

【广发海外】华能新能源（0958.HK）

净利润增长显著，全年发电量符合预期

分析师：韩玲 S0260511030002



021-60750603



hanling@gf.com.cn

核心观点：

● 2016 净利润增长显著

公司 2016 年实现营业收入 92.386 亿元，同比增长 25.6%，净利润为 26.859 亿元，同比增长 43%。净利润增速高于收入增速的原因在于：财务费用净额相对于 2015 年下降了 3.7%。从发电量角度看，2016 年公司总发电量为 19435069.4 MWh，同比增长 32.5%。我们认为，随着公司新增装机趋于平稳，其收入也将保持较为稳定的增速。

● 风电：新增装机趋于平稳，发电量增长符合预期

风电板块方面，公司全年共实现发电量 18432500.2MWh，同比增长 33.1%，符合预期。报告期内，公司风电业务共新增装机 532 MW，累计控股装机达到 10252.4MW。累计装机同比增速为 5.5%，增速相对于上年（29.2%）有所放缓。我们认为，在经历前两年的抢装潮后，公司新增装机将回归正常。

● 风电：利用小时数稳步提升，2017 预计进一步回暖

公司 2016 年风电利用小时数为 1966 小时，相对于 2015 年（1882）增加了 84 小时，增速为 4.5%。其中，新疆地区受益于特高压输电线路的建成，其利用小时数出现较大幅度的回升，达到 2152 小时，同比增长了 32.9%。我们认为随着限电地区特高压输电线路的建成和非限电地区装机量的增加，2017 年公司利用小时数有望得到进一步的提升。

● 太阳能：发电量增速平稳，整体影响不大

2016 年，公司太阳能业务实现发电量 1000569.2 MWh，同比增长 22.6%，增速稳定。由于太阳能发电量占总发电量的比例仅为 5.2%，因此太阳能业务对公司整体影响不大。

● 盈利预测与投资评级

2017 年 3 月 28 日，华能新能源（0958.HK）收盘价为 2.74 港币，我们预测公司 2017-2018 年 EPS 分别为人民币 0.337 元、0.391 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。

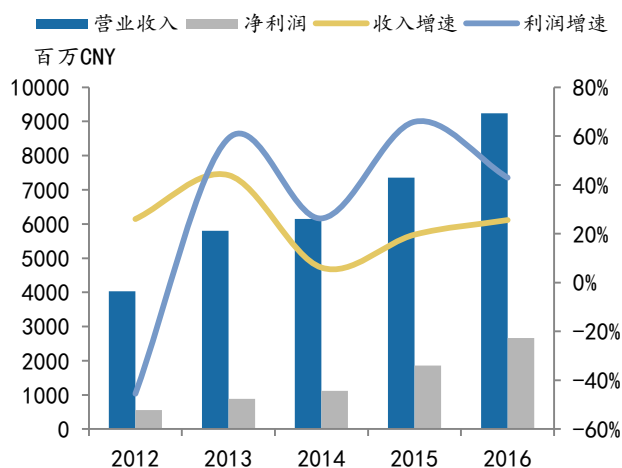
投资摘要	2014	2015	2016	2017E	2018E
销售收入（人民币百万元）	6151	7357	9239	10789	11764
变动（%）	44.0	6.1	19.6	25.6	16.8
净利润（人民币百万元）	1121	1860	2659	3281	3807
全面摊薄每股收益（人民币元）	0.115	0.191	0.270	0.337	0.391
市盈率（倍）	21.1	12.7	9.0	7.2	6.2
每股股息（人民币元）	0.025	0.035	0.050	0.062	0.072
股息率（%）	1.05	1.46	2.06	2.57	2.99

