



中闽能源(600163.SH)

【联讯电新公司深度】中闽能源：海上风电资产注入，有望带动业绩高速增长

2019年04月07日

投资要点

买入(首次评级)

当前价：4.44元
目标价：

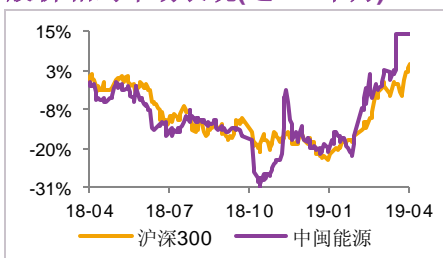
分析师：韩晨 CFA

执业编号：S0300518070003
电话：021-51759955
邮箱：hanchen@lxsec.com

分析师：夏春秋 CFA

执业编号：S0300517050001
电话：021-51782230
邮箱：xiachunqiu@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

| 百万元 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 507 | 537 | 670 | 808 |
| (+/-) | 28.5 | 6.0 | 24.8 | 20.6 |
| 归母净利润 | 153 | 149 | 211 | 248 |
| (+/-) | 45.3 | (3.3) | 41.7 | 17.7 |
| EPS(元) | 0.15 | 0.15 | 0.21 | 0.25 |
| P/E | 32.5 | 29.8 | 21.0 | 17.9 |

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

《【联讯电新海上风电专题之一】东风起兮，海上风电发展正当时》2018-09-16

《【联讯电新海上风电专题之二】风劲帆满正当时，欧洲海上风电研究》2019-01-21

◇ 专注新能源开发，获大股东支持

2015年，公司通过重大资产重组，置入了中闽能源100%的股权，公司控股股东投资集团承诺在合适时机，将符合注入条件的电力资产全部注入上市公司。公司主营业务为陆上风力发电、光伏发电项目的投资建设、运营及管理。公司控股股东为福建省投资开发集团有限责任公司，持股比例为47.2%，其实际控制人为福建省国资委。2018年第三季度，公司实现营业收入3.6亿元，同比增长27.09%，归属于上市公司股东的净利润9,659.72万元，同比增长14.15%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润9,645万元，同比增长29.96%。近期，公司公告增发购买资产预案，拟向大股东投资集团发行股份和可转换公司债券购买中闽海电100%股权。

◇ 福建省海风资源优渥，公司获得业绩增长新机遇

由于台湾海峡的“狭管效应”，福建省风力资源丰富，平均利用小时数常年位居第一。国内海上风电的大规模商业开发，给福建省的海上风电发展带来了契机。2017年3月，能源局复函同意福建省最新的海上风电场工程规划报告中，福建省海上风电规划总规模1330万千瓦，到2020年底，福建省海上风电装机规模要达到200万千瓦以上，到2030年底要达到300万千瓦以上。中闽海电是最早涉足福建省海上风电的公司之一，目前拥有平海湾海上风电场一、二、三期的开发权，合计约60万千瓦。此次计划注入上市公司一期、二期项目，合计约30万千瓦。三期项目目前尚未开工，将会在满足注入条件后注入上市公司。公司在交易完成后，海上风电装机容量将达到30万千瓦，约占公司装机容量4成，公司业绩有望高速增长。

◇ 海上风电成为优质资源，回报有望超预期

公司此次注入的莆田平海湾一期项目已于2016年9月投产，2018年，该项目实现发电量21,217.83万千瓦时，利用小时达到4244小时。以300MW的海上风电场3亿元年平均利润考虑，中闽海电60万千瓦的项目完全投产后，将带来约6亿元净利润。并且以福建海上风电的13.3GW规划看，上市公司将有机会获得更多的海上风电投资项目，海上风电将成为公司未来业绩的主要增量。

◇ 陆上风电项目平稳推进

公司所属新能源电站主要分布在福建、黑龙江、新疆三个省，公司风力发电装机容量居福建省风电行业第三位。截至2018年底，公司并网装机容量为43.65万千瓦，其中：风电装机41.65万千瓦，光伏装机2万千瓦。此外，公司福清大帽山、王母山、马头山风电场项目和平潭青峰二期风电项目正在建设过程中，总装机容量20.7万千瓦。我们预计，大帽山、王母山、马头



山风电场三个项目能够在 2019 年投运，保证了公司业绩稳定增长。

◇ 盈利预测

在不考虑中闽海电资产注入的情况下，我们预计公司 2018-2020 年营收分别为 5.37 亿元、6.7 亿元和 8.08 亿元；归母净利润分别为 1.49 亿元、2.11 亿元和 2.48 亿元，EPS 分别为 0.15 元、0.21 元和 0.25 元，对应 PE 为 30X、21X 和 18X，考虑到公司未来海上风电项目资产的注入及后续海上风电的发展带来的业绩高速增长，首次推荐，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

