



【联讯电新年报点评】节能风电：预计 2017 年盈利能力将大幅改善

2017 年 03 月 24 日

增持(首次评级)

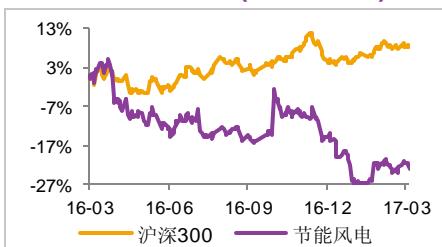
当前价： 8.46 元
目标价： 9 元

电力设备新能源研究组

分析师：王凤华
执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：樊志斌
电话：010-64408919
邮箱：fanzhibin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,415	1,698	2,038	2,445
(+/-)	4.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	269	312	387	489
(+/-)	1.2%	15.8%	24.0%	26.4%
EPS(元)	0.09	0.11	0.13	0.16
P/E	93.2	80.5	64.9	51.3

资料来源：联讯证券研究院

投资要点

公司近日发布 2016 年年报，全年实现营业收入 14.15 亿元，同比增加 4.11%；营业利润实现 2.25 亿元，同比增加 28.09%；归母净利润 1.89 亿元，同比减少 7.26%；每股收益 0.09 元，较 2015 年下降 0.02 元；每股现金流-0.95 元。

◆ 财务状况稍微低于预期

毛利率和归母净利润下滑。2016 年国内弃风限电问题比 2015 年有所加重，同时上网电价下调，两因素导致公司位于甘肃、新疆的风电场出现亏损，拖累公司整体毛利率从 2015 年的 48.10% 下滑至 44.99%。但是，公司在河北地区风场收入同比增加 25.21%，毛利率也增加 6.48 个 pct，主要是由于 2016 年 2 月张北绿脑包风电场二期 100MW 工程投入运营所致。

应收账款同比增加 66%。主要是可再生能源电价补贴增加。

◆ 非限电地区风场开发力度加快

公司作为中节能旗下风电场运营专属平台，在项目资源获取上有一定的优势。目前公司在中东部及南部市场有在建项目 **42.8 万千瓦**，在贵州、安徽、湖南、广东、重庆、江西、山东等有资源储备的区域正在开展前期项目开发和可行性研究论证工作；同时，公司加快了海上风电布局，目前正在开展阳江、乐亭等海上风电项目的勘察设计和项目论证工作。

此外，公司亦加快了海外市场开发步伐。2016 年 3 月底公司公告与金风科技合作开发建设澳大利亚白石 17.5 万千瓦风电场项目，其中公司占股 75%，金风科技占 25%。该项目位于新南威尔士州北部，海拔高程 800m~1000m，风电场年平均风速为 7.2m/s-7.4 m/s，风资源良好。项目总投资为 43726 万澳元，公司 2016 年投入该项目 7.05 亿元。该项目 2016 年 5 月份开工，预计今年下半年至明年上半年陆续并网发电。通过白石项目，公司掌握了海外风电项目并购及建设运营流程，为海外业务拓展积累了经验。

◆ 能源局红色预警+特高压+新疆基建助力公司改善盈利能力

2016 年公司归母净利润下滑主要是受甘肃和新疆限电拖累所致。我们认为有三个因素将改善公司在这两个地区的盈利能力。

- 能源局红色预警暂停新建。**今年 2 月，能源局下发文件将甘肃、新疆等 6 省设为风电投资红色预警区域，要求这些预警区域不得核准建设新的风电项目，并要求采取有效措施着力解决弃风问题；
- 特高压等跨区跨省输电通道的建设，风电等新能源将优先外送；**
- 新疆今年加大基础设施建设力度，固定资产投资同比增长 50%，预计电力需求快速上升，促进风电消纳。**



