

买入 (维持)

0958.HK 华能新能源

港股通 (沪、深)

目标价: 3.00 港元

现价: 2.56 港元

预期升幅: 17.4%

上半年业绩稳健, 费用率和有效税率上升

2018 年 08 月 24 日

市场数据

日期	2018.08.23
收盘价(港元)	2.56
总股本(百万股)	10,567
流通股本(百万股)	5,031
总市值(百万港元)	27,050
流通市值(百万港元)	12,880
净资产(百万元)	27,337
总资产(百万元)	88,475
每股净资产(元)	2.59

数据来源: Wind

相关报告

业绩点评_20180328
跟踪报告_20180528
业绩点评_20170825
跟踪报告_20170728
业绩点评_20170331
业绩点评_20160815
业绩点评_20160328
业绩点评_20150828
业绩点评_20150320
深度报告_20141023

海外能源、公用事业、工业行业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,554	11,402	11,916	12,688
同比增长	14.2%	8.0%	4.5%	6.5%
净利润(百万元)	3,061	3,625	3,796	3,893
同比增长	13.3%	18.5%	4.7%	2.5%
经营利润率	53.5%	55.7%	56.7%	56.5%
净利率	29.0%	31.8%	31.9%	30.7%
净资产收益率	11.8%	12.5%	11.7%	10.9%
基本每股收益(元)	0.29	0.34	0.35	0.36

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **费用率和有效税率提升使净利润低于预期。**公司 2018 上半年营业收入达人民币 63.2 亿元 (2017H1: 56.2 亿元), 同比增长 12.5%; 归属股东净利润为 23.5 亿元 (2017H1: 20.7 元), 同比增长 13.7%。公司业绩略低于市场和我们的预期, 主要源于 (1) 员工成本费用率和维修及保养费用率分别提升 0.3、0.4 个百分点; (2) 有效税率提升 5.4 个百分点至 14.3%。
- **弃风率下降速度慢于全行业平均。**公司风电限电率继续下降, 上半年公司的风电场平均限电率为 7.4%, 较去年同期下降 2.7 个百分点, 但下降速度慢于全行业平均 (全行业平均同比下降 5 个百分点)。
- **风电利用小时数大幅提升。**公司上半年风电平均利用小时数较 2017 上半年同期大幅提升 120 小时, 达 1,229 小时, 高于全国平均水平 86 小时 (全国平均: 1,143 小时)。公司指出限电率下降 1 个百分点能提升 20-30 小时的利用小时数, 我们据此测算公司上半年利用小时数同比提升 120 小时中, 来自限电率下降和风力资源同比改善的贡献分别约 67 小时和 53 小时。
- **上半年风电无新增装机, 全年维持 450MW 新增指引。**公司 2018 上半年风电无新增装机, 光伏新增装机 51.5MW, 全年维持 2018 年风电新增装机 450MW 的指引, 这些装机较多会出现在四季度, 同时公司给出了 2019/2020 年分别新增 800MW、1,200MW 的指引。
- **我们的观点:** 华能新能源 (0958.HK) 是国内最优质的风电运营企业之一, 其电站主要布局于内蒙古、云南等风资源较好的区域, 我们认为在行业弃风限电改善的背景下, 公司优质的风电项目将持续创造稳定盈利。我们调整了盈利预测, 预计公司 2018-2020 年营收分别为 11,402、11,916 和 12,688 百万元, 归母净利润分别为 3,625、3,796 和 3,893 百万元, EPS 分别为 0.34、0.35 和 0.36 元, 2018 年 8 月 23 日股价对应的 P/E 分别为 6.6、6.3 和 6.2 倍, 维持“买入”评级, 并调整目标价为 3.00 港元。

风险提示: 限电率下降不达预期, 补贴回收慢于预期, 项目建设周期拉长。



报告正文

2018 年上半年业绩点评

- **费用率和有效税率提升使净利润低于预期。**公司 2018 年上半年营业收入达人民币 63.2 亿元 (2017H1: 56.2 亿元), 同比增长 12.5%; 归属股东净利润为 23.5 亿元 (2017H1: 20.7 元), 同比增长 13.7%; 每股盈利 0.22 元 (2017H1: 0.20 元)。公司业绩略低于市场和我们的预期, 主要源于 (1) 员工成本费用率和维修及保养费用率分别提升 0.3、0.4 百分点; (2) 有效税率提升 5.4 个百分点至 14.3% (2017: 8.9%), 高于我们预测的主要原因为部分风电装机税收优惠政策到期, 使得公司有效税率上升明显。