中闽海电资产注入未完成；海上风电项目进度不达预期；公司陆上风电项目推进不达预期。



目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 投资案件 | 4 |
| 投资评级与估值 | 4 |
| 关键假设点 | 4 |
| 有别于大众的认识 | 4 |
| 股价表现催化剂 | 4 |
| 核心风险提示 | 4 |
| 一、海上风电资产注入，获得未来增长动力 | 5 |
| （一）专注新能源开发，获大股东支持 | 5 |
| （二）风电占比较高，业绩稳步增长 | 5 |
| 二、福建大力发展海上风电，注入资产将成为主要增长点 | 6 |
| （一）福建海风资源优，公司业绩有望高速增长 | 6 |
| （二）平海湾海上风电是优质资源，将带来超预期回报 | 9 |
| 三、陆上风电项目平稳推进 | 11 |
| 四、盈利预测与投资评级 | 11 |
| 五、风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图表 1： 公司股东持股情况 | 5 |
| 图表 2： 公司营业收入及增长 | 6 |
| 图表 3： 公司归母净利润及增长 | 6 |
| 图表 4： 公司毛利率 | 6 |
| 图表 5： 2017 年公司营收构成 | 6 |
| 图表 6： 福建省风电平均利用小时数常年位居第一 | 7 |
| 图表 7： 各省海上风电规划 | 7 |
| 图表 8： 福建省规划海上风电场情况 | 8 |
| 图表 9： 福建省海上风力资源优越 | 9 |
| 图表 10： 300MW 近海风电工程经济效益分析 | 10 |
| 图表 11： 年平均利润与利用小时之间关系（万元） | 10 |
| 图表 12： 公司投运电站情况 | 11 |
| 图表 13： 可比公司比较 | 12 |
| 附录： 公司财务预测表（百万元） | 13 |



投资案件

投资评级与估值

在不考虑中闽海电资产注入的情况下,我们预计公司 2018-2020 年营收分别为 5.37 亿元、6.7 亿元和 8.08 亿元;归母净利润分别为 1.49 亿元、2.11 亿元和 2.48 亿元, EPS 分别为 0.15 元、0.21 元和 0.25 元,对应 PE 为 30X、21X 和 18X,考虑到公司未来海上风电项目资产的注入及后续海上风电的发展带来的业绩高速增长,首次推荐,给予“买入”评级。

关键假设点

公司陆上风电业务平稳推进,近两年业绩将有稳步增长。综合公司各业务发展情况,我们对公司收入成长及盈利作出预测,核心假设及关键指标情况如下。

核心假设:

依据公司风电建设情况,预计公司福清大帽山、王母山、马头山风电场项目 2019 年陆续投运和平潭青峰二期风电项目 2020 年投运。

公司风电项目平均利用小时恢复至 2700 小时以上。

有别于大众的认识

市场认为公司主要在福建投资新能源项目,业绩增长动力有限,主营业务亮点较少。

我们认为,公司目前陆上风电场、光伏项目全年盈利可以稳定保持在 1.5 亿元左右,且后续公司还将继续在风电、光伏等新能源上积极投入,目前在建项目约为公司装机容量一半,后续增速较为客观。尤其在未来,公司将大股东海上风电项目注入后,三个项目合计 60 万千瓦的容量,将使公司装机容量翻倍增长。此外,公司因为是福建当地国企,在海风资源优渥的福建海风市场能够获得较多项目资源,为公司后续发展带来新的动力。

股价表现催化剂

- 1、资产注入顺利推进;
- 2、核准海上风电项目开工建设;

核心风险提示

- 1、中闽海电资产注入未完成;
- 2、海上风电项目进度不达预期;
- 3、公司陆上风电项目推进不达预期。



一、海上风电资产注入，获得未来增长动力

（一）专注新能源开发，获大股东支持

公司原名“福建省南纸股份有限公司”，前身为南平造纸厂，于1998年在上交所上市。2015年，公司通过重大资产重组，以原福建南纸全部资产和负债进行资产置换，置入了中闽能源100%的股权，并更名为“中闽能源股份有限公司”。重组时，公司控股股东投资集团承诺在合适时机，将符合注入条件的电力资产全部注入上市公司。

中闽能源股份有限公司，由福建投资开发总公司于1993年在福建省成立。公司主营业务为陆上风力发电、光伏发电项目的投资建设、运营及管理，按照每年“投产一批、开工一批、储备一批”的滚动发展战略，坚持实体运营与资本运作“两条腿”并行、省内发展与走出去发展“两条路”共进，充分利用资本市场平台，把握绿色清洁能源发展和电力体制改革有利时机，致力于做大做强可再生、新能源主业，择机进入高端产业。

截至2019年第一季度，公司控股股东为福建省投资开发集团有限责任公司，持股比例为47.2%，其实际控制人为福建省国资委，同时，福建省投资开发集团与海峡产业投资基金（福建）有限合伙企业、福建华兴创业投资有限公司、福建省铁路投资有限责任公司和福建华兴新兴创业投资有限公司形成一致行动人，占公司总股本55.24%。

