

【广发海外】华能新能源 (0958.HK)

新增装机放缓，弃风限电改善

核心观点:

● 2017年净利润增长不及预期

公司2017年实现营业收入105.54亿元，同比增长14.2%，净利润为30.12亿元，同比增长13.3%。净利润略低于预期。

● 新增装机趋于平稳，发电量增长符合预期

风电板块全年实现发电量：21,191.3GWh，同比增长15%，符合预期。风电新增装机461.6MW，同比下降18%。主要原因是公司新增装机布局均为第四风区，整体的建设周期拉长。

● 利用小时数稳步提升，2018预计进一步回暖

公司2017年风电利用小时数为2082小时，同比增加116小时，目前公司有约60%的装机量位于三北地区，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。

● 投资评级及盈利预测

根据公司指引，我们假设18、19年风电新增装机均为450MW，18、19年每年新增光伏控股装机100MW。我们预测公司2018-2019年EPS分别为人民币0.320元和0.353元，对应PE为7.4X和6.7X，这一估值水平仍处于较低位置，维持“买入”评级。

● 风险提示

风电电价下调风险，补贴、绿证等政策不确定性风险；风电补贴电价下调；弃风率改善不达预期；

盈利预测:

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万CNY)	7357	9239	10554	11322	12199
增长率(%)	20	26	14	7	8
EBITDA(百万CNY)	6410	8056	8993	9729	10506
净利润(百万CNY)	1860	2659	3012	3380	3731
增长率(%)	66	43	13	12	10
EPS (元/股)	0.191	0.273	0.285	0.320	0.353
市盈率 (P/E)	12.3	8.6	8.3	7.4	6.7
市净率 (P/B)	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	13.0	10.6	9.3	9.5	9.1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

2.94 港元

前次评级

买入

报告日期

2018-3-27

相对市场表现



分析师：韩玲, S0260511030002



021-60750603



hanling@gf.com.cn

相关研究:

华能新能源中期业绩点评：《弃风限电改善，新增装机放缓》

华能新能源5月发电量点评：《发电量暂时回落，存量改善趋势未变》

华能新能源一季度业绩点评：《净利润增长延续高增速，风电存量改善渐成趋势》

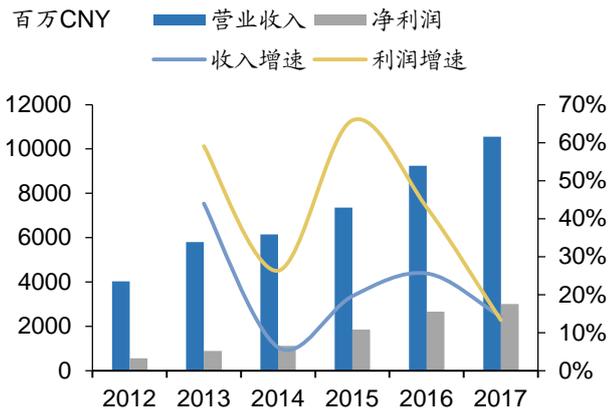
联系人：陈佳妮 021-60750604-0604

chenjian@gf.com.cn

1.2017 年净利润增长不及预期

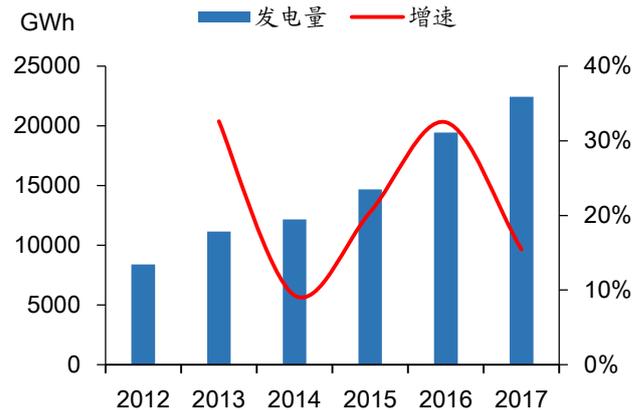
公司2017年实现营业收入105.54亿元，同比增长14.2%，净利润为30.12亿元，同比增长13.3%。稳定增长的原因是：利用小时数大幅提升带来发电量增长。公司全年总发电量为22433.8GWh，同比增长15.4%。随着公司未来新增装机趋于平稳，其收入也将保持较稳定的增速。