图1、公司历年上半年总收入及增速

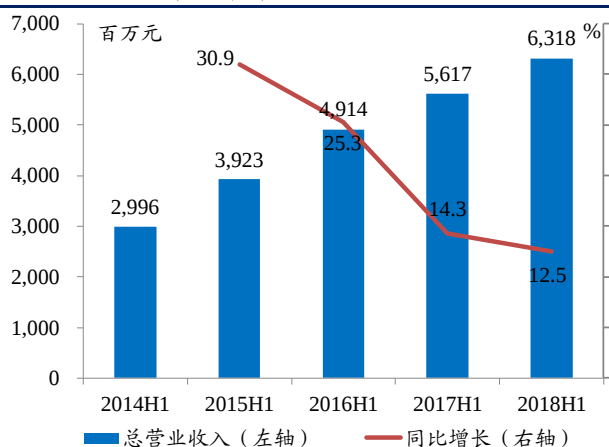
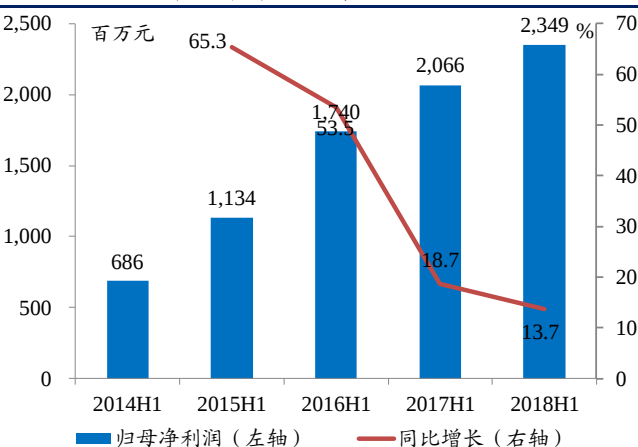


图2、公司历年上半年归母净利润及增速



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **弃风率下降速度慢于全行业平均。**公司风电限电率继续下降, 上半年公司的风电场平均限电率为 7.4%, 较去年同期下降 2.7 个百分点, 但下降速度慢于全行业平均 (全行业平均同比下降 5 个百分点)。我们认为下半年公司和全行业都将继续降低限电率, 但是全年要达到公司年初指引的限电率降低到 5% 以下仍有难度。
- **风电利用小时数大幅提升。**公司 2018 年上半年完成总发电量 13,609 吉瓦时, 同比增长 14.7%, 其中风电总发电量 12,906 吉瓦时, 同比增加 14.8%; 光伏发电量 703 吉瓦时, 同比增加 13.7%。公司上半年风电平均利用小时数较 2017 上半年同期大幅提升 120 小时, 达 1,229 小时, 高于全国平均水平 86 小时 (全国平均: 1,143 小时)。公司指出限电率下降 1 个百分点能提升 20-30 小时的利用小时数, 我们据此测算公司上半年利用小时数同比提升 120 小时中, 来自限电率下降和风力资源同比改善的贡献分别约 67 小时和 53 小时。

