

中闽能源 (600163)

 证券研究报告
2019年05月14日

福建陆上风电企业，收购优质海电资产，有望大幅拓宽成长空间

福建省陆上风电企业，风电资源丰富，在运在建项目收益率高

公司主营风电投资建设开发，控股股东福投集团为国有独资企业。公司原为福建南纸，2015年重大资产重组时置入 27.7 万千瓦风电机组，2018 年公司装机容量增至 43.65 万千瓦，包括风机 41.65 万千瓦、光伏 2 万千瓦，其中福建省内风机 30.7 万千瓦，占福建省风电装机规模的 10.2%。公司机组利用小时较高，部分项目度电净利润高达 0.2 元/千瓦时。公司在建项目共计 20.7 万千瓦，其中福清项目可研利用小时超 3700 小时，资本金 ROE 高达 50%以上，投产后有望明显增厚公司业绩。

增发收购中闽海电，优质海电资产将提升公司规模，有望大幅拓宽公司成长空间

公司将增发收购中闽海电的海电一期、二期 100%股权，并发行可转债募集不超过 5.6 亿元的配套资金。海电一期全部 50MW 风机已于 2016 年投产并稳定运营，是东南沿海首个投产发电海风项目，叶轮直径长达 128 米，2017 年利用小时高达 4785 小时、资本金 ROE 高达 52%。海电二期 246MW 风电项目将于 2019.10-2021.2 期间分批投产并网发电，海电二期装机容量更大，叶轮直径 154 米，扫风面积近 2.5 个足球场大小，风机效率有望高于海电一期。公司现有装机容量共 43.65 万千瓦，本次注入海电装机共 29.6 万千瓦，有望大幅提升公司装机规模和盈利能力。

福建省风电项目优势明显，省内政策扶持项目发展

我国海风资源丰富，5-25 米水深线以内近海区域、海平面以上 50 米高度范围内，风电可装机容量约 2 亿千瓦，具备发展海上风电的天然优势。按照“十三五”规划，到 2020 年底，海上风电并网装机容量达到 500 万千瓦以上，截至 2017 年底，我国海上风电累计装机容量已达 279 万千瓦，距离十三五规划仍有较大空间。海上风电由于紧邻我国电力负荷中心，消纳前景非常广阔，同时，在巨大的能源结构调整压力下，这些省份对清洁能源的需求非常大。福建省经济发达，清洁能源需求强，风电能保证全额消纳；双控政策、配额制预期压力，清洁能源需求强。根据福建省发改委发布的《福建省海上风电项目竞争配置办法（试行）》，福建省海上风电申报电价最低降低 0.12 元/千瓦时，即电价降低到 0.73 元/千瓦时，即可得到申报电价的 40 分；这一细则的出台，是为了防止恶性竞争，保护本省海上风电的发展。

敏感性分析：福建省风力资源优质，风电项目运营情况稳定，但项目收益情况受到电价影响，因此我们对电价影响进行敏感性分析：（1）电价下调 0.01 元/千瓦时，中闽能源净利润减少 768 万元，中闽海电净利润减少 150 万元，对业绩影响有限。（2）我们测算即使电价下降 0.05 元/千瓦时，海电仍能维持较为合理的 ROE。

盈利预测：不考虑本次收购，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 1.7、2.97、3.07 亿元，对应的 EPS 为 0.17、0.3、0.31 元/股。考虑中闽海电并购完成后带来的增量业绩，我们给予备考盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润为 2.61、5.29、6.81 亿元。公司目前仍在对中闽海电进行资产评估，评估价仍未确定，因此增发股本暂未确定，对应的 EPS 暂时无法计算。考虑到公司在建陆上风电项目装机容量较大且即将投产，同时公司正在筹划重组收购海上风电项目，公司装机体量有望大幅增长，我们给予公司 2020 年 20X PE，目标价 5.97 元/股，给予“买入”评级。

风险提示：交易失败或调整，国家政策调整，上网电价退坡，项目建设风险，自然条件恶劣，税收优惠政策取消，补贴发放滞后，弃风限电风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	506.70	524.10	605.35	874.44	906.92
增长率(%)	28.53	3.43	15.50	44.45	3.71
EBITDA(百万元)	390.72	400.10	466.47	653.90	674.32
净利润(百万元)	153.48	130.35	170.34	296.67	306.81
增长率(%)	45.50	(15.07)	30.68	74.17	3.42
EPS(元/股)	0.15	0.13	0.17	0.30	0.31
市盈率(P/E)	26.44	31.13	23.82	13.68	13.23
市净率(P/B)	2.34	2.18	1.99	1.74	1.54
市销率(P/S)	8.01	7.74	6.70	4.64	4.47
EV/EBITDA	13.40	11.60	11.71	8.84	7.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.06 元
目标价格	5.97 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	999.47
流通 A 股股本(百万股)	999.47
A 股总市值(百万元)	4,057.83
流通 A 股市值(百万元)	4,057.83
每股净资产(元)	1.90
资产负债率(%)	52.11
一年内最高/最低(元)	5.77/2.61

作者

于夕朦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518050001
yuximeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 福建省陆上风电企业，风电资源丰富，在运在建项目收益率高	4
1.1. 坐拥福建优质风资源，风机高利用小时彰显发电优势	4
1.1.1. 在运项目：风力资源丰富，项目优质，盈利良好	4
1.1.2. 在建项目：陆上风电资源卓越，可研利用小时超 3000 小时，收益率高	5
1.1.3. 储备项目：省内外储备项目丰富，滚动发展拓宽发展空间	6
1.2. 经营情况：在运项目业绩稳定、毛利率高，收现比 90%以上	6
2. 增发收购中闽海电，优质海风资产有望大幅提升公司规模	8
2.1. 增发收购、可转债募集配套资金，本次收购将明显提升公司装机容量	8
2.2. 中闽海电开发平海湾优质海电资源，运维能力强，项目收益率高	8
2.2.1. 海电一期：东南沿海首个投产发电海风项目，发电量屡创新高	8
2.2.2. 海电二期：装机容量高达 246MW，机组优质、发电效率有望进一步提高	9
2.2.3. 海电三期：装机容量高达 31.2 万千瓦，待项目成熟后将注入上市公司	9
3. 福建省风电项目优势明显，省内政策扶持项目发展	10
3.1. 我国海上风电资源优质，仍有较大发展潜力	10
3.2. 福建风电资源优势明显，双控政策、配额制约束下市场需求强	11
3.3. 平价上网政策倒逼行业进步，去补贴有利于存量项目现金流好转	11
3.4. 福建省风电竞争性配置方案，电价细则保护本省海上风电发展	12
4. 风电盈利能力测算&敏感性分析	13
4.1. 电价变动对风电收益的影响	13
4.1.1. 风电电价下降 0.01 元/千瓦时对应的业绩影响分析	13
4.1.2. 基于中闽海电 2017-2018 年业绩测算电价变动对海电一期的收益的影响	13
4.2. 正常的风速波动将影响风电发电量，从而影响风电收益情况	14
5. 盈利预测	16

图表目录

图 1：利用小时对比（单位：小时）	5
图 2：中闽能源在建项目的资本金 ROE 测算及对比	6
图 3：中闽能源营业收入及同比增速	7
图 4：中闽能源归母净利润及同比增速	7
图 5：中闽能源销售毛利率	7
图 6：中闽能源加权 ROE	7
图 7：中闽能源销售现金流与营业收入对比（单位：亿元）	7
图 8：中闽能源收现比	7
图 9：我国风电装机容量及同比增速	10
图 10：我国风电发电量及同比增速	10
图 11：我国风电发电在全国总发电量中占比	10
图 12：我国风电机组利用小时（单位：小时）	10