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

1.2016 净利润增长显著

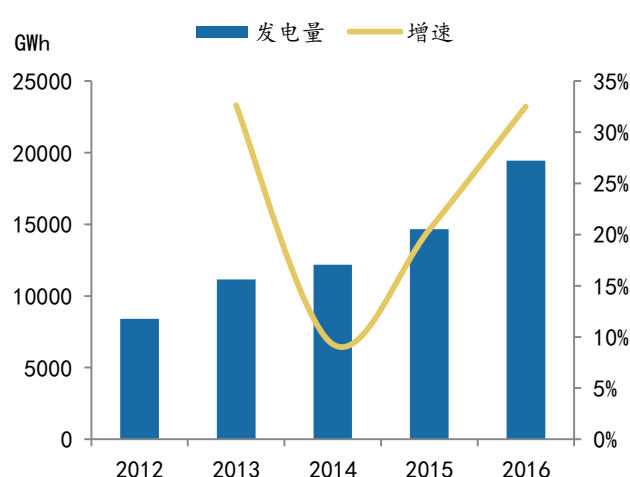
公司2016年实现营业收入92.386亿元，同比增长25.6%，净利润为26.859亿元，同比增长43%。净利润增速高于收入增速的原因在于：财务费用净额相对于2015年下降了3.7%。从发电量角度看，2016年公司总发电量为19435069.4 MWh，同比增长32.5%。我们认为，随着公司新增装机趋于平稳，其收入也将保持较为稳定的增速。

图 1：公司营业收入和净利润变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 2：公司发电量变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 1：资产负债表各项同比增速（人民币百万元）

至 12 月 30 日	2015	2016	同比变化
现金及现金等价物	3470	1980	-42.9%
应收帐款	3032	6058	99.8%
库存	43	33	-23.9%
流动资产总计	7652	8696	13.6%
固定资产	68658	72107	5.0%
其他长期资产	5561	3989	-28.3%
长期资产总计	74901	76749	2.5%
总资产	82553	85445	3.5%
应付帐款	829	941	13.5%
短期债务	19223	22998	19.6%
其他流动负债	8481	6453	-23.9%
流动负债总计	28533	30517	7.0%
长期借款	32695	29955	-8.4%
其他长期负债	2700	3978	47.3%
长期负债总计	35395	33933	-4.1%
股本	9728	9728	0.0%
储备	8070	10409	29.0%
股东权益	17798	20137	13.1%

表 2：利润表各项同比增速（人民币百万元）

至 12 月 30 日	2015	2016	同比变化
销售收入	7357	9239	25.6%
息税折旧前利润	6410	8072	25.9%
折旧及摊销	-2720	-3462	27.3%
经营利润(息税前利润)	3691	4609	24.9%
净利息收入/(费用)	-2197	-1995	-9.2%
其他收益/(损失)	547	295	-46.0%
税前利润	2041	2910	42.6%
所得税	-141	-202	42.5%
净利润	1860	2659	43.0%
每股收益(人民币元)	0.191	0.270	41.5%
EBITDA	6410	8072	25.9%
每股股息(人民币元)	0.035	0.050	41.5%
收入增长(%)	20	26	30.5%
息税前利润增长(%)	16	25	57.3%
每股收益增长(%)	66	41	-37.0%

2. 风电：新增装机趋于平稳，发电量增长符合预期

风电板块方面，公司全年共实现发电量18432500.2 MWh，同比增长33.1%，符合预期。其中内蒙古、新疆和吉林等北方地区的发电量增长较好，增速均在35%以上，部分地区甚至在100%以上。

