

华能新能源 (0958.HK)

上半年业绩靓丽，看好下半年发展

分析师: 韩 玲 S0260511030002



021-60750603



hanling@gf.com.cn

核心观点:

- 2016年上半年公司业绩靓丽，高于预期

2016年上半年公司收入保持高增长，营业收入人民币49.143亿元(+25.3%)；公司权益股东应占净利润人民币18.069亿元(+59.4%)；每股盈利人民币0.1857元(+59.3)，高于我们之前预期。增长的主要原因是装机容量提升20.3%、利用小时数上升（风电提升2.2%，太阳能提升6.6%），导致上半年累计发电量达到10337.3GWH(+31.0%)。

- 7月份发电量增速加快

公司7月完成发电量1268.4GWH(+47.9%)，较6月份发电量增速高出28个百分点，增速加快。其中风电发电量1172.4GWH(+51.5%)，太阳能发电量96.0GWH(+14.6%)。7月份环比有所下降，主要由于7月份风力较弱导致。

- 上半年利用小时数稳步提升，下半年继续看好

2016年上半年，公司利用小时数稳步提升。其中风电平均利用小时数为1094小时(+2.2%)，同比上升25小时；太阳能平均利用小时数为805小时(+6.6%)，同比上升50小时。随着保障利用小时政策的逐渐落实，以及公司逐渐向优质资源区布局，我们预计公司下半年利用小时数将继续改善。

- 装机稳步推进，风电新增项目以四类资源区为主

公司上半年新增装机容量490MW，其中风电300MW，光伏190MW，装机量继续提升。公司取得风电开发建设容量1459MW，其中894MW常规风电建设方案均位于四类资源区域，取得4个光伏项目备案共计113MW。

- 财务费用显著降低，仍有下降空间

2016年上半年公司财务费用净额为人民币9.97亿，下降0.957亿，降幅8.8%，主要由于公司采取谈判降息等存量降息措施及债券发行等增量低息措施。新增债券利率较低，我们认为公司财务费用率仍有下降空间。

- 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0.290元、0.373元、0.437元。维持“买入”评级。

- 风险提示

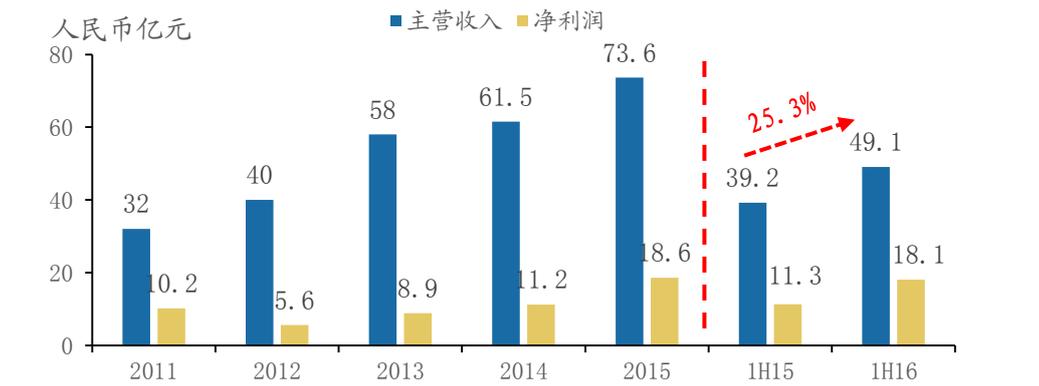
保障利用小时政策落实低于预期；新增装机并网容量低于预期。

投资摘要	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入 (人民币百万)	6,151	7,357	9,393	11,385	12,712
变动 (%)	6.1	19.6	27.7	21.2	11.7
净利润 (人民币百万)	1,121	1,860	2,817	3,631	4,247
全面摊薄每股收益	0.115	0.191	0.290	0.373	0.437
市盈率(倍)	23.1	13.9	9.2	7.1	6.1
每股股息	0.025	0.035	0.054	0.069	0.081
股息率 (%)	0.95	1.33	2.02	2.60	3.04

1.上半年业绩靓丽

2016年上半年公司收入保持高增长，营业收入人民币49.143亿元（+25.3%）；公司权益股东应占净利润人民币18.069亿元（+59.4%）；每股盈利人民币0.1857元（+59.3），高于我们之前预期。增长的主要原因是装机容量提升20.3%、利用小时数上升（风电提升2.2%，太阳能提升6.6%），导致上半年累计发电量达到10337.3GWH（+31.0%）。

图1：2011-1H2016公司收入和净利润



数据来源：广发证券发展研究中心

表1：资产负债表各项同比增长(单位：RMB百万元)

