

【广发海外】华能新能源 (0958.HK)

上半年利润增幅略低于预期

核心观点:

● 上半年净利润增幅略低于预期

2018年上半年公司共实现收入 63.177 亿元人民币, 较 2017 年同期增长 12.5%, 权益股东应占净利润 23.489 亿元人民币, 较去年同期增长 15.6%, 略低于预期。利润增幅不及预期主要是由有效税率的提高和经营开支的增加所导致。

● 上半年发电量同比增长 14.7%, 基本符合预期

2018 年上半年, 公司共实现发电量 13609GWh, 较去年同期增长 14.7%。其中风电发电量 12906GWh, 较 2017 年同期增长 14.8%, 太阳能业务共实现发电量 703GWh, 较去年同期增长 13.7%。上半年累计发电量符合预期, 发电量的稳定上涨主要得益于风况改善、利用小时数回升等因素。

● 风电利用小时数增长明显

上半年风电利用小时数为 1229 小时, 较去年同期增加 120 小时, 我们预计 2018 年全年限电率为 5%, 利用小时数为 2253。

● 新增装机放缓

上半年, 公司新增光伏装机容量为 51.5MW, 分布在内蒙古和云南省, 没有新增风电装机。风电总装机容量 10686.8MW, 同比增长 4.2%, 受建设周期拉长等影响, 今年上半年几乎没有增长, 预计 2018 年全年风电新投产规模在 400MW 左右。

● 有效税率上升较快

2018 年上半年, 公司所得税为人民币 3.994 亿元, 比上年同期增长 95.5%, 有效税率约为 14.27%。增加的主要原因是除税前利润的增长和更多项目税收优惠期结束。

● 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2018-2020 年风电新增装机分别为 400MW、700MW 和 1000MW, EPS 分别为人民币 0.35 元、0.37 元、0.40 元, 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; 风电补贴电价下调风险; 弃风率改善不达预期风险。

盈利预测:

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(RMB百万元)	9239	10554	11708	12474	13560
增长率(%)	26	14	11	7	9
净利润(RMB百万元)	2708	3061	3688	3907	4238
增长率(%)	43	13	20	6	8
EPS (RMB元/股)	0.28	0.29	0.35	0.37	0.40
市盈率 (P/E)	7.4	7.1	5.9	5.6	5.1
市净率 (P/B)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8

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

2.56 港元

前次评级

买入

报告日期

2018-08-23

相对市场表现



分析师: 韩玲, S0260511030002

021-60750603

hanling@gf.com.cn

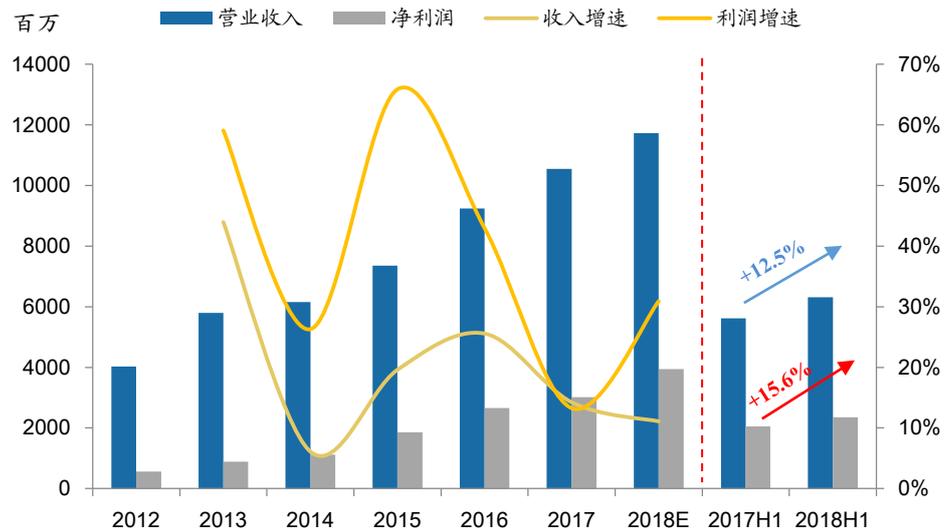
相关研究:

- 【广发海外】华能新能源 (0958.HK): 一季报净利润增幅较大 2018-05-02
- 【广发海外】华能新能源 (0958.HK): 新增装机放缓, 弃风限电改善 2018-03-27
- 【广发海外】华能新能源 (0958.HK): 净利润不及预期, 弃风限电持续改善 2017-11-02

