

配额制预期下，现金流改善可期

华能新能源公布 2017 财年业绩：财报期公司实现营业收入 105.5 亿元，同比增 14%，经营利润同比增 15%，归母净利润同比增 13%。年报基本符合市场预期。

- **应收款项快速上升，预计风电配额制下回款将改善。**2017 年公司应收款项 72 亿元，其中政府补贴款 61 亿元：1 年以内 46 亿元，1-2 年内 13 亿元，3 年以上 2 亿元；从应收款项结构来看，2017 年内应收账款比例大于 75%。我们预计，在发改委能源局通过各种办法补充可再生能源资金池背景下（配额制、绿证等），风电运营项目现金流将得到改善。
- **利用小时确定进入回升通道。**2018 年初，能源局将原红色预警的内蒙古、黑龙江调整为橙色预警区域，宁夏调整为绿色预警区域，但甘肃、新疆、吉林因限电率回落不足仍维持红色预警，调控风电限电区域的投产进度有效保障了限电率回落。2017 年公司限电率回落 3.2 个百分点至 8.3%，平均风电利用小时提升 116 个小时；我们预计公司 2018-2020 年限电率将控制在 5% 以下，利用小时年均增 3-5%，即+60 个小时，每年提升净利润 10-12%。
- **自由现金流于 2017 年转正。**由于可再生能源电价附加资金回款较慢，同时华能新能源过去 4 年的装机快速扩张，公司自由现金流一直为负。随着财政部今年出台的相关资金加速清算文件以及公司主动放缓装机增速，我们测算自由现金流自 2017 年开始转正，后续配股预期下降。
- **绿证政策落地后，重铸盈利预期。**绿证政策的出现是为了填补可再生能源发展基金的缺口，由可再生能源补贴到绿证政策，我们认为这将仅影响风电未来的新增机组且利好风电资产的现金流改善（电费收入账期缩短），政策落地后，行业盈利前景明朗，盈利预期重铸。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级。**我们基本维持之前的盈利预测，公司 2018-20 年归母净利润分别为人民币 35.8、41.4、46.5 亿元，对应摊薄 EPS 为人民币 0.35、0.40、0.45 元。由于现金流的相对可预见性，我们采用 DCF 估值法，目标价 4.30 港币，对应 2018 年 PE10.0 倍，2018 年 PB1.3 倍，维持买入评级。

风险提示：风电电价下降速度超预期；弃风限电率再次上行；应收账款周转天数超预期上升。

2

公司主要财务信息

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	9,560	11,023	11,566	12,302	12,992
同比增长	22.7%	15.3%	4.9%	6.4%	0.0%
营业利润（百万元）	4,908	5,651	6,097	6,640	7,136
同比增长	19.2%	15.1%	7.9%	8.9%	7.5%
归属母公司净利润（百万元）	2,659	3,012	3,579	4,135	4,654
同比增长	43.0%	13.3%	18.8%	15.6%	12.5%
每股收益（元）	0.27	0.29	0.35	0.40	0.45
毛利率	51.3%	51.3%	52.7%	54.0%	54.9%
净利率	28.3%	27.8%	31.4%	34.2%	36.4%
净资产收益率	13.2%	12.2%	12.9%	13.2%	13.2%
市盈率（倍）	8.7	8.1	6.8	5.9	5.2
市净率（倍）	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，按人民币兑港币汇率 0.81。

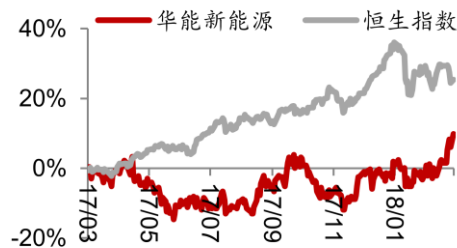


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2018 年 03 月 26 日）	2.82 港币
目标价格	4.30 港币
52 周最高价/最低价	2.96/2.29 港币
总股本（亿股）	106
港股市值（亿港元）	433
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2018 年 03 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	4.3	10.9	20.5	9.4
相对表现 (%)	7.4	13.8	15.3	-16.9
恒生指数 (%)	-3.2	-2.8	5.2	26.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 陈舒薇
021-63325888*6071
chenshuwei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517070001

相关报告

华能新能源首次报告——自由现金流转正，风光并济 2017-10-18

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：华能新能源 DCF 相对 WACC、永续增长率敏感性分析

		WACC						
		6.4%	7.4%	8.4%	9.4%	10.4%	11.4%	12.4%
永续增长率	0%	10.86	7.69	5.37	3.64	2.30	1.24	0.40
	1%	12.14	8.44	5.83	3.93	2.49	1.37	0.49
	2%	14.00	9.47	6.44	4.30	2.73	1.53	0.59
	3%	16.98	10.97	7.27	4.79	3.03	1.72	0.72
	4%	22.48	13.37	8.49	5.47	3.43	1.97	0.88

