

# 华能新能源 (0958.hk)

## 风电营收增长强劲，预期继续扩张

分析师: 韩 玲 S0260511030002

☎ 021-60750603

✉ gfhl@gf.com.cn

### 核心观点:

- **风电营收增长强劲，2015 上半年归母净利同比大增 65%**

2015 年上半年实现营收 39.23 亿元 (+30.9%)。归母净利润同比大增 65%到 11.33 亿元，EPS 增至 0.116 元。风电大幅的利润增长主要归因于抢装潮带来的控股装机容量提升和风况好转带来的平均利用小时数的增加，风电售电量同比上升 28.8%。

截止 2015 上半年，公司控股装机总容量 9008MW，其中风电 8423MW，太阳能 585MW，风电同比新增 2104MW。2015 上半年售电量 7891 吉瓦时，风电上半年利用小时数为 1069 小时 (+109 个小时)，公司太阳能利用小时数为 755，同比上升 2 小时。售电价格稳定在 0.611 元/kwh，营业收入大幅提升。

- **利润增长点：公司风电光伏项目储备充足，立足继续扩张**

公司 2015 年将实现风电和光伏装机 2GW 的目标（风电占 1.8GW）。2016 年公司装机目标为 1-1.5GW。光伏今年装机为 0.2GW，明年会保持 20%左右的增长比例。

公司的风电光伏项目储备丰富：2014 年公司进入第四批国家核准计划项目总装机容量为 1915MW，主要分布在第四类资源区；取得建设规模备案的光伏项目 253.5MW，签署开发协议容量 1544MW。2015 年上半年，公司进入第五批风电核准计划常规计划的容量 1648.5MW，也大都位于第四类风资源区，取得风电核准项目 664.7MW，取得光伏建设规模 76MW，储备 90MW。

- **成长性强：稳定现金流支撑公司高负债快速扩张**

公司的成长能力排在同业中较前的位置，展现了其风电场布局的前瞻性和较强的电力营销能力。从公司现有的资本结构以及财务支出来看，公司的资产负债率高出行业平均水平。随着新增装机的投运，公司的经营性现金流稳定增长，对快速扩张有一定的支持作用。

- **盈利预测与投资评级**

我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为人民币 0.19、0.27 和 0.33 元，维持“买入”评级。

- **风险提示**

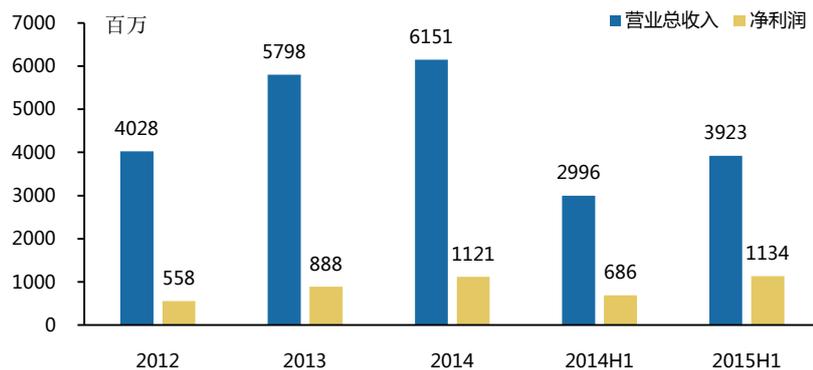
装机增速低于预期，风况与弃风率恶化。

投资摘要	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入 (人民币 百万)	5,798	6,151	8,832	10,579	12,257
变动 (%)	44.0	6.1	43.6	19.8	15.9
净利润 (百万)	888	1,121	1,890	2,577	3,195
全面摊薄每股收益	0.091	0.115	0.194	0.265	0.328
市盈率 (倍)	32.0	25.3	15.0	11.0	8.9
每股股息	0.019	0.020	0.034	0.046	0.057
股息率 (%)	0.64	0.68	1.15	1.57	1.95

## 风电营收增长强劲，2015 上半年归母净利同比大增 65%

2015年上半年公司实现营收39.23亿元，同比增长30.9%。归属于母公司净利润同比大增65%到11.33亿元，EPS增至0.116元。风电大幅的利润增长主要归因于抢装潮带来的控股装机容量提升和风电好转带来的平均利用小时数的增加，风电售电量同比上升28.8%。

