

华能新能源 (0958.HK)

上半年净利润增长超预期

分析师: 韩 玲 S0260511030002



021-60750603



hanling@gf.com.cn

核心观点:

● 2016 年上半年净利润预期同比增长超过 50%

公司预计 2016 年上半年净利润同比增长超过 50%, 主要由于 (1) 新增装机布局优势和存量项目提效带动发电量和利用小时数上升, 提升公司盈利能力; (2) 公司各项成本控制有效, 财务费用降幅显著。

● 2016 年上半年发电量增长 31.0%, 6 月份发电量增长 19.9%

公司 2016 年 1-6 月累计发电量 10337.3GWH (+31.0%), 其中风电发电量 9858.2GWH (+31.2%), 太阳能发电量 479.1GWH (+26.1%)。公司 2016 年 6 月完成发电量 1443.7GWH (+19.9%), 其中风电发电量 1357.5GWH (+19.0%), 太阳能发电量 86.2GWH (+37.1%)。基本符合我们的预期。

● 保障利用小时政策落地, 限电问题将有所改善

2016 年 5 月 27 日, 国家发改委、能源局发布《关于做好风电、光伏发电全额保障性收购管理工作的通知》。《通知》核定的风电重点地区保障性收购利用小时数相对于 2015 年各地区实际利用小时数都有显著提高, 其中新疆、甘肃等西北省份和黑龙江、吉林等东北省份提高比率最大, 将有利于公司限电问题的改善。另外, 公司 2016 年规划的 1.5GW 新增装机中, 有 96% 在四类区域, 优化布局导致限电问题进一步降低。

● 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为人民币 0.261 元、0.319 元、0.373 元。维持“买入”评级。

● 风险提示

风况与弃风率恶化风险, 装机不达预期风险。

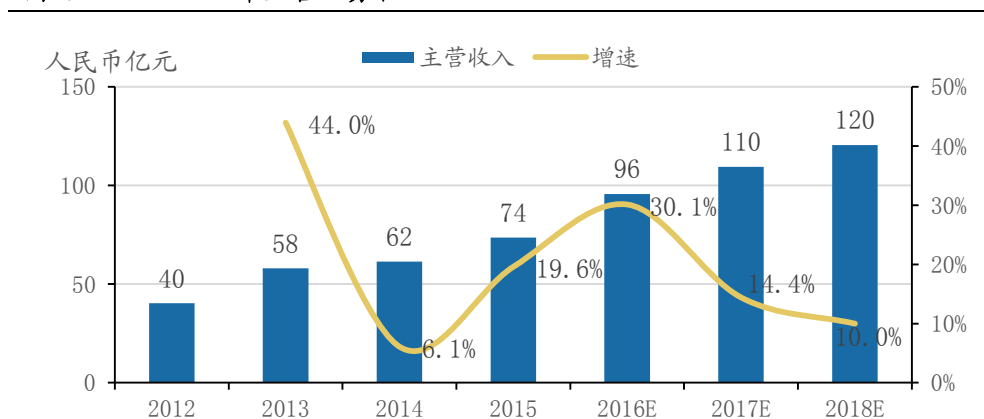
投资摘要	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入 (人民币百万)	6,151	7,357	9,574	10,954	12,048
变动 (%)	6.1	19.6	30.1	14.4	10.0
净利润 (人民币百万)	1,121	1,860	2,543	3,099	3,626
全面摊薄每股收益	0.115	0.191	0.261	0.319	0.373
市盈率 (倍)	23.0	13.9	10.1	8.3	7.1
每股股息	0.020	0.020	0.027	0.033	0.039
股息率 (%)	0.75	0.75	1.03	1.26	1.47

1. 2016年上半年净利润预期同比增长超过50%

公司预计2016年上半年净利润同比增长超过50%，主要由于(1)新增装机布局优势和存量项目提效带动发电量和利用小时数上升，提升公司盈利能力；(2)公司各项成本控制有效，财务费用降幅显著。

截止2015年，公司实现主营业务收入人民币73.57亿元，同比增长19.6%。预计公司2016-2018年分别实现主营业务收入人民币95.74、109.54和120.48亿元，增速分别为30.1%、14.4%和10.0%。