1.上半年净利润增幅不及预期

2018年上半年公司共实现收入63.177亿元人民币，较2017年同期增长12.5%，权益股东应占净利润23.489亿元人民币，较去年同期增长15.6%，略微低于预期。净利润增幅不及预期的原因主要是有效税率的提高和经营开支的增加。

图1：2012-2018H1年公司收入和净利润统计



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2.上半年发电量同比增长 14.7%，基本符合预期

2018年上半年，公司共实现发电量13609GWh，较去年同期增长14.7%。其中风电发电量12906GWh，较2017年同期增长14.8%，太阳能业务共实现发电量703GWh，较去年同期增长13.7%。上半年累计发电量基本符合预期。

发电量的增长主要得益于前四个月风况良好和较高的利用小时数，五六月份风资源较差，发电量较去年同期仅增加3%，影响上半年整体风电业务的发电量。除了广东风况较差导致发电量负增长以外，其他发电地区均实现正增长，预计全年发电量保持12%左右的增长。

图2: 2012-2018H1年发电量统计



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 1: 2017-1H18 发电量板块及地区分布 (单位: 兆瓦时)

业务板块及地区分布	2018H1	2017H1	增速 (%)
风电业务	12906457	11241981.1	20%
广西	189873.4	61469.2	208.9%
吉林	463054.6	353996.4	30.8%
浙江	74568.0	59755.1	24.8%
陕西	517317.7	36084.0	53.9%
山西	909013.0	710751.5	27.9%
新疆	524956.7	455240.9	15.3%
辽宁	1806181.8	1489879.1	21.2%
河北	466978.7	402824.2	15.9%
山东	1142090.3	989921.6	15.4%
内蒙古	2566075.0	2348469.9	9.3%
上海	105066.8	101044.1	4.0%
云南	2112363.6	1951768.3	8.2%
贵州	791831.8	701202.8	12.9%
广东	474060.5	518156.5	-8.5%
四川	763025.1	761417.5	0.2%
太阳能业务	703105.7	618656.3	13.7%
合计	13609562.7	11860637.4	14.7%

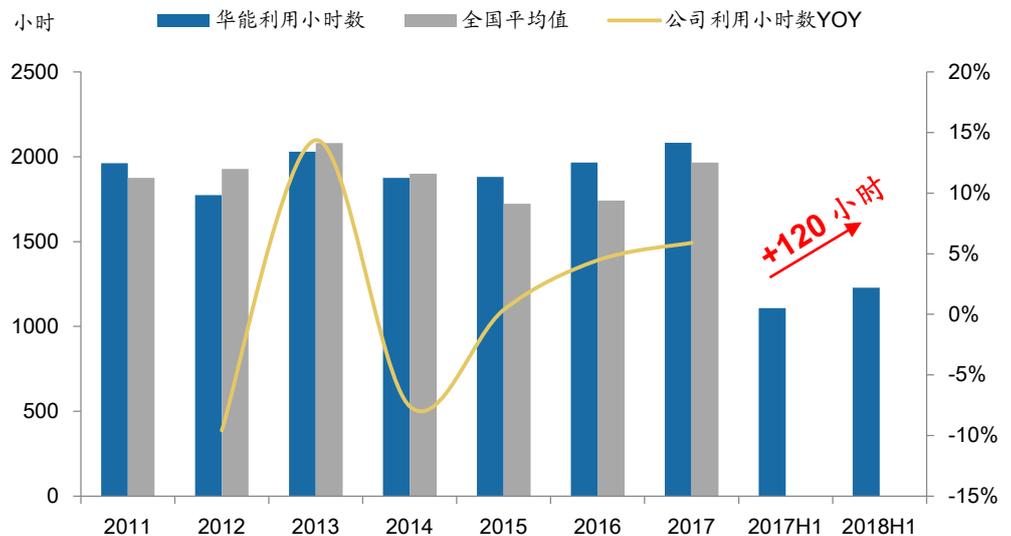
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

3.风电利用小时数同比增长明显

得益于上半年风资源整体良好，弃风限电改善明显，公司上半年风电利用小时数为1229小时，同比增加120小时。

目前公司有约60%的风电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%。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年全年公司利用小时数有望得到进一步的提升。我们预测公司全年风电利用小时数将在2253小时左右。