图 13: 福建省风电竞争性配置申报电价得分细则	12
图 14: 一期项目 5MW 风电机组的功率曲线图	15
图 15: 二期项目 6MW 风电机组的功率曲线图	15
表 1: 中闽能源前几大股东持股比例 (截止到 2019 年一季报)	4
表 2: 中闽能源已投产项目梳理	4
表 3: 中闽能源子公司盈利情况	5
表 4: 中闽能源在建机组可研数据梳理	6
表 5: 中闽海电 2017-2018 年经营数据与盈利性测算	9
表 6: 福建中闽海电二期机组并网时间安排	9
表 7: 福建区域及全国全社会用电量情况对比 (2016 年-2018 年)	11
表 8: 公司经营情况受上网电价变动的影响分析	13
表 9: 基于中闽海电 2017-2018 年业绩测算电价变动对海电一期收益的影响	14
表 10: 莆田平海湾海上风电场最近五年 100m 层平均风速	15
表 11: 海电一、二期项目内部收益率随上网电量变动的分析	15
表 12: 中闽能源市盈率与其他上市公司对比	16

1. 福建省陆上风电企业，风电资源丰富，在运在建项目收益率高

公司主营风电投资建设开发，控股股东福建省投资开发集团（以下简称“福投集团”）目前对公司持股比例为 47.2%。福投集团为国有独资企业，福建省国资委拥有其 100% 股权。

表 1：中闽能源前几大股东持股比例（截止到 2019 年一季报）

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	福建省投资开发集团有限责任公司	47.20%
2	海峡产业投资基金(福建)有限合伙企业	2.58%
3	福建华兴创业投资有限公司	2.56%
4	福建省水利投资开发集团有限公司	1.70%
5	福建省铁路投资有限责任公司	1.61%
6	福建华兴新兴创业投资有限公司	1.29%
7	福建省招标采购集团有限公司	1.09%
	合计	58.03%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1. 坐拥福建优质风资源，风机高利用小时彰显发电优势

1.1.1. 在运项目：风力资源丰富，项目优质，盈利良好

2015 年借壳福建南纸，近几年装机规模逐步壮大。公司原为福建南纸，2015 年重大资产重组，置出原福建南纸的全部资产和负债，置入中闽能源 100% 股权，彼时中闽能源已投产风电装机容量共计 27.7 万千瓦，包括福清嘉儒风电场（48MW）、福清嘉儒风电场二期（48MW）、福清泽岐风电场（48MW）、福清钟厝风电场（32MW）、平潭青峰风电场（48MW）、连江北茭风电场（48MW），以及 5MW 大功率风机试验项目。近几年公司装机规模逐渐增加，2016 年 4 月，公司红星二场一期 20MW 光伏发电项目投产；2017 年，公司连江黄岐风电场（30MW）全部投产发电；2017 年，公司收购乌尔古力山风电场一期（30MW）、二期（30MW）和五顶山风电场（49.5MW）。

公司现役机组为陆上风电和光伏发电。截至 2018 年底，公司控股运营项目装机容量总计 43.65 万千瓦，其中风电装机规模 41.65 万千瓦，新疆光伏发电装机容量 2 万千瓦。公司在福建省及黑龙江省已投产 10 个风电场项目，共有风电机组 216 台，并网装机容量 41.65 万千瓦；其中在福建省风电装机容量 30.7 万千瓦，占福建省风电装机规模的 10.2%，居福建省风电发电行业的前列；黑龙江风电装机容量 10.95 万千瓦。

表 2：中闽能源已投产项目梳理

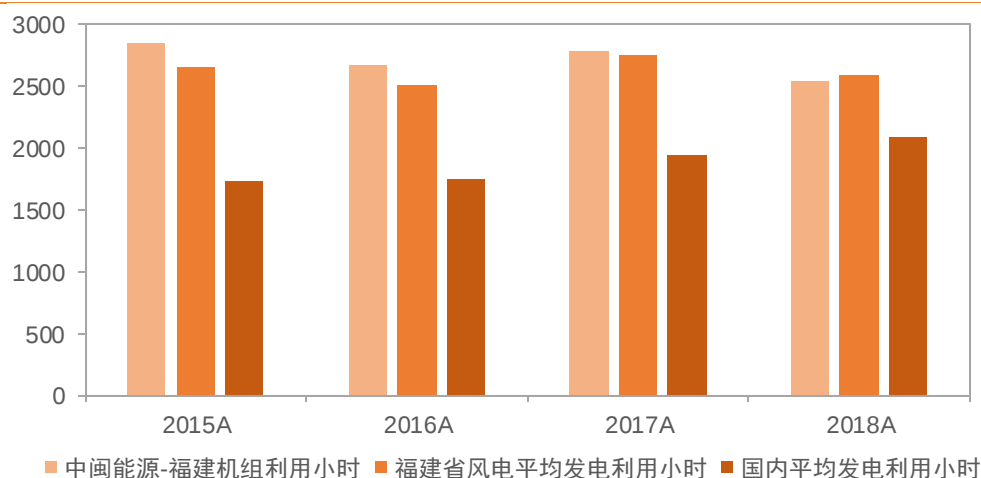
子公司/ 孙公司	已投项目名称	公司 股比	项目总投资 (万元)	单位千瓦投 资(元/千瓦)	装机容量 (万千瓦)	电价 (元/千瓦时)	利用小时	
							2017A	2018A
福清风电	嘉儒风电一期	100%	41400	8625	4.8	0.61	2473	2473
	嘉儒风电二期	100%	35200	7333	4.8	0.61	2452	2452
	泽岐风电场	100%	34700	7229	4.8	0.61	2511	2511
	钟厝风电场	100%	33600	10500	3.2	0.61	2682	2682
	5MW 样机	100%	4000	8000	0.5	0.61	1729	1729
	小计		148900	8227	18.1	0.61	2795	2494
连江风电	北茭风电场	100%	44600	9292	4.8	0.61	2037	1998
	黄岐风电场	100%	30500	10167	3	0.61	2193	2301
	小计		75100		7.8		-	-
平潭风电	青峰风电场	51%	53900	11229	4.8	0.61	3651	3418
哈密光伏	红星二场光伏一电站	100%	17212.36	8606.18	2	1	1356	1410

富龙风电	乌拉古力山风电场一期	100%	20676	6892	3	1	1124	2276
	乌拉古力山风电场二期	100%	24540	8180	3	1	1220	2512
小计			45216		6			
富龙风能科技	五顶山风电场	100%	33957	6860	4.95	0.62	1116	2307
共计	-	-	374285	8575	43.65	-	2285	2443

资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

福建风电项目资源优势明显，利用小时显著高于全省全国。2018 年，全国风电平均利用小时数 2095 小时，同比增加 147 小时。其中，福建省风电平均利用小时数 2587 小时，为全国风电利用小时数第二高的地区。公司的风电机组主要是福建境内机组，受来风情况影响，年度平均利用小时数略有波动但总体稳定，远高于全国风电平均利用小时。

图 1：利用小时对比（单位：小时）



资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

在运机组稳定运行，陆上风电项目维持较高 ROE。目前公司在运机组运行较为稳定，发电利用小时维持一定水平，ROE 较高，如：平潭风电项目 2017 年度电毛利润 0.207 元/千瓦，ROE 高达 22%。

表 3：中闽能源子公司盈利情况

子公司/孙公司	净利润(万元)		度电净利润(元/千瓦时)		净利率		ROE	
	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A	2017A	2018A
中闽（福清）风电有限公司	10266	8063	0.203	0.179	40.16%	35.52%	15.93%	10.85%
中闽（连江）风电有限公司	3437	2818	0.210	0.171	42.99%	33.84%	9.95%	7.05%
中闽（平潭）风电有限公司	3632	2990	0.207	0.182	41.09%	36.20%	22.04%	16.83%
中闽（哈密）能源有限公司	209	226	0.077	0.080	11.62%	11.11%	5.76%	5.85%
黑龙江富龙风力发电有限责任公司	-	1272	-	0.089	-	22.75%	-	5.22%
黑龙江富龙风能科技开发有限责任公司	-	1894	-	0.166	-	34.20%	-	11.81%
合计	20097	17262	0.202	0.162	39.66%	32.91%	12.53%	9.79%