图1：2011-2018E年主营业务收入

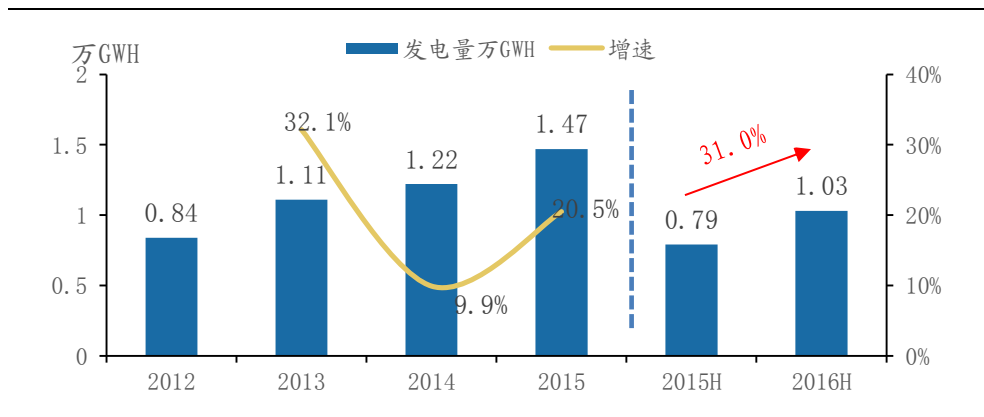


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2. 2016H1发电量增长31.0%，6月份发电量增长19.9%

2016年上半年公司累计发电量为10337.3GWH，较2015年同期增长31.0%。其中风电发电量9858.2GWH，较同期增长31.2%，太阳能发电量479.1GWH，较同期增长26.1%。基本符合我们的预期。

图2：2012-2016H发电量



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司2016年6月完成发电量1443.7GWH，同比增长19.9%。其中风电发电量1357.5GWH，同比增长19.0%，太阳能发电量86.2GWH，同比增长37.1%。

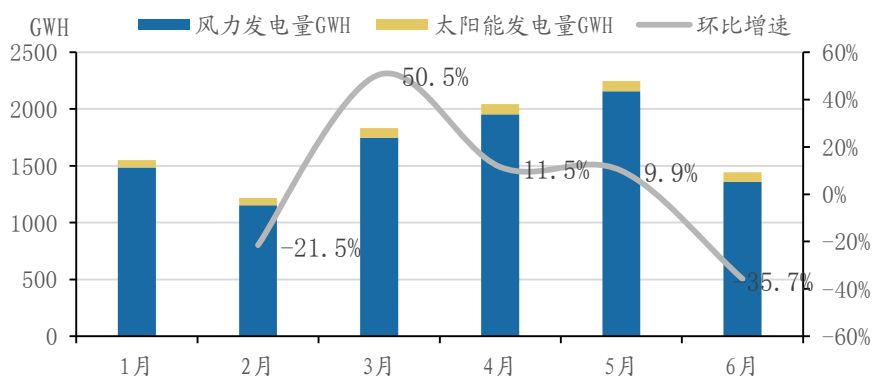
表 1: 公司发电详情

业务板块及地区分布	2016 年 6 月发电量 (GMH)	YOY	发电占比	2016H 累计发电量 (GWH)	YOY	发电占比
风电业务	1357.5	19.0%	94.0%	9858.2	31.2%	95.4%
内蒙古	312.1	18.1%	21.6%	2304.9	37.8%	22.3%
云南	195.7	1.2%	13.6%	1648.3	33.6%	15.9%
山东	135.5	11.7%	9.4%	972.8	-0.7%	9.4%
辽宁	202.6	14.5%	14.0%	1362.5	22.8%	13.2%
山西	75.4	-28.0%	5.2%	699.7	3.0%	6.8%
贵州	94.6	-8.9%	6.6%	644.9	17.6%	6.2%
广东	56.8	12.7%	3.9%	467.2	37.6%	4.5%
河北	43.1	10.4%	3.0%	387.7	7.4%	3.8%
新疆	100.6	262.8%	7.0%	400.1	106.3%	3.9%
上海	8.4	5.3%	0.6%	105.1	104.6%	1.0%
吉林	28.6	120.8%	2.0%	186.3	93.3%	1.8%
陕西	41.8	295.9%	2.9%	147.1	169.7%	1.4%
四川	56.8	127.2%	3.9%	499.8	164.3%	4.8%
浙江	5.6	96.3%	0.4%	31.7	1018.9%	0.3%
太阳能业务	86.2	37.1%	6.0%	479.1	26.1%	4.6%
合计	1443.7	19.9%	100.0%	10337.3	31.0%	100.0%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司6月份发电量环比有所下降，主要由于6月份风力弱导致。

