支	-425.7	-425.7	-638.6
購買廠房和设备	-5.4	-5.7	-6.1
其他	-8.3	7.9	14.7
总计	-439.4	-423.5	-630.1

資料來源：公司資料、第一上海

負債分析

圖表 6: 公司負債分析

	2008預測	2009預測	2010預測
有息負債比例	0.04	0.16	0.31
財務杠杆乘數	1.22	1.32	1.41

資料來源：公司資料、第一上海

估值和投資建議

DCF 估值的假設條件

- 1、中國風電累計裝機容量以每年 300MW 增加，其中中國風電占 50%的權益。
- 2、風電上網價格從 2009 年到 2018 年將維持穩定，平均稅後價格 0.56 元。
- 3、每 50MW 的風場 12 個月發電量約 1 億千瓦時。
- 4、中國風電的設備製造、EPC 以及諮詢業務在 2011 年後增長相對穩定
- 5、WACC 從 2009 財年到 2018 財年為 10.1%

DCF 估值

每股內在價值為 1.36 元人民幣（按總股本 65.7 億計算）

我們以中國風電經營 10 年的現金流量進行預測。將其產生的自由現金流折現後，公司內在價值為 66.4 億元人民幣，每股內在價值為 1.36 元人民幣（按總股本 65.7 億計算），相當於 2009 財年的 46 倍市盈率。

圖表 7：中國風電每股自由現金流折現表（百萬元）

	自由現金流	WACC(k)	穩定期價值	現金流折現
2009	17.2	10.1%	6627.7	15.6
2010	89.8	10.1%		74.1
2011	288.5	10.1%		216.3
2012	362.0	10.1%		246.6
2013	435.5	10.1%		269.6
2014	509.0	10.1%		286.3
2015	582.5	10.1%		297.6
2016	656.0	10.1%		304.5
2017	729.5	10.1%		307.7
2018	803.0	10.1%	17296.3	307.7
2019	876.5			
β	1.025			
無風險利率	3.2%			
市場風險溢價	7.3%			
稅後負債成本	5.9%			
負債對資本比例	12.7%			
WACC	10.1%			
永續增長	5.0%			

資料來源：第一上海預測

敏感度分析

未來的收益期望以及各類息率的變化將導致 WACC 的變化，並對股票價格產生重大影響。我們列出了 WACC 以及永續增長的變化對股票價格的影響。

圖表 8：敏感度分析

WACC \ 永续增长	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
11.1%	1.01	1.06	1.12	1.18	1.27
10.6%	1.09	1.15	1.22	1.31	1.41
10.1%	1.20	1.27	1.36	1.47	1.61
9.6%	1.31	1.40	1.51	1.65	1.83
9.1%	1.45	1.57	1.71	1.90	2.15

資料來源：第一上海統計

國際同類公司比較和 P/E 估值

風電類公司平均下年度動態市盈率為 27.7 倍

中國風電業務包括，運營、建設和設備，因此我們選擇部分與中國風電業務模式相近的國際風電類企業進行市盈率比較，扣除偏離值較大的公司，風電類公司平均下年度動態市盈率為 27.7 倍。由於中國風電的淨利潤複合增長為 75%，因此我們認為中國風電的市盈率應當高於平均市盈率。

圖表 9：全球主要風電類公司比較

百万	货币单位	市值	股价	收入 2007年	净利润	每股收益 2007	每股收益 2008	每股收益 2009	2007年实际	2008年预测	2009年预测
Gamesa	EUR	8,761	32.10	3,260	220	0.90	1.18	1.46	35.7	27.2	22.0
Nordex	EUR	2,324	26.60	747	49	0.74	0.91	1.29	35.9	29.2	20.6
Suzlon	INR	366,229	230.20	49,238	5,478	8.11	11.12	17.09	28.4	20.7	13.5
Repower	EUR	1,986	208.10	680	21	2.36	6.15	8.31	88.2	33.8	25.0
Vestas	EUR	128,161	631.00	36,215	2,168	1.58	2.58	3.44	399.4	244.6	183.4
平均值									117.5	71.1	52.9
扣除大偏离值平均值									47.0	27.7	20.3

資料來源：Thomson One、第一上海

投資建議

12 個月目標價格港元
1.08

由於考慮到公司的風電場正在建設中，存在相應的工程風險，因此我們認為 12 個月目標價格應該在 DCF 估值的基礎上給予 30% 風險折讓，12 個月目標價格為 1.08 港元相當於 2009 財年每股收益（全面攤薄）的 32 倍。給予“買入”評級。

風險因素

- 風電場建設存在不確定的工程風險
- 風場發電量受當地的風速和風量的影響

- 較高的資本支出可能讓中國風電面臨現金流風險

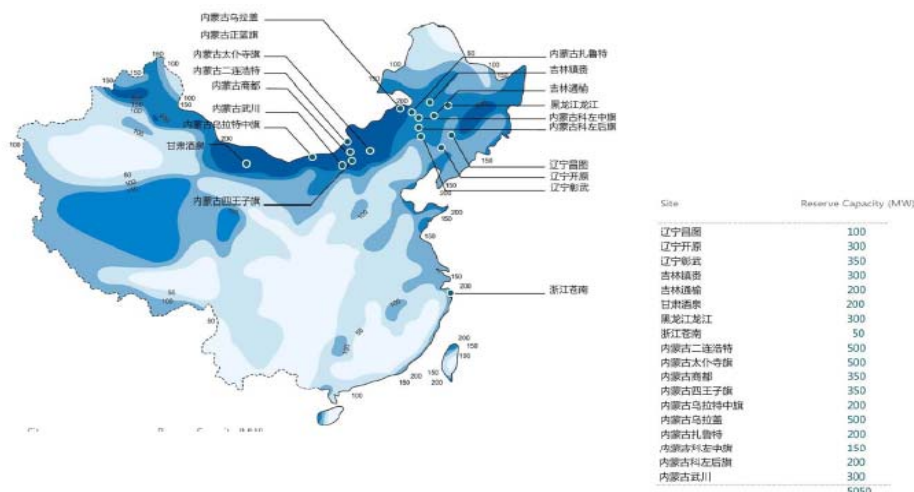
中國風電的風場資源儲備及內在價值

風場的儲備

中國風電已經擁有可開發的風場資源為 6, 050MW

風力資源是風力發電的基礎，就象水利發電需要水資源，煤發電需要煤礦一樣重要。中國風電的風場資源並沒有在財務報表上體現，但考慮到其是一種相應的資源，因此其價值可以被衡量。目前，地方政府所擁有的較高品質的風場資源已經不多了，主要都集中在中央政府手裏。而中國風電由於地圈得比較早，因此風場資源品質較好，其風場資源主要集中於中國的北方和東北的陸地。這些地區重工業相對發達，風量也比較大，相對的開發難度和開發成本要比其他地區（如海上風電、地形複雜地區）要低一些。據統計，中國風電已經擁有可開發的風場資源為 6, 050MW。

圖表 10：中國風電的風場資源儲備



資料來源：公司資料、第一上海預測

中國風電的風場現金價值

風場一旦被建設成風電場，其特性就屬於收益相對穩定可靠，每年扣除長期貸款費用、基本固定的維修費率和人員工資以及稅率，可以擁有相對穩定的現金流。在這個前提下，可以大致衡量出每個風場的當前現金價值。

每 50MW 風場淨現值為 3 千 1 百萬元左右

一個典型的風電場為 50MW，每年發電約 1 億度電，當前國內平均風電上網稅後風電價格為 0.56 元。根據中國風電公司的操作模式，扣除維護和所得稅以及銀行貸款費用外，加上 CDM 收入，風場每年淨現金流入為 2 千 1 百萬元。考慮無風險利率為 3.2% (香港市場)，調整電力行業的 Beta 為 1.025，市場內在的要求回報率，以及風場的稅後債務成本。風場資源在香港市場定價的貼現率應該在 10.1%。以經營 20 年為限，50MW 的風電場當前的現值為 1.81 億元左右，扣除初始投資 1.5 億元，每 50MW 風場淨現值為 3 千 1 百萬元左右。中國風電現在擁有的風場資源價值為 37 億元。

圖表 11：風場資源的現金價值

第1年	19.4	風場每年現金流入（百萬元）	21.375
第2年	17.6		
第3年	16.0		
第4年	14.6		
第5年	13.2		
第6年	12.0		
第7年	10.9		
第8年	9.9		
第9年	9.0		
第10年	8.2		
第11年	7.4		
第12年	6.8		
第13年	6.1		
第14年	5.6		
第15年	5.1		
第16年	4.6		
第17年	4.2		
第18年	3.8		
第19年	3.5		
第20年	3.1		
現值	181.1		
減：初始投資	150.0		
淨現值	31.1		

資料來源：公司資料、第一上海預測

財務摘要

損益表						財務分析					
百萬元 財務年截止3月31日											
	FY2007A	FY2008A	FY2009E	FY2010E	FY2011E		FY2007A	FY2008A	FY2009E	FY2010E	FY2011E
收入	59.5	324.9	718.7	1,271.5	1,831.2	盈利能力					
毛利	21.8	160.1	373.5	718.1	1,043.1	毛利率 (%)	36.6%	49.3%	52.0%	56.5%	57.0%
其他业务收入	44.7	15.2	0.0	0.0	0.0	EBITDA 利率 (%)	57.6%	34.0%	38.7%	43.3%	43.6%
销售及管理费用	(20.8)	(37.7)	(43.9)	(47.7)	(55.6)	净利率 (%)	56.5%	30.8%	27.1%	29.0%	29.3%
其他费用	(10.7)	(24.9)	(26.7)	(28.0)	(30.0)	营运表现					
营运收入	35.0	112.6	302.9	642.5	957.5	SG&A/收入 (%)	35.0%	11.6%	6.1%	3.7%	3.0%
财务费用	(1.4)	(5.3)	(100.7)	(174.4)	(272.7)	实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%
联营公司	0.0	0.8	8.1	8.0	7.9	股息支付率 (%)	-	-	-	-	-
税前盈利	33.6	108.1	210.3	476.0	692.7	库存周转	88.4	121.7	193.7	195.8	165.0
所得税	0.0	0.0	0.0	(71.4)	(103.9)	应付账款天数	78.5	48.9	57.6	56.1	53.8
少数股东应占利润	0.0	(8.0)	(15.6)	(35.3)	(51.4)	应收账天数	12.5	203.4	183.3	148.5	145.7
净利润	33.6	100.1	194.7	369.3	537.4	财务状况					
折旧及摊销	(0.7)	(2.3)	(24.8)	(92.3)	(159.8)	净负债/股本	N/A	N/A	0.01	0.05	0.09
EBITDA	34.3	110.3	278.2	550.2	797.8	收入/总资产	1.40	0.15	0.27	0.38	0.41
增长						总资产/股本	0.01	0.48	0.40	0.52	0.68
总收入 (%)	N/A	446.3%	121.2%	76.9%	44.0%	盈利对利息倍数	25.83	21.28	3.01	3.68	3.51
EBITDA (%)	N/A	222.2%	152.1%	97.8%	45.0%						

资产负债表						现金流量表					
百万元 财务年截止3月31日						百万元 财务年截止3月31日					
	FY2007A	FY2008A	FY2009E	FY2010E	FY2011E		FY2007A	FY2008A	FY2009E	FY2010E	FY2011E
现金	22.7	335.5	9.2	42.6	153.4	EBITDA	34.3	110.3	278.2	550.2	797.8
应收账款	2.0	181.1	361.0	517.3	730.9	融资成本(收入)	(1.4)	(5.3)	(100.7)	(174.4)	(272.7)
存货	9.1	55.0	183.2	296.8	356.2	营运资金变化	(89.5)	(344.4)	(83.8)	136.3	298.7
其他流动资产	6.6	210.4	231.5	254.6	280.1	所得税	0.0	0.0	0.0	(71.4)	(103.9)
总流动资产	40.5	782.0	784.9	1,111.3	1,520.6	营运性现金流	(56.6)	(239.3)	93.6	440.7	719.9
固定资产	1.9	13.5	18.8	24.5	30.6	资本开支	(1.9)	(320.4)	(441.1)	(431.4)	(644.7)
无形资产	0.0	903.1	903.1	903.1	903.1	其他投资活动	(2.9)	10.5	1.7	7.9	14.7
长期投资	0.0	497.1	922.8	1,348.5	1,987.1	投资性现金流	(4.8)	(309.9)	(439.4)	(423.5)	(630.1)
总资产	42.3	2,195.7	2,629.7	3,387.5	4,441.5	负债变化	3.6	(67.4)	13.2	9.9	14.8
短期负债	0.0	6.6	19.7	29.6	44.4	股本变化	21.9	923.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	8.1	22.1	54.5	85.0	116.2	股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他融资活动	57.9	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
其他短期负债	6.0	85.1	108.5	130.4	153.0	融资性现金流	83.3	856.3	13.1	9.8	14.7
总短期负债	14.1	113.8	182.7	245.0	313.6	现金变化	21.9	307.1	(332.7)	27.0	104.5
长期银行贷款	0.0	0.1	88.8	379.7	776.4	汇兑收益	0.0	5.8	6.3	6.3	6.3
其他负债	10.8	133.9	200.0	200.0	200.0	期初持有现金	0.8	22.7	335.5	9.2	42.6
总负债	24.9	247.9	471.5	824.7	1,289.9	期末持有现金	22.7	335.5	9.2	42.6	153.4
少数股东权益	0.0	10.5	11.7	13.9	17.1						
股东权益	17.5	1,947.8	2,158.2	2,562.8	3,151.6						
每股账面值	0.00	0.30	0.33	0.39	0.48						
营运资金	26.4	668.2	602.2	866.3	1,207.1						

資料來源：公司報告，第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准,不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用,並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向,財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠,但第一上海不能擔保其準確性或完整性,而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。