

# 中国风电 (182. HK)

2010-03-31

## 项目快速复制，公司高速发展

## 投资评级：买入

### 投资要点：

**专注于风电业务，产业链最为完善：**中国风电以风力发电投资运营、风力发电服务业务为主营业务。公司专注于风力发电产业，在风电项目开发方面具有 3 年的良好开发记录，目前是中国风电投资领域内产业链最为完善的专业风电集团公司，产业链各环节形成稳固协同效应。

**独有的集成一体化运营模式保证项目可以快速复制：**中国风电最大的竞争优势是除了风电业务之外，同时还是风电运营服务提供商，这种独特的商业模式，使得公司可以用较少的资本金的投入快速扩大装机容量，而纵向一体化的业务组合，使得各业务之间相互支持配合，保证项目可以给公司风电项目投资带来良好的现金流。

**丰富的风资源储备：**截止 09 年底公司可独家开发的风资源储备总量达到 9510MW，公司风资源均处于电价较高而且电网接入条件相对较好，风资源质量较优的风资源区。丰富的风资源储备是持续稳定的风电项目开发及投资的保障。

**风电业务收入持续增长：**2010 年公司计划新开工建设 706MW 的风电项目，而到 2012 年公司累计运营装机容量将达到 3,050MW。按每个 50MW 风电场总投资 4.2 亿元及 80% 银行借款，2010 年公司资本金需求 8.34 亿元，我们预计随着电厂的逐步投产运营，电厂的收入占比从 09 年 18% 有望提升到 25%。

**中国风电行业需求巨大：**国家发改委公布的中国《可再生能源中长期发展规划》将 2010 年可再生能源消费量在能源消费总量中的占比提高到 10%，并在 2020 年进一步发展到 15%。2009 年中国风力发电仅占全国电力运营装机容量和全国总发电量总和的 1.85% 和 0.75%。按照当前的发展速度，到 2020 年中国风电装机很可能达到 150GW，可带动 1.5 万亿元的投资，每年产生的 3000 多亿千瓦时的清洁电力，可节能 1 亿吨标准煤，减排二氧化碳 2 亿多吨，未来需求巨大。

**首次关注并给予买入评级，目标价 1.28 港元：**我们给与公司目标价 1.28 港元，目标价相当于公司 2010 年及 2011 年每股盈利的 25 倍和 17 倍，较现价有 42.4% 的上升空间，首次评级给予买入。

### 盈利摘要

截止 12 月 31 日	07 年历史	08 年历史	09 年历史	10 年预测	11 年预测
营业额(港元百万)	216	379	563	1,324	1,703
变动(%)		75.4%	48.3%	135.4%	28.6%
净利润(港元百万)	100	117	181	373	545
每股盈利(港元)	0.019	0.018	0.026	0.051	0.075
变动(%)		-6.2%	44.7%	98.7%	46.0%
市盈率@0.90 港元(倍)	47.4	50.5	34.9	17.6	12.0
每股股息(港元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息现价比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司资料，国元证券(香港)预测

### 首次报告：2010-03-31

目标价：HK\$ 1.28

现价：HK\$ 0.90

预期升幅：+42.4%

### 股本数据

股本(亿股)	78.79
市值(亿港元)	70.12
52 周高/低 (HK\$)	1.15/0.23
每股净值(人民币元)	0.449
所属行业：	新能源发电

### 主要股东

Gain Alpha	43.91%
Finance Limited	

### 52 周行情图



资料来源：Bloomberg

### 相关报告

#### 国元证券(香港)研究部

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 9168

电邮：wangwei@gyzq.com.hk

## 目录

目录	2
风力发电公司	3
专业从事风力发电	3
公司股权架构	3
运营模式独特，具有最为完善的产业链	4
主要业务：风电厂投资运营与服务	4
运营模式：集成一体化	5
风电厂投资运营项目	5
风电厂投资计划明细	6
优势显著，高速发展	7
独特的商业模式保证项目可以快速复制	7
丰富的风资源储备，发展空间巨大	7
经验丰富的管理团队	7
先发优势	7
规模效应，降低成本	7
独立电力生产商	7
主营业务专一	7
风力发电将成为中国能源供应的主要形式	8
全球风电行业高速发展	8
中国需求巨大	9
政府政策扶持风电行业	10
盈利预测	11
收入预测	11
盈利预测	11
估值	12
PE估值	12
目标价 1.28 港元	12
投资风险	13
政策风险	13
CDM收入风险	13
电网接入风险	13
发电风险	13
其他风险	13
附录：主要财务报表	14