资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

1.1.2. 在建项目：陆上风电资源卓越，可研利用小时超 3000 小时，收益率高

在建项目风力资源卓越，福清项目可研利用小时超 3700 小时，有望实现高收益。截止 2018 年底，公司在建风电项目包括：福清大帽山、王母山、马头山风电场，平潭青峰二期风电

场，装机容量共计 20.7 万千瓦，均在福建省境内。其中福清的三个项目靠近海域，区域风能资源条件好，风速年均变化小，风向相对稳定，根据可研报告的测算，平均年发电利用小时超 3700 小时，平潭青峰二期约为 3420 小时，预计四个在建项目投产后均能实现高收益，投产后有望明显增厚公司业绩。

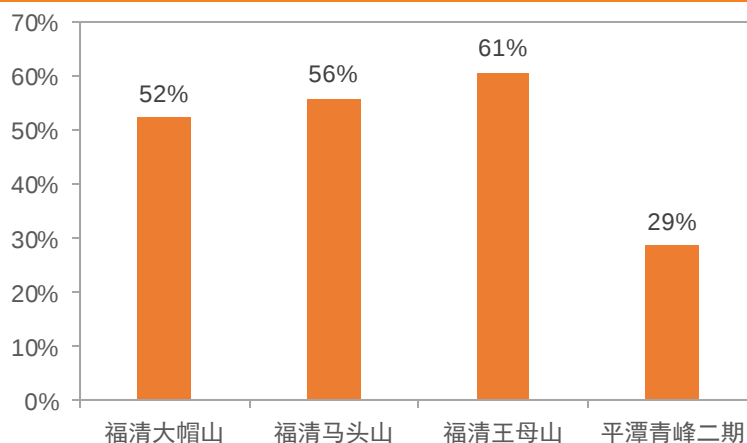
福清马头山风电场 19 台风机全部吊装完成，大帽山、王母山建设均较为顺利。其中，福清马头山自 2018 年 8 月开始吊装首台风机，截止 2019 年 4 月 6 日，福清马头山全部 19 台风机吊装工作顺利完成；截止 2019 年 4 月 6 日，福清王母山项目已累计吊装 4 台风机，剩余 15 台风机还未吊装，按照一般的陆上风机吊装速度，我们预计王母山今年可以全部吊装完成。

表 4：中闽能源在建机组可研数据梳理

电场	公司股比	项目总投资(万元)	单位千瓦投资(元/千瓦)	装机容量(万千瓦)	机组构成	平均年发电利用小时(小时)	净利润(万元)	度电净利润(元/千瓦时)
福清马头山风电	100%	39860	9,965	4.75	19 台 2.5MW	3703	4155	0.277
福清王母山风电	100%	45929	9,669	4.75	19 台 2.5MW	3786	5122	0.291
福清大帽山风电	100%	44389	9,345	4	16 台 2.5MW	3754	5379	0.299
平潭青峰二期风电	46%	113769	15,801	7.2	20 台 3.6MW	3420	6499	0.264
合计	-	243948	11,785	20.7	-	-	21154	0.281

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：中闽能源在建项目的资本金 ROE 测算及对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

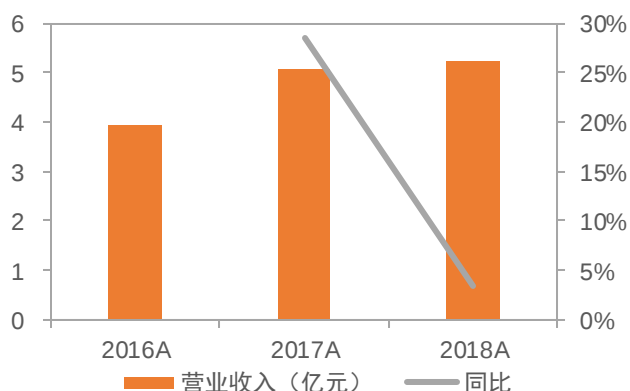
1.1.3. 储备项目：省内外储备项目丰富，滚动发展拓宽发展空间

除深耕福建省内风电项目外，公司积极实施“走出去”发展战略。按照“投产一批、开工一批、储备一批”的项目滚动投资建设要求，公司在全国储备了多个风电、光伏、光热发电项目。目前，公司在省内储备优质风电项目资源约 100 万千瓦，在省外新疆、黑龙江等风力资源丰富地区储备了风光电项目资源近 180 万千瓦，在新疆地区储备光热项目 30 万千瓦，为公司巩固行业地位和可持续发展奠定了良好的基础。

1.2. 经营情况：在运项目业绩稳定、毛利率高，收现比 90%以上

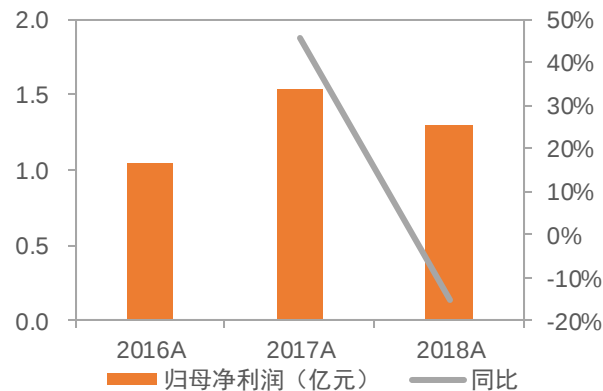
公司业绩稳定，毛利率超 50%，加权 ROE 超 7%。风电属于我国大力发展的行业，目前享受增值税退税 50%的优惠政策和所得税三免三减半政策。公司近几年运营情况稳定，2018 年全年营业收入 5.24 亿元，归母净利润 1.3 亿元。由于新项目建设运维等原因，2016 年公司毛利率有所下滑，但仍高于 50%；同时 2017 年以来，公司的加权 ROE 维持在 7%以上。

图 3：中闽能源营业收入及同比增速



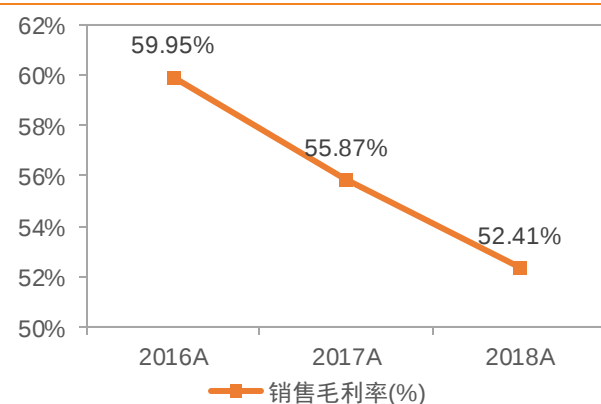
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：中闽能源归母净利润及同比增速



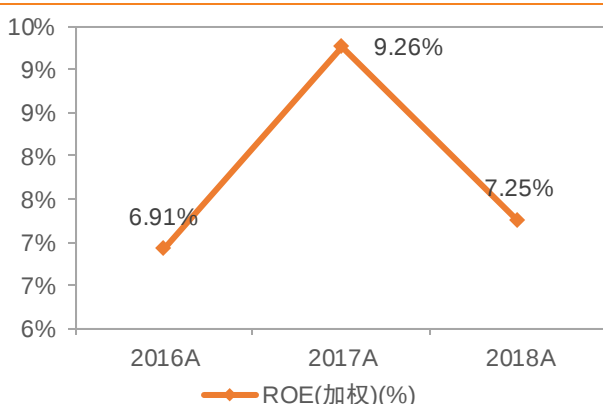
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：中闽能源销售毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

