

持有

上半年独资风电厂发电量显著增长

协合新能源 (182.HK)

2019-08-02 星期五

投资要点

目标价: HK\$ 0.44
 现价: HK\$ 0.385
 预计升幅: 14%

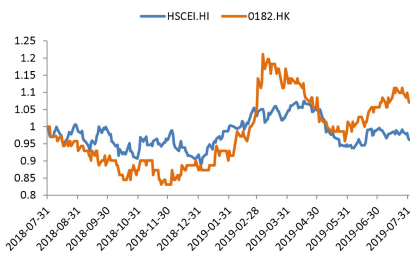
股本数据

总股本(亿): 84.42
 市值(亿港元): 32.50
 每股净资产(人民币元): 0.65
 52周高/低(HK\$): 0.435/0.290
 所属行业: 新能源

主要股东

China Wind Power Investment Limited (13.42%)
 华电福新能源股份有限公司 (10.29%)

52周行情图 (Vs 恒生指数)



国元国际研究部

姓名: 段静娴
 SFC: BL0863
 电话: 0755-21519166
 Email: duanjx@gyzq.com.hk

2019年中期盈利3.99亿人民币, 同比增44.8%:

2019年上半年公司实现收入9.63亿人民币, 同比增长19%; 毛利6.25亿人民币, 同比增长35.4%; 公司权益持有人应占溢利3.99亿人民币, 同比增长44.8%; 每股基本盈利4.75分, 中期不派息。截至2019年6月底, 公司资产净值为人民币57.83亿元, 每股净资产为人民币0.68元。公司盈利快速增长主要得益于营运权益装机容量和发电利润的大幅增加。

上半年独资风电厂发电量显著增长:

2019年上半年公司独资电厂收入及净利润快速增长, 独资电厂共实现收入人民币8.86亿元, 同比增长41.3%, 占公司总收入的92%, 占比较去年同期提升14个百分点; 独资电厂发电净利润同比增长41.4%。期内公司独资电厂发电量同比增长45.7%, 其中独资风电厂发电量同比增长52.7%, 风电厂加权平均可利用小时数达1189小时, 其中独资风电厂平均可利用小时数达1240小时, 显著高于全国平均水平(1133小时)。期内公司风电限电率为3.9%, 较去年同期弃风限电情况进一步改善, 优于全国平均水平(4.7%)。

项目储备充足, 预计2019年新增投产约500MW:

2019年上半年, 公司共新签约风资源3682MW, 新签约光伏资源868MW。公司拥有已核准及进入各省建设计划、根据现有政策锁定原有电价风电项目共计895MW, 丰富的锁定电价风电项目资源储备, 将保障公司未来持续增长。此外, 在国家发改委、能源局发布的2019年第一批风电、光伏平价上网项目名单中, 公司共有7个项目(641MW)列入该名单, 其中风电6个(596MW), 光伏1个(45MW), 公司将逐渐新建一批盈利能力强的平价项目, 逐步摆脱对绿电补贴的依赖。目前公司在建装机容量共933MW, 预计2019年将新增投产约500MW。

给予持有评级, 目标价0.44港元:

我们更新公司盈利预测, 目前股价对应2019年PE和PB分别为4.4倍和0.46倍, 股息率约7%, 结合行业估值和公司盈利增长, 给予目标价0.44港元, 相当于2019年和2020年5倍和4.1倍PE, 目标价较现价存在14%上升空间, 给予持有评级。

截止12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额(人民币百万元)	1,036	1,414	1,617	2,008	2,469
变动(%)	-42.0%	36.5%	14.4%	24.2%	23.0%
净利润(人民币百万元)	200	502	686	837	1,015
变动(%)	-56.3%	151.2%	36.5%	22.1%	21.2%
每股盈利(人民币分)	2.33	5.87	7.78	9.50	11.52
市盈率@0.385港元(倍)	14.6	5.8	4.4	3.6	2.9
每股股息(港元)	0.01	0.02	0.03	0.03	0.04
股息现价比率(%)	2.95%	5.89%	7.09%	8.66%	10.50%

行业估值

图表 1、行业估值

H股 新能源行业												
名称	代码	货币	股价	市值	PE				PB			
					2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
新天绿色能源	956 HK	HKD	2.00	74	5.36	4.49	4.02	3.67	0.68	0.59	0.54	0.49
京能清洁能源	579 HK	HKD	1.36	112	4.74	4.56	4.09	4.00	0.46	0.43	0.40	0.38
龙源电力	916 HK	HKD	4.91	395	7.30	7.28	6.55	5.97	0.72	0.67	0.62	0.58
大唐新能源	1798 HK	HKD	0.77	56	3.99	3.50	3.07	2.85	0.41	0.37	0.34	0.30
华电福新	816 HK	HKD	1.50	126	5.17	4.28	3.68	3.57	0.47	0.40	0.37	0.36
华能新能源	958 HK	HKD	2.14	226	5.60	5.38	4.88	4.51	0.72	0.64	0.58	0.52
中广核新能源	1811 HK	HKD	1.03	44	5.26	4.70	4.54	4.70	0.54	0.53	0.48	0.48
行业平均					5.35	4.88	4.40	4.18	0.57	0.52	0.48	0.44
协合新能源	182 HK	HKD	0.385	33	5.78	4.36	3.57	2.95	0.52	0.46	0.42	0.38