# 风力发电公司

## 专业从事风力发电

### 专业从事风力发电

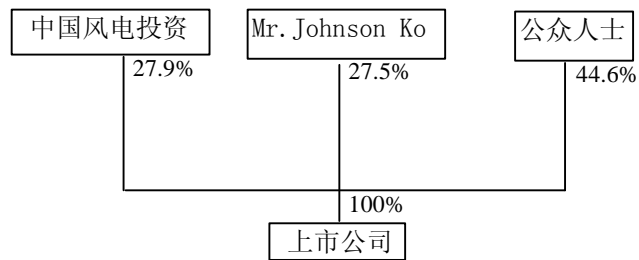
中国风电集团有限公司（182.HK）于2007年9月在香港联交所上市买卖。中国风电是一家专业从事风力发电业务的集团公司，公司拥有风力发电专业一流的技术人才和管理团队，致力于为中国风力发电事业建设基础设施，在风能资源丰富的地区，积极建立风力发电厂，提供可再生资源转化的可靠途径，为风力发电奉献专业的技术支持和服务，并提供可靠而优质的专业设备，努力为中国的风力发电提供整体系统的解决方案。

## 公司股权结构

### 公司目前股权结构

目前公司总股本 72.79 亿，其中中国风电投资公司管理层持有 27.9%，Johnson Ko 持有 27.5%，公众人士持有 44.6%。

图表 1: 公司股权结构



资料来源: 公司资料, 国元 (香港)

# 运营模式独特，具有最为完善的产业链

## 主要业务：风电厂投资运营与服务

主要业务：风电厂投资运营与服务

中国风电以风力发电投资运营、风力发电服务业务为主营业务。风力发电投资运营主要指投资建设风电厂，承揽风电厂项目电力工程及建设。而风力发电服务业务（EPCM）主要包括风电项目前期开发、风电技术咨询、风电厂设计、风电厂建设与安装调试、风电厂专业运行及维修维护服务及风机塔架设备制造。

咨询、设计开发服务收入

在项目建造时，公司对每个项目提供风电厂建设施工专案设计以及取得可再生能源行业之风电资源的咨询，此外，公司自己制造风电业务专用塔架及齿轮箱设备，并对项目提供运行维护。以一个 49.5MW 风电项目为例，公司将获取咨询设计收入约 200 万元-300 万元，项目开发收入约 400 万元-600 万元；出售塔筒收入约 4000 万元-4500 万元，相关设备收入约 6000 万元-7000 万元，运行维护收入约 450 万元。

图表 2：风电服务业务公司

项目前期开发	北京世纪聚合风电技术有限公司 100%
设计咨询	北京聚合电力工程设计有限公司 100%
工程建设	吉林协合电力工程有限公司 100%
塔筒制造	吉林天合风电设备公司 100%
运行维护	北京国华爱地风电运行维护 技术服务公司100%
风机快速检修 运行维护	阜新协合风电设备制造及技术 服务有限公司100%
齿轮箱设计 及部件加工	苏州正机能源设备制造公司 28%

资料来源：公司资料，国元（香港）

运营收入

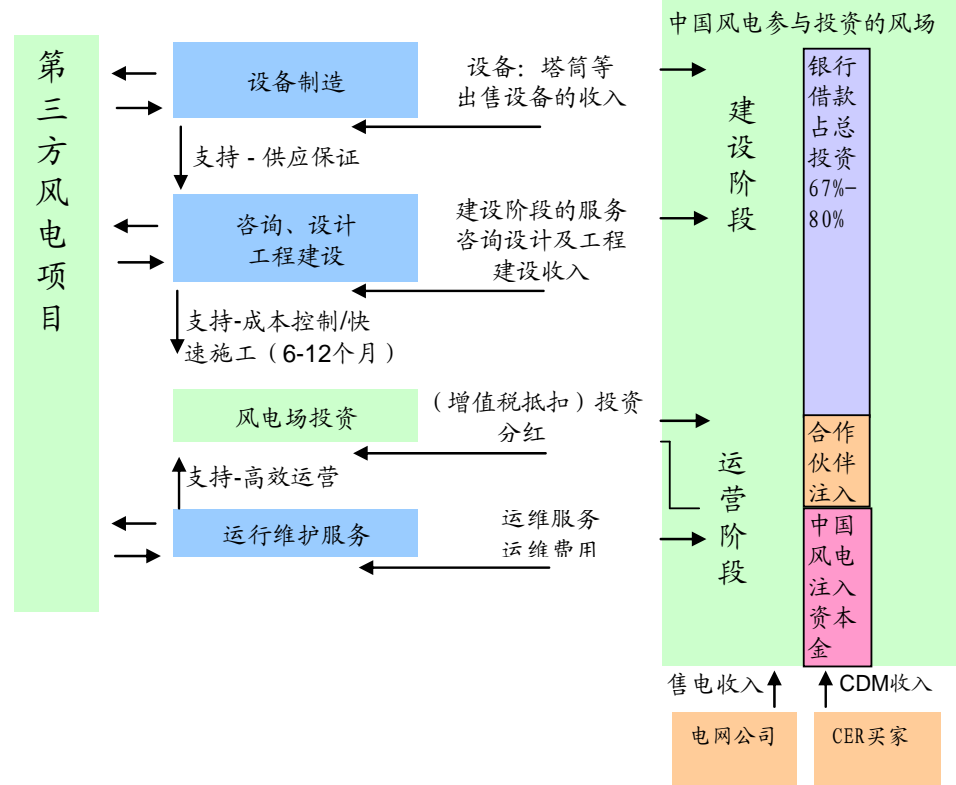
项目建成投入运营后，公司将根据项目上网电量获取电力销售收入。根据各地区风的大小不同，各项目的发电利用小时数一般在 1800-2500 小时之间。目前，公司收入的 80%以上来自于公司自己参股的服务收入，随着风电项目的不断积累，未来风电投资运营收入将快速增长，收入比重将不断提升。

