

# 【广发海外】华能新能源 (0958.HK)

## 三季度业绩符合预期

### 核心观点:

#### ● 前三季度归母净利润增长符合预期

2018 年前三季度公司共实现收入人民币 83.93 亿元，同比增长 10.6%，归母公司净利润 25.20 亿元，同比增长 19.0%，基本符合预期。第三季度实现归母公司净利润 1.71 亿元，同比增加 101.1%。我们预计全年归母公司净利润同比增长在 19% 左右。

#### ● 利用小时数处高位，7 月份来风起预期

2018 年前三季度，公司共实现发电量 18,007GWh，同比增长 12.6%。其中风电发电量 16,955GWh，同比增长 12.7%，太阳能业务发电量 1,052GWh，同比增长 11.1%，发电量基本符合预期。前三季度风电利用小时数为 1611 小时，弃风率继续改善至 6.8%。在小风季第三季度中 7 月份发电量同比增幅高达 26.4%，超出预期。进入四季度大风季后，利用小时数有望创新高。

#### ● 综合财务费用占比下降，弥补营业成本增长

公司前三季度综合净财务费用 16.66 亿元，同比下降 5.9%，占营业总收入 19.8%，同比下降 3.4 个百分点。主要因为 1) 利息费用支出增长减缓，前三季度利息支出占营业总收入比下降了 2 个百分点，2) 公司汇兑净损失要远低于去年同期。公司第三季度营业成本占总收入比仍维持高位，与财务费用下降彼此互有抵消。我们认为目前主要的关注点是弃风限电改善和利用小时数稳增的行业利好逻辑没有发生变化，所以仍看好公司后续发展。

#### ● 应收账款增加得到遏制，补贴预计加快回收

2018 年第三季度，公司应收账款和应收票据为 103.7 亿元，同上半年基本一致。结合业内其他公司实际回收情况，我们对未来第四季度补贴回收进度持乐观态度。

#### ● 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 350MW、700MW 和 1000MW，EPS 分别为人民币 0.340 元、0.355 元和 0.379 元，市盈率分别为 5.4X/5.2X/4.9X，并继续看好未来整体风电行业弃风限电持续改善趋势，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 | 11692 | 12424 | 13505 |
| 增长率(%)       | 25.6  | 14.2  | 10.8  | 6.3   | 8.7   |
| 净利润(RMB百万元)  | 2659  | 3012  | 3597  | 3750  | 4003  |
| 增长率(%)       | 43    | 13    | 19    | 4     | 7     |
| EPS (RMB元/股) | 0.273 | 0.285 | 0.340 | 0.355 | 0.379 |
| 市盈率 (P/E)    | 6.8   | 6.5   | 5.4   | 5.2   | 4.9   |
| 市净率 (P/B)    | 0.9   | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |

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

2.15 港元

前次评级

买入

报告日期

2018-11-02

### 相对市场表现



分析师：韩 玲，S0260511030002



021-60750603



hanling@gf.com.cn

### 相关研究:

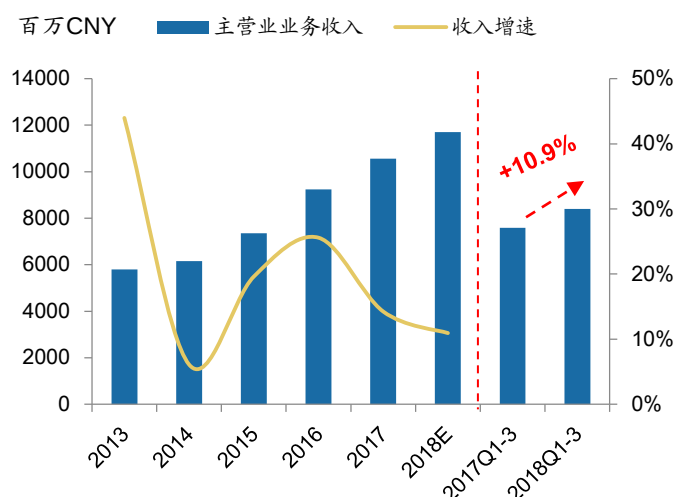
- 【广发海外】华能新能源 (0958.HK): 上半年利润增幅略低于预期 2018-08-23
- 【广发海外】华能新能源 (0958.HK): 一季报净利润增幅较大 2018-05-02
- 【广发海外】华能新能源 (0958.HK): 新增装机放缓，弃风限电改善 2018-03-27

## 1. 前三季度归母净利润增长符合预期

2018年前三季度公司共实现营业收入人民币83.93亿元，较2017年同期增长10.6%，实现归母公司净利润25.20亿元，较去年同期增长19.0%，基本符合预期。