✧ 盈利预测与投资评级：增持

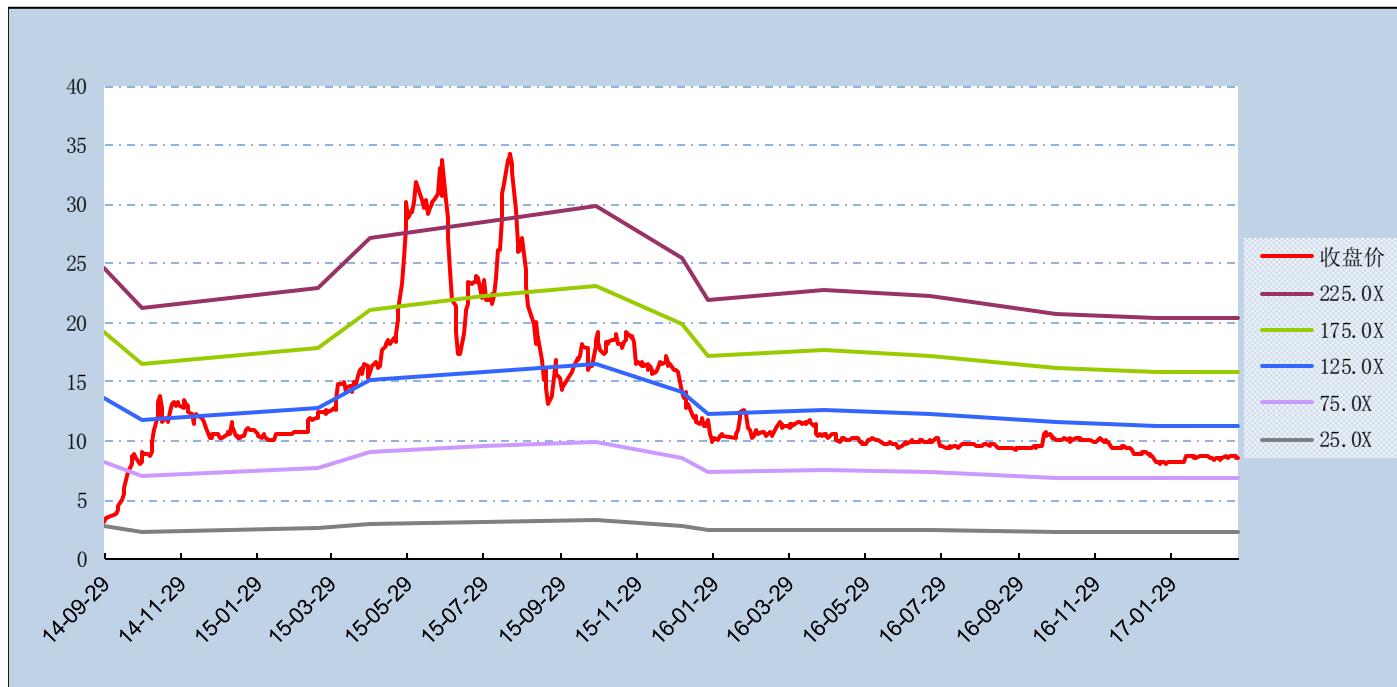
我们预计 17-19 年 EPS 分别为 0.10、0.13、0.17 元，对应 PE 分别为 81、63、49 倍，参照板块可比公司，给予 90 倍 PE 估值，对应的价格为 9 元，给予“增持”评级。