## 运营模式：集成一体化

### 集成一体化运营模式

中国风电目前是中国风电投资领域内产业链最为完善的专业风电集团公司，也是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风力发电上市公司。这种特有运营模式，使得公司可以以较少的资本金投入项目建设，保证了公司可以快速复制项目，迅速扩大规模。

图表 3：公司运营模式



资料来源：公司资料，国元（香港）

## 风电厂投资运营项目

### 风电厂投资运营现有项目

至 2009 年底公司已累计投资 16 间电厂，总装机容量 914MW，集团权益装机容量 561MW。其中 12 间电厂已投产发电，总装机容量 566MW，另在建 4 间风电厂共 349MW。目前公司在北京市、辽宁省、吉林省、内蒙古自治区、甘肃省、河北等地投资近 20 间风力发电厂并建立了区域性管理机构。

图表 4：风电厂投资运营项目明细

2010年运营项目 总装机566MW (权益装机257MW)	2010年在建项目 总装机807MW (权益装机507MW)
昌图辽能协鑫风力发电有限公司 (49.5MW) 25%	甘肃瓜州协合风力发电有限公司 (49.5MW) 100%
太仆寺旗早华协合风力发电投资有限公司 (49.5MW) 49%	内蒙古武川义合美风电场 (49.5MW) 100%
吉林里程协合风力发电有限公司 (49.5MW) 49%	内蒙古科左后旗花灯风电场 (49.5MW) 49%
二连浩特长风协合风力发电有限公司 (49.5MW) 49%	内蒙古开鲁建华风电场 (49.5MW) 49%
吉林泰合风力发电有限公司 (49.5MW) 49%	内蒙古扎鲁特风电场二期 (49.5MW) 49%
阜新中华协合风力发电有限公司 (49.5MW) 24.5%	内蒙古科左后旗花灯风电场二期 (49.5MW) 49%
阜新联合风力发电有限公司 (49.5MW) 24.5%	内蒙古扎鲁特风电场三期 (49.5MW) 49%
阜新华顺风力发电有限公司 (49.5MW) 49%	吉林镇赉黑鱼泡风电场二期 (49.5MW) 49%
阜新巨龙湖风力发电有限公司 (49.5MW) 60%	吉林镇赉林场风电场二期 (49.5MW) 49%
阜新千佛山风力发电有限公司 (49.5MW) 60%	阜新平安地风电场 (49.5MW) 60%
阜新东方红风力发电有限公司 (49.5MW) 60%	昌图辽能协鑫风电二期 (49.5MW) 25%
通辽泰合风力发电有限公司 (49.5MW) 49%	河北康宝风电场一期 (49.5MW) 50%
	乌拉特中旗风电场 (49.5MW) 100%

资料来源: 公司资料, 国元 (香港)

## 风电厂投资计划明细

### 风电场投资计划

2010 年公司计划新开工建设 706MW 的风电项目, 预期新增投产容量达 500MW 以上。而到 2012 年公司累计运营装机容量将达到 3,050MW, 累计权益运营装机容量将达到 2,025MW。按每个 50MW 风电场总投资 4.2 亿元及 80% 银行借款, 根据公司产品股权比例, 2010 年公司资本金需求 8.34 亿元, 我们预计随着电厂的逐步投产运营, 电厂的收入占比从 09 年 18% 有望提升到 25%。

图表 5: 风电场投资计划明细

省份	装机容量 (MW)	2010年前 (MW)	2010 (MW)	2011 (MW)	2012 (MW)	合作伙伴
辽宁	1,410	347	63	99	198	辽能, 上海中华
吉林	2,800	99	99	198	297	中国电力, 天津德恒
黑龙江	300					
河北	400		48	96	96	天津德恒
内蒙古	4,250	120	396	396	447	中国电力, 上海中华
甘肃	200		100	100		
浙江	150					
合计	9,510	566	706	889	1,038	

