

强烈推荐

2018 年盈利同比增长 100%以上

协合新能源 (182. HK)

2019-01-14 星期一

跟踪报告日期: 2019.01.14

目标价: HK\$ 0.43

现价: HK\$ 0.315

预计升幅: 37%

股本数据

总股本(亿): 85.13

市值(亿港元): 26.82

每股净资产(港元): 0.7127

52 周高/低 (HK\$): 0.37/0.295

所属行业: 新能源

主要股东

China Wind Power Investment Limited (26.64%)

華電福新能源股份有限公司 (10.14%)

52 周行情图 (Vs 恒生中国指数)



国元国际研究部

姓名: 杨义琼

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 6065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

投资要点

发盈喜公布 2018 年盈利同比增长 100%以上, 符合预期:

公司发盈喜, 预计 12 月止年度纯利将较上一年度大幅增加 100%以上, 主要受惠集团电厂发电之利润大幅增加; 及工程咨询、设计、设备成套供应和建设 (EPC) 业务应收账款无大额核销与拨备。

核心发电业务增长可观:

2018 年 12 月, 风电权益发电量 407.73GWh, 太阳能 36.54GWh, 总计 444.27GWh, 同比增长 64.73%。2018 年 1-12 月, 风电 3187.91GWh, 太阳能 447.86GWh, 总计 3635.77GWh, 同比增长 48.55%。

布局熔盐储能项目:

2018 年 12 月 20 日, 公司宣布, 与 Alfa Laval 集团以及 BEV (由比尔·盖茨发起) 在内的多名投资人订立一份合作协议, 以投资由 the Moonshot Factory (前称 Google X 实验室) 孵化的熔盐储能公司 Malta Inc.。Malta 项目是新一代基于热电转化的储能技术, 利用热熔盐为储能介质。其储能技术可广泛适用于各类储能市场, 如电网移峰填谷、辅助服务、分布式能源、工商业园区等, 发展潜力可观。与传统锂电池相比, Malta 储能技术具有低成本, 高能量密度, 无衰减, 生命周期长等特点。研究人员指出, 熔盐储能技术存储能量的时间长于锂离子电池, 成本与目前最廉价的大规模储能方式抽水蓄能电站相当。预期投资 Malta 项目对公司未来在基于储能技术之能源项目投资运营以及技术服务等领域具有里程碑式的战略意义。

维持强烈推荐评级, 目标价 0.43 港元:

目前公司合计在手 1.85 吉瓦的风电项目已经锁定上网电价, 可满足未来三年的投产目标要求, 而储能领域的新布局, 将成为公司未来新的增长点。目前公司 2018 PB 仅 0.44 倍, 我们更新公司盈利预测并给予目标价 0.43 港元, 相当于 2018 年和 2019 年 7 和 6 倍 PE, 对应 2018 年和 2019 年 0.62 和 0.6 倍 PB, 目标价较现价存在 37% 上升空间, 给予强烈推荐评级。

截止 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额(人民币百万元)	1,785	1,036	863	982	1,078
变动(%)	-48.7%	-42.0%	-16.7%	13.9%	9.7%
净利润(人民币百万元)	458	200	453	527	582
变动(%)	12.2%	-56.3%	126.5%	16.4%	10.4%
每股盈利(人民币分)	5.30	2.33	5.22	6.08	6.71
市盈率@0.315港元(倍)	5.1	11.6	5.2	4.5	4.0
每股股息(港元)	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
股息现价比率(%)	7.37%	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%

行业估值

图表 1、行业估值

H股新能源行业				PE				PB			
名称	代码	交易货币	股价	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
新天绿色能源	956 HK	HKD	1.98	6.82	5.05	4.49	4.03	0.74	0.65	0.59	0.53
京能清洁能源	579 HK	HKD	1.73	6.77	5.82	5.36	5.00	0.71	0.57	0.53	0.49
龙源电力	916 HK	HKD	5.61	10.09	8.09	7.28	6.60	0.90	0.79	0.73	0.67
大唐新能源	1798 HK	HKD	0.9	9.21	4.29	3.68	3.26	0.60	0.46	0.42	0.38
华电福新	816 HK	HKD	1.77	6.74	5.85	4.67	4.06	0.69	0.52	0.48	0.44
华能新能源	958 HK	HKD	2.17	7.51	5.55	5.12	4.63	0.95	0.71	0.64	0.57
中广核新能源	1811 HK	HKD	1.08	9.78	5.10	4.59	4.17	0.69	0.58	0.52	0.47
中国电力清洁能源	735 HK	HKD	2.56	10.14	N/A	N/A	N/A	0.48	0.46	0.43	0.41
行业平均				8.38	5.68	5.03	4.54	0.72	0.59	0.54	0.50
协合新能源	182 HK	HKD	0.315	11.65	5.20	4.47	4.05	0.46	0.44	0.41	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