图表1： 公司股东持股情况

| 股东名称 | 持股比例（%） |
|--------------------|---------|
| 福建省投资开发集团有限责任公司 | 47.20 |
| 海峡产业投资基金(福建)有限合伙企业 | 2.58 |
| 福建华兴创业投资有限公司 | 2.56 |
| 福建省水利投资开发集团有限公司 | 1.70 |
| 福建省铁路投资有限责任公司 | 1.61 |
| 福建华兴新兴创业投资有限公司 | 1.29 |
| 福建省招标采购集团有限公司 | 1.09 |

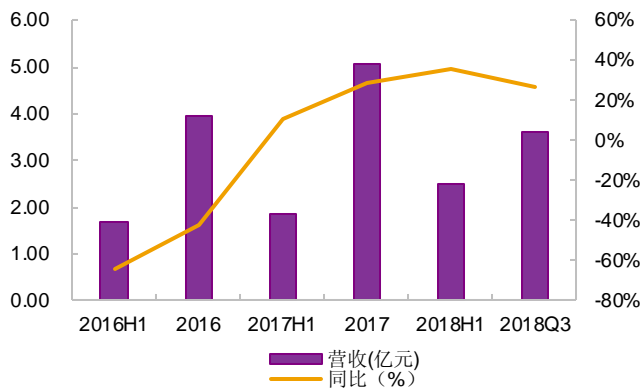
资料来源：公司公告，联讯证券

（二）风电占比较高，业绩稳步增长

公司在福建省内沿海、新疆、黑龙江等区域运营了一批风光电资源项目，具有较高的生产运营效率、丰富的建设运营经验、专业的管理人才团队和良好的企业品牌形象。进入2017年以后，公司业绩稳步增长，2018年第三季度，公司实现营业收入3.6亿元，同比增长27.09%，归属于上市公司股东的净利润9,659.72万元，同比增长14.15%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润9,645万元，同比增长29.96%。同时，公司也积极致力于对外股权投资，扩大延伸业务范围。

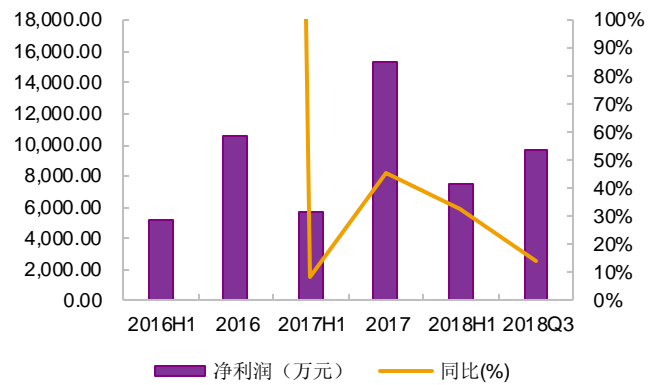


图表2: 公司营业收入及增长



资料来源:公司公告, 联讯证券

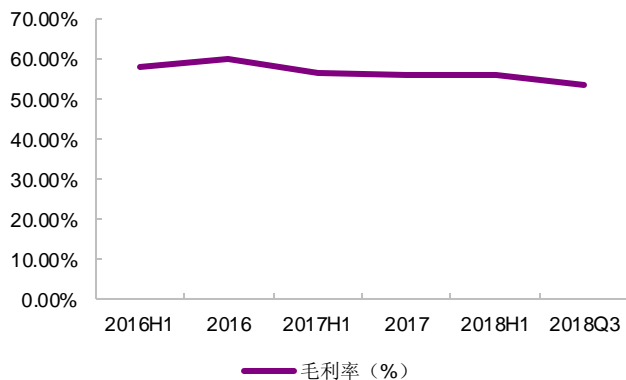
图表3: 公司归母净利润及增长



资料来源:公司公告, 联讯证券

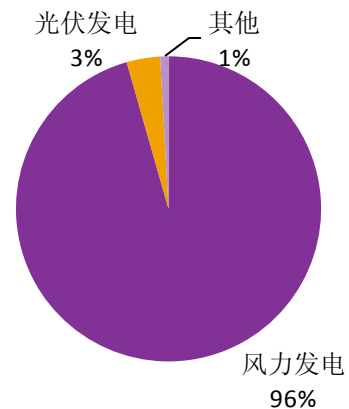
近期,公司公告增发购买资产预案,拟向大股东投资集团发行股份和可转换公司债券购买中闽海电 100%股权。本次交易完成后,上市公司业务范围将在现有业务基础上增加海上风力发电项目的投资建设、运营及管理,业务结构得到进一步丰富,在清洁能源发电业务领域的市场竞争力得到进一步提升。