图 3: 2016年1-6月发电量



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3. 保障利用小时政策落地，限电问题将有所改善

2016年5月27日，国家发改委、能源局发布《关于做好风电、光伏发电全额保障性收购管理工作的通知》。《通知》核定的风电重点地区保障性收购利用小时数相对于2015年各地区实际利用小时数都有显著提高，其中新疆、甘肃等西北省份和黑龙江、吉林等东北省份提高比率最大，将有利于限电问题的改善。另外，公司2016年规划的1.5GW新增装机中，有96%在四类区域，优化布局导致限电问题进一步改善。

表 2：风电重点地区最低保障收购年利用小时数核定表

资源区	地区	保障性收购 利用小时数	2015 年实际利用小时	提高比率
I 类资源区	内蒙古自治区除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区	2000	1865	7.24%
	新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市	1900	1571	20.94%
II 类资源区	内蒙古自治区赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市	1900	1865	1.88%
	河北省张家口市	2000	1808	10.62%
	甘肃省嘉峪关市、酒泉市	1800	1184	52.03%
III 类资源区	甘肃省除嘉峪关市、酒泉市以外其他地区	1800	1184	52.03%
	新疆维吾尔自治区除乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市以外其他地区	1800	1571	14.58%
	吉林省白城市、松原市	1800	1430	25.87%
	黑龙江省鸡西市、双鸭山市、七台河市、绥化市、伊春市，大兴安岭地区	1900	1520	25.00%
	宁夏回族自治区	1850	1614	14.62%
IV 类资源区	黑龙江省其他地区	1850	1520	21.71%
	吉林省其他地区	1800	1430	25.87%
	辽宁省	1850	1780	3.93%
	山西省忻州市、朔州市、大同市	1900	1697	11.96%

数据来源：国家发展改革委、能源局，广发证券发展研究中心

4. 盈利预测与投资评级

我们预测公司2016-2018年EPS分别为0.261元、0.319元、0.373元。维持“买入”评级。

5. 风险提示

风况与弃风率恶化风险，装机不达预期风险。

资产负债表						单位: 港币百万元						现金流量表						单位: 港币百万元					
至12月31日		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			
现金及现金等价物		6,385	3,470	4,500	5,148	5,663	税前利润		1,232	2,041	2,777	3,376	3,942										
应收帐款		3,340	3,032	3,946	4,515	4,966	折旧与摊销		2,254	2,720	3,315	3,742	4,147										
库存		13	43	10	11	12	净利息费用		2,088	2,197	2,302	2,486	2,680										
其他流动资产		1,403	1,107	1,044	1,044	1,044	运营资本变动		689	967	611	261	(95)										
流动资产总计		11,141	7,652	9,499	10,719	11,685	税金		(86)	(141)	(194)	(236)	(276)										
固定资产		57,873	68,658	78,658	87,658	96,658	其他经营现金流		(53)	(101)	(106)	(191)	(285)										
无形资产		696	682	750	750	750	经营活动产生的现金流		6,125	7,682	8,704	9,438	10,113										
其他长期资产		4,427	5,561	7,030	7,859	8,515	购买固定资产净值		(13,393)	(12,644)	(10,823)	(12,340)	(13,720)										
长期资产总计		62,997	74,901	86,438	96,267	105,92	投资减少/增加		396	(101)	(346)	(591)	(836)										
总资产		74,138	82,553	95,938	106,98	117,60	其他投资现金流		37	231	281	331	381										
应付帐款		1,025	829	2,637	3,000	3,294	投资活动产生的现金流		(12,961)	(12,514)	(10,887)	(12,599)	(14,175)										
短期债务		17,740	19,223	20,387	22,052	23,422	净增权益		2,188	1,739	2,132	2,900	2,801										
其他流动负债		6,975	8,481	10,177	12,213	14,655	净增债务		12,152	6,675	11,253	8,148	7,822										
流动负债总计		25,741	28,533	33,465	37,564	41,700	支付股息		(181)	(195)	(266)	(324)	(379)										
长期借款		29,611	32,695	35,564	38,765	41,765	其他融资现金流		(5,271)	(6,442)	(9,906)	(6,913)	(5,668)										
其他长期负债		1,901	2,700	6,152	6,999	7,685	融资活动产生的现金流		8,889	1,778	3,214	3,810	4,576										
长期负债总计		31,512	35,395	41,717	45,765	49,451	现金变动		2,053	(3,054)	1,030	649	514										
股本		9,728	9,728	9,728	9,728	9,728	期初现金		4,322	6,385	3,470	4,500	5,148										
储备		6,373	8,070	10,202	13,102	15,903																	
股东权益		16,101	17,798	19,930	22,830	25,631																	
少数股东权益		784	827	827	827	827																	
总负债及权益		74,138	82,553	95,938	106,98	117,60																	