至12月31日	1H2015	1H2016	同比增长
现金及现金等价物	3559.5	3972.2	11.6%
应收帐款	3578.6	5198.0	45.3%
库存	13.2	48.7	269.1%
其他流动资产	1095.4	71.1	-93.5%
流动资产总计	8246.7	9290.0	12.7%
固定资产	62519.7	69879.3	11.8%
无形资产	681.6	663.5	-2.7%
其他长期资产	4753.4	5216.3	9.7%
长期资产总计	67954.7	75759.0	11.5%
总资产	76201.5	85049.1	11.6%
应付帐款	341.9	496.5	45.2%
短期债务	17698.4	21386.7	20.8%
其他流动负债	9441.8	8971.8	-5.0%
流动负债总计	27482.1	30855.0	12.3%
长期借款	29175.1	31562.8	8.2%
其他长期负债	1659.9	2507.2	51.0%
长期负债总计	30835.0	34070.0	10.5%
股本	9728.0	9728.0	0.0%
储备	7312.9	9518.5	30.2%
股东权益	17040.9	19246.5	12.9%
少数股东权益	843.6	877.6	4.0%
总负债及权益	76201.5	85049.1	11.6%

表2：利润表各项同比增长(单位：RMB百万元)

至12月31日	1H2015	1H2016	同比增长
销售收入	3923.2	4914.3	25.3%
销售成本	-	-	-
经营费用	-3085.2	-3835.0	24.3%
息税折旧前利润	2248.8	2865.1	27.4%
折旧及摊销	1290.7	1640.8	27.1%
经营利润(息税前利润)	2248.8	2865.1	27.4%
净利息收入/(费用)	-1135.5	-1040.4	-8.4%
其他收益/(损失)	143.3	155.4	8.4%
税前利润	1256.7	1980.0	57.6%
所得税	-96.9	-142.8	47.4%
少数股东权益	-25.9	-30.4	17.4%
净利润	1133.9	1806.9	59.3%
核心净利润	1133.9	1806.9	59.3%
每股收益	0.117	0.186	59.3%
核心每股收益	0.117	0.186	59.3%
每股股息	0.0	0.0	-
收入增长(%)	-46.7	25.3	-
息税前利润增长(%)	-39.1	27.4	-
每股收益增长(%)	-39.0	59.3	-

2.公司 7 月份发电量增速加快

公司2016年7月完成发电量1268.4GWH，同比增长47.9%，较6月份发电量增速高出28个百分点，增速加快。其中风电发电量为1172.4GWH(+51.5%)，太阳能发电量96GWH(+14.6%)。截至2016年7月31日，公司累计发电11605.7GWH(+32.6%)，其中风电发电量11030.5GWH(+33.1%)，太阳能发电量575.1GWH(+24.0%)。

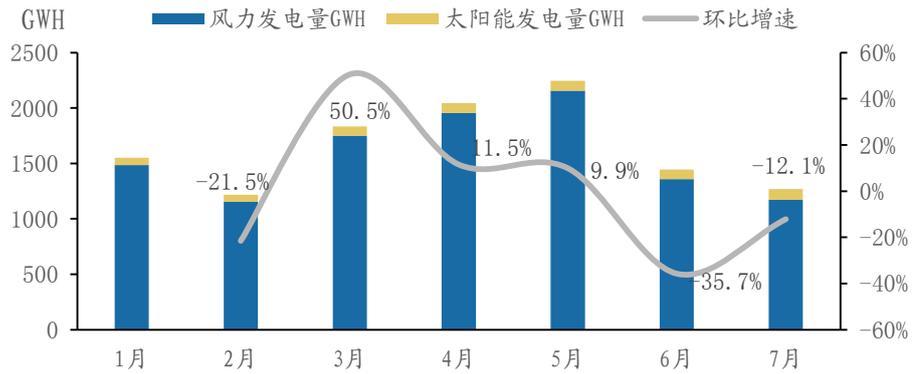
表 3: 公司 7 月份发电详情

业务板块及地区分布	2016年7月发电量 GWH	同比增长	发电占比	2016年1-7月累计发电量 GWH	同比增长	发电占比
风电业务	1172.4	51.5%	92.4%	11030.5	33.1%	95.0%
内蒙古	276.2	48.2%	21.8%	2581.2	38.8%	22.2%
辽宁	144.6	9.7%	11.4%	1507.2	21.4%	13.0%
云南	138.1	35.8%	10.9%	1786.3	33.8%	15.4%
山东	104.2	38.3%	8.2%	1077.0	2.1%	9.3%
新疆	92.9	217.4%	7.3%	493.0	120.9%	4.2%
贵州	91.9	35.5%	7.2%	736.8	19.5%	6.3%
山西	74.8	41.2%	5.9%	774.5	5.7%	6.7%
广东	63.5	43.6%	5.0%	530.7	38.3%	4.6%
陕西	50.8	347.3%	4.0%	198.0	200.3%	1.7%
四川	46.3	249.2%	3.7%	546.2	169.9%	4.7%
吉林	41.7	304.6%	3.3%	228.0	113.7%	2.0%
河北	31.8	10.3%	2.5%	419.5	7.6%	3.6%
上海	10.5	-20.4%	0.8%	115.5	79.1%	1.0%
浙江	4.9	-33.8%	0.4%	36.7	256.8%	0.3%
太阳能业务	96.0	14.6%	7.6%	575.1	24.0%	5.0%
合计	1268.4	47.9%	100.0%	11605.7	32.6%	100.0%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司7月份环比下降12.1%，主要由于7月份风力弱导致。