图表4: 公司毛利率



资料来源:公司公告, 联讯证券

图表5: 2017年公司营收构成



资料来源:公司公告, 联讯证券

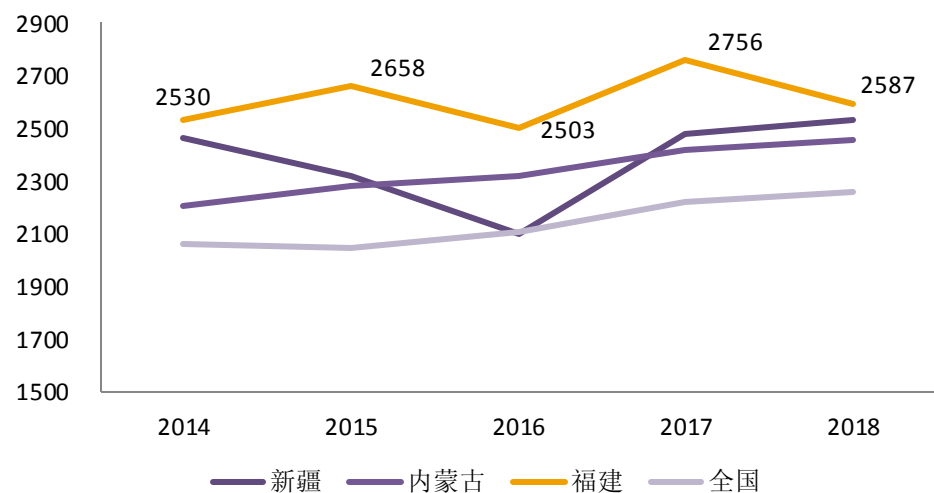
二、福建大力发展海上风电,注入资产将成为主要增长点

(一) 福建海风资源优,公司业绩有望高速增长

福建省因为优越的地理条件,沿海地区风电利用小时位于国内前列。台湾海峡的“狭管效应”,导致了福建沿海地区优越的风力资源,从全国风电平均利用小时统计数据中可以看到,福建省平均利用小时数常年位居第一,也应证了福建省风资源的优渥。



图表6：福建省风电平均利用小时数常年位居第一



资料来源:联讯证券

由于福建省内陆地区多为丘陵地形，并且受到环保对于林地保护的约束，陆上风场可开发区域有限，所以虽然有着优渥的风资源，但历年风电新增装机量有限。现阶段，国内海上风电发展迅速，几个沿海大省都规划了较大规模的新增装机。国内海上风电从初期的尝试阶段，转而进入了目前大规模商业开发阶段，给了福建省的海上风电发展带来了契机。

图表7：各省海上风电规划

| 省份 | 最新批复年份 | 之前批复规模 (GW) | 调整后规模 (GW) | 主要规划区域 |
|---------|---------|-------------|----------------------------|-----------------------------------|
| 江苏 | 2012 | 12.15 | 14.46 | 如东、东台、盐城大丰、射阳、滨海 |
| 浙江 | 2016 | 6.47 | | 嘉兴、宁波、舟山、台州、温州 |
| 福建 | 2017.3 | 10.6 | 13.3 | 长乐东洛、长乐外海、福清海坛海峡、福清兴化湾、福清东壁岛、连江外海 |
| 广东 | 2018.4 | 10.71 | 66.85 (近海浅水 9.85, 近海深水 57) | 汕头、揭阳、汕尾、惠州、珠海、江门、阳江、湛江 |
| 海南 | 2014.11 | 3.95 | | 东方、乐东、临高、文昌、儋州 |
| 山东 | 2012.4 | 12.75 | 东营和东台等市调整 | 鲁北、莱州湾、勃中、长岛、半岛北、半岛南 |
| 上海 | 2011.8 | 5.95 | 6.15 | 东海大桥、奉贤、南汇、横沙、崇明 |
| 河北 | 2012.5 | 5.8 | | 唐山、沧州 |
| 辽宁 (大连) | 2013.7 | 2.2 | | 花园口、庄河 |
| 合计 | | 70.58 | 74.93 | |

资料来源：各省海上风电规划，联讯证券



相比陆上风电，海上风电具有风资源更好、利用小时更高、风机单机量更大、消纳情况更好等众多优势。（详见报告：《【联讯电新海上风电专题之一】东风起兮，海上风电发展正当时》）

福建将大力发展海上风电。2017年3月，能源局复函同意福建省最新的海上风电场工程规划报告。报告中，福建省海上风电规划总规模1330万千瓦，包括福州、漳州、莆田、宁德和平潭所辖海域17个风电场，相比之前的1060万千瓦的规划，增加了270万千瓦。到2020年底，福建省海上风电装机规模要达到200万千瓦以上，到2030年底要达到300万千瓦以上。