图3: 2011-2018H1年公司风电利用小时数和全国风电平均利用小时数统计



资料来源:Wind, 公司公告, 广发证券发展研究中心

4.新增装机放缓

2018年上半年，公司新增光伏装机容量为51.5MW，分布在内蒙古和云南省，没有新增风电装机。风电总装机容量10686.8MW，同比增长4.2%。太阳能装机容量931.5兆瓦，同比增加7.3%。尽管三北被解禁，受收紧补贴的趋势以及环保审批趋严等政策的影响，我们认为公司未来新增装机平缓增加，预计2019-2020年每年新增风电控股装机为400MW、700MW、1000MW。

5.有效所得税率上升幅度较大

2018年上半年，公司所得税为人民币3.994亿元，比上年同期2.043亿元增加人民币1.951亿元，增长95.5%，有效税率约为14.27%，超出我们的预期。有效税率增加的主要原因是除税前利润的增长和更多项目税收优惠期结束，由于风电行业实行了三免三减半的政策，随着运营年限增加，每年的税率会越来越高。我们预计2018

年全年有效税率为14.5%。

公司经营开支为人民币26.432亿元，同期增长9.6%，超出我们的预期，主要原因是员工成本和行政费用和维修保养及其他经营开支的增加超过预期。

其中，公司员工成本及行政费用为人民币3.453亿元，比上年同期的人民币2.902亿元增加人民币0.551亿元，增长19.0%。增加的主要原因是：(1)随着本集团发展规模的扩大，员工人数不断增多；(2)租赁费、税费等相关费用增加。公司维修保养及其他经营开支为人民币3.203亿元，比上年同期的人民币2.359亿元增加人民币0.844亿元，增长35.8%。增加的主要原因是随着运营项目装机容量增加，维修保养、材料费等相关费用增加。

6.盈利预测与投资评级

2018年8月23日，华能新能源（0958.HK）收盘价为2.56港币，我们预计2018-2020年风电新增装机分别为400MW、700MW和1000MW，利用小时数为2253、2347和2433；根据公司指引，2018-2020年每年新增光伏控股装机70MW，平均利用小时数分别为1640、1690和1740。

我们预测公司2018-2020年收入分别为人民币11708、12474和13560百万元，同比增长11%、7%和9%，归母净利润分别为人民币3688、3907和4238百万元，同比增长20%、6%和8%，EPS分别为人民币0.35元、0.37元和0.40元，维持“买入”评级。

7.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；风电补贴电价下调风险；弃风率改善不达预期风险。

资产负债表

单位: RMB百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2570	2503	5602	5959	6463
应收帐款	6058	8632	9133	9716	10538
库存	33	55	64	68	74
其他流动资产	34	52	70	71	72
流动资产总计	8696	11242	14869	15813	17147
固定资产	72107	71406	74206	79106	86106
无形资产	654	621	700	720	720
其他长期资产	3989	3080	5969	6359	6854
长期资产总计	76749	75107	80876	86185	93680
总资产	85445	86349	95745	101999	110827
应付帐款	80	128	167	182	200
短期债务	22998	20705	21892	24287	29426
其他流动负债	7440	6253	6616	6880	7156
流动负债总计	30517	27086	28675	31349	36782
长期借款	29955	30682	35192	38585	41586
其他长期负债	3978	3138	3628	3816	4210
长期负债总计	33933	33821	38820	42401	45796
股本	9728	10567	10567	10567	10567
储备	10409	14035	16842	16842	16842
股东权益	20137	24602	27409	27409	27409
少数股东权益	857	840	840	840	840
总负债及权益	85445	86349	95745	101999	110827

现金流量表

单位: RMB百万元

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	2910	3408	4371	4745	5242
折旧与摊销	3462	3798	3946	4178	4527
净利息费用	1995	2238	2224	2152	2126
运营资本变动	-1944	-2294	-2650	-3006	-3362
税金	-202	-346	-634	-783	-943
其他经营现金流	7705	7678	7841	8109	8331
经营活动产生的现金流	13926	14481	15099	15394	15920
购买固定资产净值	0	-198	-1062	-1927	-2793
投资减少/增加	19	-471	-934	-1397	-1860
其他投资现金流	-2627	-21872	-395	72	880
投资活动产生的现金流	-2607	-22541	-2391	-3252	-3773
净增权益	2370	4448	2807	0	0
净增债务	522	-3544	6589	6254	8828
支付股息	-40965	-454	-547	-580	-629
其他融资现金流	26727	12002	-18458	-17459	-19841
融资活动产生的现金流	-11345	12451	-9609	-11785	-11642
现金变动	-26	4392	3099	357	504
期初现金	-5	-1889	2503	5602	5959