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	2016	2017	同比变化
现金及现金等价物	1665	2503	50.3%
应收帐款	6058	8632	42.5%
库存	33	55	69.1%
流动资产总计	8696	11242	29.3%
固定资产	72107	71406	-1.0%
其他长期资产	3989	3080	-22.8%
长期资产总计	76749	75107	-2.1%
总资产	85445	86349	1.1%
应付帐款	1066	632	-40.7%
短期债务	22998	20705	-10.0%
其他流动负债	6453	5528	-14.3%
流动负债总计	30517	27086	-11.2%
长期借款	29955	30682	2.4%
其他长期负债	3978	3138	-21.1%
长期负债总计	33933	33821	-0.3%
股本	9728	10567	8.6%
储备	10409	14035	34.8%
股东权益	20137	24602	22.2%
总负债及权益	85445	86349	1.1%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

表 2：利润表各项同比增速（人民币百万元）

至 12 月 30 日	2016	2017	同比变化
销售收入	9239	10554	14.2%
息税折旧前利润	8056	8993	11.6%
折旧及摊销	-3447	-3799	10.2%
经营利润(息税前利润)	4609	5195	12.7%
净利息收入/(费用)	-2090	-2144	2.6%
其他收益/(损失)	390	357	-8.6%
税前利润	2910	3408	17.1%
所得税	-202	-346	71.9%
净利润	2659	3012	13.3%
每股收益(人民币元)	0.273	0.285	4.3%
EBITDA	8056	8993	11.6%
每股股息(人民币元)	0.041	0.047	13.9%
收入增长(%)	26	14	-44.3%
息税前利润增长(%)	25	13	-49.0%
每股收益增长(%)	43	4	-90.0%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

请务必阅读末页的免责声明

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21,191,298.6MWh，同比增长15%，符合预期。浙江、吉林、陕西、四川发电量增长较好，增速均在35%以上。

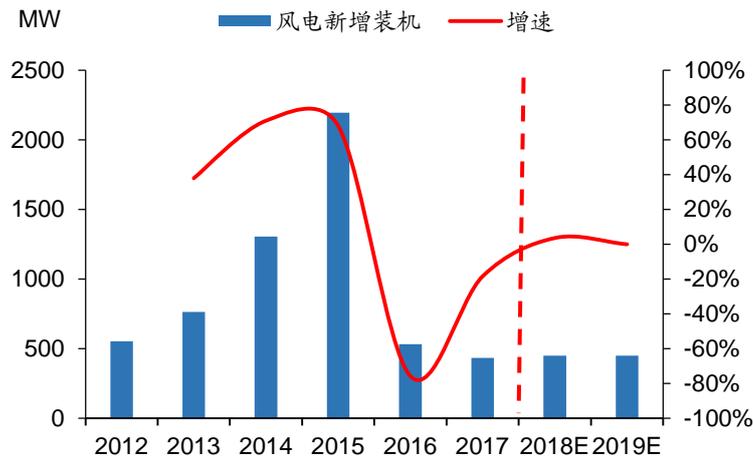
表3、公司2017年风电业务发电量详情

地区	2017年发电量 (MWh)	同比增速	占比
内蒙古	4679903	9.2%	22.08%
云南	3123417.4	16.3%	14.74%
山东	1757762.5	-0.4%	8.29%
辽宁	2946416.3	14.5%	13.90%
山西	1423831.4	10.8%	6.72%
贵州	1270628	7.8%	6.00%
广东	1068443.2	7.5%	5.04%
河北	743606.3	9.9%	3.51%
新疆	924719.8	15.2%	4.36%
上海	195471.6	-2.2%	0.92%
吉林	754087.7	69.6%	3.56%
陕西	713090.9	39.4%	3.37%
四川	1319413	36.3%	6.23%
浙江	139239.1	116.3%	0.66%
广西	131268.3	-	0.62%
合计	21191298.6	15.0%	100.00%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2017年公司风电业务共新增装机461.6MW，累计控股装机达到10686.8MW。累计装机同比增速为4.2%，增速相对于上年（5.5%）有所放缓。在经历2015年的抢装潮后，公司2016年和2017年新增装机回归正常。未来公司新增装机趋于平稳，2018年公司总新增装机将不低于550MW，其中风电不低于450MW。

图3:公司风电新增装机量变化



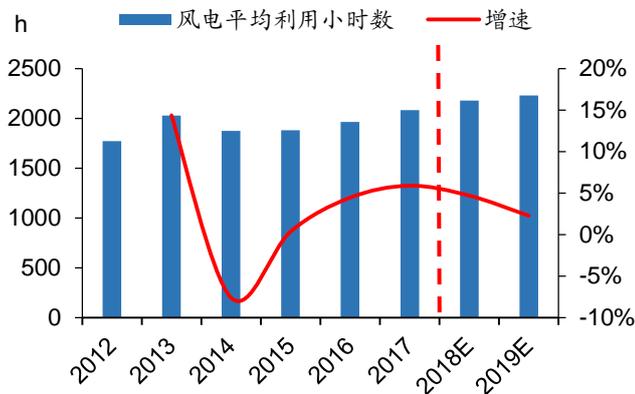
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3.风电：利用小时数稳步提升，2018 预计进一步回暖

