

华能新能源 (0958.HK)

10月份发电量保持高增长，现金流状况有望改善

分析师: 韩玲 S0260511030002



021-60750603



hanling@gf.com.cn

核心观点:

- 10月份发电平稳增长符合预期

公司10月份发电量平稳增长，总发电量1793.1GWh (+28.9%)，其中风电发电量为1706.0GWh (+29.9%)，太阳能发电量为87.1GWh (+13.4%)。2016年前10个月，公司累计发电量同比增长32.3%至15568.1GWh，占我们2016年全年预测的84.1%，其中风电累计发电量为14716.3GWh (+32.9%)，太阳能发电量为851.8GWh (+22.7%)，基本符合我们的预期。

- 风电利用小时数稳步提升，弃风限电有所改善

公司2016年10月份风电利用小时达160.9小时，同比增长12.4%，利用小时数的稳步提升主要由于：(1)北方各省弃风率有所降低，新疆的弃风限电情况明显改善(2)季节性因素使得风况转好。公司2016年1-10月累计利用小时数达1465.8小时，占公司全年预计利用小时数77.1%，公司未来高效益项目的投产及保障利用小时数政策的进一步落实，都将促进四季度利用小时数的提升，预计全年利用小时数将超过1900小时。

- 第六批可再生能源电价补贴即将落实，将改善公司现金流状况，优化资产结构

第六批可再生能源电价附加资金补助目录于2016年9月23日发布，预计3-6个月内补贴资金将全部到位。在该批补助目中，华能集团占据64项，项目规模达总计3444.9MW。这批补贴的下发，将缓解国家补贴的拖欠给可再生能源发电投资者带来严重的资金压力，极大改善公司现金流状况，提升应收账款周转率，使得公司有资金偿还部分贷款，降低资产负债率，优化资产结构。

- 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

1.十月份发电维持高速增长，符合预期

公司十月份总发电量保持较高增长速度，总发电量1793.1GWh (+28.9%)，其中风电发电量为1706.0GWh (+29.9%)，太阳能发电量为87.1GWh (+13.4%)。2016年前10个月，公司累计发电量同比增长32.3%至15568.1GWh，占我们2016年全年预测的84.1%，其中风电累计发电量为14716.3GWh (+32.9%)，太阳能发电量为851.8GWh (+22.7%)，基本符合我们的预期。

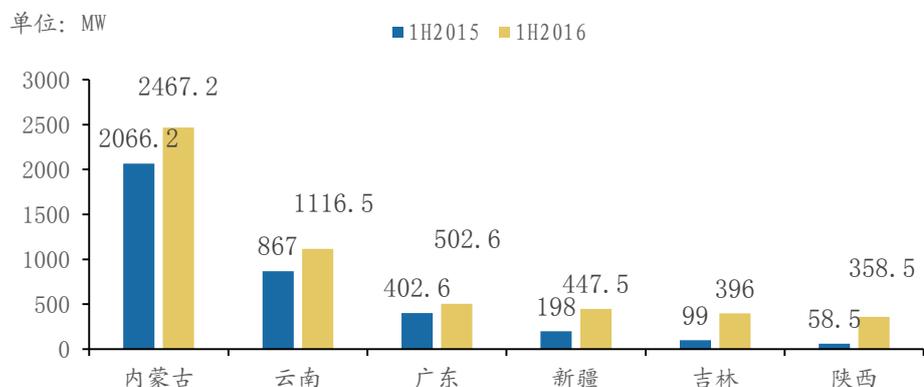
表1: 公司十月份发电量数据 (GWH)

业务及地区分布	2016年10月	同比增长	发电占比	2016年1-10月	同比增长	发电占比
风电业务	1706.0	29.9%	95.1%	14716.3	32.9%	94.5%
内蒙古	356.0	-1.1%	19.9%	3439.0	31.3%	22.1%
辽宁	306.0	15.1%	17.1%	2107.5	20.8%	13.5%
云南	172.7	52.7%	9.6%	2130.5	32.5%	13.7%
山东	170.7	22.1%	9.5%	1434.6	9.4%	9.2%
山西	115.2	-10.3%	6.4%	1000.0	2.4%	6.4%
广东	110.9	92.1%	6.2%	757.6	51.7%	4.9%
贵州	99.4	21.3%	5.5%	964.4	16.9%	6.2%
四川	96.3	124.0%	5.4%	734.2	137.5%	4.7%
陕西	69.7	594.5%	3.9%	352.1	271.3%	2.3%
吉林	66.7	141.8%	3.7%	363.6	131.1%	2.3%
河北	60.3	2.8%	3.4%	544.1	8.4%	3.5%
新疆	56.3	322.9%	3.1%	673.9	131.4%	4.3%
上海	19.6	90.2%	1.1%	162.6	52.7%	1.0%
浙江	6.2	51.7%	0.3%	52.1	123.9%	0.3%
太阳能业务	87.1	13.4%	4.9%	851.8	22.7%	5.5%
合计	1793.1	28.9%	100.0%	15568.1	32.3%	100.0%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