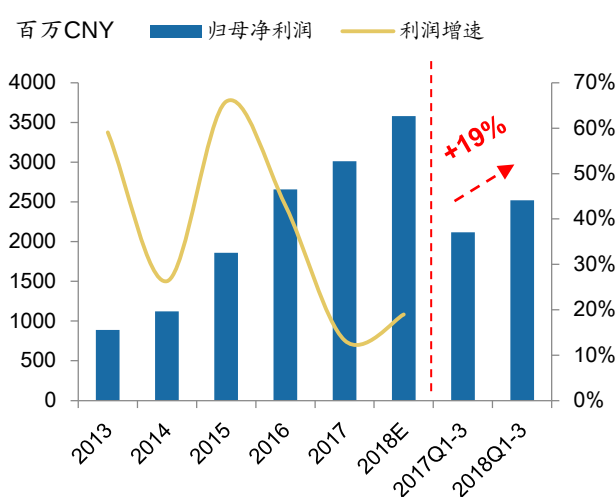
由于第三季度风资源历来较差，风电发电量基数较小，总体三季度收入和净利润都偏低，所以净利润同比增速会变化会较为敏感。由于第三季度来风略超预期，加上财务费用低于预期，第三季度实现归母公司净利润1.71亿元，同比增加101.1%。第三季度风电板块的整体表现对全年业绩预期起到了维稳作用，对全年业绩实现预期提供了有力支撑。在行业整体弃风率不断改善、风电平均利用小时稳增的趋势下，我们对第四季度的公司业绩持乐观态度，并预计全年公司归母净利润同比增长在19%左右。

图 1: 公司 2012—2018 三季度主营业务收入及增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 2: 2012—2018 三季度公司归母净利润及增速

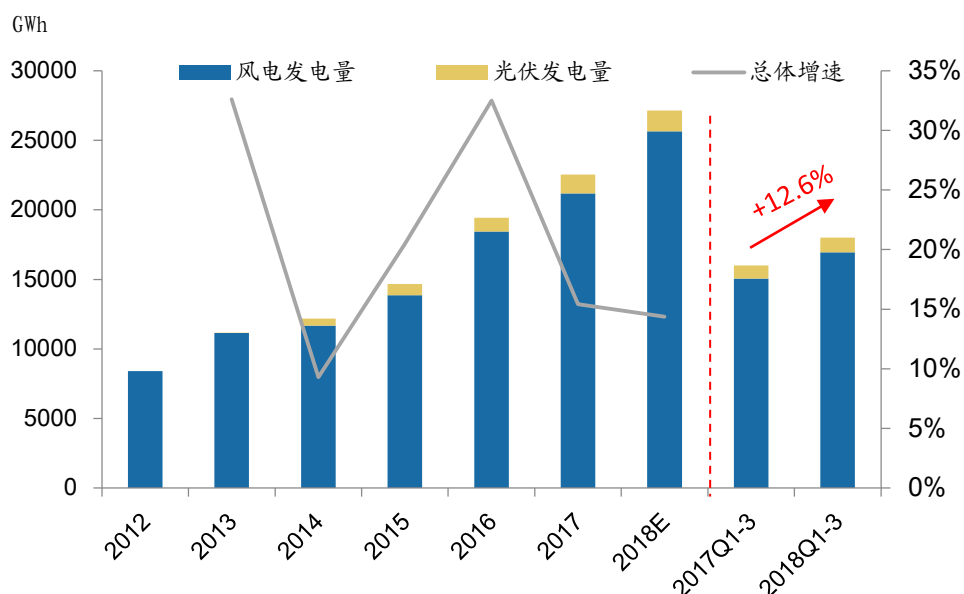


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 2. 利用小时数处高位，7 月份来风超预期

2018年前三季度，公司共实现发电量18,007GWh，同比增长12.6%。其中风电发电量16,955GWh，同比增长12.7%，太阳能业务发电量1,052GWh，同比增长11.1%，前三季度发电量基本符合预期。前三季度风电利用小时数为1611小时，弃风率为6.8%。全国前三季度风电平均利用小时数为1565小时，公司高出行业平均46小时，处于行业领先水平，在进入四季度大风季后，利用小时数有望创新高。

