

中闽能源 (600163)

证券研究报告
2019年06月18日

海电二期进入投产倒计时，海电三期积极推进、风机开始招标

平海湾海电二期升压站成功受电，项目投产在即

6月16日，平海湾海上风电场二期项目220kV无居民海岛升压站成功受电。升压站位于福建莆田平海湾外海的鹧鸪岛上，升压站的顺利受电标志着平海湾海上风电场二期项目进入投产发电倒计时阶段。

海电二期项目装机容量24.6万千瓦，拟安装41台6MW的风机，项目装机容量较海电一期（5万千瓦）有较大提升，风机叶轮直径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。按照施工计划，海电二期将在2019年10月前并网10台机组，2020年之前再并网27台机组，2021年2月前并网最后4台机组。

海电一、二期共29.6万千瓦海上风电将通过本次重组注入公司（公司原运营陆上风电项目43.65万千瓦）。海电一期2018年净利润为6357万元，我们根据海电一期单位千瓦盈利能力推算海电二期全投产后，净利润有望达到3亿元以上，预计本次资产注入将明显提升公司装机容量和盈利能力。

平海湾海电三期积极推进、风机开始招标，2021年前投产将锁定高电价

近日，海电三期第一批风电机组开始招标，海电三期核准总容量为31.2万千瓦，将分批次招标，本批次招标容量10.2万千瓦，招标机型的单机容量不小于6兆瓦。如图1所示，根据规划，海电三期项目将与海电二期共用升压站，因此海电三期只需要建设风电机组和电线电缆，预计建设进度将相对更快。根据最新的风电平价上网政策，若海电三期项目能在2021年底投产，将有望锁定0.85元/千瓦时的高电价。

可研数据显示，海电三期工程总投资63.7亿元，单位千瓦动态投资约2万元；年发电量为11.3亿千瓦时，平均利用小时数为3621h，年上网电量约11.1亿千瓦时，等效满负荷小时数3557h。项目建成后将注入上市公司。

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)	26.77	31.51	24.12	13.85	13.39
市净率(P/B)	2.37	2.20	2.02	1.76	1.56
市销率(P/S)	8.11	7.84	6.79	4.70	4.53
EV/EBITDA	13.40	11.60	11.82	8.91	7.52

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（维持评级）
当前价格	4.12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)	4,117.80
流通A股市值(百万元)	4,117.80
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

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

股价走势

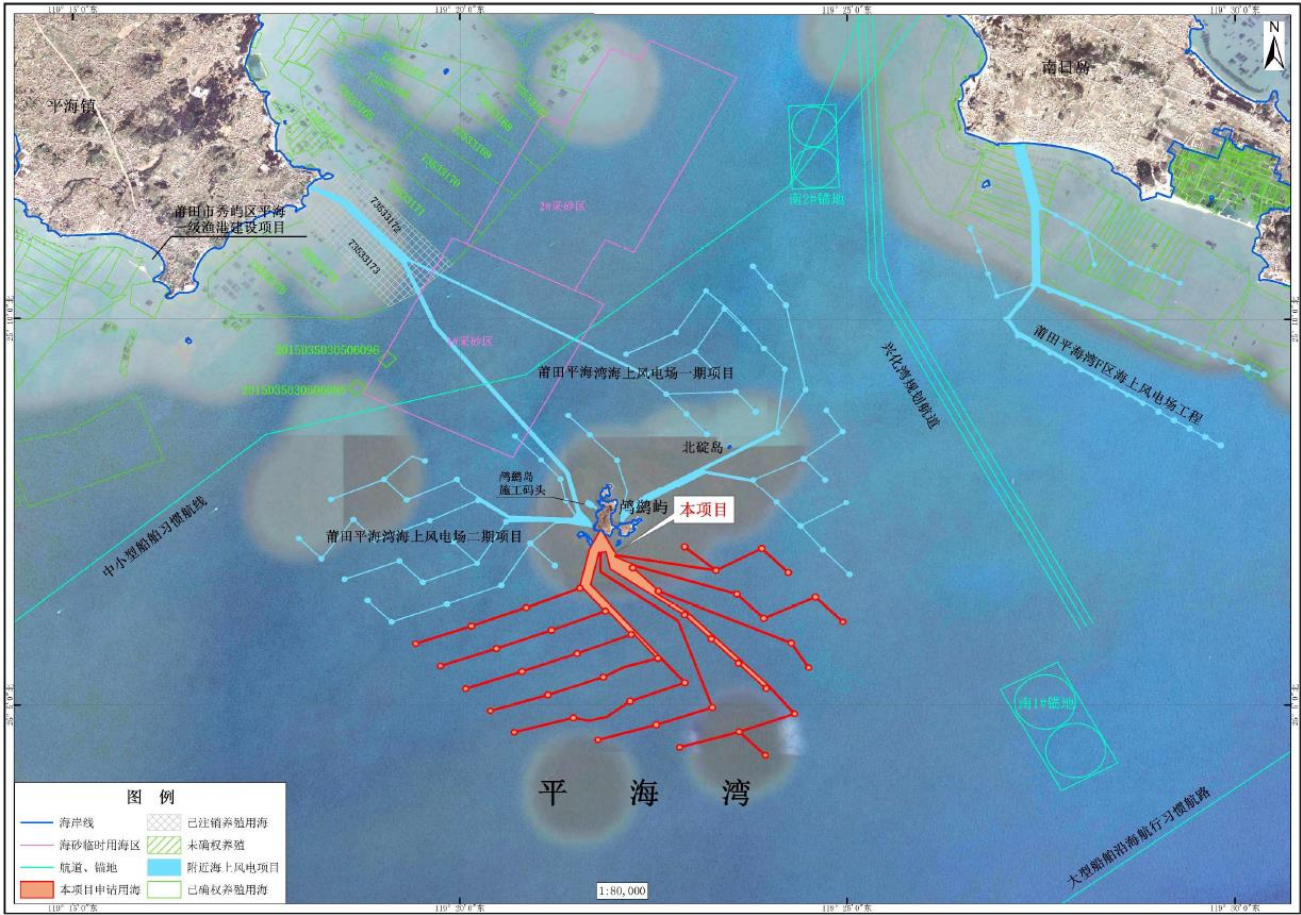


资料来源：贝格数据

相关报告

1 《中闽能源-首次覆盖报告: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》 2019-05-14

图 1：莆田平海湾海上风电场一二三期项目分布图（本项目指平海湾三期项目）



资料来源：公司公告，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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率	26.77	31.51	24.12	13.85	13.39
市净率	2.37	2.20	2.02	1.76	1.56
EV/EBITDA	13.40	11.60	11.82	8.91	7.52
EV/EBIT	21.93	20.76	18.54	12.73	10.68

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