除内蒙古、山西外，各省份风力发电量均维持较高水平增速，其中四川、陕西、吉林、新疆发电量增长率超100%，主要是2016年装机容量的大幅扩增。

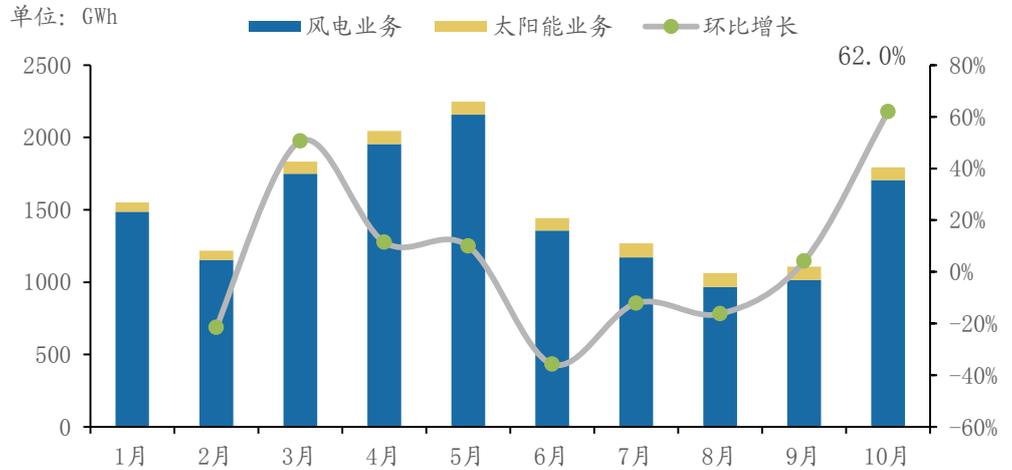
图1: 2016年上半年主要省份风电装机容量同期对比MW



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司10月份发电量环比增长62.0%，其高速增长主要由于：（1）四季度风况转好，利用小时数提升（2）保障利用小时数政策逐步落实，“弃风限电”问题有所改善。

图2：2016年1-10月当月发电量GWh

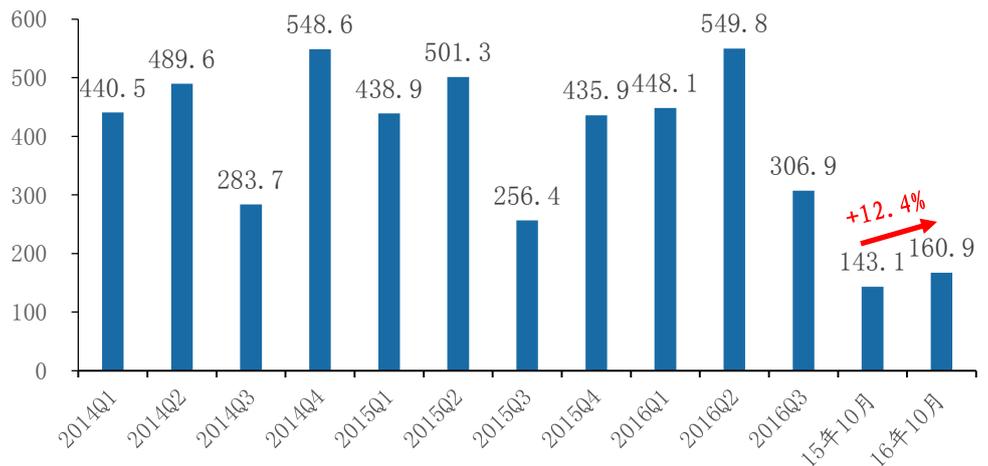


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2.风电利用小时稳步提升，弃风限电有所改善

公司2016年10月份风电利用小时达160.9，同比增长12.4%，利用小时的稳步提升主要由于：（1）北方各省弃风率有所降低，新疆的弃风限电情况明显改善（2）季节性因素使得风况转好。公司2014-2016年季度利用小时数显示，风况受季节因素影响较大，二、四季度利用小时数较高，三季度普遍较低。

图3：2014-2016年季度利用小时数及2016年10月利用小时数同期对比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司2016年1-10月累计利用小时达1465.8小时，占全年预计利用小时数77.1%，公司未来布局结构的改善，高效益项目的投产及保障利用小时数政策的进一步落实，都将促进四季度利用小时数的提升，预计全年利用小时数将超过1900小时。

3.第六批可再生能源电价补贴即将落实，改善公司现金流状况，优化资产结构

第六批可再生能源电价附加资金补助目录于2016年9月23日发布，11月8日青海新能源企业开始进行补贴结算，其他各省市也将陆续执行结算，预计3-6个月内补贴资金将全部到位。在该批补助目中，华能集团占据64项，项目规模达总计3444.9MW。这批补贴的下发，将缓解国家补贴的拖欠给可再生能源发电投资者带来严重的资金压力。

公司2016年三季度报显示资产负债率为75.5%，应收账款周转率为1.80，与2015年同期变化不大。但在同行业竞争者比较中，公司资产负债率水平较高，应收账款周转率明显较低。预计第六批可再生能源补贴落实，公司现金流将极大改善，提升应收账款周转率，使得公司有资金偿还部分贷款，降低资产负债率，优化资产结构。

4.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。

5.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	26.6	18.2	25.3
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。