图3: 2012-2018三季度分业务发电量统计

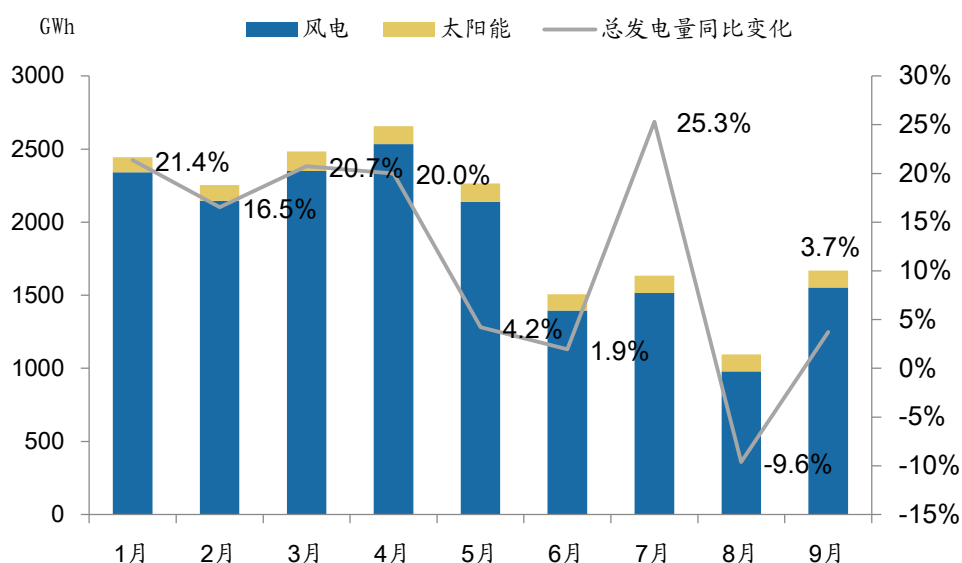


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

风电总发电量同比增速较上半年有所下降, 主要原因是第三季度风资源差, 发电发电量较小, 而且增长并不稳定。不过第三季度其中7月份发电量同比增幅高达25%, 贡献几乎全部整个季度的发电量的同比增长, 超出预期。第三季度风电发电量为4,048GWh, 同比增长6%。

公司第三季度新增风电装机容量48MW, 光伏装机容量约50MW, 我们预计今年风电新增装机为350MW。

图4: 2018年1-9月份分业务发电量统计



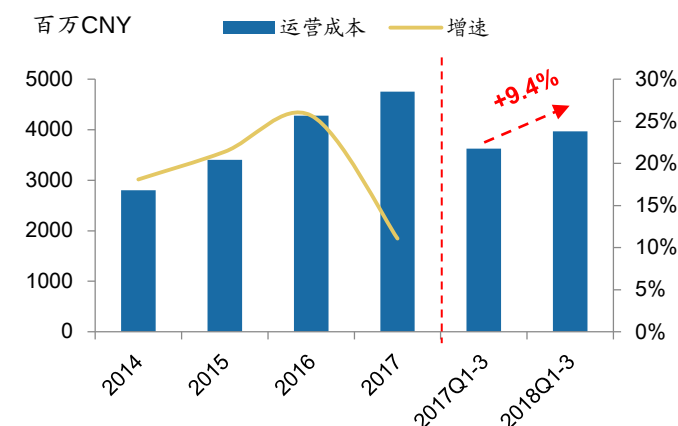
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 3.综合财务费用占比下降，运营成本有所上升

公司前三季度综合净财务费用16.66亿元，同比下降5.9%，占营业总收入19.8%，同比下降3.4个百分点。财务费用改善主要因为，1）利息费用增长减缓，前三季度占营业总收入比下降了2个百分点。2）公司汇兑净损失要远低于去年同期。总体净财务费用的下降是要略好于预期的。

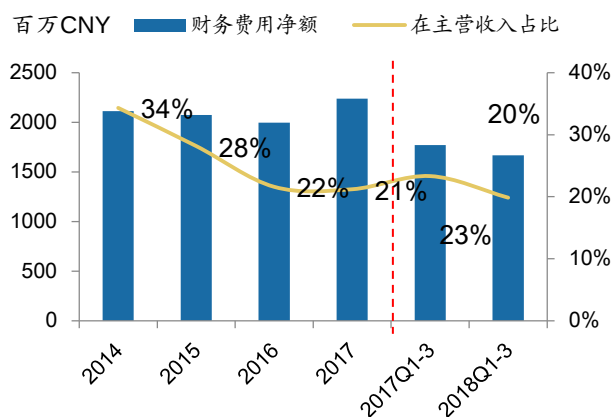
第三季度公司运营成本依然维持高位，运营成本占比总营业收入水平和去年基本持平，综合来看，财务费用降低好于预期，运营成本上升略高于预期，两者互有消弭，总体运营加财务费用率较2017年同期还是有所下降。

图 5：2014-2018 三季度公司运营成本和增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 6：2014-2018 三季度财务费用净额和在主营收入占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 4. 应收账款增加得到遏制，补贴预计加快回收

