

# 华能新能源 (0958.hk)

## 2015 装机预期超 2.0GW，电价下调趋势下着力维持 IRR

分析师：韩玲 S0260511030002

☎ 021-60750603

✉ hanling@gf.com.cn

### 核心观点：

- **公司明年风电新增装机 1.5GW，电价下调趋势下公司将着力维持 IRR**

前三季度公司营业收入 53.52 亿元，同比增长 31.4%，归母净利润 12.62 亿元，同比增长超 130%。前三季度公司完成总发电量 10373GWH，同比增长 28.3%。

中期公司公布 2015 年全年装机目标是风电 1.8GW，光伏 0.2GW，但由于公司预见行业的发展不能依赖补贴以及电价下调的趋势，下半年加快了投产规模，今年全年的投产规模将大大超过之前市场的预期，在 2GW 以上；其中四类风区占比很高。公司预期 2016 年新增风电装机将为 1.5GW。

公司预计假设四类风资源区电价全降，电价每下降 1 分钱，对风电项目 IRR 的影响为 0.7%-0.9%，对光伏项目 IRR 的影响为 0.4%-0.5%；而限电每缓解 1.5% 可以消化 1 分钱，机电成本每千瓦下降 200 快可以消化一分钱，财务费用每下降 30 个点能消化 1 分钱，因此，公司拟通过收入的稳定和成本的控制抵消电价下调的影响。

- **公司全年限电率预期 9%，内蒙地区风电消纳未来将显著改善**

公司三季度至今限电率为 9% 左右，处于行业低水平，受益于公司结构布局的优质，公司在甘肃、黑龙江这样的重灾区没有装机，在吉林和新疆的装机也仅占 4%，预期全年的限电率也在 9% 左右。2017 年内蒙四条特高压线路的建设投产，将打开蒙东和蒙西与华中地区的通道，风电消纳能力增加，公司预期受益。

- **公司项目储备丰富，现金流稳定增长**

公司已经核准或者列定核准计划的风电项目还有 2.2GW，其中大部分都在四类地区，有 1.75GW，占整个资源布局的 80%，对后续的项目收益和项目结构都有一个很好的保证。随着项目收益的增加，公司自由现金流和经营现金流的数量均增加，预期 2-3 年后现金流净额为正。

- **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、0.24 和 0.30 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	8,394	10,167	12,068
变动 (%)	44.0	6.1	36.5	21.1	18.7
净利润 (百万)	888	1,121	1,810	2,340	2,982
全面摊薄每股收益	0.091	0.115	0.186	0.241	0.304
市盈率 (倍)	32.0	25.3	12.1	9.4	7.4
每股股息	0.019	0.020	0.032	0.042	0.053
股息率 (%)	0.64	0.68	1.43	1.85	2.33

**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	6,716	6,101	7,241
应收帐款	3,314	3,340	4,029	4,778	5,672
库存	4	13	8	10	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>12,165</b>	<b>12,301</b>	<b>14,337</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	4,847	5,225	5,477
<b>长期资产总计</b>	<b>50,044</b>	<b>62,997</b>	<b>77,763</b>	<b>91,136</b>	<b>104,171</b>
<b>总资产</b>	<b>59,798</b>	<b>74,138</b>	<b>89,928</b>	<b>103,437</b>	<b>118,507</b>
应付帐款	1,792	1,025	1,624	1,830	2,335
短期债务	10,775	17,740	23,639	27,822	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>32,588</b>	<b>37,480</b>	<b>40,842</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	2,266	2,425	2,878
<b>长期负债总计</b>	<b>25,859</b>	<b>31,512</b>	<b>37,377</b>	<b>42,029</b>	<b>46,482</b>
股本	9,029	9,728	10,528	11,228	11,228
储备	4,832	6,373	8,651	11,916	19,171
<b>股东权益</b>	<b>13,861</b>	<b>16,101</b>	<b>19,179</b>	<b>23,144</b>	<b>30,399</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>89,928</b>	<b>103,437</b>	<b>118,507</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	1,979	2,559	3,228
折旧与摊销	1,915	2,254	2,855	3,454	4,015
净利息费用	1,820	2,088	2,869	3,385	3,781
运营资本变动	1,116	689	789	433	790
税金	(67)	(86)	(139)	(179)	(226)
其他经营现金流	150	(53)	(604)	(1,672)	(1,799)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>5,918</b>	<b>6,125</b>	<b>7,750</b>	<b>7,980</b>	<b>9,789</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	365	353
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>(15,720)</b>	<b>(14,455)</b>
净增权益	2,006	2,188	3,078	3,965	7,255
净增债务	4,093	12,152	12,712	9,544	7,816
支付股息	(127)	(181)	(314)	(406)	(513)
其他融资现金流	(4,608)	(5,271)	(7,401)	(5,978)	(8,751)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>1,364</b>	<b>8,889</b>	<b>8,075</b>	<b>7,125</b>	<b>5,807</b>
期初现金	3,768	4,322	6,385	6,716	6,101

**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	89.0	89.0	88.3
息税前利润率 (%)	45.7	51.8	55.0	55.0	55.0
税前利润率 (%)	17.0	20.0	23.6	25.2	26.7
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	0.37	0.33	0.35
利息覆盖率 (倍)	1.46	1.53	1.61	1.65	1.76
净权益负债率 (%)	256.0	283.9	297.3	288.4	311.1
速动比率 (倍)	0.51	0.43	0.37	0.33	0.35
<b>估值</b>					
市盈率 (倍)	32.0	25.3	12.1	9.4	7.4
市净率 (倍)	1.9	1.8	1.2	1.1	0.8
价格/现金流 (倍)	4.5	4.6	3.1	3.2	2.7
企业价值/息税折旧前	14.7	14.6	11.6	10.9	10.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	0.48	1.05	1.03	0.73	0.66
应收帐款周转天数	222.9	194.7	158.0	155.9	155.9
应付帐款周转天数	134.5	159.2	115.4	131.4	126.6
<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	9.4	10.1	8.5
资产收益率 (%)	0.05	0.06	0.07	0.09	0.10

**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	8,394	10,167	12,068
销售成本	0	0	0	0	0
经营费用	(3,149)	(2,973)	(3,777)	(4,575)	(5,430)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>4,564</b>	<b>5,441</b>	<b>7,472</b>	<b>9,045</b>	<b>10,652</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>4,617</b>	<b>5,592</b>	<b>6,637</b>
净利息收入/(费用)	(1,820)	(2,088)	(2,869)	(3,385)	(3,781)
其他收益/(损失)	155	134	231	353	372
<b>税前利润</b>	<b>984</b>	<b>1,232</b>	<b>1,979</b>	<b>2,559</b>	<b>3,228</b>
所得税	(67)	(86)	(139)	(179)	(226)
少数股东权益	(29)	(26)	(30)	(40)	(20)
<b>净利润</b>	<b>888</b>	<b>1,121</b>	<b>1,810</b>	<b>2,340</b>	<b>2,982</b>
<b>核心净利润</b>	<b>888</b>	<b>1,121</b>	<b>1,810</b>	<b>2,340</b>	<b>2,957</b>
每股收益	0.091	0.115	0.186	0.241	0.304
核心每股收益	0.091	0.115	0.186	0.241	0.304
每股股息	0.019	0.020	0.032	0.042	0.053
收入增长 (%)	44	6	36	21	19
息税前利润增长 (%)	34	20	45	21	19
每股收益增长 (%)	59	26	61	29	26

## 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：  
hanling@gf.com.cn, 021-60750603。

## 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。