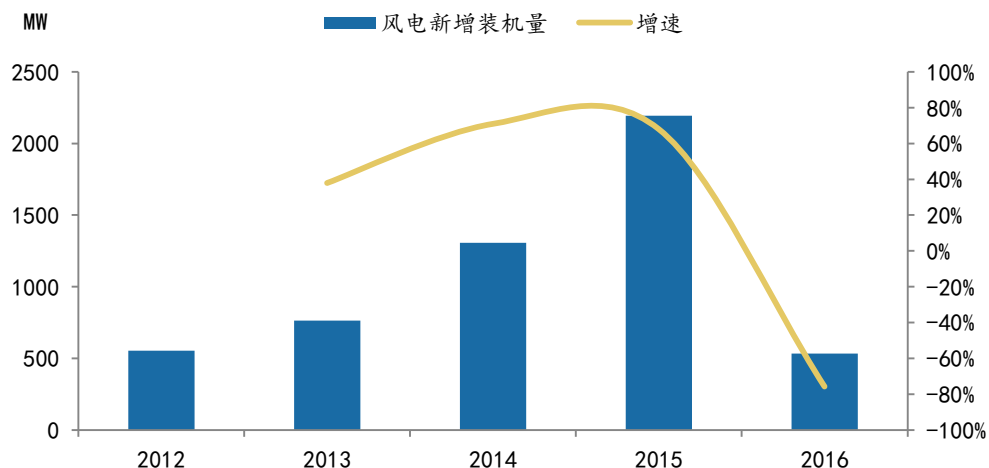
表3、公司2016年风电业务发电量详情

地区	2016年发电量 (MWh)	同比增速	占比
内蒙古	4284749	36.7%	23.2%
云南	2686241	26.4%	14.6%
山东	1764391	5.1%	9.6%
辽宁	2572317	18.3%	14.0%
山西	1284526	12.6%	7.0%
贵州	1178490	12.3%	6.4%
广东	993551	40.9%	5.4%
河北	676450	15.3%	3.7%
新疆	802944	150.5%	4.4%
上海	199822	45.4%	1.1%
吉林	444689	145.3%	2.4%
陕西	511689	328.9%	2.8%
四川	968273	108.8%	5.3%
浙江	64367	87.5%	0.3%
合计	18432500	33.1%	100%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

报告期内，公司风电业务共新增装机532 MW，累计控股装机达到10252.4MW。累计装机同比增速为5.5%，增速相对于上年（29.2%）有所放缓。我们认为，在经历前两年的抢装潮后，公司新增装机将回归正常。

图3: 公司风电新增装机量变化



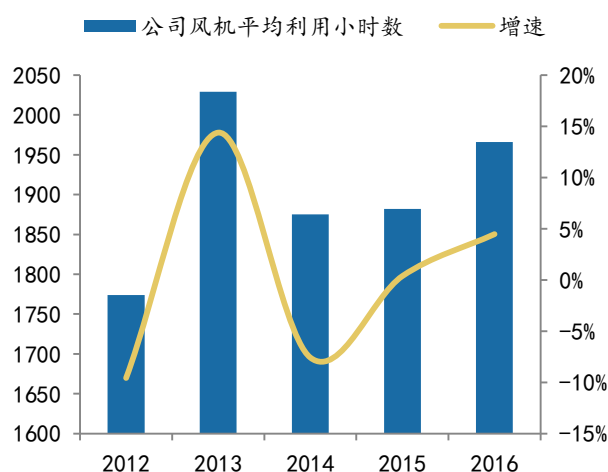
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3.风电：利用小时数稳步提升，2017 预计进一步回暖

公司2016年风电利用小时数为1966小时，相对于2015年（1882）增加了84小时，增速为4.5%。其中，新疆地区受益于特高压输电线路的建成，其利用小时数出现较大幅度的回升，达到了2152小时，同比增长了32.9%。

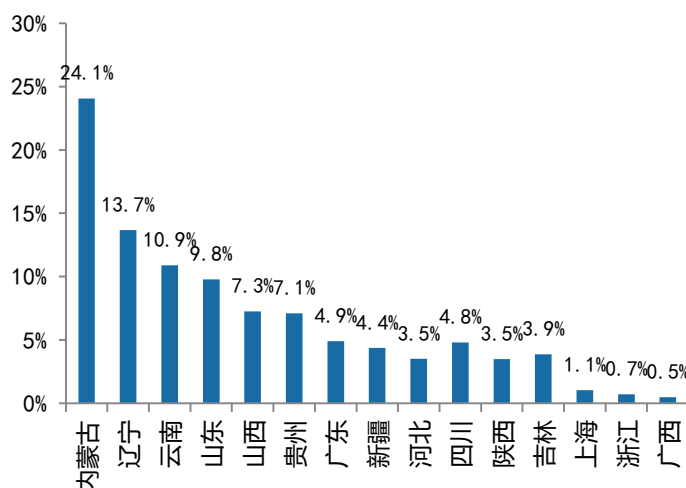
目前公司有40%多的装机量位于三北地区，其中内蒙古地区占总装机量的比例最大，达到24.1%。为缓解整体的限电问题，公司在新增装机上逐步向东部和南部等非限电地区扩张。2016年公司新增装机量中，有73.2%位于非限电地区。此外，我们认为随着限电地区特高压输电线路的建成和非限电地区装机量的增加，2017年公司利用小时数有望得到进一步的提升。

