

日期: 2019 年 4 月 9 日

行业: 公用事业



分析师: 冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

新项目投产与“弃风限电”改善共促业绩增长

——2018 年年报点评

基本数据 (2018)

报告日股价 (元)	3.20
12mth A 股价格区间 (元)	3.70/2.13
总股本 (百万股/最新)	4155.56
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	13297.79
每股净资产 (元)	1.68
PBR (X)	1.91

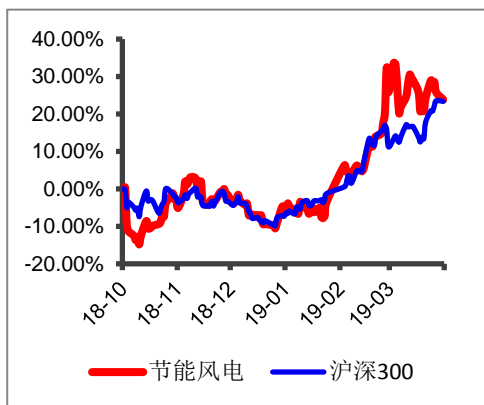
主要股东 (2018)

中国节能环保集团有限公司	45.63%
全国社会保障基金理事会	10.21%

收入结构 (2018)

电力	100%
----	------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: JIJ19-CT03

动态事项

公司发布 2018 年年度报告。2018 年, 公司实现营业收入为 23.76 亿元, 较上年同期增长 26.96%; 归属于上市公司股东的净利润为 5.15 亿元, 较上年同期增长 29.11%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 4.88 亿元, 较上年同期增长 30.52%; 基本每股收益为 0.12 元。2018 年度利润分配预案为: 每 10 股分配现金 0.464 元 (含税)。

主要观点

业绩增长近三成

公司主营业务为风力发电的项目开发、建设和运营。截至 2018 年末, 公司并网装机容量达到 261.47 万千瓦, 全年实现上网电量 57.65 亿千瓦时, 平均利用小时数为 2,249 小时, 高于全国平均 154 小时, 高于上年同期 190 小时。

2018 年, 公司实现营业收入 23.76 亿元, 同比增长 26.96%; 归属于上市公司股东的净利润为 5.15 亿元, 同比增长 29.11%。收入与利润增长主要是由于新增投产项目和“弃风限电”情况改善的原因。

2018 年 2 月, 公司澳大利亚白石 17.5 万千瓦项目投产运营, 实现业务收入较上年增加 2.83 亿元, 实现收益 6238 万元。2018 年 4 月, 广元剑阁天台山风电场项目投入运营, 实现收益 2586.53 万元。

“弃风限电”改善

2016 年、2017 年、2018 年, 公司因“弃风限电”所损失的潜在发电量分别为 135,650 万千瓦时、117,261 万千瓦时及 111,321 万千瓦时, 分别占当期全部可发电量的 27.08%、19.64% 及 16.92%。近两年, 公司“弃风限电”情况明显改善。随着绿色电力输送通道的加快建设和公司参与当地的多边交易销售电量的提高, “弃风限电”情况有所缓解。

毛利率水平提升

2018 年, 公司实现风力发电主营业务收入 23.70 亿元, 主营业务成本 11.05 亿元, 分别较上年增长 27.37% 和 21.13%, 毛利率

53.37%，较上年增加 2.40 个百分点。

市场化交易比例上升

2018 年，公司市场化交易电量为 19.17 亿千瓦时，较上年同期增长 35.92%，在总上网电量中的占比为 33.26%，占比较上年同期增加了 3.48 个百分点。

表 1 公司主营业务情况 单位：万元

	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入同比 (%)	营业成本同比 (%)	毛利率同比 (百分点)
风力发电	237043.01	110538.04	53.37	27.37	21.13	2.40

数据来源：公司公告，上海证券研究所

在建与筹建项目储备较多

截至 2018 年 12 月 31 日，公司在建项目装机容量合计为 166.75 万千瓦，可预见的筹建项目装机容量合计达 226.80 万千瓦。并且在加快风电场开发和建设的同时，加大中东部及南方区域市场开发力度，在湖北、广西、浙江、河南、四川等已有项目的区域开发后续项目，在贵州、安徽、湖南、广东、重庆、江西、山东等区域开展风电项目前期踏勘和测风工作，扩大资源储备。