图2: 2016年1月-7月发电量



数据来源：广发证券发展研究中心

3.上半年利用小时数稳步提升，下半年继续看好

2016年上半年，公司利用小时数稳步提升。其中风电平均利用小时数为1094小时(+2.2%)，同比上升25小时；太阳能平均利用小时数为805小时(+6.6%)，同比上升50小时。随着保障利用小时政策的逐渐落实，以及公司逐渐向优质资源区布局，我们预计公司下半年利用小时数将继续改善。

表 4: 公司 1H2016 平均利用小时数详情 (小时)

业务及地区分布	1H15	1H16	同比增长
风电板块	1069	1094	2.3%
内蒙古	927	942	1.6%
辽宁	922	1047	13.6%
山东	1034	1,022	-1.2%
云南	1864	1683	-9.7%
山西	1,051	1008	-4.1%
贵州	952	920	-3.4%
广东	1008	995	-1.3%
河北	1170	1170	0.0%
四川	1495	1531	2.4%
新疆	975	1151	18.1%
吉林	980	873	-10.9%
上海	827	973	17.7%
陕西	1190	1405	18.1%
浙江	-	920	-
太阳能业务	755	805	6.6%

数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

4.装机稳步推进，风电新增项目以四类资源区为主

公司上半年新增装机容量490MW，其中风电300MW，光伏190MW，装机量继续提升。截至2016年上半年，公司总装机容量达10835.4MW(+20.3%)，其中风电10020.4MW

(+19.0%)，太阳能装机815MW (+39.3%)。

公司取得风电项目1459MW，其中894MW常规风电建设方案均位于四类资源区域，另还有四川凉山州265MW，河北张家口300MW；取得4个光伏项目备案共计113MW。风电项目以四类资源区为主，优化布局。

表 5: 公司 1H2016 装机情况详情 (MW)

业务及地区分布	1H2015	1H2016	变化率
风电业务	8423.4	10020.4	19.0%
内蒙古	2066.2	2467.2	19.4%
辽宁	1359	1359	0.0%
山东	952.7	952.7	0.0%
云南	867	1116.5	28.8%
贵州	729	729	0.0%
山西	694	694	0.0%
四川	493.5	493.5	0.0%
广东	402.6	502.6	24.8%
河北	361.5	361.5	0.0%
新疆	198	447.5	126.0%
上海	108	108	0.0%
吉林	99	396	300.0%
陕西	58.5	358.5	512.8%
浙江	34.5	34.5	0.0%
太阳能业务	585	815	39.3%
青海	255	255	0.0%
甘肃	150	150	0.0%
内蒙古	70	160	128.6%
云南	50	90	80.0%
宁夏	30	30	0.0%
山西	20	40	100.0%
辽宁	10	30	200.0%
新疆	-	50	-
吉林	-	10	-
合计	9008.4	10835.4	20.3%

数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

5. 财务费用显著降低，仍有下降空间

2016年上半年公司财务费用净额为人民币9.97亿，下降0.957亿，降幅8.8%，主要由于公司采取谈判降息等存量降息措施及债券发行等增量低息措施。并且公司7月发行11.4亿5年期债券（利率2.95%）以及8月发行10亿短期债券（利率2.5%），我们认为公司财务费用率仍有下降空间。

6. 预测与投资评级

我们预测公司2016-2018年EPS分别为人民币0.290元、0.373元、0.437元。维持“买入”评级。

7. 风险提示

保障利用小时政策落实低于预期；新增装机并网容量低于预期。

资产负债表

单位: RMB百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	6,385	3,470	4,415	5,351	5,975
应收帐款	3,340	3,032	3,872	4,693	5,240
库存	13	43	9	11	13
其他流动资产	1,403	1,107	1,044	1,044	1,044
流动资产总计	11,141	7,652	9,340	11,099	12,271
固定资产	57,873	68,658	73,658	78,658	83,658
无形资产	696	682	660	660	660
其他长期资产	4,427	5,561	5,513	6,410	7,007
长期资产总计	62,997	74,901	79,831	85,728	91,325
总资产	74,138	82,553	89,171	96,827	103,596
应付帐款	1,025	829	680	824	920
短期债务	17,740	19,223	20,407	22,064	23,071
其他流动负债	6,975	8,481	8,990	9,529	10,101
流动负债总计	25,741	28,533	30,330	32,712	34,414
长期借款	29,611	32,695	35,813	38,613	41,430
其他长期负债	1,901	2,700	3,172	3,845	4,294
长期负债总计	31,512	35,395	38,986	42,459	45,724
股本	9,728	9,728	9,728	9,728	9,728
储备	6,373	8,070	9,301	11,102	12,903
股东权益	16,101	17,798	19,029	20,830	22,631
少数股东权益	784	827	827	827	827
总负债及权益	74,138	82,553	89,171	96,827	103,596

现金流量表

单位: RMB百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税前利润	1,232	2,041	3,072	3,947	4,610
折旧与摊销	2,254	2,720	3,202	3,427	3,652
净利息费用	2,088	2,197	2,038	2,195	2,345
运营资本变动	689	967	611	261	(95)
税金	(86)	(141)	(215)	(276)	(323)
其他经营现金流	(53)	(101)	157	101	50
经营活动产生的现金流	6,125	7,682	8,866	9,654	10,240
购买固定资产净值	(13,393)	(12,644)	(10,823)	(11,521)	(12,385)
投资减少/增加	396	(101)	(346)	(591)	(836)
其他投资现金流	37	231	281	331	381
投资活动产生的现金流	(12,961)	(12,514)	(10,888)	(11,780)	(12,839)
净增权益	2,188	1,739	1,231	1,801	1,801
净增债务	12,152	6,675	5,387	5,855	4,968
支付股息	(181)	(195)	(522)	(672)	(787)
其他融资现金流	(5,271)	(6,442)	(3,130)	(3,921)	(2,759)
融资活动产生的现金流	8,889	1,778	2,967	3,062	3,223
现金变动	2,053	(3,054)	945	936	624
期初现金	4,322	6,385	3,470	4,415	5,351

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	88.5	87.1	85.8	81.9	80.5
息税前利润率(%)	51.8	50.2	51.7	51.7	51.7
税前利润率(%)	20.0	27.7	32.7	34.7	36.3
净利率(%)	18.2	25.3	30.0	31.9	33.4
流动性					
流动比率(倍)	0.43	0.27	0.31	0.34	0.36
利息覆盖率(倍)	1.53	1.68	2.38	2.68	2.80
净权益负债率(%)	283.9	305.7	306.2	299.5	292.6
速动比率(倍)	0.43	0.27	0.31	0.34	0.36
估值					
市盈率(倍)	23.1	13.9	9.2	7.1	6.1
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	4.2	3.4	2.9	2.7	2.5
企业价值/息税折旧前	14.1	13.5	11.3	10.3	9.8
周转率					
存货周转天数	0.57	1.49	1.12	0.38	0.40
应收帐款周转天数	194.7	155.9	132.3	135.4	140.6
应付帐款周转天数	86.0	43.0	29.6	27.6	29.3
回报率					
股息支付率(%)	22.0	18.5	18.5	18.5	18.5
净资产收益率(%)	7.0	10.4	14.8	17.4	18.8
资产收益率(%)	0.06	0.07	0.10	0.15	0.17

利润表

单位: RMB百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售收入	6,151	7,357	9,393	11,385	12,712
销售成本	(2,973)	(3,676)	(4,532)	(5,493)	(6,134)
经营费用	(5,503)	(6,781)	(8,427)	(9,794)	(10,733)
息税折旧前利润	5,441	6,410	8,063	9,319	10,230
折旧及摊销	(2,254)	(2,720)	(3,202)	(3,427)	(3,652)
经营利润(息税前利)	3,186	3,691	4,861	5,892	6,578
净利息收入/(费用)	(2,088)	(2,197)	(2,038)	(2,195)	(2,345)
其他收益/(损失)	134	547	250	250	377
税前利润	1,232	2,041	3,072	3,947	4,610
所得税	(86)	(141)	(215)	(276)	(323)
少数股东权益	(26)	(40)	(40)	(40)	(40)
净利润	1,121	1,860	2,817	3,631	4,247
核心净利润	1,121	1,860	2,817	3,631	4,247
每股收益	0.115	0.191	0.290	0.373	0.437
EBITDA	0.115	0.191	0.290	0.373	0.437
每股股息	0.025	0.035	0.054	0.069	0.081
收入增长(%)	6	20	28	21	12
息税前利润增长(%)	20	16	32	21	12
每股收益增长(%)	26	66	52	29	17

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。