图1：公司营收及利润变化（百万人民币）

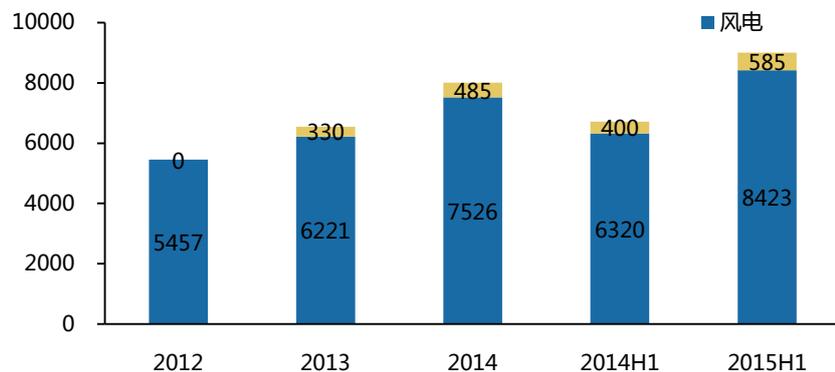


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

由于电价下调的预期，陆上风电的抢装潮于2014年下半年开始，随着2015年1月下调陆上风电标杆上网电价政策的正式落地，抢装潮依旧热度不减。2015年上半年风电板块受抢装潮刺激控股装机同比上升33%。

截止2015上半年，公司控股装机总容量9008MW，其中风电8423MW，太阳能585MW，风电2015年上半年较2014年末新增856MW，较2014年上半年新增2104MW。2015上半年售电量7891吉瓦时，其中风电7511吉瓦时，光伏380吉瓦时。

图2：公司风电光伏控股装机容量（2015H1）

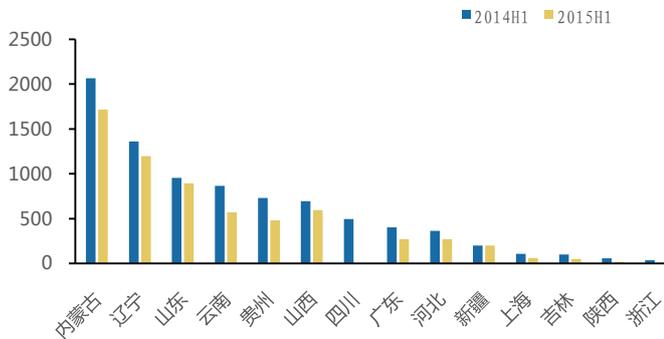


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司今年风电新增装机33.9%处于1-3类区，66.1%处于四类区。2015年风况有所好转，风电行业平均利用小时数1002小时，同比提升16小时。公司风电上半年利用小时数为1069小时，同比增加109个小时（其中内蒙927小时，同比增长26.3%；陕西

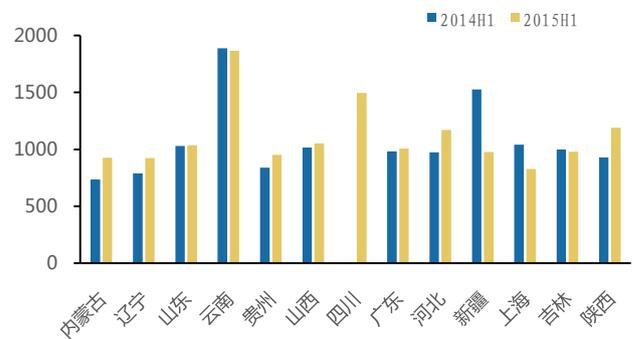
1190小时，同比增长28%，河北1170小时，同比增长20.4%；辽宁922小时，同比增长17%；新疆975小时，同比大降36%）。公司太阳能利用小时数为755，同比上升2小时。再加上公司的售电价格稳定在0.611元/kwh，营业收入出现大幅提升。

图3：公司风电装机按地区分布（MW）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：公司风机平均利用小时数按地区分布

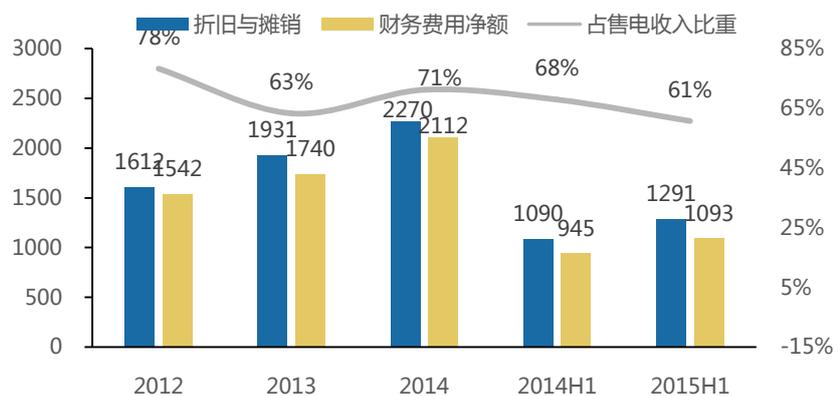


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

上半年内蒙古发电量的增加和电改背景下直供电合同的签订密切相关，已经签订的协议总量是1亿，电价是0.4446元/度。目前公司主要是在蒙东和通辽参与直供电，借此提高公司在当地的份额。由于通辽部分向华北送电，落地电价较好。