图表8：福建省规划海上风电场情况

| 名称 | 规划面积 (km ²) | 规划容量(万千瓦) |
|----------|-------------------------|-----------|
| 宁德霞浦 | 195.8 | 100 |
| 连江定海湾 | 19.7 | 10 |
| 海坛海峡 | 5.3 | 40 |
| 福清兴化湾 | 35.9 | 30 |
| 平潭大练 | 35.7 | 25 |
| 平潭草屿 | 26.4 | 20 |
| 莆田平海湾 | 248.2 | 145 |
| 莆田南日岛 | 86 | 60 |
| 莆田石城渔港 | 25 | 20 |
| 泉州泉港山腰 | 13.4 | 10 |
| 泉州湾 | 26.4 | 20 |
| 漳浦六鳌 | 207.6 | 100 |
| 东山西埔 | 24.7 | 10 |
| 福鼎晴川湾 | 31.3 | 15 |
| 福州长乐 | 400.8 | 200 |
| 平潭长江澳 | 21.6 | 20 |
| 平潭离岛海上风电 | 10 | 10 |
| 湄洲湾海上风电场 | 200 | 100 |
| 莆田黄瓜屿 | 17.3 | 20 |
| 莆田南日大麦屿 | 29.2 | 20 |
| 龙梅隆教湾 | 194.5 | 60 |
| 东山湾海上风电场 | 62.3 | 25 |

资料来源：福建省海上风电规划，联讯证券

根据各规划场址建设条件及估算的经济性情况分析，位于福建中部风能资源丰富区的海上风电场较有竞争力，排名靠前的有海坛海峡、莆田平海湾、莆田南日岛等。莆田平海湾海上风电场、漳浦六鳌海上风电场、宁德霞浦海上风电场规划规模为百万千瓦以上，已列入福建省海上风电首批示范项目。综上分析，莆田平海湾、莆田南日岛、海坛海峡、漳浦六鳌、石城渔港、平潭大练等场址将优先开发，其次为平潭草屿、福清兴化湾、宁德霞浦、泉州湾、泉港山腰等场址。

中闽海电是最早涉足福建省海上风电的公司之一，目前拥有平海湾海上风电场一、二、三期的开发权，合计约60万千瓦。此次计划注入上市公司一期、二期项目，合计约30万千瓦。三期项目目前尚未开工，将会在满足注入条件后注入上市公司。



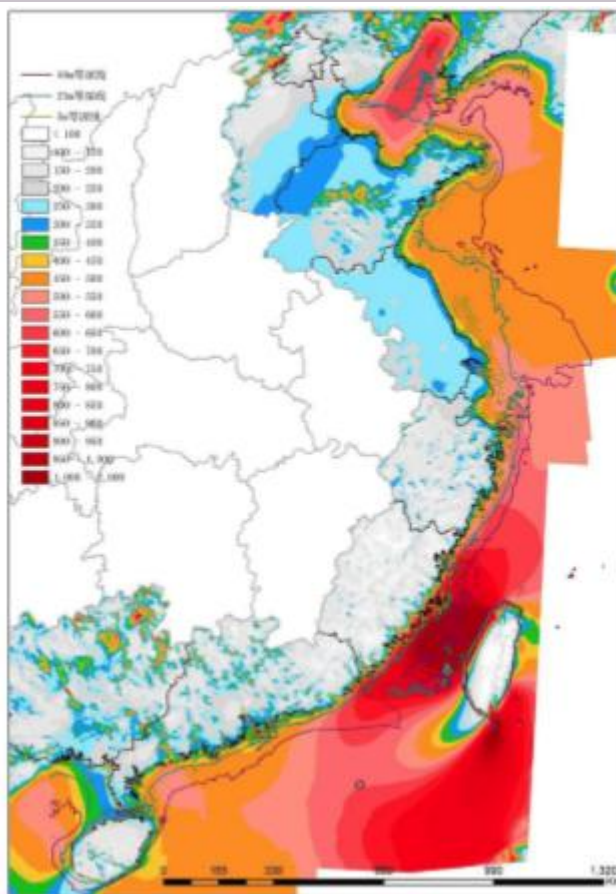
莆田平海湾海上风电场一期，项目容量 50MW，项目全部 10 台风机已于 2016 年 9 月 1 日实现正式并网发电并开始确认收入。

莆田平海湾海上风电场二期，项目容量 246MW，建设 41 台 6MW 级风力发电机组，项目建设工期 36 个月。二期项目目前仍处于建设期，预计自 2019 年下半年开始分批并网发电。

莆田平海湾海上风电场三期，项目容量 312MW，已于 2018 年 12 月 29 日获得核准，尚未开工建设。

公司在交易完成后，海上风电装机容量将达到 30 万千瓦，约占公司装机容量 4 成，公司业绩有望高速增长，随着平海湾三期海上风电建设工作的开展，公司风电业务成长潜力将进一步释放。公司未来有望依靠大股东省投资开发集团优势，借助福建发展海上风电的东风，继续投资海上风电业务。我们认为，公司作为福建省国资委下的能源企业在福建省内的项目获得上有其地域优势，加之福建省得天独厚的海上风力资源，公司的海上风电业务将使得公司业绩高速增长。