数据来源：Bloomberg, 国元国际

投资风险

项目投产延迟	风电及光伏项目投产因多种因素推迟
电站补贴	政府补贴延后下发影响自有现金流
风资源、限电	风资源不好，或限电影响发电量
其他风险	不可抗力等风险

财务报表摘要

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	1,036	1,414	1,617	2,008	2,469
经营成本	(644)	(548)	(647)	(803)	(988)
其他收入	44	31	50	50	50
行政费用	(179)	(235)	(254)	(275)	(297)
财务开支	(185)	(301)	(304)	(307)	(310)
应占联营公司利润	48	33	56	50	50
其他开支	72	47	80	60	30
税前盈利	271	530	712	900	1,091
所得税	(64)	(16)	(20)	(54)	(65)
少数股东应占利润	7	11	7	8	10
净利润	200	502	686	837	1,015
折旧及摊销	225	223	220	218	216
EBITDA	139	545	690	889	1,086
增长					
总收入 (%)	-42%	36%	14%	24%	23%
EBITDA (%)	-57%	293%	27%	29%	22%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金	1,011	1,354	1,830	2,100	2,651
应收账款	1,228	715	679	645	613
存货	50	20	21	21	21
其他流动资产	1,419	1,478	796	804	811
流动资产	3,708	3,566	3,326	3,569	4,096
固定资产	7,172	10,297	10,400	10,504	10,609
其他固定资产	3,927	4,549	4,135	4,040	3,955
非流动资产	11,099	14,846	14,535	14,544	14,564
总资产	14,807	18,413	17,861	18,113	18,661
流动负债	3,616	3,464	3,210	2,889	2,600
应付帐款	1,644	1,000	900	810	729
短期银行贷款	3,576	3,751	3,939	4,018	4,098
其他短期负债	(1604)	(1287)	(1629)	(1939)	(2227)
非流动负债	5,936	9,402	8,123	8,160	8,199
长期银行贷款	3,576	3,751	3,939	4,018	4,098
其他负债	2,360	5,651	4,184	4,142	4,101
总负债	9,552	12,866	11,333	11,049	10,799
少数股东权益	97	29	196	212	236
股东权益	5,158	5,518	6,333	6,853	7,626
每股账面面值(元)	0.59	0.65	0.74	0.80	0.89
营运资金	92	103	116	680	1,496

财务分析

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	13%	39%	43%	44%	44%
净利率 (%)	19%	36%	42%	42%	41%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	17%	17%	16%	14%	12%
实际税率 (%)	24%	3%	6%	6%	6%
股息支付率 (%)	37%	34%	25%	20%	17%
库存周转	29	14	12	9	8
应付账款天数	316	177	156	127	104
应收账款天数	433	184	153	117	91
ROE (%)	4%	9%	11%	12%	13%
ROA (%)	1%	3%	4%	5%	6%
财务状况					
净负债/股本	1.2	1.1	1.0	0.9	0.7
收入/总资产	0.07	0.08	0.09	0.11	0.13
总资产/股本	2.87	3.34	2.82	2.64	2.45
收入对利息倍数	5.6	4.7	5.3	6.5	8.0

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EBITDA	139	545	690	889	1,086
融资成本	267	229	342	(434)	(636)
营运资金变化	(50)	10	14	564	816
所得税	(81)	(18)	(20)	(54)	(65)
营运现金流	275	766	1,027	966	1,199
资本开支	(2,474)	(2,311)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
其他投资活动	337	197	(39)	(27)	(16)
投资活动现金流	(2,137)	(2,114)	(1,539)	(1,527)	(1,516)
负债变化	662	283	1,400	1,200	1,200
股本变化	(481)	(1,115)	0	0	0
股息	(75)	(73)	(66)	(59)	(53)
其他融资活动	839	2,589	(352)	(316)	(285)
融资活动现金流	945	1,684	983	824	862
现金变化	(917)	336	470	264	545
期初持有现金	1,934	1,011	1,354	1,830	2,100
汇率变动	(6)	6	6	6	6
期末持有现金	1,011	1,354	1,830	2,100	2,651

投资评级定义和免责条款

投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-15%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元国际及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元国际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。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、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。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元国际及/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。

本报告的版权仅为国元国际所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>