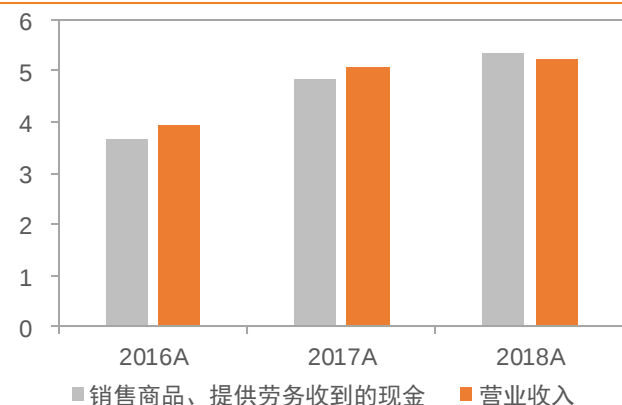
图 6：中闽能源加权 ROE



资料来源：公司公告，天风证券研究所

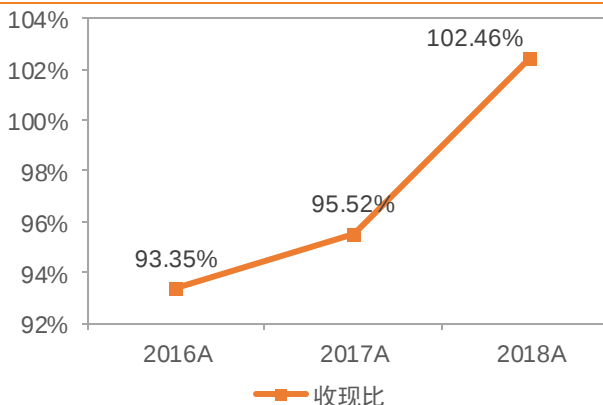
一般收款周期为 1-2 年，收现比维持在 90%以上。我国风电补贴的来源是可再生能源基金，而基金来源主要是工商业用户支付的每度电费中包含的可再生能源附加费。目前由于可再生能源基金收缴结算周期过长，导致国家财政部发放可再生能源补贴未能及时结算，因此公司存在较多的应收账款，且随着公司发电量的逐步提升，应收账款周转天数有所增加。公司目前收现比维持在 90%以上，一般收款周期为 1 至 2 年，少量补贴款存在 2 至 3 年收回的情况。截至 2018 年 12 月 31 日，公司下属各风电场已收回 2017 年之前的全部应收补贴款。未来随着平价上网的推进，补贴项目的规模相对收缩，存量项目现金流和补贴收回速度有望得到改善。

图 7：中闽能源销售现金流与营业收入对比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：中闽能源收现比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 增发收购中闽海电，优质海风资产有望大幅提升公司规模

2.1. 增发收购、可转债募集配套资金，本次收购将明显提升公司装机容量

2015 年公司重组上市之际，福投集团作出了避免同业竞争的承诺，承诺将符合注入条件的电力资产全部注入上市公司。2019 年 4 月，公司公告称将增发收购福建中闽海电风电有限公司（以下简称“中闽海电”）的莆田平海湾海上风电场一期、二期项目（以下简称“海电一期”、“海电二期”）100%股权，尚未动工的海电三期将单独成立项目公司，待项目成熟后继续注入上市公司。中闽海电为福投集团的全资子公司。目前资产预估值及收购对价均尚未确定。

本次交易方案包括发行股份和可转债购买资产、发行可转债募集配套资金两部分，其中：
①公司将向福投集团发行股份和可转换公司债券购买中闽海电 100%股权，其中以可转换公司债券作为支付对价的金额预计不超过 2 亿元，发行股份的价格为 3.39 元/股，可转债的初始转股价为 3.39 元/股。本次购买资产发行的可转债转股股份来源为公司新发行的股份及/或公司因回购股份形成的库存股；
②公司拟同时向不超过 10 名投资者非公开发行可转债募集不超过 5.6 亿元的配套资金。发行股份、可转债的锁定期 36 个月，募集配套资金的可转债锁定期 12 个月。

公司拟收购的海电一期全部 50MW 风机已于 2016 年 9 月投产并稳定运营、实现盈利；海电二期 246MW 风电项目已开工建设，预计将于 2019.10-2021.2 期间分批投产并网发电。截至 2018 年末，公司并网装机容量为 43.65 万千瓦，拟注入的海电装机容量共计 29.6 万千瓦，本次交易完成后公司装机容量有望大幅提升，将为公司带来稳定的营业收入和利润，公司的盈利能力和可持续发展能力将得到进一步提高。

2.2. 中闽海电开发平海湾优质海电资源，运维能力强，项目收益率高

2.2.1. 海电一期：东南沿海首个投产发电海风项目，发电量屡创新高

海电一期稳定运行，电量全额消纳，上网电价 0.85 元/千瓦时，纳入第七批补贴目录。海电一期项目总装机容量 50MW，包括 10 台 5MW 级风力发电机组、1 座陆上 110kV 升压变电站。海电一期总投资 8.5 亿元，单位千瓦总投资 1.7 万元，其中项目资本金 1.7 亿元，贷款 6.8 亿元（含财政部清洁能源基金专项贷款）。全部风机已于 2016 年 9 月 1 日实现正式并网发电并开始确认收入，国网福建省电力有限公司在保证电网安全稳定运行的前提下全额收购其电量，上网电价为 0.85 元/千瓦时。海上风电上网电价在当地燃煤机组标杆上网电价（含脱硫、脱硝、除尘电价）以内的部分（当前电价为 0.3932 元/千瓦时），由当地省级电网结算；高出部分通过国家可再生能源发展基金予以补贴。2018 年 6 月，海电一期纳入《可再生能源电价附加资金补助目录（第七批）》，享受可再生能源电价补贴。

东南沿海首个投产发电海风项目，发电量屡创新高。海电一期项目是福建省乃至东南沿海首个全部建成投产发电的海上风电项目，使用的 5MW 风机为目前国内投入商业运行单机容量最大的海上风电机组，叶轮直径长达 128 米。项目建设工期历时 16 个月，比可研计划工期提前 2 个月完成。项目实际总投资比计划投资额节约近 3 亿元。一期项目正式投产以来，在运维人员的精心呵护下，设备运行状况良好，发电量屡创新高，取得了良好的经济效益。2016 年 10 月 13 日-20 日，连续 8 天日发电量突破百万千瓦时，创造了业内记录。其中 10 月 16 日日发电量首次突破设计日最高发电量 120 万千瓦时（10 台机组 24 小时连续满发），达 121.54 万千瓦时，创历史新高。

海风资源丰富，利用小时 4000 以上，2017 年资本金 ROE 高达 52%。2017-2018 年，中闽海电机组利用小时为 4785、4244 小时。目前中闽海电仅有海电一期这一个项目在运营，因此可以认为中闽海电的业绩全部由海电一期贡献，我们按照中闽海电业绩计算海电一期项目资本金 ROE，2017 年为 52%，2018 年为 37.29%，2018 年相比 2017 年有所降低，主要原因是：2018 年中闽海电为应对二期项目建设和企业规模增长需求，新增招聘员工、调增薪酬待遇，人工薪酬增长较快；同时，2018 年发生的风机清障费用、平台防腐工程和测风塔检修费用较上年有所增加，等。

表 5：中闽海电 2017-2018 年经营数据与盈利性测算

年份	发电量 (万千瓦时)	利用小时 (小时)	上网电量 (万千瓦时)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	净利润率	度电净利润 (元/千瓦时)	海电一期项目资 本金 ROE
2017A	23924	4785	22880	16547	8867	53.58%	0.371	52.01%
2018A	21218	4244	20878	14656	6357	43.37%	0.300	37.29%

资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

2.2.2. 海电二期：装机容量高达 246MW，机组优质、发电效率有望进一步提高

海电二期装机容量更大，风机效率更高，将提高上市公司质量。海电二期项目计划总投资金额约 45 亿元，单位千瓦装机 1.8 万元，其中项目资本金约 9 亿元已全部到位。海电二期项目总装机容量 246MW，拟安装 41 台 6MW 的风机，项目装机容量较海电一期有较大提升；2019 年 4 月首台风机完成吊装，叶轮直径 154 米，扫风面积近 2.5 个足球场大小，风机效率有望高于海电一期。作为福建省首个商业化运作的海上风电示范项目，一期项目投产后的运营数据与业绩远好于其可行性研究报告的预测，反映出福建海上风电资源丰富的优势和中闽海电良好的开发运营能力。根据一期项目的历史业绩，可以预计采用更大单机容量的风电机组、总装机容量接近一期项目 5 倍的二期项目完成投产并网发电后将能够为公司贡献较大的营业收入和利润，进一步提升公司盈利能力。同时，二期项目装机容量 246MW，占中闽能源 2018 年末风电装机容量 416.5MW 的 59.06%，注入投产后能够显著增加上市公司的风电项目数量和装机容量，有利于加强上市公司风电业务的市场地位，提高获取风电资源和项目开发权的竞争力，提高上市公司质量。