公司2017年风电利用小时数为2082小时，相对于2016年（1966）增加了116小时，增速为4.3%，高于全国平均利用小时数（1948）134小时。其中，吉林省利用小时数出现较大幅度的回升，达到了1904小时，同比增长了21.2%。

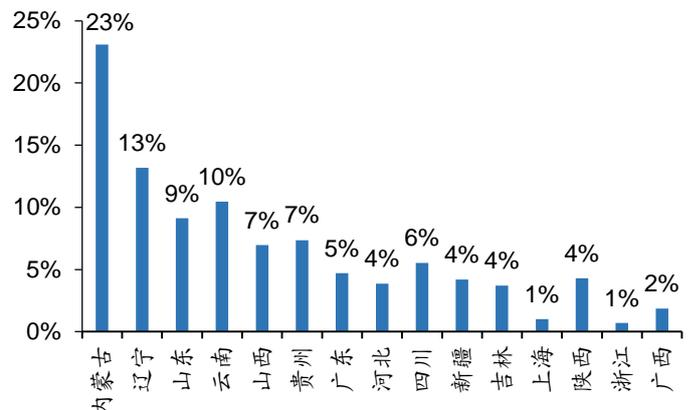
目前公司有约60%的装机量位于三北地区，其中内蒙古地区占总装机量的比例最大，达到23%。为缓解整体的限电问题，公司在新增装机上逐步向东部和南部等非限电地区扩张。2017年公司新增装机量中，全部位于非限电地区。2018年内蒙古、黑龙江、宁夏解除风电红色预警，我们认为随着限电地区特高压输电线路的建成和非限电地区装机量的增加，2018年公司利用小时数有望得到进一步的提升。

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

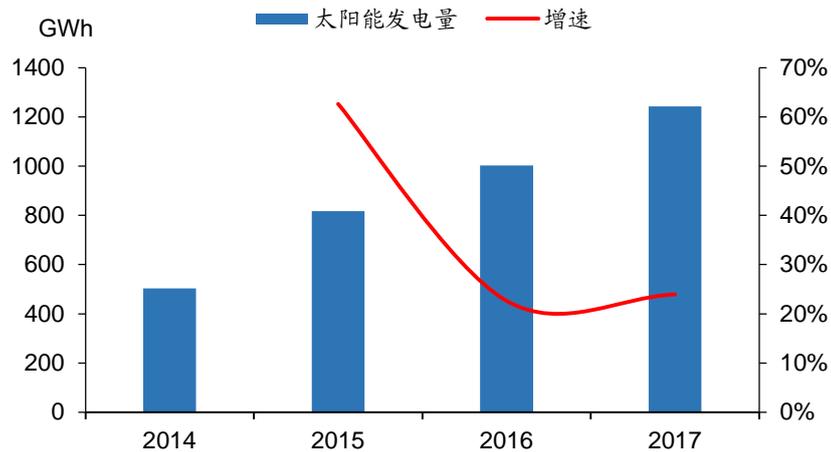


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

4.太阳能：发电量增速平稳，整体影响不大

2017年，公司太阳能业务实现发电量1242.5GWh，同比增长23.9%，增速稳定。新增装机方面，公司2017年太阳能共新增装机45 MW，预计未来每年新增装机100MW。2017年利用小时数为1590，较去年增加62小时。由于太阳能发电量占总发电量的比例仅为5.5%，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

关键盈利假设：

- 1、根据公司指引，2018、2019年每年新增风电控股装机450MW，平均利用小时数分别为2180和2230。
- 2、根据公司指引，2018、2019年每年新增光伏控股装机100MW，平均利用小时数分别为1640和1690。

2018年3月26日，华能新能源（0958.HK）收盘价为2.94港币，公司2017年EPS为0.285元，PE为8.3X；我们预测公司2018-2019年EPS分别为人民币0.320元、0.353元，对应市盈率为7.4x、6.7x，维持“买入”评级。