图表9：福建省海上风力资源优越



资料来源:百度图库，联讯证券

（二）平海湾海上风电是优质资源，将带来超预期回报

风电场运营的成本主要是前期的固定资产投资所带来的资产折旧，没有燃料费用，成本相对固定，所以影响风电场利润的主要因素就是发电量。公司此次注入的莆田平海湾一期项目已于 2016 年 9 月投产，项目总投资为 8.5 亿元，10 台 5MW 级风力发电机



组。2017年，该项目实现发电量 23,924 万千瓦时，利用小时达到 4785 小时。2018 年，该项目实现发电量 21,217.83 万千瓦时，利用小时达到 4244 小时。

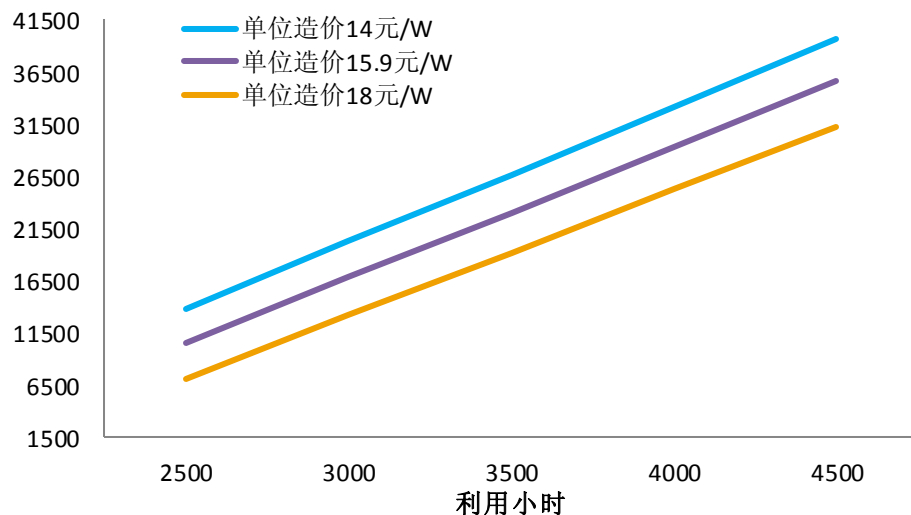
我们用我们的模型（假设了一个 300MW 规模的近海风电场，动态投资 47.7 亿元，项目经营期 25 年）测算标杆上网电价下风电场的年平均利润与利用小时之间的关系，并且做了不同单位投资情况下的利润比较。

图表 10: 300MW 近海风电工程经济效益分析

| 指标名称 | 单位 | 指标 |
|---------|-------|-------|
| 规模 | MW | 300 |
| 利用小时 | h | 2500 |
| 投资 | 亿元 | 47.7 |
| 计算周期 | 年 | 25 |
| 资本金比例 | % | 20% |
| 贷款利率 | % | 4.90% |
| 折旧年限 | 年 | 15 |
| 残值率 | % | 5% |
| 职工工资及福利 | 万元 | 500 |
| 材料费用 | 元/kW | 40 |
| 其他费用 | 元/kW | 40 |
| 电价 | 元/kWh | 0.85 |
| IRR | % | 9.82% |

资料来源: 联讯证券

图表 11: 年平均利润与利用小时之间关系 (万元)



资料来源: 联讯证券

我们认为，以 300MW 的海上风电场 3 亿元年平均利润考虑，中闽海电 60 万千瓦的项目完全投产后，将带来约 6 亿元净利润，依据中闽海电 2017 年、2018 年归属于母公司的净利润（8,867 万元、6,357 万元）来看，这已经是一个较为保守的估计。并且以福建海上风电的 13.3GW 规划看，上市公司将有机会获得更多的海上风电投资项目，海上风电将成为公司未来业绩的主要增量。



三、陆上风电项目平稳推进

公司所属新能源电站主要分布在福建、黑龙江、新疆三个省，公司风力发电装机容量居福建省风电行业第三位。截至 2018 年底，公司并网装机容量为 43.65 万千瓦，其中：风电装机 41.65 万千瓦，光伏装机 2 万千瓦。2017 年和 2018 年度，公司各项目分别累计完成上网电量 97,317.45 万千瓦时和 104,054.29 万千瓦时。

此外，公司福清大帽山、王母山、马头山风电场项目和平潭青峰二期风电项目正在建设过程中，总装机容量 20.7 万千瓦。截至 2018 年上半年，福清马头山、王母山风电场工程分别完成 18 台、13 台风机基础砼浇筑，福清大帽山风电场工程完成部分风机机位清表和场内道路清表，升压站场地平整已完成，我们预计，这三个项目能够在 2019 年投运，保证了公司业绩稳定增长。