总体来说，风电利用小时数增加是多个因素叠加，上半年售电量增加18.17亿千瓦时同比增长31.9%。一是来风改善很多，贡献3.42亿千瓦时电量，影响20%。二是结构调整，增发2.59亿电量，占到15.4%。三是大用户直供，减少限电，增发1.85亿千瓦时，占到11%。四是故障减少1.37亿，占到8%。

图5：公司成本变动情况分析



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

大量风机的投产也带来了折旧等营运成本的大幅攀升，2015年上半年，公司经营开支为16.74亿，比去年同期增加3.4亿，增幅达25.5%。其中折旧费用达12.9亿，同比增加18.4%，另外由于出质保期的装机数量不断攀升，公司上半年维修、行政费用同比增加1.29亿。但成本占收入占比却在下降，也就是说公司由新机投产所带来的营收超出成本增幅5%，使得利润得以大幅增长。

## 利润增长点：公司风电光伏项目储备充足，立足继续扩张

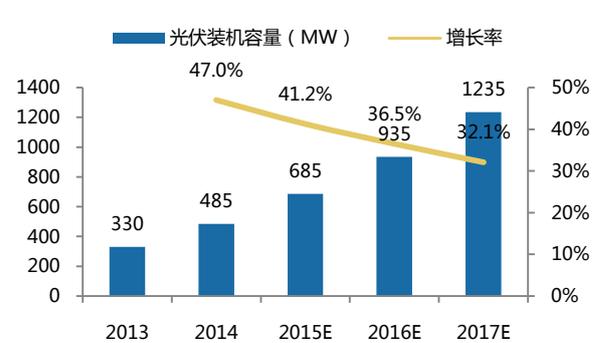
公司2015年将实现新增风电和光伏装机2GW的目标（风电占1.8GW）。公司也将尽力规避快速发展带来的风险。2016年公司新增装机目标为1-1.5GW。光伏今年装机为0.2GW，明年会保持20%左右的增长比例。公司也会加大分布式光伏电站的开发。

图6：公司新增风电装机与预测（兆瓦）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图7：公司新增光伏装机与预测（兆瓦）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

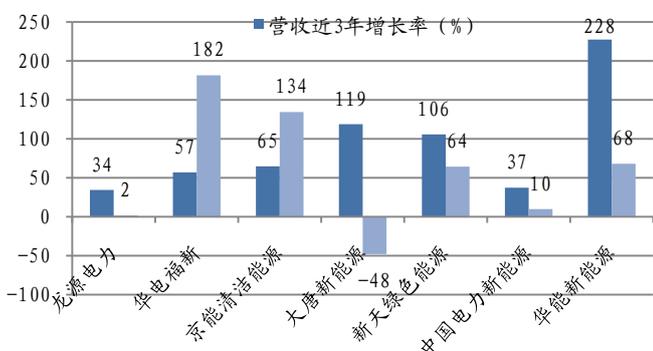
公司的风电光伏项目储备丰富：2014年公司进入第四批国家核准计划项目总装机容量为1915MW，主要分布在第四类资源区；进入国家承德第二个百万千瓦风电基地计划容量249.5MW，进入海上风电开发建设方案600MW。取得建设规模备案的光伏项目253.5MW，签署开发协议容量1544MW。为推进光伏项目开发奠定了坚实基础。

2015年上半年，公司进入第五批风电核准计划常规计划的容量1648.5MW，也大都位于第四类风资源区，取得风电核准项目664.7MW，取得光伏建设规模76MW，储备90MW。由于后续开发项目大都在第四类风资源区，公司未来的上网电价水平减小幅度不大，保障了公司的盈利空间。

## 成长性强：稳定现金流支撑公司高负债快速扩张

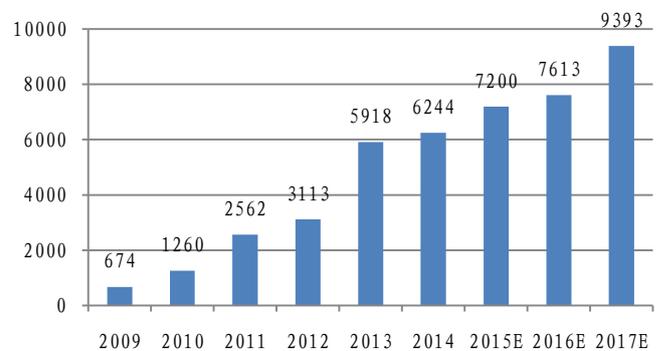
公司的成长能力排在同业中较前的位置，展现了其风电场布局的前瞻性和较强的电力营销能力。公司目前的资产负债率略高于行业平均水平。