✧ 风险提示

弃风限电进一步恶化、补贴资金不能及时到位等。

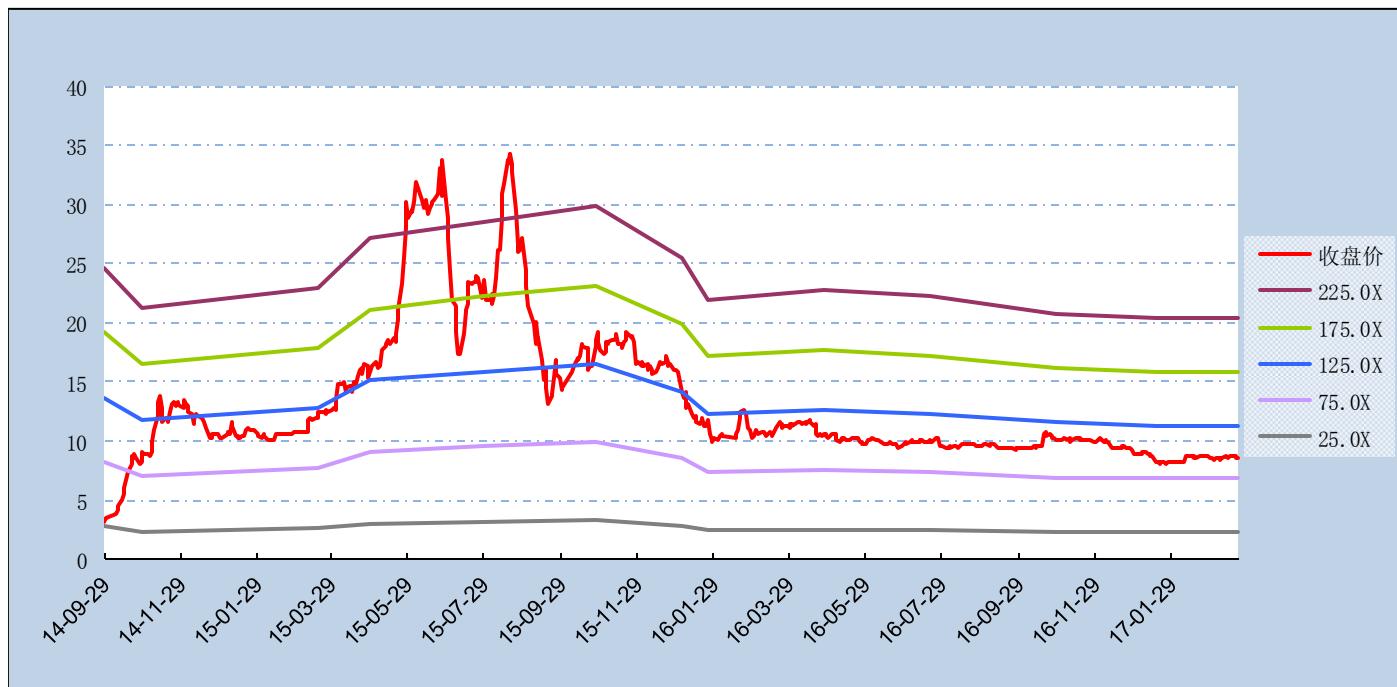


图表1：公司 PE Band 图



资料来源:wind, 联讯证券

图表2：公司 PB Band 图



资料来源:wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1186.30	2585.94	3167.16	4739.08
应收和预付款项	805.43	902.55	1059.94	1295.74
存货	116.65	132.47	177.29	200.94
其他流动资产	210.58	210.58	210.58	210.58
长期股权投资	4.66	5.96	7.26	8.56
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	14271.31	14090.76	13875.21	13624.66
无形资产和开发支出	176.50	160.24	143.99	127.73
其他非流动资产	835.83	835.39	834.95	834.95
资产总计	17607.26	18923.90	19476.38	21042.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1613.25	2018.45	1708.76	2443.25
长期借款	7937.32	8637.32	9237.32	9737.32
其他负债	970.10	970.10	970.10	970.10
负债合计	10520.67	11625.87	11916.18	13150.66
股本	2077.78	2077.78	2077.78	2077.78
资本公积	3250.26	3250.26	3250.26	3250.26
留存收益	1024.44	1142.33	1288.50	1473.26
归属母公司股东权益	6352.48	6470.37	6616.54	6801.30
少数股东权益	718.63	812.18	928.18	1074.80
股东权益合计	7071.11	7282.55	7544.72	7876.10
负债和股东权益合计	17591.78	18908.42	19460.90	21026.77
利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1415.19	1698.23	2037.88	2445.45
减:营业成本	778.52	934.20	1161.59	1418.36
营业税金及附加	10.57	12.69	15.22	18.27
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	92.30	98.50	118.20	141.84
财务费用	320.67	371.93	382.14	385.42
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	12.34	1.30	1.30	1.30
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	225.47	282.22	362.02	482.87
加:其他非经营损益	111.15	133.40	153.41	168.75
利润总额	336.62	415.62	515.44	651.62
减:所得税	67.27	103.58	128.53	162.58
净利润	269.35	312.04	386.90	489.04
减:少数股东损益	80.76	93.55	116.00	146.62
归属母公司股东净利润	188.60	218.49	270.90	342.42

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
税后经营利润	170.54	210.69	270.54	361.17
折旧与摊销	660.17	897.24	932.24	966.81
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
利息费用	356.51	371.93	382.14	385.42
存货的减少(增加以“-”填列)	-37.17	-15.82	-44.82	-23.66
经营性应收项目的减少(增加以“-”填列)	-133.25	-97.13	-157.38	-235.80
经营性应付项目的增加(减少以“-”填列)	56.36	405.20	-309.69	734.48
其他经营活动有关的现金流量	-21.16	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	1,138.29	1,772.11	1,073.04	2,188.43
投资活动产生的现金流量	-2,677.72	-599.95	-584.94	-573.44
筹资活动产生的现金流量	-444.76	227.47	93.12	-43.08
现金净增加额	-1,978.15	1,399.64	581.22	1,571.91
主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
毛利率	44.99%	44.99%	43.00%	42.00%
三费/销售收入	29.18%	27.70%	24.55%	21.56%
EBIT/销售收入	46.46%	46.37%	44.04%	42.41%
EBITDA/销售收入	93.11%	99.21%	89.79%	81.94%
销售净利率	19.03%	18.37%	18.99%	20.00%
ROE	2.97%	3.38%	4.09%	5.03%
ROA	3.73%	4.16%	4.61%	4.93%
ROIC	3.65%	3.55%	4.19%	4.78%
销售收入增长率	4.11%	20.00%	20.00%	20.00%
EBIT 增长率	-4.58%	19.79%	13.97%	15.54%
EBITDA 增长率	2.55%	27.87%	8.61%	9.51%
净利润增长率	1.19%	15.85%	23.99%	26.40%
总资产增长率	0.74%	7.48%	2.92%	8.04%
股东权益增长率	1.47%	1.86%	2.26%	2.79%
经营营运资本增长率	26.94%	-21.67%	31.71%	-42.44%
资产负债率	59.75%	61.43%	61.18%	62.50%
投资资本/总资产	78.51%	70.49%	69.95%	61.24%
带息债务/总负债	75.44%	74.29%	77.52%	74.04%
流动比率	93.42%	132.70%	179.03%	194.62%
速动比率	80.24%	120.82%	163.98%	182.20%
股利支付率	49.58%	46.04%	46.04%	46.04%
收益留存率	50.42%	53.96%	53.96%	53.96%
总资产周转率	0.08	0.09	0.10	0.12
固定资产周转率	0.13	0.13	0.15	0.19
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转率	1.82	2.02	2.01	2.02

资料来源：公司财务报告、联讯证券



分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10% 之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5% 之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5% 以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5% 以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com