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	1,785	1,036	863	982	1,078
经营成本	(1,267)	(644)	(104)	(118)	(129)
其他收入	49	44	50	50	50
行政费用	(168)	(179)	(193)	(209)	(226)
财务开支	(142)	(185)	(187)	(189)	(191)
应占联营公司利润	39	48	50	50	50
其他开支	131	72	50	50	50
税前盈利	475	271	538	627	692
所得税	(13)	(64)	(81)	(94)	(104)
少数股东应占利润	4	7	5	5	6
净利润	458	200	453	527	582
折旧及摊销	205	225	223	220	218
EBITDA	323	139	403	495	564
增长					
总收入 (%)	-49%	-42%	-17%	14%	10%
EBITDA (%)	-8%	-57%	190%	23%	14%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金	1,891	1,011	1,044	1,122	1,118
应收账款	1,158	1,228	1,240	1,252	1,265
存货	81	50	51	51	52
其他流动资产	1,810	1,419	1,429	1,440	1,450
流动资产	4,941	3,708	3,764	3,865	3,885
固定资产	4,259	7,172	7,244	7,316	7,389
其他固定资产	3,402	3,927	3,895	3,872	3,860
非流动资产	7,662	11,099	11,138	11,188	11,249
总资产	14,339	14,807	14,903	15,054	15,133
流动负债	4,799	3,616	3,255	2,929	2,636
应付帐款	3,600	1,644	1,480	1,332	1,199
短期银行贷款	3,061	3,576	3,540	3,504	3,469
其他短期负债	(1863)	(1604)	(1765)	(1907)	(2032)
非流动负债	3,325	5,936	5,876	5,817	5,759
长期银行贷款	3,061	3,576	3,540	3,504	3,469
其他负债	265	2,360	2,336	2,313	2,290
总负债	9,114	9,552	9,131	8,747	8,396
少数股东权益	155	97	115	126	135
股东权益	5,070	5,158	5,656	6,181	6,603
每股账面值(元)	0.58	0.59	0.60	0.62	0.63
营运资金	142	92	510	936	1,248

财务分析

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	18%	13%	47%	50%	52%
净利率 (%)	26%	19%	53%	54%	54%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	9%	17%	22%	21%	21%
实际税率 (%)	3%	24%	15%	15%	15%
股息支付率 (%)	0%	17%	0%	0%	0%
库存周转	86	86	86	86	86
应付账款天数	249	249	249	249	249
应收账款天数	102	102	102	102	102
ROE (%)	9%	4%	8%	9%	9%
ROA (%)	3%	1%	3%	4%	4%
财务状况					
净负债/股本	0.8	1.2	1.1	1.0	0.9
收入/总资产	0.12	0.07	0.06	0.07	0.07
总资产/股本	2.83	2.87	2.63	2.44	2.29
收入对利息倍数	12.6	5.6	4.6	5.2	5.7

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EBITDA	323	139	403	495	564
融资成本	478	267	(352)	(335)	(197)
营运资金变化	(344)	(50)	418	426	312
所得税	(17)	(81)	(81)	(94)	(104)
营运现金流	440	275	388	493	575
资本开支	(1,606)	(2,474)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
其他投资活动	420	337	(75)	(63)	(52)
投资活动现金流	(1,186)	(2,137)	(1,575)	(1,563)	(1,552)
负债变化	1,140	662	1,500	1,400	1,200
股本变化	(1,804)	(481)	0	0	0
股息	(75)	(75)	(67)	(61)	(54)
其他融资活动	1,819	839	(206)	(186)	(167)
融资活动现金流	1,080	945	1,226	1,154	978
现金变化	334	(917)	39	84	2
期初持有现金	1,596	1,934	1,011	1,044	1,122
汇率变动	4	(6)	(6)	(6)	(6)
期末持有现金	1,934	1,011	1,044	1,122	1,118

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责声明：

此刊物仅供阁下参考,在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写,所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础,只是表达观点,国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见;及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定,投资者务请运用个人独立思考能力,慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前,应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系;及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权,任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

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) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>