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,605	2,555	2,535	2,367	2,581
应收账款	4,635	7,214	7,357	7,494	7,564
预付账款	1,415	1,396	1,116	893	715
存货	33	55	56	58	60
其他	8	22	22	22	22
流动资产合计	8,696	11,242	11,087	10,834	10,942
长期股权投资	106	254	254	254	254
固定资产	72,107	71,406	72,955	74,883	76,887
无形资产及租赁预付款	1,005	978	982	986	989
其他	3,531	2,469	2,469	2,469	2,469
非流动资产合计	76,749	75,107	76,659	78,591	80,599
资产总计	85,445	86,349	87,746	89,425	91,541
短期借款	22,563	20,353	20,000	20,000	20,000
应付账款	7,520	6,381	6,405	6,429	6,451
其他	435	352	352	352	352
流动负债合计	30,517	27,086	26,757	26,781	26,803
长期借款	28,372	29,451	28,000	26,000	24,000
其他非流动负债	5,327	4,153	4,153	4,153	4,153
其他	235	216	229	242	255
非流动负债合计	33,933	33,821	32,382	30,395	28,408
负债合计	64,451	60,907	59,139	57,176	55,211
少数股东权益	857	840	899	967	1,044
股本	9,728	10,567	10,567	10,567	10,567
储备	10,409	14,035	17,141	20,715	24,720
股东权益合计	20,994	25,442	28,607	32,248	36,330
负债和股东权益总计	85,445	86,349	87,746	89,425	91,541

现金流量表

单位:百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,910	3,408	4,049	4,679	5,266
折旧摊销	3,462	3,798	3,875	3,976	4,082
财务费用	2,090	2,144	2,065	1,980	1,890
投资损失	(13)	(20)	(17)	(19)	(20)
营运资金变动	(844)	(3,720)	159	108	128
其它	(267)	(484)	(399)	(462)	(523)
经营活动现金流	7,338	5,125	9,732	10,262	10,823
资本支出	(7,877)	(4,328)	(5,427)	(5,908)	(6,090)
其他	507	52	49	48	52
投资活动现金流	(7,370)	(4,277)	(5,379)	(5,860)	(6,038)
债权融资	1,277	(1,131)	(1,804)	(2,000)	(2,000)
股权融资	35	2,189	0	0	0
其他	(3,170)	(2,593)	(2,569)	(2,571)	(2,571)
筹资活动现金流	(1,858)	(1,535)	(4,373)	(4,571)	(4,571)
现金净增加额	(1,889)	(686)	(20)	(168)	214
汇率变动影响	85	121	0	0	0

利润表

单位:百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,560	11,023	11,566	12,302	12,992
主营业务收入	9,239	10,554	11,220	11,934	12,603
其他收入净额	322	469	346	368	389
营业成本	(4,652)	(5,372)	(5,469)	(5,662)	(5,857)
营业利润	4,908	5,651	6,097	6,640	7,136
EBITDA	8,370	9,449	9,972	10,616	11,217
财务收入	137	57	54	53	57
财务费用	(2,133)	(2,296)	(2,097)	(2,009)	(1,922)
投资收益	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
利润总额	2,910	3,408	4,049	4,679	5,266
所得税	(202)	(346)	(412)	(476)	(535)
净利润	2,708	3,061	3,638	4,203	4,731
少数股东损益	49	50	59	68	77
归属于母公司净利润	2,659	3,012	3,579	4,135	4,654
每股基本收益 (元)	0.27	0.29	0.35	0.40	0.45
每股稀释收益 (元)	0.27	0.29	0.35	0.40	0.45

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	22.7%	15.3%	4.9%	6.4%	0.0%
营业利润	19.2%	15.1%	7.9%	8.9%	7.5%
归属于母公司净利润	43.0%	13.3%	18.8%	15.6%	12.5%
获利能力					
营业利润率	51.3%	51.3%	52.7%	54.0%	54.9%
净利率	28.3%	27.8%	31.4%	34.2%	36.4%
ROE	13.2%	12.2%	12.9%	13.2%	13.2%
ROIC	6.2%	6.6%	7.0%	7.5%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	61.2%	59.0%	56.0%	52.7%	49.2%
净负债率	239.8%	191.9%	164.5%	140.2%	118.4%
流动比率	0.28	0.42	0.41	0.40	0.41
速动比率	0.28	0.41	0.41	0.40	0.41
营运能力					
应收账款周转天数	180.6	246.1	236.1	226.1	216.1
存货周转天数	2.5	3.7	3.7	3.7	3.7
总资产周转天数	3,329.5	2,945.3	2,815.3	2,697.6	2,614.7
每股指标 (元)					
每股收益	0.27	0.29	0.35	0.40	0.45
每股经营现金流	0.75	0.50	0.95	1.00	1.06
每股净资产	2.16	2.48	2.79	3.15	3.54
估值比率					
市盈率	8.7	8.1	6.8	5.9	5.2
市净率	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.4	6.6	6.1	5.6	5.1
EV/EBIT	12.7	11.1	10.0	9.0	8.1

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn