

日期: 2014年9月16日

行业: 电力



SHANGHAI SECURITIES CO., LTD.

朱立民

021-53519888-1907

zhulimin@shzq.com

执业证书编号: S0870510120002

IPO 价格

上市合理定价

RMB 2.17 元

RMB 4.50~5.40 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	177.78
发行后总股本 (百万股)	1777.78
发行数量占发行后总股本	10%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	中德证券

主要股东

中国节能 (SS)	53.33%
社保基金 (SS)	17.78%
国开金融 (SS)	8.89%
光控安心	5.25%
光大创业	3.75%

收入结构 (2013)

电力销售	100 %
------	-------

报告编号: ZLM14-NSP02

首次报告日期: 2014年9月16日

业绩增长依赖外延式扩张

■ 投资要点:**公司核心业务是风力发电**

公司专注于风力发电主业, 是集风电项目开发、建设及运营为一体的专业化程度最高的风力发电公司之一。

公司业绩增长依赖外延式扩张

公司风电上网价格由发改委制定, 而且营业毛利率基本稳定, 因此业绩增长主要依赖外延式扩张。至 2013 年末, 公司在建项目装机容量合计 649.5 兆瓦, 可预见的筹建项目装机容量合计达 826 兆瓦。

盈利预测

根据公司在建项目和可预见的筹建项目建设进度, 预计 2014~2015 年公司归属于母公司的净利润的增速分别为 11.6% 和 18.5%, 相应的摊薄后每股收益分别为 0.12 和 0.15 元。

定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司自身的成长性, 我们认为给予公司合理估值定价为 **4.50 元~5.40 元**, 对应 2015 年每股收益的 **30~36 倍市盈率**。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	1,008	1,083	1,242	1,531
年增长率 (%)	9.2%	7.5%	14.7%	23.3%
归属于母公司的净利润	192	195	218	258
年增长率 (%)	19.2%	1.6%	11.6%	18.5%
(发行后摊薄) 每股收益(元)	0.11	0.11	0.12	0.15

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 公司的行业分类及简况

公司自成立以来一直专注于风力发电主业，是集风电项目开发、建设及运营为一体的专业化程度最高的风力发电公司之一。公司主要产品为所发电力。

公司可归属于电力行业的风力发电子行业。

● 行业增长前景

进入 21 世纪，我国经济持续快速发展，工业化、城镇化进程加快，能源需求快速增长，能源供需矛盾日益突出。根据 2013 年 6 月《BP 世界能源统计年鉴》的统计数据，2011 年至 2012 年我国持续为全球第一大能源消费国，一次能源消费总量持续全球最高，2012 年达到 2,735.2 百万吨油当量；2012 年原油消费量 4.84 亿吨，原油进口 2.71 亿吨，进口依存度超过 50%，直接威胁到我国国家能源安全，而且我国也是天然气净进口国，估计在今后相当长的时间，我国的原油、天然气等能源对外依赖程度将会持续增加，供需矛盾将会日益加剧。

增加能源的多元化供应、确保能源安全已成为经济社会发展的首要任务之一，开发利用可再生能源已经成为国家能源发展战略的重要组成部分。风力发电投资项目符合国家大力发展可再生能源的能源发展战略，项目的实施有利于满足我国能源需求的快速增长，缓解能源供需矛盾日益严重问题。

2013 年我国新增风电装机容量 16100 兆瓦，占当年全球新增装机容量的 45.4%，位居全球第一。

● 行业竞争结构及公司的地位

根据国家风电信息管理中心统计，至 2013 年底全国共有约 1,300 家项目公司参与了风电投资建设，极大推动了我国风电开发建设。由于行业的集中度较高，前 15 名企业的累计装机容量占全部装机容量的 80.04%，且绝大多数为国有电力或能源企业。

根据国家风电信息管理中心、水电水利规划设计总院《2013 年度中国风电建设统计评价报告》统计数据，截至 2013 年底，公司累计风电装机容量 1392 兆瓦，排名全国第 13 位，市场份额为 1.61%，权益装机容量 1201.45 兆瓦；2013 年公司风电上网电量市场份额为 1.86%。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

经国务院国资委《关于中节能风力发电股份有限公司（筹）国有股权管理有关问题的批复》（国资产权[2010]472 号）批准，公司由风电有限公

司以 2009 年 12 月 31 日为基准日, 经审计的截至基准日的账面净资产值按 1:0.7793674281 的比例折股整体变更设立为股份有限公司。

公司由中节能风力发电投资有限公司整体变更设立。

中国节能环保集团公司在公司本次发行前持有公司 60% 的股权, 为公司的控股股东、实际控制人。

表 1: 公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
1	中国节能 (SS)	96,000	60.00%	94,815	53.33%
2	社保基金 (SS)	32,000	20.00%	31,605	17.78%
3	国开金融 (SS)	16,000	10.00%	15,802	8.89%
4	光控安心	9,333	5.83%	9,333	5.25%
5	光大创业	6,667	4.17%	6,667	3.75%
6	社保基金 (转持股票账户)	-	-	1,778	1.00%
7	公众股东	-	-	17,778	10.00%
	股本总额	160,000	100.00%	177,778	100.00%