减持风险

国开金融有限责任公司持有公司无限售流通股份 3.04 亿股，占公司股份总数的 7.32%，国开金融计划通过集中竞价及大宗交易方式减持公司股份。通过集中竞价方式减持不超过 8,311.12 万股（即不超过公司股份总数的 2%），通过大宗交易方式减持不超过 16,622.24 万股（即不超过公司股份总数的 4%），总计减持不超过 24,933.36 万股（即不超过公司股份总数的 6%），并遵循任意连续 90 日内，通过集中竞价方式减持不超过公司股份总数的 1%，通过大宗交易方式不超过公司股份总数的 2%。减持价格视市场价格确定。

风险提示

行业政策风险、风电场区域集中风险、弃风限电风险、减持风险等。

投资建议：

未来六个月内，给予“谨慎增持”评级。

我们预测 2019-2021 年每股收益为 0.14 元、0.17 元和 0.21 元，

对应的动态市盈率为 22 倍、18 倍和 15 倍，公司估值略高于行业平均估值。我们认为，公司“弃风限电”情况得到改善，在建和筹建项目较多，有利于持续增长，维持公司“谨慎增持”评级。

数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万 元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2376.07	2794.26	3241.34	3701.61
年增长率	26.96%	17.60%	16.00%	14.20%
归属于母公司的净利润	515.19	601.17	726.54	858.66
年增长率	29.11%	16.68%	20.85%	18.18%
每股收益 (元)	0.12	0.14	0.17	0.21
PER (X)	25.73	22.05	18.25	15.44

数据来源：公司公告，上海证券研究所

■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1928.75	1292.37	480.91	1075.80
应收和预付款项	1975.94	1140.76	2474.61	1654.14
存货	138.07	183.34	189.49	236.28
其他流动资产	197.06	197.06	197.06	197.06
长期股权投资	4.19	4.19	4.19	4.19
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	16025.02	17159.54	16062.76	17665.98
无形资产和开发支出	163.32	157.01	150.71	144.41
其他非流动资产	1036.16	1035.76	1035.36	1034.95
资产总计	21484.31	21170.04	20595.10	22012.82
短期借款	17.11	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1019.48	2742.61	1594.32	3334.41
长期借款	10974.97	8974.97	8974.97	7974.97
其他负债	1270.05	1270.05	1270.05	1270.05
负债合计	13786.92	12987.62	11839.33	12579.42
股本	4155.56	4155.56	4155.56	4155.56
资本公积	1172.48	1172.48	1172.48	1172.48
留存收益	1638.07	2003.60	2452.83	2983.78
归属母公司股东权益	6966.11	7331.64	7780.88	8311.82
少数股东权益	731.28	832.27	956.38	1103.07
股东权益合计	7697.39	8163.91	8737.26	9414.89
负债和股东权益合计	21484.31	21151.53	20576.59	21994.31

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	1521.12	5603.62	933.27	6363.66
投资活动产生现金流量	-1814.18	-2970.53	-970.58	-3970.58
融资活动产生现金流量	657.97	-2790.48	-774.05	-1798.09
现金流量净额	345.26	-157.39	-811.36	594.99

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2376.07	2794.26	3241.34	3701.61
营业成本	1108.62	1303.74	1512.34	1727.09
营业税金及附加	14.30	18.16	22.69	25.91
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	100.21	139.71	178.27	222.10
财务费用	454.40	530.01	548.69	563.00
资产减值损失	65.66	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.55	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	684.45	800.96	977.68	1161.84
营业外收支净额	25.08	25.08	25.08	25.08
利润总额	709.53	826.04	1002.76	1186.92
所得税	112.47	122.16	152.09	181.56
净利润	597.06	703.88	850.67	1005.37
少数股东损益	81.88	102.71	124.14	146.71
归属母公司股东净利润	515.19	601.17	726.54	858.66

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	53.34%	53.34%	53.34%	53.34%
EBIT/销售收入	46.11%	49.03%	46.26%	44.77%
销售净利率	23.61%	25.19%	26.24%	27.16%
ROE	6.88%	8.19%	9.33%	10.32%
资产负债率	63.25%	61.33%	57.46%	57.12%
流动比率	1.63	0.70	1.17	0.69
速动比率	1.49	0.61	1.03	0.59
总资产周转率	0.11	0.13	0.16	0.17
应收账款周转率	1.22	2.52	1.33	2.30
存货周转率	8.03	7.11	7.98	7.31

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

冀丽俊

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。