资料来源: 公司资料, 国元 (香港)

# 优势显著，高速发展

## 独特的商业模式保证项目可以快速复制

独特的商业模式，资本投入较少

中国风电最大的竞争优势是除了风电业务之外，同时还是风电运营服务提供商，这种独特的商业模式，使得公司可以用较少的资本金的投入快速扩大装机容量，而纵向一体化的业务组合，使得各业务之间相互支持配合，保证项目可以给公司风电项目投资带来良好的现金流。

## 丰富的风资源储备，发展空间巨大

风资源储备超过 9GW

截止 09 年底公司可独家开发的风资源储备总量达到 9510MW，公司风资源均处于电价较高而且电网接入条件相对较好，风资源质量较优的风资源区。丰富的风资源储备是持续稳定的风电项目开发及投资的保障。

图表 6: 风资源储备

装机容量MW	辽宁	吉林	黑龙江	内蒙	甘肃	河北	浙江	总量 MW
已投产	347	99		120				566
在建项目	63	99		397	200	48		807
资源储备	1,000	2,602	300	3,733		352	150	8,137
合计	1,410	2,800	300	4,250	200	400	150	9,510

资料来源: 公司资料, 国元(香港)

## 经验丰富的管理团队

经验丰富的管理团队

公司对人才非常的尊重和重视，采取灵活的激励机制，连续 3 年发行股票期权，对人才吸引力非常大，09 年共有 200 多名获得了共 1 亿股股票期权。公司的管理团队与其他外资企业相比，拥有更丰富的风电行业知识，更熟悉中国市场，并具有较强的项目开发能力。

## 先发优势

具先发优势，拥有 3 年良好开发记录

目前风电行业已步入高门槛发展阶段，中国风电在风电项目开发方面具有 3 年的良好开发记录，并与辽宁能源，上海中华，中国电力及天津德恒等合作伙伴建立了强而有力的长期合作关系。

## 规模效应，降低成本

规模效应: 每年建设超过 12 个风电项目

目标每年建设超过 12 个风电项目，并通过专门设立的招标采购中心进行大规模批量采购，来确保低成本及高效率的运作。

## 独立电力生产商

独立电力生产商 IPP, 具有利润导向性

公司具有灵活的企业管理及公司架构，建立了境内及境外投资平台，可以灵活的选择在项目开发的任何阶段是否出售项目，这种利润导向性优势有助于公司保持持续的盈利能力。

## 主营业务专一

主营业务专一，产业链协同效应

公司专注于风力发电产业，目前是中国风电投资领域内产业链最为完善的专业风电集团公司，公司自行建造塔筒，在采购，设计及建造服务中占有明显的竞争优势，在节省塔筒运输费用的同时，更能控制专案项目进程，缩短建造周期。产业链各环节的协力效应，有利于增强公司成本及质量控制能力。

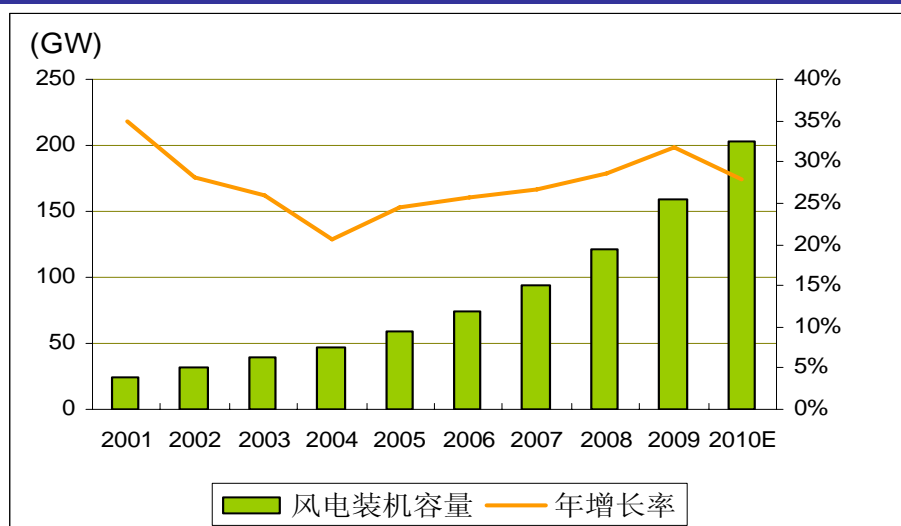
# 风力发电将成为中国能源供应的主要形式

## 全球风电行业高速发展

09年全球风能发电装机容量达到159GW，风能发电增长31%

全球风能协会发布的数据显示，2009年全球风能市场装机资金达450亿欧元，全球风能发电装机容量连续两年超过天然气和太阳能发电装机容量，达到159GW，相当于23台EPR核电机组发电量，风能发电增长31.7%。预计到2010年底，北海沿岸国家将协商出资300亿欧元建立海上风能网计划。