图3、公司和全行业历年风电平均利用小时数

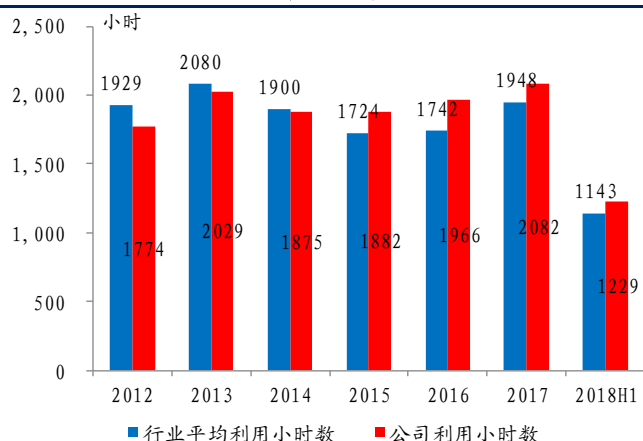
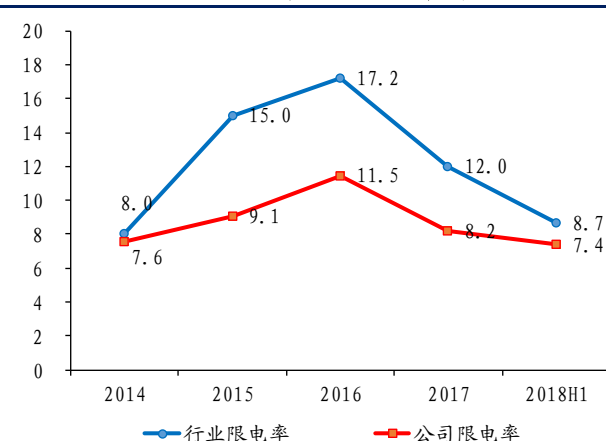


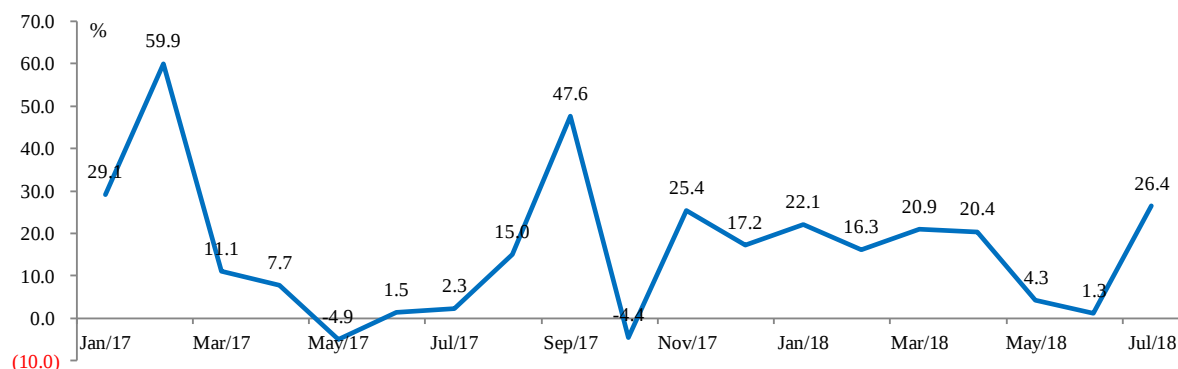
图4、公司和全行业历年风电限电率情况



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

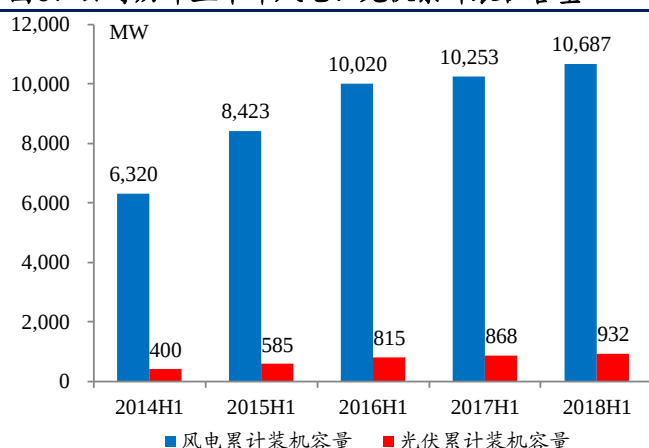
图5、公司 2017 年 1 月至 2018 年 7 月月度风电发电量同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