资料来源: 公司招股意向书

生产模式

公司的主要生产模式是依靠风力发电机组, 将风能转化为电能; 通过场内集电线路、变电设备, 将电能输送到电网上。

销售模式

公司为风力发电运营企业, 主要的销售模式包括电量销售和核证减排量信用额销售两个方面。

公司从事风力发电业务的原材料是自然风能, 该等原材料无需任何成本即可获得。因此, 公司并无原材料供应商。公司生产所需主要能源为电力

● 主业简况及收入利润结构

表 2: 公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2014H1		2013		2012		2011	
	金额	比例 (%)	金额(%)	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额(%)	比例 (%)
电力销售	580.18	100.0%	1,062.58	100.0%	902.76	100.0%	798.86	100.0%
合计	580.18	100.0%	1,062.58	100.0%	902.76	100.0%	798.86	100.0%

资料来源: 公司招股意向书

表 3：公司主要产品毛利率

项目	2014H1	2013 年度	2012 年度	2011 年度
营业收入(单位:百万元)				
电力	580.18	1,062.58	902.76	798.86
营业成本(单位:百万元)				
电力	268.65	486.56	449.79	397.55
营业毛利率				
电力	53.69	54.20	50.18	50.23

资料来源：公司招股意向书

● 募投项目

表 4：公司 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	项目总投资金额(万元)	拟使用募集资金(万元)
1	新疆乌鲁木齐托里 20 万千瓦风电场一期 4.95 万千瓦工程	49,916	13,000
2	内蒙古乌兰察布市兴和风电场 4.95 万千瓦工程	54,146	20,000
合计		104,062	33,000

资料来源：公司招股意向书

新疆乌鲁木齐托里 20 万千瓦风电场一期 4.95 万千瓦工程已于 2012 年 8 月投产，为公司新增并网装机容量 49.5MW，较 2011 年期末并网装机容量增长 4.97%，2012 年、2013 年项目分别实现上网电量 0.9587 亿千瓦时、0.9801 亿千瓦时。

内蒙古乌兰察布市兴和风电场 4.95 万千瓦工程于 2013 年 10 月投产，为公司新增并网装机容量 49.5MW，较 2012 年期末并网装机容量增长 4.73%，2013 年项目实现上网电量 0.9841 亿千瓦时。

至 2013 年末，公司在建项目装机容量合计 649.5 兆瓦，可预见的筹建项目装机容量合计达 826 兆瓦。

三、财务状况和盈利预测

● 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

表 5：公司主要财务指标增长情况(单位:万元)

项目	2014H1		2013		2012		2011
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	金额
营业收入	590.50	9.0%	1,082.99	7.5%	1,007.50	9.2%	922.59

营业利润	113.86	3.4%	220.30	44.5%	152.43	-26.7%	207.82
利润总额	132.14	4.5%	252.96	-5.5%	267.74	22.5%	218.48
归属于母公司股东的净利润	104.77	7.4%	195.12	1.6%	192.14	19.2%	161.14

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

表 6：可比上市公司营运能力比较(单位：次)

股票代码	公司简称	应收账款周转率			存货周转率		
		2013年	2012年	2011年	2013年	2012年	2011年
0916.HK	龙源电力	2.85	2.58	3.74			
1798.HK	大唐新能源	1.48	1.53	1.83			
0958.HK	华能新能源	1.99	1.52	2.15			
	风电平均值	2.11	1.87	2.57			
	节能风电	2.1	2.14	2.82			

资料来源：Wind, 招股意向书

公司存货主要为风场建设相关设备的备品备件，根据公司风场建设进度而进行采购，而非公司待销售产品，因此存货周转相关比率并不能直接反应公司销售情况及资产周转能力。

与可比公司比较，公司 2013 应收账款周转率和存货周转率均好于可比公司平均水平。

● 募投项目收入和毛利预测、利润表预测

根据公司在建项目和可预见的筹建项目建设进度，预计 2014~2015 年公司归属于母公司净利润的增速分别为 11.6% 和 18.5%，相应的摊薄后每股收益分别为 0.12 和 0.15 元。

表 7：公司损益简表及预测(单位：百万元)

指标名称	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业总收入	923	1,008	1,083	1,242	1,531
二、营业总成本	715	856	863	993	1,225
营业成本	402	459	491	565	697
营业税金及附加	3	4	4	4	6
销售费用					
管理费用	52	54	60	68	84
财务费用	259	339	309	355	438
资产减值损失					
三、其他经营收益	0	1	1	1	1
四、营业利润	208	152	220	249	307
加：营业外收入	54	70	60	65	65
减：营业外支出	1	0	0	1	1
五、利润总额	261	222	280	314	372

减: 所得税	42	-45	27	31	37
六、净利润	218	268	253	283	335
减: 少数股东损益	57	76	58	65	77
归属于母公司所有者的净利润	161	192	195	218	258
总股本 (百万股)	1,777.78	1,777.78	1,777.78	1,777.78	1,777.78
摊薄 EPS (元)	0.09	0.11	0.11	0.12	0.15