按照施工计划，基础施工时间为 2018.2-2020.9，风机吊装时间为 2019.3-2020.12。预计分批并网发电且通过 250 小时试运行考核的具体时间进度安排如下：

表 6：福建中闽海电二期机组并网时间安排

批次	风机数量	并网发电且通过 250 小时试运行考核的时间
1	10 台	2019 年 10 月 1 日前
2	27 台	2020 年 10 月 1 日前
3	4 台	2021 年 2 月 1 日前

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.3. 海电三期：装机容量高达 31.2 万千瓦，待项目成熟后将注入上市公司

莆田平海湾海上风电场三期 312MW 项目总投资为 62 亿元，主要建设内容包括 6MW 及以上海上风电机组（总装机容量 31.2 万千瓦），扩建 220kV 岛上升压站。三期项目已于 2018 年 12 月 29 日获得核准，目前正在招标还未开始建设。本次重组中，因三期项目尚未开工，而该项目投资开发需要较大规模的资本金，并且建成投产的时间也有较大不确定性，短期内暂不具备注入上市公司条件，待项目成熟后将注入上市公司。

3. 福建省风电项目优势明显，省内政策扶持项目发展

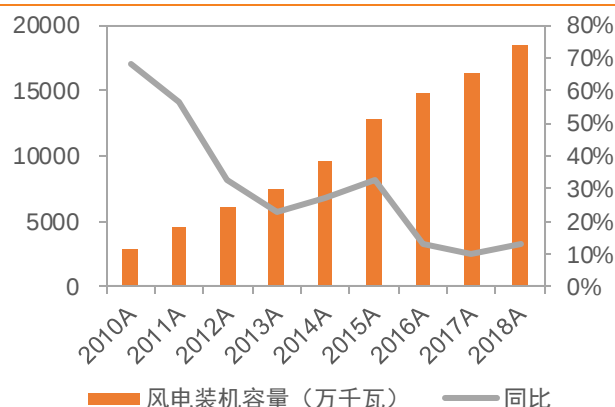
3.1. 我国海上风电资源优质，仍有较大发展潜力

我国海风资源丰富，具备发展海上风电的天然优势。我国拥有发展海上风电的天然优势，海岸线长达 1.8 万公里，可利用海域面积 300 多万平方公里，海上风能资源丰富。根据中国气象局风能资源详查初步成果，我国 5 米至 25 米水深线以内近海区域、海平面以上 50 米高度范围内，风电可装机容量约 2 亿千瓦。

我国海上风电装机容量距离“十三五”规划仍有较大空间。根据我国《风电发展“十三五”规划》，到 2020 年底，风电累计并网装机容量确保达到 2.1 亿千瓦以上，其中海上风电并网装机容量达到 500 万千瓦以上；风电年发电量确保达到 4200 亿千瓦时，约占全国总发电量的 6%。截止 2018 年底，我国风电发电量在全国总发电量中的占比为 5.23%，距离十三五规划仍有距离；经过 11 年发展，截至 2017 年底，我国海上风电累计装机容量已达 279 万千瓦，距离十三五规划仍有较大空间。

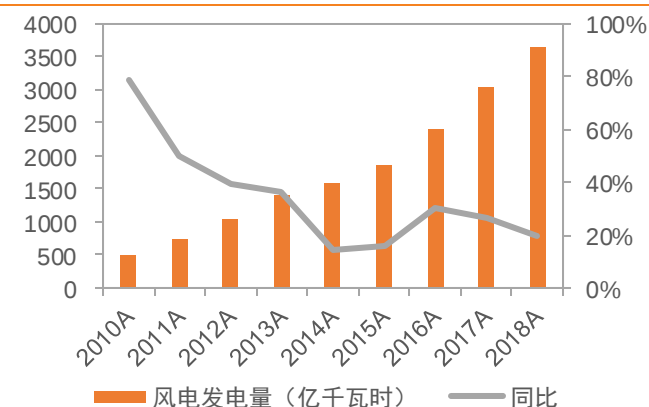
海上风电消纳好，利用小时高，缓解沿海地区双控压力，处于快速发展中。与陆上风电不同，海上风电由于紧邻我国电力负荷中心，消纳前景非常广阔。同时，在巨大的能源结构调整压力下，这些省份对清洁能源的需求非常大。海上风电对电网更加友好，一方面，海上风电不占陆上资源；另一方面，在同样的地理位置，海上风电利用小时数高出 20% 至 70%。据彭博新能源财经预计，到 2020 年中国的海上风电累计装机容量可以达到 800 万千瓦，2020 年至 2030 年每年新增容量将达到 200 万至 300 万千瓦。

图 9：我国风电装机容量及同比增速



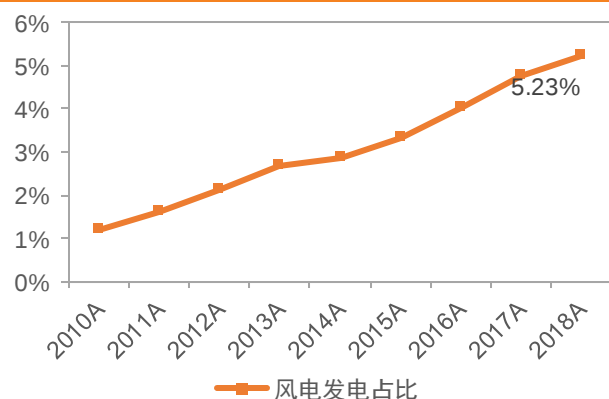
资料来源：中电联，天风证券研究所

图 10：我国风电发电量及同比增速



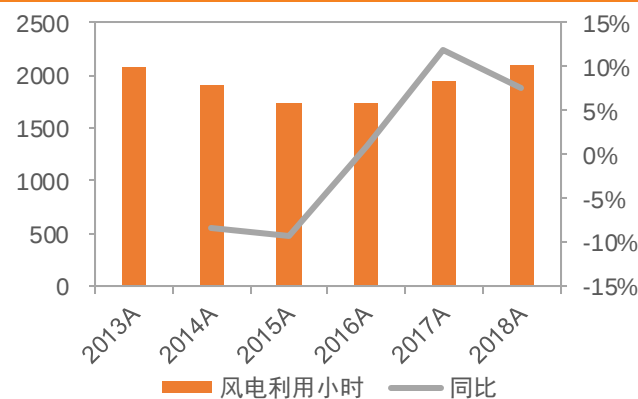
资料来源：中电联，天风证券研究所

图 11：我国风电发电在全国总发电量中占比



资料来源：中电联，天风证券研究所

图 12：我国风电机组利用小时（单位：小时）



资料来源：中电联，天风证券研究所

3.2. 福建风电资源优势明显，双控政策、配额制约束下市场需求强

福建省经济发达，清洁能源需求强，风电能保证全额消纳。福建位于 21 世纪海上丝绸之路核心区，列入我国第二批自由贸易试验区试点，未来将保持较高的经济增长速度和社会用电需求。台湾海峡独特的“狭管效应”赋予了福建地区优越的风力资源，当地属于我国风能资源最丰富的三大片区之一。2016 年福建省风电平均利用小时数居全国第一，可供风力发电的场址较多，发展风电拥有得天独厚的自然优势。目前为止，福建省风电未出现弃风限电情况，因此福建省内风电企业的产能利用率较高。