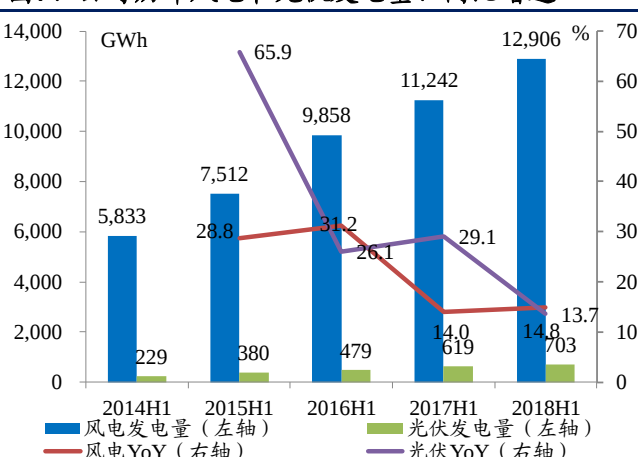
- **上半年风电无新增装机，全年维持 450MW 新增指引。**公司 2018 上半年风电无新增装机，光伏新增装机 51.5MW。我们观察到已经披露数据的同行业公司也存在类似的现象：龙源电力（916.HK）上半年风电装机 0MW（年初指引 1,000MW）；华能新能源（958.HK）上半年风电装机 0MW（年初指引 450MW）；协合新能源（182.HK）上半年风电装机 96MW（年初指引 500MW）。公司维持 2018 年风电新增装机 450MW 的指引，这些装机较多会出现在四季度，同时公司给出了 2019/2020 年分别新增 800MW、1,200MW 的指引。

图6、公司历年上半年风电、光伏累计装机容量



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

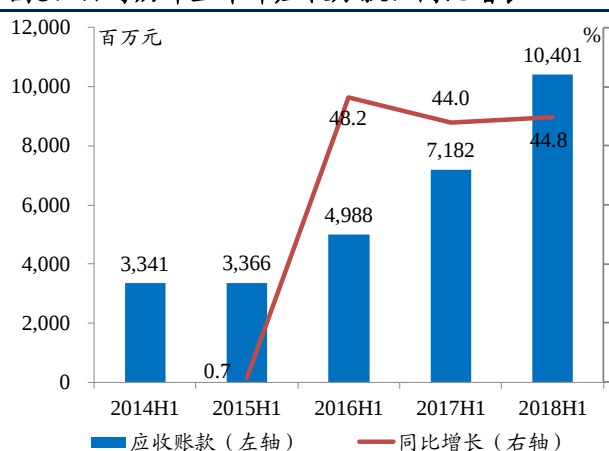
图7、公司历年风电和光伏发电量、同比增速



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

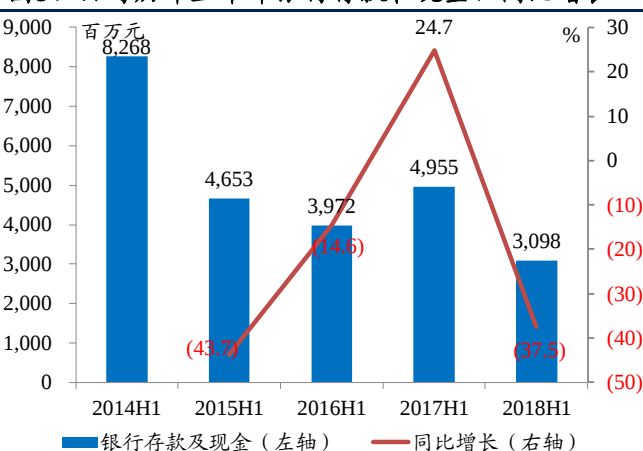
- **补贴款拖欠严重，应收账款显著增加。**截至2018年6月30日，公司营收账款和应收票据为104亿元（2017H1：72亿元），同比增加了32亿元，应收账款大幅增加的主要原因为可再生能源基金补贴款的拖欠，介于第七批可再生能源基金补贴目录已于6月中旬发布，3季度会逐渐开始发放，我们预计年底应收账款余额将会较年中有所改善。

图8、公司历年上半年应收账款、同比增长



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、公司历年上半年银行存款和现金、同比增长



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

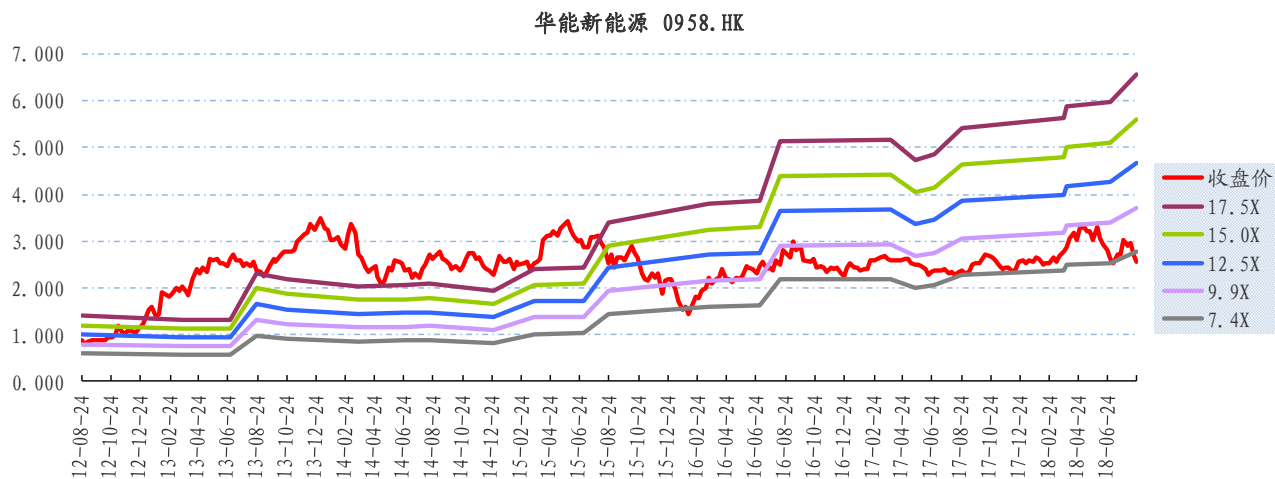
- **我们的观点：**华能新能源（0958.HK）是国内最优质的风电运营企业之一，其电站主要布局于内蒙古、云南等风资源较好的区域，我们认为在行业弃风限电改善的背景下，公司优质的风电项目将持续创造稳定盈利。我们调整了盈利预测，预计公司2018-2020年营收分别为11,402、11,916和12,688百万元，归母净利润分别为3,625、3,796和3,893百万元，EPS分别为0.34、0.35和0.36元，2018年8月23日股价对应的P/E分别为6.6、6.3和6.2倍，维持“买入”评级，并调整目标价为3.00港元。
- **风险提示：**限电率下降不达预期，补贴回收慢于预期，项目建设周期拉长。

图10、公司业绩对比

单位: 千元	1H2017	2H2017	1H2018	YoY	业绩点评
收入	5,616,869	4,937,486	6,317,712	12.5%	发电量同比增长14.7%，电价同比下降1.7%
其他收入净额	182,240	286,619	192,280	5.5%	主要是政府补助
经营开支					
折旧和摊销	(1,885,628)	(1,912,826)	(1,977,681)	4.9%	装机容量增加
员工成本	(185,738)	(328,267)	(225,240)	21.3%	附属电站数目增多
维修保养	(76,185)	(115,075)	(111,255)	46.0%	运营项目增多，出质保容量增多
行政开支	(104,451)	(143,116)	(120,022)	14.9%	
其他经营开支	(159,673)	(461,312)	(209,009)	30.9%	
经营利润	3,387,434	2,263,509	3,866,786	14.2%	
财务收入	38,576	18,707	44,804	16.1%	
财务费用	(1,139,579)	(1,155,984)	(1,103,258)	-3.2%	
财务费用净额	(1,101,003)	(1,137,277)	(1,058,454)	-3.9%	上年同期有汇兑损失
除税前利润	2,286,431	1,121,234	2,799,546	22.4%	
所得税	(204,329)	(142,014)	(399,360)	95.4%	越来越多风电装机税收优惠到期
税率	8.9%	12.7%	14.3%		
净利润	2,082,102	979,220	2,400,186	15.3%	
股东应占净利润	2,066,375	945,361	2,348,909	13.7%	
非控股权益	50,314	3,093	51,276	1.9%	
EPS(元)	0.2046	0.0892	0.2223		

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、公司历年 PE band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表					单位: 百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E					
银行存款+现金	2,503	2,993	2,355	2,138					
应收帐款	7,214	9,655	11,239	11,704					
存货	55	61	67	74					
其他流动资产	1,470	1,570	1,644	1,751					
总流动资产	11,242	14,278	15,305	15,667					
固定资产	71,406	72,129	75,835	82,498					
无形资产	621	586	553	521					
其他非流动资产	3,080	3,073	3,066	3,059					
总资产	86,349	90,066	94,758	101,745					
银行借款	20,353	20,498	20,818	21,579					
应付帐款	480	445	413	385					
其他流动负债	6,253	6,253	6,253	6,253					
总流动负债	27,086	27,196	27,484	28,217					
递延收入	198	178	160	144					
银行及其他借款	29,451	30,031	31,311	34,358					
其他	4,171	4,048	3,937	3,838					
负债总额	60,907	61,454	62,893	66,557					
股本	10,567	10,567	10,567	10,567					
储备	14,035	17,204	20,452	23,779					
每股净资产(元)	2.33	2.63	2.94	3.25					
营运资金	(15,844)	(12,917)	(12,180)	(12,551)					
少数股东权益	840	841	846	843					
权益拥有人应占权益	24,602	27,771	31,018	34,346					
现金流量表					单位: 百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	9,507	10,224	10,759	11,446					
融资成本(收入)	(2,238)	(2,101)	(2,169)	(2,289)					
营运资金变化	963	490	(638)	(217)					
所得税	(346)	(607)	(778)	(973)					
营运现金流	7,993	7,571	8,998	10,767					
资本开支	(5,117)	(4,500)	(7,600)	(10,830)					
其他投资活动	927	73	65	70					
投资活动现金流	(4,191)	(4,427)	(7,535)	(10,760)					
已付股息	454	544	569	584					
其他融资活动	(2,981)	(2,591)	(1,893)	165					
融资活动现金流	(2,527)	(2,047)	(1,323)	749					
现金变化	963	490	(638)	(217)					
汇兑调整	(126)	0	0	0					
期初持有现金	1,665	2,503	2,993	2,355					
期末持有现金	2,503	2,993	2,355	2,138					
利润表					单位: 百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E					
收入	10,554	11,402	11,916	12,688					
经营成本	(5,372)	(5,344)	(5,540)	(5,923)					
其他收入及收益	469	288	380	404					
职工薪酬	(514)	(561)	(589)	(628)					
管理费用	(248)	(262)	(269)	(281)					
其他开支	(4,611)	(4,521)	(4,682)	(5,014)					
经营利润	5,651	6,346	6,756	7,169					
融资成本	(2,296)	(2,159)	(2,237)	(2,362)					
税前利润	3,408	4,232	4,574	4,866					
所得税	(346)	(607)	(778)	(973)					
税后利润	3,061	3,625	3,796	3,893					
少数股东权益	50	54	57	58					
股东净利润	3,012	3,570	3,739	3,835					
EBITDA	9,507	10,224	10,759	11,446					
主要财务比率					2017A	2018E	2019E	2020E	
盈利能力									
营业利率	53.5%	55.7%	56.7%	56.5%					
净利率	28.5%	31.3%	31.4%	30.2%					
营运表现									
SG&A/收入	4.9%	4.9%	4.9%	5.0%					
实际税率	10.2%	14.3%	17.0%	20.0%					
股息支付率	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%					
营业收入增长率	14.2%	8.0%	4.5%	6.5%					
经营利润增长率	15.1%	12.3%	6.5%	6.1%					
净利润增长率	13.3%	18.5%	4.7%	2.5%					
财务状况									
负债/权益	239.4%	214.8%	197.4%	189.1%					
收入/总资产	12.2%	12.7%	12.6%	12.5%					
总资产/权益	339%	315%	297%	289%					
盈利对利息倍数	2.60	2.94	3.02	3.04					
总资产收益率	3.5%	4.0%	3.9%	3.8%					
净资产收益率	11.8%	12.5%	11.7%	10.9%					
估值比率(倍)									
PE	7.6	6.6	6.3	6.2					
PB	1.0	0.9	0.8	0.7					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司和永续农业发展有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。