资料来源：公司招股意向书

四、风险因素

清洁发展机制发生变化所导致的风险

清洁发展机制来源于 1997 年 12 月《联合国气候变化框架公约》第三次缔约方大会上通过的《京都议定书》。根据《京都议定书》下的清洁发展机制安排，发展中国家符合资格的节能减排项目可以获得核证减排量的信用额并能向做出温室气体减排承诺的工业化国家出售，我国于 2002 年批准认可该安排。公司报告期内通过注册清洁发展机制项目从核证减排量销售业务中累计实现毛利 22,210.27 万元，其中 2011 年、2012 年、2013 年和 2014 年上半年核证减排量销售业务毛利分别为 10,939.89 万元、9,164.44 万元、1,208.51 万元和 897.43 万元，分别占公司同期毛利的 21.01%、16.70%、2.04% 和 2.79%。

“弃风限电”风险

由于风能资源不能储存，因此“限电”使得风力发电企业的部分风能资源没有得到充分利用，该情况称为“弃风”。

2011 年、2012 年、2013 年和 2014 年上半年，公司因“弃风限电”所损失的潜在发电量分别为 31,185.54 万千瓦时、36,247.12 万千瓦时、35,812.34 万千瓦时和 19,514.09 万千瓦时，分别占当期全部可发电量（即实际发电量与“弃风限电”损失电量之和）的 14.01%、15.99%、13.90% 和 12.92%。

公司两个募投项目分别位于新疆电网和蒙西电网。根据《2011 年风电限电情况初步统计》和 2012 年、2013 年《中国风电建设统计评价报告》，2011 年、2012 年和 2013 年，新疆电网的“弃风限电”比例分别为 5.20%、4.29% 和 5.23%，蒙西电网的“弃风限电”比例分别为 23.10%、26.03% 和 12.17%。因此，公司募投项目由于受到当地电网远距离调配与输送能力不足的影响，存在“弃风限电”的现象。

税收优惠政策变化的风险

根据目前相关政策和法律法规，公司及下属部分子公司享有不同程度的税收优惠。2011 年、2012 年、2013 年和 2014 年上半年，公司享受的所得税优惠金额为 3,535.29 万元、4,571.89 万元、7,048.84 万元和 2,210.21 万元，分别占当期利润总额的 13.55%、20.55%、25.16% 和 15.20%。

同时，根据《财政部、国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增

增值税政策的通知》(财税[2008]156号),自2008年7月1日起对进行风力生产的电力实行增值税即征即退50%的政策。

如果未来相关税收优惠政策或法律法规出现变动,公司所享受的全部或部分税收优惠政策出现调整或取消,将会对公司经营业绩带来不利影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的2013年业绩和2014、2015年预测业绩的均值,同行业重点上市公司2013年平均静态市盈率为**54.0**倍,2014年平均动态市盈率**39.2**倍;最近上市的十家主板企业中,2013年平均静态市盈率为**47.0**倍、2014年平均动态市盈率**39.4**倍。

表8: 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
002202.SZ	金风科技	11.69	0.16	0.28	0.32	73.7	41.8	36.5	2.3
300129.SZ	泰胜风能	13.10	0.24	0.26	0.31	54.8	50.4	42.3	2.9
002531.SZ	天顺风能	14.05	0.42	0.55	0.65	33.5	25.5	21.6	3.0
国内同行业整体平均						54.0	39.2	33.5	2.7

数据来源: Wind (7月23日最新价)

表9: 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)			市盈率(倍)				
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
603369.SH	今世缘	25.89	1.36	1.25	1.29	1.40	19.1	20.7	20.0	18.5
603009.SH	北特科技	23.24	0.38	0.48	0.61	0.71	60.6	48.6	38.3	32.8
603126.SH	中材节能	14.31	0.22	0.27	0.33	0.39	64.0	52.8	43.6	36.7
603111.SH	康尼机电	20.97	0.40	0.52	0.62	0.74	51.8	40.4	33.8	28.4
603100.SH	川仪股份	14.22	0.36	0.42	0.49	0.57	39.7	33.6	28.8	24.8
603609.SH	禾丰牧业	13.53	0.31	0.37	0.47	0.58	43.0	37.1	28.7	23.5
603099.SH	长白山	15.77	0.23	0.28	0.32	0.35	67.5	57.1	49.8	45.1
601579.SH	会稽山	13.43	0.31	0.29	0.32	0.36	43.3	46.2	42.0	37.7
603806.SH	福斯特	47.78	1.48	1.15	1.36	1.65	32.3	41.6	35.1	29.0
603188.SH	亚邦股份	43.43	0.90	2.71	3.16	3.56	48.2	16.0	13.7	12.2
平均值						47.0	39.4	33.4	28.9	

资料来源: Wind; 股价以7月23日最新收盘价计算

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司自身的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为**4.50元-5.4元**,对应2015年每股收益的**30-36**

倍市盈率。

分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。