图8：同行业成长能力比较



数据来源：广发证券发展研究中心

图9：经营性现金流（百万元）



数据来源：广发证券发展研究中心

从公司现有的资本结构以及财务支出来看，未来除了增加银行贷款外有进一步股权融资的需求。随着新增装机的投运，公司的经营性现金流稳定增长，对快速扩张有一定的支持作用。

## 2015E-2017E 盈利预测

我们预测由于风电装机的大幅增长与利用小时数的回升，公司2015-2017年营收将达到人民币88.32、105.79和122.57亿元，对应增长率为40%、20%和16%。

**表 1: 盈利预测**

风电运营	2013	2014	2015E	2016E	2017E
新增装机 (MW)	765	1,305	1,800	1,500	1,500
累计装机 (MW)	6,222	7,527	9,327	10,827	12,327
平均小时数	2,029	1,875	2,050	2,050	2,100
风力发电量 (GW. h)	11,142	11,675	16352.8	19632.8	22757.7
售电量 (GW. h)	10,719	11324.7	15862.3	19142.0	22302.5
售电比例	96.21%	97%	97%	98%	98%
平均税后上网电价 (Y/W)	0.51	0.52	0.52	0.51	0.5
风电售电收入 (百万)	5,440	5728	8248.4	9762.4	11151.3
光伏运营					
新增装机	330	155	200	250	300
累计装机	330	485	685	935	1235
平均小时数		1420	1450	1450	1450
光伏发电量 (GW. h)	1.2	502.67	761.25	1065.75	1442.75
售电量 (GW. h)		488.8	738.4	1033.7	1399.4
售电比例		97%	97%	97%	97%
平均税后上网电价	0.79	0.79	0.79	0.79	0.79
光伏售电收入 (百万)		386	583.3	816.7	1105.6
售电总收入 (百万)	5,440	6,154	8,832	10,579	12,257

数据来源：广发证券发展研究中心

## 风险提示

公司装机增长不达预期；风况与弃风率恶化。

**资产负债表**

单位: 百万元人民币

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	4,318	6,385	7,065	6,347	7,355
应收帐款	3,314	3,340	3,798	4,549	5,270
库存	4	13	9	11	12
其他流动资产	2,118	1,403	1,412	1,412	1,412
<b>流动资产总计</b>	<b>9,754</b>	<b>11,141</b>	<b>12,284</b>	<b>12,319</b>	<b>14,049</b>
固定资产	45,599	57,873	72,265	85,160	97,843
无形资产	703	696	650	750	850
其他长期资产	3,742	4,427	5,066	5,411	5,553
<b>长期资产总计</b>	<b>50,044</b>	<b>62,997</b>	<b>77,981</b>	<b>91,321</b>	<b>104,246</b>
<b>总资产</b>	<b>59,798</b>	<b>74,138</b>	<b>90,265</b>	<b>103,640</b>	<b>118,295</b>
应付帐款	1,792	1,025	1,747	1,904	2,319
短期债务	10,775	17,740	23,640	27,823	30,432
其他流动负债	6,675	6,975	7,324	7,690	8,075
<b>流动负债总计</b>	<b>19,242</b>	<b>25,741</b>	<b>32,711</b>	<b>37,560</b>	<b>40,826</b>
长期借款	24,489	29,611	35,111	39,604	43,604
其他长期负债	1,370	1,901	2,438	2,523	2,858
<b>长期负债总计</b>	<b>25,859</b>	<b>31,512</b>	<b>37,548</b>	<b>42,127</b>	<b>46,462</b>
股本	9,029	9,728	10,528	11,228	11,228
储备	4,832	6,373	8,694	11,941	18,995
<b>股东权益</b>	<b>13,861</b>	<b>16,101</b>	<b>19,222</b>	<b>23,169</b>	<b>30,223</b>
少数股东权益	836	784	784	784	784
<b>总负债及权益</b>	<b>59,798</b>	<b>74,138</b>	<b>90,265</b>	<b>103,640</b>	<b>118,295</b>