图 4：公司风电平均利用小时数变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 5：公司风电装机量分布

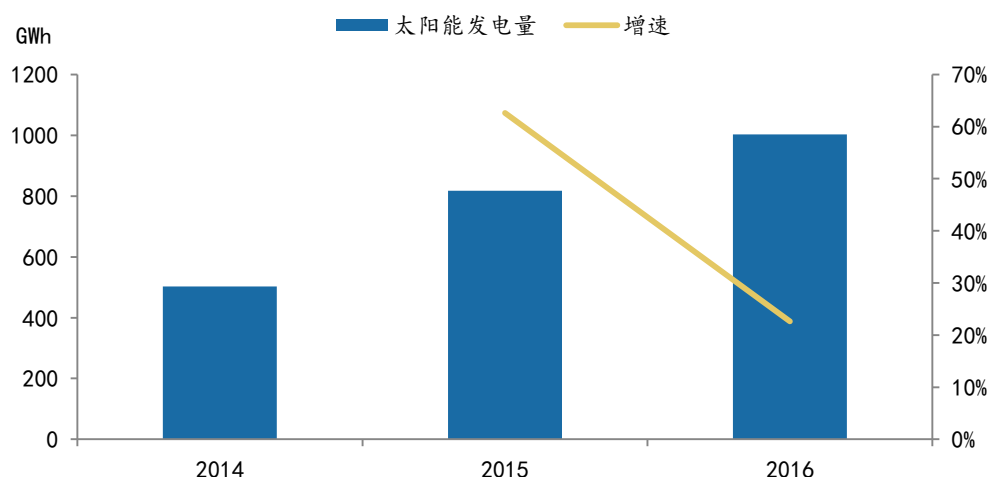


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

4.太阳能：发电量增速平稳，整体影响不大

2016年，公司太阳能业务实现发电量1000569.2 MWh，同比增长22.6%，增速稳定。新增装机方面，公司2016年太阳能共新增装机210 MW，预计未来每年新增装机200MW。由于太阳能发电量占总发电量的比例仅为5.2%，因此太阳能业务对公司整体影响不大。

图6: 公司太阳能发电量变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

5.盈利预测与投资评级

2017年3月28日，华能新能源（0958.HK）收盘价为2.74港币，我们预测公司2017-2018年EPS分别为人民币0.337元、0.391元。维持“买入”评级。

6.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	2016A	2017E	2018E
现金及现金等价物	6385	3470	1980	4861	5417
应收帐款	3340	3032	6058	7066	7773
库存	13	43	33	11	12
其他流动资产	1403	1107	625	660	660
流动资产总计	11141	7652	8696	12597	13862
固定资产	57873	68658	72107	76107	80107
无形资产	696	682	654	700	700
其他长期资产	4427	5561	3989	6161	6600
长期资产总计	62997	74901	76749	82967	87406
总资产	74138	82553	85445	95565	101268
应付帐款	1025	829	941	979	1067
短期债务	17740	19223	22998	20123	20352
其他流动负债	6975	8481	6453	6840	7237
流动负债总计	25741	28533	30517	28106	28834
长期借款	29611	32695	29955	37773	38273
其他长期负债	1901	2700	3978	3699	3855
长期负债总计	31512	35395	33933	41471	42128
股本	9728	9728	9728	9728	9728
储备	6373	8070	10409	15403	19721
股东权益	16101	17798	20137	25131	29449
少数股东权益	784	827	857	857	857
总负债及权益	74138	82553	85445	95565	101268