我们认为，福建省风资源优越，利用小时数位居全国第一，公司运营的风电项目都属于优质资产，盈利能力在国内处于较高水平。2018 年受小风年影响，公司机组发电利用小时小幅下降，预计今年有望增长至正常水平，加上新机组的陆续投产，从而带动公司净利润稳步增长。

图表 12： 公司投运电站情况

| 项目 | 容量 (MW) | 利用小时 | | |
|--------------|---------|--------|--------|--------|
| | | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
| 嘉儒风电场一期 | 48 | 2573 | 2754 | 2473 |
| 嘉儒风电场二期 | 48 | 2561 | 2681 | 2452 |
| 泽岐风电场 | 48 | 2594 | 2783 | 2511 |
| 钟厝风电场 | 32 | 2800 | 2990 | 2682 |
| 5MW 样机 | 5 | 3156 | 3130 | 1729 |
| 北茭风电场 | 48 | 2042 | 2037 | 1998 |
| 黄岐风电场 | 30 | 2050 | 2193 | 2301 |
| 青峰风电场 | 48 | 3472 | 3651 | 3418 |
| 乌尔古力山风电场一期 | 30 | | 1124 | 2276 |
| 乌尔古力山风电场二期 | 30 | | 1220 | 2512 |
| 五顶山风电场 | 49.5 | | 1116 | 2307 |
| 新疆红星二场一期光伏电站 | 20 | 1067 | 1356 | 1410 |

资料来源：公司公告，联讯证券

四、盈利预测与投资评级

公司陆上风电业务平稳推进，近两年业绩将有稳步增长。综合公司各业务发展情况，我们对公司收入成长及盈利作出预测，核心假设及关键指标情况如下。

核心假设：

依据公司风电建设情况，预计公司福清大帽山、王母山、马头山风电场项目 2019 年陆续投运和平潭青峰二期风电项目 2020 年投运。

公司风电项目平均利用小时恢复至 2700 小时以上。

在不考虑中闽海电资产注入的情况下，我们预计公司 2018-2020 年营收分别为 5.37 亿元、6.7 亿元和 8.08 亿元；归母净利润分别为 1.49 亿元、2.11 亿元和 2.48 亿元，EPS



分别为 0.15 元、0.21 元和 0.25 元，对应 PE 为 30X、21X 和 18X，考虑到公司未来海上风电项目资产的注入及后续海上风电的发展带来的业绩高速增长，首次推荐，给予“买入”评级。

图表13: 可比公司比较

| | 股价 | 营收 (million) | | | 净利(million) | | | EPS | | | PER(x) | | | PBR(x) | | |
|------|-------|--------------|--------|--------|-------------|-------|-------|------|------|------|--------|-------|-------|--------|------|------|
| | | 2017 | 2018 | 2019 | 2017 | 2018 | 2019 | 2017 | 2018 | 2019 | 2017 | 2018 | 2019 | 2017 | 2018 | 2019 |
| 节能风电 | 3.22 | 1,871 | 0 | 2,811 | 399 | 0 | 654 | 0.10 | 0.00 | 0.16 | 33.54 | - | 20.46 | 2.00 | - | 1.64 |
| 福能股份 | 10.10 | 6,799 | 9,067 | 9,585 | 844 | 1,116 | 1,378 | 0.54 | 0.72 | 0.89 | 18.70 | 14.05 | 11.37 | 1.49 | 1.54 | 1.41 |
| 北控清洁 | 0.13 | 10,043 | 7,451 | 8,215 | 1,560 | 1,278 | 1,686 | 0.03 | 0.02 | 0.03 | 4.74 | 6.42 | 4.87 | 0.96 | 0.81 | 0.68 |
| 龙源电力 | 5.47 | 24,640 | 26,537 | 27,590 | 3,688 | 4,769 | 5,030 | 0.46 | 0.59 | 0.63 | 9.85 | 7.62 | 7.22 | 0.79 | 0.73 | 0.68 |
| 平均 | | | | | | | | | | | 16.71 | 9.36 | 10.98 | | | |
| 中闽能源 | 4.44 | 507 | 537 | 670 | 153 | 149 | 211 | 0.15 | 0.21 | 0.25 | 28.83 | 21.14 | 17.76 | 2.56 | 2.40 | 2.11 |