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	91	90	90	89	88
息税前利润率(%)	53	54	56	55	54
税前利润率(%)	31	32	37	38	39
净利率(%)	29	29	31	31	31
流动性					
流动比率(倍)	0.28	0.42	0.52	0.50	0.47
利息覆盖率(倍)	2.46	2.52	2.97	3.20	3.47
净权益负债率(%)	275	217	206	226	254
速动比率(倍)	0.28	0.41	0.52	0.50	0.46
估值					
市盈率(倍)	7.4	7.1	5.9	5.6	5.1
市净率(倍)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
价格/现金流(倍)	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4
企业价值/息税折旧前	9.8	8.5	7.9	8.1	8.2
周转率					
存货周转天数	2.9	2.9	3.8	3.9	3.8
应收帐款周转天数	177	251	273	272	269
应付帐款周转天数	0	0	0	0	0
回报率					
股息支付率(%)	14.7	14.8	14.8	14.8	14.8
净资产收益率(%)	13.4	12.4	13.5	14.3	15.5
资产收益率(%)	3.2	3.5	3.9	3.8	3.8

利润表

单位: RMB百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售收入	9239	10554	11708	12474	13560
经营费用	-4652	-5372	-5582	-6058	-6683
息税折旧前利润	8370	9449	10542	11074	11895
折旧及摊销	-3462	-3798	-3946	-4178	-4527
经营利润(息税前利)	4908	5651	6596	6896	7368
净利息收入/(费用)	-1995	-2238	-2224	-2152	-2126
其他收益/(损失)	-3	-5	0	0	0
税前利润	2910	3408	4371	4745	5242
所得税	-202	-346	-634	-783	-943
少数股东权益	0	0	-50	-55	-60
净利润	2708	3061	3688	3907	4238
每股收益(RMB元)	0.278	0.290	0.349	0.370	0.401
EBITDA	8370	9449	10542	11074	11895
每股股息(RMB元)	0.041	0.047	0.056	0.060	0.065
收入增长(%)	26	14	11	7	9
息税前利润增长(%)	19	15	17	5	7
每股收益增长(%)	43	4	20	6	8

广发海外研究小组

- 欧亚菲:** 海外研究主管, 消费品首席分析师, 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 年新财富最佳海外研究 (团队) 第六名, 2017 年新财富最佳海外研究 (团队) 第五名。
- 惠毓伦:** 海外电子行业首席分析师, 34 年计算机、光电、集成电路工作和研究经历, 15 年证券研究所从业经历。2017 年新财富最佳海外研究 (团队) 第五名。
- 廖 凌:** 海外策略首席分析师, 2016 年新财富策略研究领域第 4 名, 2017 年新财富策略研究领域入围。6 年策略及中小市值研究经验。
- 韩 玲:** 海外公用事业和新能源首席分析师, 获 2010-2014 年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获 2015-2017 年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇:** 博彩休闲行业首席分析师, 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、第四名。
- 杨琳琳:** 海外互联网行业首席分析师, 2012-2014 年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第 3 名 (团队)、第 4 名 (团队)、第 2 名 (团队)。
- 邓崇静:** 高级分析师, 2017 年《亚洲货币》(Asiamoney) 香港 (地区) 汽车行业最佳分析师第四名, 2016 年《亚洲货币》(Asiamoney) 中国 (港股) 可选消费行业最佳研究团队前十名, 从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王 雯:** 分析师, 美国乔治华盛顿大学 (George Washington University) 金融硕士, 从事港股金融板块研究。
- 刘 桥:** 海外必须消费品研究助理, 中央财经大学经济学硕士, 厦门大学理学学士, 2017 年新财富最佳海外研究 (团队) 第五名, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞:** 海外电子行业研究助理, 统计学硕士, 2017 年新财富最佳海外研究 (团队) 第五名, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮:** 海外博彩休闲行业研究助理, 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。