现金流量表

单位: RMB百万元

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
税前利润	1232	2041	2910	3571	4125
折旧与摊销	2254	2720	3462	3335	3515
净利息费用	2088	2197	1995	2088	2136
运营资本变动	689	967	817	467	111
税金	-86	-141	-202	-250	-289
其他经营现金流	-53	-101	263	408	570
经营活动产生的现金流	6125	7682	9246	9619	10168
购买固定资产净值	-13393	-12644	-10823	-11021	-11885
投资减少/增加	396	-101	-447	-937	-1400
其他投资现金流	37	231	381	531	681
投资活动产生的现金流	-12961	-12514	-10889	-11427	-12604
净增权益	2188	1739	2370	4994	4318
净增债务	12152	6675	522	5126	1385
支付股息	-181	-195	-487	-608	-705
其他融资现金流	-5271	-6442	-2252	-4824	-2006
融资活动产生的现金流	8889	1778	153	4689	2992
现金变动	2053	-3054	-1490	2881	557
期初现金	4322	6385	3470	1980	4861

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	88	87	87	81	80
息税前利润率(%)	52	50	50	50	50
税前利润率(%)	20	28	31	33	35
净利率(%)	18	25	29	30	32
流动性					
流动比率(倍)	0.43	0.27	0.28	0.45	0.48
利息覆盖率(倍)	1.53	1.68	2.31	2.57	2.74
净权益负债率(%)	284	306	274	230	199
速动比率(倍)	0.43	0.27	0.28	0.45	0.48
估值					
市盈率(倍)	21.1	12.7	9.0	7.2	6.2
市净率(倍)	1.5	1.3	1.2	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	3.9	3.1	2.6	2.5	2.3
企业价值/息税折旧前	13.7	13.1	10.7	10.2	9.5
周转率					
存货周转天数	1.1	2.7	2.9	1.4	0.7
应收帐款周转天数	195	156	177	219	227
应付帐款周转天数	159	79	64	64	62
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	13.1	13.1	12.9
资产收益率(%)	1.5	2.3	3.1	3.4	3.8

利润表

单位: RMB百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
销售收入	6151	7357	9239	10789	11764
销售成本	-2973	-3676	-4652	-5439	-5930
息税折旧前利润	5441	6410	8072	8697	9361
折旧及摊销	-2254	-2720	-3462	-3335	-3515
经营利润(息税前利润)	3186	3691	4609	5362	5846
净利息收入/(费用)	-2088	-2197	-1995	-2088	-2136
其他收益/(损失)	134	547	295	297	415
税前利润	1232	2041	2910	3571	4125
所得税	-86	-141	-202	-250	-289
少数股东权益	-26	-40	-49	-40	-30
净利润	1121	1860	2659	3281	3807
每股收益(人民币元)	0.115	0.191	0.270	0.337	0.391
EBITDA	5441	6410	8072	8697	9361
每股股息(人民币元)	0.025	0.035	0.050	0.062	0.072
收入增长(%)	6	20	26	17	9
息税前利润增长(%)	20	16	25	16	9
每股收益增长(%)	26	66	41	25	16

广发海外研究小组

- 欧亚菲: 首席分析师, 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, 2015 年新财富海外研究(团队)第六名。
- 韩 玲: 首席分析师, 工商管理硕士, 电力系统自动化学士, 12 年证券从业经验, 6 年电力行业从业经验, 获 2010 年及 2011 年新财富最佳分析师第五名, 2012 年新财富电力设备和新能源行业最佳分析师第二名, 2015 年新财富海外研究团队入围, 2011 年进入广发证券发展研究中心。
- 惠毓伦: 发展研究中心总经理助理, 中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师, 32 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历, 13 年证券研究所从业经历。
- 刘 峤: 研究助理, 中央财经大学经济学硕士, 厦门大学理学学士, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞: 研究助理, 统计学硕士, 2016 年进入广发证券发展研究中心。

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。