资料来源: Wind, 联讯证券

五、风险提示

- 1、中闽海电资产注入未完成;
- 2、海上风电项目进度不达预期;
- 3、公司陆上风电项目推进不达预期。



附录：公司财务预测表（百万元）

| 合并利润表 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 资产负债表 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 507 | 537 | 670 | 808 | 货币资金 | 223 | 856 | 1,310 | 2,150 |
| 营业成本 | 224 | 242 | 288 | 364 | 银行存款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业毛利 | 283 | 295 | 382 | 444 | 应收款项 | 353 | -41 | 430 | 39 |
| 营业税金及附加 | 8 | 6 | 7 | 9 | 存货 | 15 | 21 | 22 | 33 |
| 营业费用 | 0 | 5 | 6 | 8 | 其他流动资产 | 46 | 58 | 58 | 72 |
| 管理费用 | 37 | 5 | 8 | 24 | 流动资产 | 637 | 895 | 1,820 | 2,294 |
| 财务费用 | 57 | 72 | 64 | 58 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | 1 | 1 | 1 | 1 | 固定资产 | 2,541 | 2,336 | 1,949 | 1,563 |
| 联营公司收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期资产 | 455 | 256 | 238 | 224 |
| 其他投资收益 | 2 | 0 | 0 | 0 | 总资产 | 3,633 | 3,487 | 4,008 | 4,081 |
| 营业外收入 | 2 | 10 | 10 | 10 | 短期借款 | 80 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 393 | 692 | 773 | 813 | 应付款项 | 265 | 33 | 322 | 126 |
| 税前净利 | 212 | 217 | 305 | 355 | 预收帐款 | 10 | 13 | 16 | 20 |
| 所得税 | 41 | 54 | 76 | 89 | 其他流动负债 | 220 | 220 | 220 | 220 |
| 税后净利 | 171 | 162 | 229 | 266 | 流动负债 | 575 | 267 | 559 | 366 |
| 归属母公司股东净利 | 153 | 149 | 211 | 248 | 长期借款 | 1,253 | 1,253 | 1,253 | 1,253 |
| 基本 EPS (RMB) | 0.15 | 0.15 | 0.21 | 0.25 | 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 完全稀释 EPS (RMB) | 0.15 | 0.15 | 0.21 | 0.25 | 总负债 | 1,828 | 1,519 | 1,811 | 1,618 |
| 现金股利 (RMB) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 普通股股本 | 999 | 999 | 999 | 999 |
| | | | | | 公积 | 2,092 | 2,092 | 2,092 | 2,092 |
| 年成长率(%) | | | | | 股东权益 | 1,815 | 1,977 | 2,206 | 2,473 |
| 营业收入 | 28.5 | 6.0 | 24.8 | 20.6 | 负债加股东权益 | 3,643 | 3,497 | 4,018 | 4,091 |
| 营业毛利 | 19.8 | 4.3 | 29.3 | 16.3 | | | | | |
| 税前净利 | 46.7 | 2.0 | 41.0 | 16.3 | | | | | |
| 税后净利 | 45.5 | (3.0) | 41.7 | 17.7 | 现金流量表 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 基本 EPS | 45.3 | (3.3) | 41.7 | 17.7 | 税后净利 | 171 | 162 | 229 | 266 |
| 获利能力(%) | | | | | 折旧与摊提 | 152 | 404 | 404 | 400 |
| 毛利率 | 55.9 | 55.0 | 57.0 | 55.0 | 营运资金增减 | (85) | 146 | (179) | 173 |
| 税前净利率 | 41.9 | 40.3 | 45.5 | 43.9 | 其他 | 68 | 65 | 58 | 51 |
| 税后净利率 | 30.3 | 27.7 | 31.5 | 30.7 | 来自营运之现金流量 | 307 | 777 | 511 | 890 |
| EBITDA 率 | 77.6 | 128.9 | 115.4 | 100.6 | 资本支出 | (228) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 投资收益 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 其他 | (285) | 8 | 8 | 8 |
| 比率分析 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 来自投资之现金流量 | (505) | 8 | 8 | 8 |
| ROE (%) | 7.9 | 7.9 | 10.1 | 10.6 | 自由现金流量 | 79 | 777 | 511 | 890 |
| ROA (%) | 6.6 | 8.3 | 9.2 | 10.1 | 借款增(减) | 0 | (80) | 0 | 0 |
| ROIC (%) | 7.9 | 6.8 | 10.7 | 13.0 | 现金股利与利息支出 | 0 | (72) | (64) | (58) |
| P/E (x) | 32.5 | 29.8 | 21.0 | 17.9 | 现金增资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| P/S (x) | 8.8 | 8.3 | 6.6 | 5.5 | 其他 | 99 | 0 | 0 | 0 |
| P/B (x) | 2.6 | 2.4 | 2.1 | 1.9 | 来自融资之现金流量 | 99 | (152) | (64) | (58) |
| EV/EBITDA (x) | 14.6 | 7.3 | 6.0 | 4.8 | 汇率调整 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股息率 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 本期产生之现金流量 | (100) | 633 | 455 | 840 |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

韩晨，同济大学工学硕士，2018年5月加入联讯证券，现任电力设备与新能源行业首席分析师，证书编号：S0300518070003。

夏春秋，美国德州农工大学经济学硕士，2016年8月加入联讯证券研究院，现任电力设备与新能源行业研究员。证书编号：S0300517050001。

研究院销售团队

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-66235704 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@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，旨在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