**现金流量表**

单位: 百万元人民币

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税前利润	984	1,232	2,054	2,792	3,457
折旧与摊销	1,915	2,254	2,855	3,454	4,015
净利息费用	1,820	2,088	2,866	3,383	3,780
运营资本变动	1,116	689	789	433	790
税金	(67)	(86)	(144)	(195)	(242)
其他经营现金流	150	(53)	(591)	(1,650)	(1,773)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>5,918</b>	<b>6,125</b>	<b>7,830</b>	<b>8,217</b>	<b>10,028</b>
购买固定资产净值	(7,157)	(13,393)	(15,780)	(15,997)	(15,170)
投资减少/增加	267	396	425	180	37
其他投资现金流	237	37	(137)	(87)	363
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(6,653)</b>	<b>(12,961)</b>	<b>(15,493)</b>	<b>(15,905)</b>	<b>(14,771)</b>
净增权益	2,006	2,188	3,121	3,947	7,054
净增债务	4,093	12,152	13,006	9,428	7,601
支付股息	(127)	(181)	(328)	(447)	(555)
其他融资现金流	(4,608)	(5,271)	(7,455)	(5,958)	(8,350)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>1,364</b>	<b>8,889</b>	<b>8,344</b>	<b>6,970</b>	<b>5,750</b>
期初现金	3,768	4,322	6,385	7,065	6,347

**主要财务比率**

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率 (%)	78.7	88.5	86.3	87.6	88.8
息税前利润率 (%)	45.7	51.8	54.0	55.0	56.0
税前利润率 (%)	17.0	20.0	23.3	26.4	28.2
净利率 (%)	15.3	18.2	21.4	15.3	18.2
<b>流动性</b>					
流动比率 (倍)	0.51	0.43	0.38	0.33	0.34
利息覆盖率 (倍)	1.46	1.53	1.66	1.72	1.82
净权益负债率 (%)	256.0	283.9	295.0	287.1	309.3
速动比率 (倍)	0.51	0.43	0.38	0.33	0.34
<b>估值</b>					
市盈率 (倍)	32.0	25.3	15.0	11.0	8.9
市净率 (倍)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.1
价格/现金流 (倍)	4.5	4.6	3.9	4.0	3.4
企业价值/息税折旧前	14.7	14.6	12.3	11.4	11.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	0.48	1.05	0.97	0.73	0.67
应收帐款周转天数	222.9	194.7	145.5	142.0	144.2
应付帐款周转天数	134.5	159.2	112.4	133.4	127.9
<b>回报率</b>					
股息支付率 (%)	20.3	17.4	17.4	17.4	17.4
净资产收益率 (%)	6.4	7.0	9.8	11.1	8.9
资产收益率 (%)	0.05	0.06	0.07	0.10	0.11

**利润表**

单位: 百万元人民币

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
销售收入	5,798	6,151	8,832	10,579	12,257
销售成本	0	0	0	0	0
经营费用	(3,149)	(2,973)	(4,063)	(4,761)	(5,393)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>4,564</b>	<b>5,441</b>	<b>7,624</b>	<b>9,272</b>	<b>10,879</b>
折旧及摊销	(1,915)	(2,254)	(2,855)	(3,454)	(4,015)
<b>经营利润 (息税前利)</b>	<b>2,649</b>	<b>3,186</b>	<b>4,769</b>	<b>5,819</b>	<b>6,864</b>
净利息收入/(费用)	(1,820)	(2,088)	(2,866)	(3,383)	(3,780)
其他收益/(损失)	155	134	151	357	374
<b>税前利润</b>	<b>984</b>	<b>1,232</b>	<b>2,054</b>	<b>2,792</b>	<b>3,457</b>
所得税	(67)	(86)	(144)	(195)	(242)
少数股东权益	(29)	(26)	(20)	(20)	(20)
<b>净利润</b>	<b>888</b>	<b>1,121</b>	<b>1,890</b>	<b>2,577</b>	<b>3,195</b>
<b>核心净利润</b>	<b>888</b>	<b>1,121</b>	<b>1,890</b>	<b>2,577</b>	<b>3,195</b>
每股收益	0.091	0.115	0.194	0.265	0.328
核心每股收益	0.091	0.115	0.194	0.265	0.328
每股股息	0.019	0.020	0.034	0.046	0.057
收入增长 (%)	44	6	44	20	16
息税前利润增长 (%)	34	20	50	22	18
每股收益增长 (%)	59	26	69	36	24

## 广发电力设备与新能源研究小组

- 韩 玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，8 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2012 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第二名，2011 年及 2010 年新财富最佳分析师第五名，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：gfh1@gf.com.cn，021-60750603。
- 王 昊：资深分析师，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，010-59136700。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。