图表7：2001年-2009年全球风电装机容量及年增长率

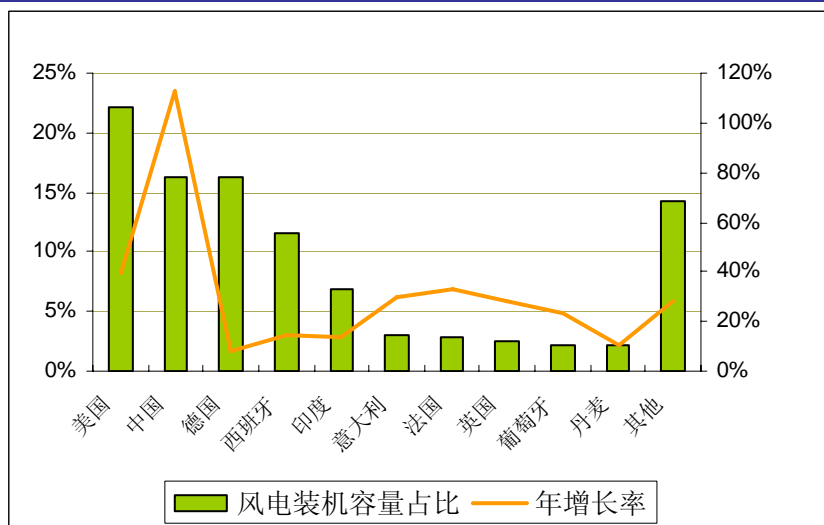


资料来源：WWEA，国元（香港）

2009年中国风能发电占世界风能发电的1/3，风电装机容量增长率位居全球第一

2009年中国风能发电量已占世界风能发电能力的三分之一，09年中国风电总装机容量26.01GW，同比增长113%，增长率位居全球第一。美国受益于奥巴马政府刺激经济计划以及对绿色经济的大量补贴，风能发电增长了39%，欧洲风能发电增长了23%，大约130亿欧元投入风能发电建设，其中15亿欧元用于海上风能发电建设。欧盟4.8%的电力供应来自风能发电。

图表8：2009年全球10大国家风电装机容量占比及年增长率



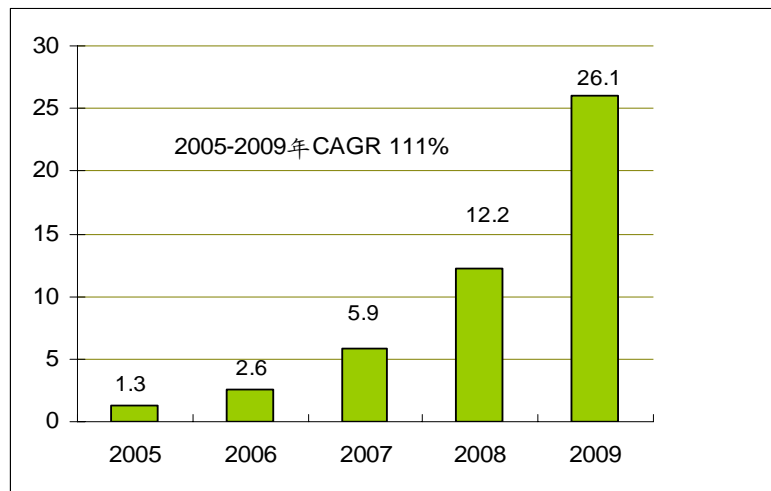
资料来源：WWEA，国元（香港）

## 中国需求巨大

中国风电行业需求巨大

风电行业发展经历了初期示范、产业化建立、规模化及国产化、逐渐完善等四个阶段。现阶段风机的产能大幅提高，风机质量和性能均有明显改进，风机价格 09 年下降了 17-20%，风机订货周期缩短到 3-4 个月。09 年中国风电总上网装机容量 16.1GW，同比增长 80%，总发电量 269 亿 KWH，同比增长 110%。然而，09 年中国风电仅占全国电力运营装机容量和全国总发电量总和的 1.85%和 0.75%。按照目前的发展速度，到 2020 年中国风电装机很可能达到 150GW，可带动 1.5 万亿元的投资，每年产生的 3000 多亿千瓦时的清洁电力，可节能 1 亿吨标准煤，减排二氧化碳 2 亿多吨。

图表 9: 2005-2009 年中国风电装机容量 (GW)