利润表						单位: 港币百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016	2017E	2018E					
销售收入	6,151	7,357	9,574	10,954	12,048					
销售成本	(2,973)	(3,676)	(4,695)	(5,392)	(5,947)					
经营费用	(5,503)	(6,781)	(8,789)	(9,999)	(10,979)					
息税折旧前利润	5,441	6,410	8,194	9,304	10,248					
折旧及摊销	(2,254)	(2,720)	(3,315)	(3,742)	(4,147)					
经营利润(息税前利)	3,186	3,691	4,879	5,562	6,101					
净利息收入/(费用)	(2,088)	(2,197)	(2,302)	(2,486)	(2,680)					
其他收益/(损失)	134	547	200	300	520					
税前利润	1,232	2,041	2,777	3,376	3,942					
所得税	(86)	(141)	(194)	(236)	(276)					
少数股东权益	(26)	(40)	(40)	(40)	(40)					
净利润	1,121	1,860	2,543	3,099	3,626					
每股收益	1,121	1,860	2,543	3,099	3,626					
EBITDA	0.115	0.191	0.261	0.319	0.373					
每股股息	0.115	0.191	0.261	0.319	0.373					
收入增长(%)	0.020	0.020	0.027	0.033	0.039					
息税前利润增长(%)	6	20	30	14	10					
每股收益增长(%)	26	66	37	22	17					

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	88.5	87.1	85.6	84.9	85.1
息税前利润率(%)	51.8	50.2	51.0	50.8	50.6
税前利润率(%)	20.0	27.7	29.0	30.8	32.7
净利率(%)	18.2	25.3	26.6	28.3	30.1
流动性					
流动比率(倍)	0.43	0.27	0.28	0.29	0.28
利息覆盖率(倍)	1.53	1.68	2.12	2.24	2.28
净权益负债率(%)	283.9	305.7	296.9	286.9	280.4
速动比率(倍)	0.43	0.27	0.28	0.29	0.28
估值					
市盈率(倍)	23.0	13.9	10.1	8.3	7.1
市净率(倍)	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	4.2	3.4	3.0	2.7	2.5
企业价值/息税折旧前	14.1	13.5	11.8	11.2	10.9
周转率					
存货周转天数	0.57	1.49	1.08	0.37	0.38
应收帐款周转天数	194.7	155.9	131.2	139.0	141.6
应付帐款周转天数	86.0	43.0	68.5	101.5	103.2
回报率					
股息支付率(%)	17.4	10.5	10.5	10.5	10.5
净资产收益率(%)	7.0	10.4	12.8	13.6	14.1
资产收益率(%)	0.06	0.07	0.10	0.13	0.14

广发海外研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，2015年新财富海外研究（团队）第六名，2011-2014年新财富批发零售行业第三名，第二名，第二名和第三名。
- 韩玲：首席分析师，2015年新财富海外研究（团队）第六名，2011-2014年新财富电力设备和新能源行业第五名，第二名。
- 贺菊颖：首席分析师，2015年新财富海外研究（团队）第六名，2013年新财富医药行业第三名。

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	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	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	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

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。