表 7：福建区域及全国全社会用电量情况对比（2016 年-2018 年）

区域	2018 年		2017 年		2016 年	
	全社会用电量 (亿千瓦时)	增长率	全社会用电量 (亿千瓦时)	增长率	全社会用电量 (亿千瓦时)	增长率
福建省	2313.80	9.52%	2112.70	7.32%	1968.60	6.30%
全国	68449	8.5%	63077	6.6%	59198	5.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

沿海地区双控政策、配额制预期压力，清洁能源需求强。2018 年，能源局发布《可再生能源电力配额及考核办法》的征求意见稿，同时沿海地区双控政策严格执行，因此福建省对清洁能源需求较强。2017 年 3 月 2 日，国家能源局复函同意《福建省海上风电规划》（国能新能〔2017〕61 号），同意福建省海上风电规划总规模 1,330 万千瓦，包括福州、漳州、莆田、宁德、平潭所辖海域 17 个风电场。到 2020 年底，福建省海上风电规模要达到 200 万千瓦以上，到 2030 年底要达到 500 万千瓦以上。在国家可再生能源开发利用目标引导下，基于福建区域丰富的风能资源，强劲的电力需求，福建省海上风电未来可享受较高的风机利用率、稳定的电力消纳能力，相较于其他区域市场的同行业企业，具有较明显的区位优势。

3.3. 平价上网政策倒逼行业进步，去补贴有利于存量项目现金流好转

可再生能源补贴缺口已超过 1200 亿元，平价上网是未来发展方向。“十三五”以来，在强补贴政策的刺激下，我国可再生能源规模持续扩大，随着可再生能源消纳好转，项目的经济性稳步提升，但同时风电、光伏发电项目补贴也面临较大压力，补贴缺口持续扩大；若该情况得不到改善，将会直接影响项目现金流，进而对实际经营效益产生不利影响。截至 2017 年底，累计可再生能源发电补贴缺口总计达到 1127 亿元，且呈逐年扩大趋势，直接影响新能源行业健康有序发展。因此去补贴、平价上网是可再生能源发展的方向；推动风电、光伏平价上网，有利于行业长远发展。

可再生能源技术水平不断提高，开发建设成本持续降低。“十三五”以来，我国可再生能源技术水平不断提高，开发建设成本持续降低。据统计，2017 年投产的风电、光伏电站平均建设成本比 2012 年降低了 20%和 45%。在可再生能源消纳状况持续好转的环境下，项目的经济性稳步提升，为国家补贴退坡、缓解补贴资金压力创造了有利条件。早在 2017 年 8 月，国家能源局在河北、黑龙江、甘肃、宁夏、新疆五省区启动了共 70 万千瓦的风电平价上网示范项目，目前正在稳步推进建设。2018 年 3 月，国家能源局复函同意乌兰察布风电基地规划，一期建设 600 万千瓦，不需要国家补贴。同时，光伏领跑者项目招标确定的上网电价已经呈现出与煤电标杆电价平价的趋势。

平价上网政策缓解补贴压力，补贴缺口有望逐步缩小，存量项目现金流有望得到改善。2019 年 1 月出台的平价上网项目建设规划是国家在新的发展阶段降本、去补、提质增效的阶段，推行平价上网政策，促进可再生能源发电从有补贴到无补贴过渡，一方面通过去补贴，倒逼产业升级、技术进步带来的成本下降，行业 roe 逐渐回归合理区间，从而促进行业长远发展；另一方面，随着平价上网的逐渐推进，需要补贴的项目增速放缓，可再生能源补贴基金承担的补贴压力有所缓解，补贴拖欠现象将逐步改善，存量项目现金流有望逐步好转。

3.4. 福建省风电竞争性配置方案，电价细则保护本省海上风电发展

福建省风电竞争性配置方案对象不包括 2018 年之前核准的海上风电项目。2018 年 5 月，国家能源局发布《关于 2018 年度风电建设管理有关要求的通知》，要求推行竞争方式配置风电项目；从 2019 年起，新增核准的集中式陆上风电项目和海上风电项目应全部通过竞争方式配置和确定上网电价；各省能源主管部门制定风电项目竞争配置办法。2019 年 1 月，福建省发改委发布关于公开征求《福建省海上风电项目竞争配置办法（试行）》意见的公告，指出：参与竞争配置的海上风电项目原则上为纳入《福建省海上风电场工程规划》的 2019 年起新增核准的海上风电项目，包括两大类：一是已确定投资主体但未在 2018 年底核准的海上风电项目；二是在 2018 年 5 月 18 日前未确定投资主体的海上风电项目。此外，本办法不适用于陆上风电项目、分散式风电项目、具有科研性质和海域具有特殊性质的海上风电项目。本办法自 2019 年 1 月 1 日起开始实施，有效期三年。

电价细则满分情况下仅需降低 0.12 元/千瓦时，保护本省海上风电发展。在“已确定投资主体的海上风电项目配置办法评分标准”细则中，满分 100 分，其中申报电价 40 分，并规定以福建省海上风电上网标杆电价为基准价，电价等于基准价的得 30 分。上网电价降低 2 分/千瓦时及以内的，每降低 1 分/千瓦时，得 4 分；上网电价降低 2 分/千瓦时以上，超出 2 分/千瓦时的部分，每降低 1 分/千瓦时，得 0.2 分。最高得 40 分。根据此细则，按照 0.85 元/千瓦时的标杆电价，福建省海上风电申报电价最低降低 0.12 元/千瓦时，即电价降低到 0.73 元/千瓦时，即可得到申报电价的 40 分。这一细则的出台，是为了防止恶性竞争，保护本省海上风电的发展。

图 13：福建省风电竞争性配置申报电价得分细则

基准电价 0.85元/千瓦时	30分
基准电价降低1分/千瓦时 $0.85-0.01=0.84$ 元/千瓦时	30分+4分=34分
基准电价降低2分/千瓦时 $0.85-0.02=0.83$ 元/千瓦时	30分+4分 $\times$ 2=38分
基准电价降低3分/千瓦时 $0.85-0.03=0.82$ 元/千瓦时	30分+4分 $\times$ 2+0.2分 $\times$ 1=38.2分
基准电价降低4分/千瓦时 $0.85-0.04=0.81$ 元/千瓦时	30分+4分 $\times$ 2+0.2分 $\times$ 2=38.4分
.....	
基准电价降低12分/千瓦时 $0.85-0.12=0.73$ 元/千瓦时	30分+4分 $\times$ 2+0.2分 $\times$ 10=40分

资料来源：《福建省海上风电项目竞争配置办法（试行）》，天风证券研究所整理

4. 风电盈利能力测算&敏感性分析

福建省风力资源优质，风电项目运营情况稳定，但项目收益情况受到电价、风速影响，因此我们对电价、风速变动对风电项目的收益影响进行敏感性分析。

4.1. 电价变动对风电收益的影响

4.1.1. 风电电价下降 0.01 元/千瓦时所对应的业绩影响分析

2019 年 4 月，发改委价格司召开了 2019 年风电上网电价政策讨论会，根据会议讨论结果，I、II、III、IV 类陆上风资源区将要出台的指导性电价，分别为每千瓦时 0.34 元、0.39 元、0.43 元、0.52 元，下降幅度范围分别在 0.06 元、0.06 元、0.06 元、0.05 元。此外，2019 年海上风电电价也将有所调整，在此次风电价格讨论中，建议海上风电下调 0.05 元。以上电价调整方案暂未确定，但倘若电价调整，势必会影响风电项目的盈利性和公司业绩。

假设未来上网电价下调，主要影响营业收入，对成本、费用没有直接影响。根据公司测算，以 2018 年度经营业绩为基础，并假设：未来上网电量保持 2018 年度水平不变；成本费用水平保持不变；所得税率 25%且不考虑所得税率减免情况；增值税税率 13%，且不考虑增值税退税、进销税额变动及留抵；城建税税率 7%（中闽能源）和 5%（中闽海电）、教育费附加税率 3%及地方教育费附加税率 2%；当期实现的售电收入均在当期全部实现回款，上网电价下调对公司和中闽海电经营活动净现金流量的其他影响也均在当期实现。基于上述假设基础，量化分析上网电价下调对上市公司和标的公司经营业绩、经营活动净现金流量的具体影响，测算结果如下：