6.风险提示

风电电价下调风险，补贴、绿证等政策不确定性风险；风电补贴电价下调；弃风率改善不达预期。

资产负债表

单位: RMB百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
现金及现金等价物	3470	1665	2503	5214	5618
应收帐款	3032	6058	8632	7368	7938
库存	43	33	55	59	64
其他流动资产	1107	939	52	70	71
流动资产总计	7652	8696	11242	12711	13690
固定资产	68658	72107	71406	77706	84006
无形资产	682	654	621	700	720
其他长期资产	5561	3989	3080	6333	6760
长期资产总计	74901	76749	75107	84739	91486
总资产	82553	85445	86349	97451	105177
应付帐款	829	1066	632	1027	1046
短期债务	19223	22998	20705	22427	24007
其他流动负债	8481	6453	5528	5849	6083
流动负债总计	28533	30517	27086	29474	31320
长期借款	32695	29955	30682	39192	40585
其他长期负债	2700	3978	3138	3710	3877
长期负债总计	35395	33933	33821	42902	44462
股本	9728	9728	10567	10567	10567
储备	8070	10409	14035	13668	17988
股东权益	17798	20137	24602	24235	28555
少数股东权益	827	857	840	840	840
总负债及权益	82553	85445	86349	97451	105177

利润表

单位: RMB百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
销售收入	7357	9239	10554	11322	12199
经营费用	-3676	-4652	-5372	-5707	-6154
息税折旧前利润	6410	8056	8993	9729	10506
折旧及摊销	-2720	-3447	-3799	-4101	-4447
经营利润(息税前利)	3691	4609	5195	5628	6058
净利息收入/(费用)	-2197	-2090	-2144	-2170	-2223
其他收益/(损失)	547	390	357	230	230
税前利润	2041	2910	3408	3688	4065
所得税	-141	-202	-346	-258	-285
少数股东权益	-40	-49	-50	-50	-50
净利润	1860	2659	3012	3380	3731
每股收益(RMB元)	0.191	0.273	0.285	0.320	0.353
EBITDA	6410	8056	8993	9729	10506
每股股息(RMB元)	0.035	0.041	0.047	0.052	0.058
收入增长(%)	20	26	14	7	8
息税前利润增长(%)	16	25	13	8	8
每股收益增长(%)	66	43	4	12	10

现金流量表

单位: RMB百万元

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
税前利润	2041	2910	3408	3688	4065
折旧与摊销	2720	3447	3799	4101	4447
净利息费用	2197	2090	2144	2170	2223
运营资本变动	967	817	467	111	-245
税金	-141	-202	-346	-258	-285
其他经营现金流	-101	157	342	516	662
经营活动产生的现金流	7682	9219	9813	10327	10868
购买固定资产净值	-12644	-10823	-11021	-11885	-12750
投资减少/增加	-101	-447	-937	-1400	-1863
其他投资现金流	231	193	653	1542	788
投资活动产生的现金流	-12514	-11077	-11305	-11742	-13824
净增权益	1739	2370	4448	-367	4320
净增债务	6675	522	-3544	11469	3406
支付股息	-195	-399	-454	-510	-563
其他融资现金流	-6442	-2440	1880	-6466	-3804
融资活动产生的现金流	1778	53	2329	4127	3359
现金变动	-3054	-1804	837	2711	403
期初现金	6385	3470	1665	2503	5214

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	87	87	85	86	86
息税前利润率(%)	50	50	49	50	50
税前利润率(%)	28	31	32	33	33
净利率(%)	25	29	29	30	31
流动性					
流动比率(倍)	0.27	0.28	0.42	0.43	0.44
利息覆盖率(倍)	1.68	2.21	2.42	2.59	2.72
净权益负债率(%)	306	275	214	248	221
速动比率(倍)	0.27	0.28	0.41	0.43	0.44
估值					
市盈率(倍)	12.3	8.6	8.3	7.4	6.7
市净率(倍)	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	3.0	2.5	2.5	2.4	2.3
企业价值/息税折旧前	13.0	10.6	9.3	9.5	9.1
周转率					
存货周转天数	2.7	2.9	2.9	3.6	3.6
应收帐款周转天数	156	177	251	254	226
应付帐款周转天数	79	64	53	52	61
回报率					
股息支付率(%)	18.5	15.0	15.1	15.1	15.1
净资产收益率(%)	10.4	13.2	12.2	13.9	13.1
资产收益率(%)	2.3	3.1	3.5	3.5	3.5

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：首席分析师，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、集成电路工作和研究经历，13年证券研究所从业经历。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，南洋理工大学工程学学士。2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二名。2016及2017年新财富纺织服装行业最佳分析师入围。2016年进入广发证券发展研究中心。
- 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。
- 陈佳妮：研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017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	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。