资料来源: 公司资料, 国元 (香港)

图表 10: 中国能源结构 (2009)

能源分类	2009年新增装机容量 (GW)	截止2009年底累计装机容量 (GW)	2009年总发电量 (亿千瓦时)
火电	60.76	652.05	29867
水能	19.89	196.79	5127
风能	8.97	16.13	269
核能		9.08	700
总计	89.7	874.07	35965
风电%	10%	1.85%	0.75%

资料来源: 公司资料, 国元 (香港)

2020 年中国的可再生能源占比 15%，风电装机容量 150GW

中国电网与电源投资比例较低，电网投资还有较大空间

2007 年 9 月，国家发改委公布了我国《可再生能源中长期发展规划》将我国可再生能源的发展目标定为，可再生能源消费量在能源消费总量中的占比从当下的 8%左右，提高到 2010 年的 10%，并在 2020 年进一步发展到 15%。此外，2009 年 11 月 26 日正式对外宣布控制温室气体排放的行动目标，决定到 2020 年单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%—45%。

建国以来我国电力工业投资累计 6.2 万亿元，其中电网投资 2.34 亿元，占 36.2%。2001—2009 年，电网累计投资 1.8 亿元，电源累计投资 2.2 万亿元，电网投资占 45%。其中 2009 年电网投资 3847 亿元，电源投资 3711 亿元，电网投资占 50.9%，这也仍低于国际上电网与电源投资 6：4 的水平。

## 政府政策扶持风电行业

### 全国人大批准可再生能源法修订

国家将可再生能源的开发利用列为能源发展的优先领域，通过制定可再生能源开发利用总量目标和采取相应措施，推动可再生能源市场的建立和发展。国家鼓励和支持可再生能源并网发电。

### 进口关税和增值税先征后退

根据《财政部 国家发展改革委 海关总署 国家税务总局关于落实国务院加快振兴装备制造业的若干意见有关进口税收政策的通知》（财关税[2007]11号）的有关规定，自2008年1月1日（以进口申报时间为准）起，对国内企业为开发、制造大功率风力发电机组而进口的关键零部件、原材料所缴纳的进口关税和进口环节增值税实行先征后退，所退税款作为国家投资处理，转为国家资本金，主要用于企业新产品的研制生产以及自主创新能力建设。同时规定自2008年5月1日起，对新批准的内、外资投资项目（以项目的审批、核准或备案日期为准，以下同）进口单机额定功率不大于2.5兆瓦的风力发电机组（税则号列：85023100）一律停止执行进口免税政策。

### 风电标杆上网电价，分地区价格区间0.51元-0.61元每千瓦时

中国政府在探索风电价格机制和规范风电电价的过程中，一直给予风电行业巨大的支持，从2002年开始，要求电网公司在售电价格上涨的部分中拿出一定份额，补贴可再生能源发电（即高出煤电电价的部分），2002年至2008年，电网和中国政府对风电的政策性补贴力度逐年加大国家对风电的补贴额从1.38亿元上升为23.77亿元。

当前各地风电进入大规模建设阶段，风电电价从招标定价加政府核准并行制度过渡到标杆电价机制，2009年7月底国家发展改革委《关于完善风力发电上网电价政策的通知》（发改价格[2009]1906号）规定，按风能资源状况和工程建设条件，将全国分为四类风能资源区，相应制定风电标杆上网电价。四类资源区风电标杆电价水平分别为每千瓦时0.51元、0.54元、0.58元和0.61元。政府针对四类风能资源区发布的指导价格即最低限价，实际电价由风力发电企业与电网公司签订购电协议确定后，报国家物价主管部门备案。今后新建陆上风电项目，统一执行所在风能资源区的风电标杆上网电价。海上风电上网电价今后根据建设进程另行制定。同时规定，继续实行风电费用分摊制度，风电上网电价高出当地燃煤机组标杆上网电价的部分，通过全国征收的可再生能源电价附加分摊解决。

### 银行财务支持

《可再生能源法》对列入国家可再生能源产业发展指导目录，符合信贷条件的可再生能源开发利用项目上，金融机构可以提供有财政贴息的优惠贷款。银行对风电开发项目提供强有力的信贷支持，在央行基准贷款利率基础上，享受10%的折扣。

## 盈利预测

### 收入预测

预计2010年收入11.7  
亿人民币

2010年,公司将新建14个项目,以一个49.5MW风电项目为例,公司将获取咨询设计收入约200万元-300万元,项目开发收入约400万元-600万元;出售塔筒收入约4000万元-4500万元,相关设备收入约6000万元-7000万元,运行维护收入约450万元。考虑了权益收入后,我们预计2010年公司收入11.7亿人民币。

图表 11: 收入预测

	2010E	2011E	2012E
本年新建项目个数	14	18	21
收入(人民币百万)	1,166	1,499	1,748
EPC收入	455	585	683
塔架设备制造	595	765	893
咨询及设计	53	68	79
运行及维护收入	63	81	95

资料来源: 公司资料, 国元(香港)预测

预计发电运营收入3.5  
亿人民币

由于目前公司营运收入占比不足20%,在会计处理上,公司将此块业务产生的盈利贡献直接在应占共同控制实体业绩中计算。

根据我们预测,公司2010年发电量及电力收入预测如下。

图表 12: 发电运营预测

	2010E	2011E	2012E
装机容量(兆瓦)	1,272	2,162	3,200
权益装机容量(兆瓦)	658	1,224	1,913
发电量(百万千瓦时)	1,556	3,256	5,362
售电收入(人民币百万)	347	799	1,415

资料来源: 公司资料, 国元(香港)预测

### 盈利预测

预计2010年盈利3.73  
亿港元

根据我们预测,公司2010年盈利3.73亿港元,每股盈利0.0513,较09年年化盈利增长54%。

图表 13: 财务数据摘要

单位: 百万港元

	2008A	2009A(9个月)	2010E	2011E	2012E
收入	379	563	1,324	1,703	1,987
增长(年化)		97.7%	76.6%	28.6%	16.7%
应占共同控制实体及联营公司	15	36	66	152	269
增长(年化)		212.5%	38.5%	130.1%	77.2%
净利润	117	181	373	545	727
增长(年化)		107.0%	54.4%	46.0%	33.5%
每股盈利	0.0178	0.0258	0.0513	0.0749	0.0999
增长(年化)		93.0%	49.0%	46.0%	33.5%

资料来源: 公司资料, 国元(香港)预测

# 估值

## PE 估值

PE 估值

我们选取香港上市的新能源发电类型的公司，以 2010 年 25 倍市盈率作为估值标准，则目标价 1.28 港元。

图表 14: 财务数据摘要

	股价	PE			PB		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
中电新能源	0.85	39.17	18.09	14.91	1.13	1.12	1.07
中国光大国际	3.96	34.77	26.76	20.95	2.77	2.85	2.54
龙源电力	9.38	47.44	35.67	23.33	3.00	2.65	2.38
平均		40.46	26.84	19.73	2.30	2.21	2.00

资料来源: 彭博

## 目标价 1.28 港元

目标价 1.28 港元

我们给与公司目标价 1.28 港元，目标价相当于公司 2010 年及 2011 年每股盈利的 25 倍和 17 倍，较现价有 42.4% 的上升空间，首次评级给予买入。

# 投资风险

## 政策风险

政策变化风险

风电是政府支持的项目，政策的变化由此带来可再生能源项目贷款审批及利率的变化，以及增值税抵扣等优惠政策的变化会对公司经营造成影响。

## CDM 收入风险

CDM 收入风险

目前 2012 年后的 CDM 政策还没有清晰的结论，可能对公司收入造成影响，我们此报告未考虑 CDM 收入贡献。

## 电网接入风险

电网接入风险

电网接入能力将成为未来风电发展的控制因素，而电网接入及潜在的限电可能限制风电的发展。

## 发电风险

发电风险

相对于欧美的季风频繁的海洋性气候，中国新疆、甘肃、内蒙古地区都属于干燥的高原地区，风速低、大风时间短，空气密度小。中国风力发电存在装机容量大，发电量低，故障率高，有效发电时间短的风险。

## 其他风险

其他不可抗力

不可抗力等其它风险，影响公司的正常营运。

# 主要财务报表

损益表						财务分析				
百万港元 2010年开始财务年截止12月31日 (09年为9个月)										
	FY2008A	FY2009E	FY2010E	FY2011E	FY2012E	FY2008A	FY2009E	FY2010E	FY2011E	FY2012E
收入	379.4	562.6	1,324.4	1,702.8	1,986.6	<b>盈利能力</b>				
毛利	135.2	238.7	541.4	696.0	812.0	毛利率 (%)	35.6%	42.4%	40.9%	40.9%
其他业务收入	43.8	21.5	30.2	41.3	54.5	EBITDA 利率 (%)	36.2%	36.0%	31.3%	35.4%
管理费用	(32.1)	(57.9)	(140.0)	(180.0)	(210.0)	净利率 (%)	30.8%	32.2%	28.2%	32.0%
其他费用	(34.5)	(41.9)	(96.1)	(123.6)	(144.1)	<b>营运表现</b>				
营运收入	112.3	160.4	335.5	433.8	512.4	SG&A/收入 (%)	8.5%	10.3%	10.6%	10.6%
财务费用	(5.5)	(1.7)	(2.2)	(2.7)	(3.2)	实际税率 (%)	3.3%	6.5%	6.5%	6.5%
控股及联营公司	15.2	35.7	66.0	151.8	268.9	股息支付率 (%)	-	-	-	-
税前盈利	122.0	194.4	399.2	582.9	778.1	库存周转	76.8	58.8	57.3	57.3
所得税	(4.0)	(12.7)	(26.0)	(37.9)	(50.6)	应付账款天数	173.7	217.3	186.9	181.0
少数股东应占利润	(0.7)	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款天数	37.3	31.8	30.2	28.7
净利润	116.8	181.2	373.2	544.9	727.4	<b>财务状况</b>				
折旧及摊销	(4.5)	(4.7)	(11.5)	(14.8)	(17.2)	净负债/股本	N/A	-0.16	-0.21	-0.29
EBITDA	137.5	202.6	415.1	603.0	801.8	收入/总资产	0.14	0.16	0.31	0.33
增长						总资产/股本	0.48	0.52	0.57	0.69
总收入 (%)	75.4%	48.3%	135.4%	28.6%	16.7%	盈利对利息倍数	20.39	92.77	149.18	160.75
EBITDA (%)	17.7%	47.3%	104.9%	45.3%	33.0%					

资产负债表						现金流量表				
百万港元 2010年开始财务年截止12月31日 (09年为9个月)						百万港元 2010年开始财务年截止12月31日 (09年为9个月)				
	FY2008A	FY2009E	FY2010E	FY2011E	FY2012E	FY2008A	FY2009E	FY2010E	FY2011E	FY2012E
现金	745.1	1,109.6	1,575.2	2,130.3	2,772.4	EBITDA	137.5	202.6	415.1	603.0
应收账款	38.8	48.9	109.5	133.7	148.2	融资成本(收入)	5.5	1.7	2.2	2.7
存货	51.4	52.2	122.9	158.1	184.4	营运资金变化	361.8	77.2	144.3	111.9
其他流动资产	115.5	98.9	117.4	156.5	198.5	所得税	(4.0)	(12.7)	(26.0)	(37.9)
总流动资产	950.8	1,309.6	1,925.0	2,578.5	3,303.5	营运性现金流	500.8	268.8	535.7	679.7
固定资产	47.8	123.2	172.5	241.5	338.1	资本开支	(82.3)	(363.5)	(97.8)	(247.2)
无形资产	1,218.5	1,220.7	1,220.7	1,220.7	1,220.7	其他投资活动	1.7	7.9	14.7	1.7
长期投资	421.0	835.4	901.4	1,053.2	1,322.1	投资性现金流	(80.6)	(355.6)	(83.2)	(152.3)
其他非流动资产	6.0	16.6	34.1	49.7	66.4	负债变化	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产	2,638.1	3,489.0	4,219.6	5,093.9	6,184.4	股本变化	0.0	411.1	0.0	13.2
短期负债	0.0	34.1	40.9	49.1	58.9	股息	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款	116.2	192.9	401.0	499.3	577.6	其他融资活动	(6.7)	33.9	6.8	8.1
短期银行贷款	19.3	0.0	0.0	0.0	0.0	融资性现金流	(6.7)	445.0	6.8	21.3
其他短期负债	1.4	11.0	22.7	33.1	44.2	现金变化	413.5	358.2	459.3	548.7
总短期负债	136.9	238.0	464.5	581.5	680.6	汇兑收益	(4.0)	6.3	6.3	6.3
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	期初持有现金	335.5	745.1	1,109.6	1,575.2
其他负债	23.2	0.0	0.0	0.0	0.0	期末持有现金	745.1	1,109.6	1,575.2	2,130.3
总负债	160.2	238.0	464.5	581.5	680.6					
少数股东权益	13.6	0.0	0.0	0.0	0.0					
股东权益	2,471.0	3,267.8	3,641.0	4,185.9	4,913.4					
每股账面值	0.43	0.45	0.50	0.58	0.68					
营运资金	813.9	1,071.7	1,460.4	1,997.0	2,622.8					

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级:

买 入	预期股价在未来 12 个月上升 15%以上
中 性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15%以内
卖 出	预期股价在未来 12 个月下跌 15%以上

### 免责声明:

此刊物只供阁下参考,在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写,所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础,只是表达观点,国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

- (1) 分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见;及
- (2) 分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定,投资者务请运用个人独立思考能力,谨慎从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前,应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能

- (1) 随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系;及
- (2) 已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元(香港)事先授权,任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

#### 规范性披露

- 分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。
- 国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去 12 个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托,并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

### 国元证券(香港)有限公司

香港中环德辅道中 189 号李宝椿大厦 18 楼

电 话: (852) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>