表 8：公司经营情况受上网电价变动的影响分析

单位名称	不含税电费单价变动（元）	营业收入（万元）	净利润（万元）	经营活动净现金流量（万元）
中闽能源	-0.01	-1040.54	-768.00	-768.00
中闽海电	-0.01	-202.56	-149.90	-149.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.1.2. 基于中闽海电 2017-2018 年业绩测算电价变动对海电一期的收益的影响

我们基于中闽海电 2017-2018 年业绩进一步细化电价变动对海电一期收益的影响分析。

对于稳定运行的风电项目，其营收与成本较为容易测算，其中（1）风电的发电收入=上网电价×上网电量；（2）风电的成本费用主要包括折旧费、维修费、职工工资及福利费、材料费、保险费、拆除费、海域使用费、其他费用及利息支出等，稳定运营的项目，其成本费用变动较小。

2017-2018 年为中闽海电的海电一期的完整运营年份，2018 年业绩同比 2017 年有所下滑的原因为：（1）2018 年风速较低，导致营收同比下滑：海电一期风机所测 2018 年度年平均风速 9.24m/s 较 2017 年度年平均风速 9.86m/s 下降了 6.29%，上网电量同比上年减少约 2,624.06 万千瓦时，同比下滑 11.46%；（2）2018 年薪酬增长和修理费增长导致成本费用增长：2018 年中闽海电为应对二期项目建设和企业规模增长需求，新增招聘员工、调增薪酬待遇，人工薪酬增长较快，同时 2018 年发生的风机清障费用、平台防腐工程和测风塔检修费用较上年有所增加。基于以上原因，我们在使用中闽海电的经营数据测算时对数据进行微调：

- （1）假设海电一期的利用小时为 4500 小时；
- （2）假设上网电量与发电量之间的电量损耗为 3%；
- （3）假设含税电价为 0.85/0.83/0.80/0.75/0.73/0.70/0.60 元/千瓦时；
- （4）由于风电发电的总成本费用与发电量关系较小，因此我们假设稳定运营情况下，运维费用不变，总成本费用为 8900 元/千瓦时；

(5) 增值税退税 50%计入其他收益；

(6) 风电所得税税率享受三免三减半，中闽海电 2017-2018 年均不需缴纳所得税，本测算中所得税税率为 25%。

表 9：基于中闽海电 2017-2018 年业绩测算电价变动对海电一期收益的影响

中闽海电	单位	2017A	2018A	测算电价变动对海电一期的收益影响						
利用小时	小时	4785	4244	4500	4500	4500	4500	4500	4500	4500
发电量	万千瓦时	23924	21218	22500	22500	22500	22500	22500	22500	22500
上网电量	万千瓦时	22880	20878	21825	21825	21825	21825	21825	21825	21825
电量损耗	-	4.36%	1.60%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
含税电价	元/千瓦时	0.850	0.850	0.850	0.830	0.800	0.750	0.730	0.700	0.600
不含税电价	元/千瓦时	0.726	0.730	0.752	0.735	0.708	0.664	0.646	0.619	0.531
增值税税率	-	17%	17%/16%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
营业收入	万元	16547	14656	16417	16031	15451	14486	14099	13520	11588
应缴增值税	万元	2901	3091	2134	2084	2009	1883	1833	1758	1507
税金及附加	万元	290	309	213	208	201	188	183	176	151
总成本费用	万元	8841	9535	8900	8900	8900	8900	8900	8900	8900
增值税退税	万元	1450	1545	1067	1042	1004	942	916	879	753
利润总额	万元	8867	6357	8371	7964	7355	6339	5933	5323	3291
所得税率	-	-	-	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
所得税	万元	0	0	2093	1991	1839	1585	1483	1331	823
净利润	万元	8867	6357	6278	5973	5516	4754	4449	3992	2468
资本金 ROE		52%	37%	37%	35%	32%	28%	26%	23%	14%
度电总收入	元/千瓦时	0.692	0.691	0.730	0.712	0.687	0.644	0.627	0.601	0.515
度电总成本	元/千瓦时	0.370	0.449	0.396	0.396	0.396	0.396	0.396	0.396	0.396
度电净利润	元/千瓦时	0.371	0.300	0.279	0.265	0.245	0.211	0.198	0.177	0.110

资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

我们测算海电一期净利润和 ROE 变动如下：

(1) 当电价维持在 0.85 元/千瓦时，净利润为 6278 万元，资本金 ROE 为 37%；

(2) 当电价下调到 0.80 元/千瓦时，净利润为 5973 万元，资本金 ROE 为 32%；

(3) 当电价下调到 0.73 元/千瓦时，净利润为 4449 万元，资本金 ROE 为 26%；

(4) 电价每下调 0.01 元/千瓦时，净利润减 152 万元，度电净利润减 0.007 元/千瓦时，基本符合公司公告指引。

4.2. 正常的风速波动将影响风电发电量，从而影响风电收益情况

除电价影响外，风速变动也将对项目收益产生一定程度的影响。

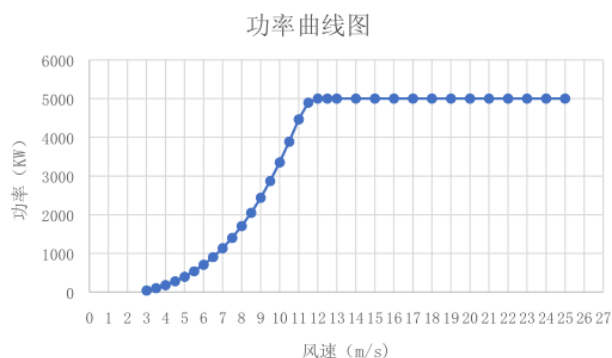
根据风能转化为电能的公式，理论上风速的立方与风机发电量成正比，风速每提高 5%，则发电量提高 15.76%，风速每降低 5%，则发电量减少 14.26%。但由于风机都设有额定功率，在达到额定功率之前，风速的立方与风机发电量成正比，当风速达到或超过风机的额定功率的需求值时，风速与发电量将呈现阶段性的无相关或负相关性，如图所示，根据二期项目风电机组制造厂商上海电气风电集团有限公司提供的二期项目 6MW 的功率曲线图：

(1) 风速在 3m/s 以下时，风力太小，风机无法发电；风速在 3.0m/s~15m/s(不含 15m/s)变化时，风机发电功率与风速呈正相关关系；

(2) 风速在 15m/s~25m/s 变化时, 风电机组达到额定功率 6MW 即满负荷发电状态, 此时风机叶片通过变桨系统逐步收桨, 使得发电功率保持在满负荷发电状态;

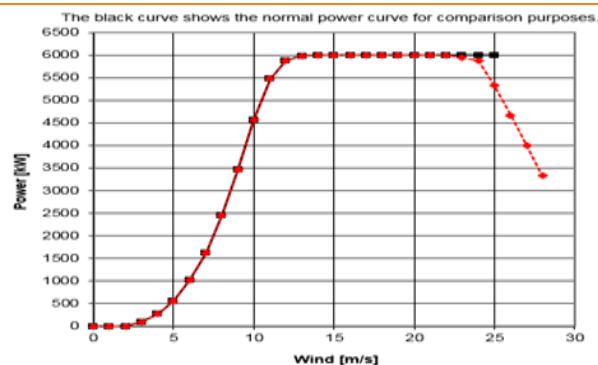
(3) 风速超过 25m/s 时, 风机变桨系统会加大叶片收桨角度, 功率开始呈下降趋势, 直到超过 28m/s 后, 为保证风机的安全会自动切出, 即叶片自动收桨到设定位置, 风机停止运行。

图 14: 一期项目 5MW 风电机组的功率曲线图



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 15: 二期项目 6MW 风电机组的功率曲线图



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

根据中闽海电最近五年 100m 层平均风速数据显示, 该区域的年度平均风速在 10-11m/s 之间, 位于风机正常发电风速区间, 因此一方面风速过高影响风机发电的概率较小, 另一方面单个项目会受到风速的影响, 业绩略微有所波动。例如, 海电一期项目风机所测 2018 年度年平均风速 9.24m/s 较 2017 年度年平均风速 9.86m/s 下降了 6.29%, 因此, 上网电量同比上年减少约 2,624.06 万千瓦时, 同比下滑 11.46%。

表 10: 莆田平海湾海上风电场最近五年 100m 层平均风速

年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
100m 层平均风速 (m/s)	10.3	10.9	10.1	10.9	10.5

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

根据公司可研数据, 一期项目全部投资税后内部收益率为 12.08%, 二期项目全部投资税后内部收益率为 14.33%, 随着电量的变动, 一二期项目的内部收益率也会有所波动。

表 11: 海电一、二期项目内部收益率随上网电量变动的分析

上网电量变动	全部投资后内部收益率	
	海电一期	海电二期
10%	13.39%	16.01%
5%	12.80%	15.17%
0	12.08%	14.33%
-5%	11.55%	13.47%
-10%	10.89%	12.59%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

5. 盈利预测

(1) 不考虑本次收购，仅考虑在建项目投产带来的业绩增长，根据公司公告，目前福清大帽山、马头山、王母山项目建设进展顺利，我们基于对项目的建设进度判断，预计公司 2019-2021 年归母净利润为 1.7、2.97、3.07 亿元，对应的 EPS 为 0.17、0.3、0.31 元/股。

(2) 考虑中闽海电并购完成后带来的增量业绩，我们给予备考盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润为 2.61、5.29、6.81 亿元。公司目前仍在对中闽海电进行资产评估，评估价仍未确定，因此增发股本暂未确定，对应的 EPS 暂时无法计算。

我们使用相对估值法对公司进行估值，目前主流的风电 A 股上市公司 PE 如表所示。考虑到公司在建陆上风电项目装机容量较大且即将投产，同时公司正在筹划重组收购海上风电项目，公司装机体量有望大幅增长，我们给予公司 2020 年 20X PE，目标价 5.97 元/股，给予“买入”评级。

表 12：中闽能源市盈率与其他上市公司对比

证券代码	证券简称	市盈率 PE (最新交易日, 2018 年报)
600483.SH	福能股份	12.16
601016.SH	节能风电	21.78
600163.SH	中闽能源	32.05

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	296.92	246.18	326.87	356.21	710.80
应收票据及应收账款	352.73	422.61	485.42	874.82	611.52
预付账款	2.68	2.67	4.70	4.86	4.83
存货	14.62	18.05	14.55	31.58	15.17
其他	43.47	74.49	61.48	78.73	70.60
流动资产合计	710.43	764.00	893.02	1,346.20	1,412.92
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,541.35	2,382.01	2,865.94	3,220.20	3,104.30
在建工程	181.50	518.79	275.64	135.13	111.08
无形资产	130.98	121.07	111.17	101.28	91.38
其他	143.09	192.65	174.61	169.58	177.93
非流动资产合计	2,996.92	3,214.53	3,427.37	3,626.18	3,484.69
资产总计	3,707.35	3,978.52	4,320.39	4,972.38	4,897.61
短期借款	80.00	260.00	240.00	470.00	(30.00)
应付票据及应付账款	265.06	152.09	318.63	326.05	344.58
其他	267.95	290.36	252.40	272.24	274.05
流动负债合计	613.01	702.45	811.03	1,068.30	588.63
长期借款	1,252.69	1,298.97	1,348.97	1,398.97	1,448.97
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.60	24.17	16.92	22.56	21.22
非流动负债合计	1,279.29	1,323.14	1,365.89	1,421.54	1,470.19
负债合计	1,892.31	2,025.59	2,176.93	2,489.83	2,058.82
少数股东权益	81.21	88.75	108.94	151.35	200.79
股本	999.47	999.47	999.47	999.47	999.47
资本公积	2,091.74	2,091.74	2,091.74	2,091.74	2,091.74
留存收益	734.37	864.72	1,035.06	1,331.73	1,638.54
其他	(2,091.74)	(2,091.74)	(2,091.74)	(2,091.74)	(2,091.74)
股东权益合计	1,815.04	1,952.93	2,143.46	2,482.55	2,838.79
负债和股东权益总	3,707.35	3,978.52	4,320.39	4,972.38	4,897.61

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	171.27	144.69	170.34	296.67	306.81
折旧摊销	152.30	176.91	169.12	196.15	199.85
财务费用	59.37	67.27	65.00	68.00	65.00
投资损失	(1.86)	(0.22)	(30.63)	(44.08)	(45.71)
营运资金变动	2.15	(141.58)	138.69	(404.41)	294.96
其它	(76.29)	91.76	20.19	42.42	49.43
经营活动现金流	306.94	338.83	532.72	154.74	870.34
资本支出	704.89	346.90	407.25	394.36	51.35
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,210.35)	(916.11)	(776.62)	(750.28)	(55.64)
投资活动现金流	(505.46)	(569.20)	(369.37)	(355.92)	(4.29)
债权融资	1,548.09	1,814.14	1,796.49	2,095.00	1,648.55
股权融资	(56.64)	(64.74)	(65.00)	(68.00)	(65.00)
其他	(1,392.86)	(1,569.78)	(1,814.14)	(1,796.49)	(2,095.00)
筹资活动现金流	98.60	179.63	(82.65)	230.51	(511.46)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(99.92)	(50.75)	80.70	29.33	354.59

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	506.70	524.10	605.35	874.44	906.92
营业成本	223.59	249.40	282.43	386.81	402.38
营业税金及附加	8.46	6.21	7.26	10.49	10.88
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	36.91	43.70	48.43	62.96	64.39
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	56.64	64.74	65.00	68.00	65.00
资产减值损失	0.77	1.34	0.50	0.50	0.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.86	0.22	30.63	44.08	45.71
其他	(31.46)	(22.44)	(61.25)	(88.16)	(91.41)
营业利润	209.94	180.93	232.35	389.76	409.47
营业外收入	9.63	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	7.40	0.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	212.17	180.86	232.35	389.76	409.47
所得税	40.89	36.17	41.82	50.67	53.23
净利润	171.27	144.69	190.53	339.09	356.24
少数股东损益	17.79	14.34	20.19	42.42	49.43
归属于母公司净利润	153.48	130.35	170.34	296.67	306.81
每股收益（元）	0.15	0.13	0.17	0.30	0.31

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	28.53%	3.43%	15.50%	44.45%	3.71%
营业利润	66.69%	-13.82%	28.42%	67.74%	5.06%
归属于母公司净利润	45.50%	-15.07%	30.68%	74.17%	3.42%
获利能力					
毛利率	55.87%	52.41%	53.34%	55.76%	55.63%
净利率	30.29%	24.87%	28.14%	33.93%	33.83%
ROE	8.85%	6.99%	8.37%	12.73%	11.63%
ROIC	9.30%	6.72%	7.33%	11.58%	10.19%
偿债能力					
资产负债率	51.04%	50.91%	50.39%	50.07%	42.04%
净负债率	68.93%	80.29%	68.56%	70.04%	33.03%
流动比率	1.16	1.09	1.10	1.26	2.40
速动比率	1.14	1.06	1.08	1.23	2.37
营运能力					
应收账款周转率	1.87	1.35	1.33	1.29	1.22
存货周转率	40.71	32.08	37.14	37.91	38.80
总资产周转率	0.15	0.14	0.15	0.19	0.18
每股指标（元）					
每股收益	0.15	0.13	0.17	0.30	0.31
每股经营现金流	0.31	0.34	0.53	0.15	0.87
每股净资产	1.73	1.87	2.04	2.33	2.64
估值比率					
市盈率	26.44	31.13	23.82	13.68	13.23
市净率	2.34	2.18	1.99	1.74	1.54
EV/EBITDA	13.40	11.60	11.71	8.84	7.44
EV/EBIT	21.93	20.76	18.37	12.62	10.58

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com