2018年第三季度，公司应收账款和应收票据为103.7亿元，上半年为104亿元，其中大部分是政府电价补贴欠款。自2018年6月中旬发布第七批可再生能源补贴目录以来，公司应收账款增加得到遏制。根据业内其他公司的实际回收情况来看，第七批的发放预计在9月到10月份已经陆续展开，已有公司收到部分政府补贴欠款，所以我们对未来公司第四季度补贴回收进度持乐观态度。

### 5.盈利预测与投资评级

2018年11月01日，华能新能源（0958.HK）收盘价为2.15港币，由于预计2018年风电新增装机规模会有所放缓，我们预测2018年新增装机为350MW，2019年和2020年风电新增装机保持不变分别为700MW和1000MW，利用小时数为2253、2347和2433小时；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小时。

公司第三季度运营成本略高于预期，我们预测公司2018-2020年主营业务收入

分别为人民币11692、12424和13505百万元，同比增长11%、6%和9%，归母净利润分别为人民币3597、3750和4003百万元，同比增长19%、4%和7%，EPS分别为人民币0.340元、0.355元和0.379元，虽然前三季度费用略高于预期，但仍总体看好风电行业未来弃风限电持续改善趋势，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         | 5594         | 5936          | 6438          |
| 应收帐款          | 6058         | 8632         | 9121         | 9678          | 10496         |
| 库存            | 33           | 55           | 64           | 68            | 73            |
| 其他流动资产        | 34           | 52           | 70           | 71            | 72            |
| <b>流动资产总计</b> | <b>8696</b>  | <b>11242</b> | <b>14849</b> | <b>15753</b>  | <b>17079</b>  |
| 固定资产          | 72107        | 71406        | 73856        | 78756         | 85756         |
| 无形资产          | 654          | 621          | 700          | 720           | 720           |
| 其他长期资产        | 3989         | 3080         | 5962         | 6337          | 6829          |
| <b>长期资产总计</b> | <b>76749</b> | <b>75107</b> | <b>80518</b> | <b>85813</b>  | <b>93305</b>  |
| <b>总资产</b>    | <b>85445</b> | <b>86349</b> | <b>95368</b> | <b>101566</b> | <b>110384</b> |
| 应付帐款          | 80           | 128          | 171          | 187           | 208           |
| 短期债务          | 22998        | 20705        | 21434        | 23733         | 28819         |
| 其他流动负债        | 7440         | 6253         | 6616         | 6880          | 7156          |
| <b>流动负债总计</b> | <b>30517</b> | <b>27086</b> | <b>28221</b> | <b>30801</b>  | <b>36183</b>  |
| 长期借款          | 29955        | 30682        | 35192        | 38585         | 41586         |
| 其他长期负债        | 3978         | 3138         | 3706         | 3931          | 4366          |
| <b>长期负债总计</b> | <b>33933</b> | <b>33821</b> | <b>38898</b> | <b>42516</b>  | <b>45952</b>  |
| 股本            | 9728         | 10567        | 10567        | 10567         | 10567         |
| 储备            | 10409        | 14035        | 16842        | 16842         | 16842         |
| <b>股东权益</b>   | <b>20137</b> | <b>24602</b> | <b>27409</b> | <b>27409</b>  | <b>27409</b>  |
| 少数股东权益        | 857          | 840          | 840          | 840           | 840           |
| <b>总负债及权益</b> | <b>85445</b> | <b>86349</b> | <b>95368</b> | <b>101566</b> | <b>110384</b> |

## 利润表

单位: RMB百万元

| 至12月31日           | 2016A       | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>销售收入</b>       | <b>9239</b> | <b>10554</b> | <b>11692</b> | <b>12424</b> | <b>13505</b> |
| 经营费用              | -4652       | -5372        | -5701        | -6240        | -6931        |
| <b>息税折旧前利润</b>    | <b>8370</b> | <b>9449</b>  | <b>10464</b> | <b>10957</b> | <b>11764</b> |
| 折旧及摊销             | -3462       | -3798        | -4003        | -4292        | -4699        |
| <b>经营利润(息税前利)</b> | <b>4908</b> | <b>5651</b>  | <b>6461</b>  | <b>6664</b>  | <b>7064</b>  |
| 净利息收入/(费用)        | -1995       | -2238        | -2195        | -2135        | -2110        |
| 其他收益/(损失)         | -3          | -5           | 0            | 0            | 0            |
| <b>税前利润</b>       | <b>2910</b> | <b>3408</b>  | <b>4265</b>  | <b>4530</b>  | <b>4955</b>  |
| 所得税               | -202        | -346         | -618         | -725         | -892         |
| 少数股东权益            | -49         | -50          | -50          | -55          | -60          |
| <b>净利润</b>        | <b>2659</b> | <b>3012</b>  | <b>3597</b>  | <b>3750</b>  | <b>4003</b>  |
| 每股收益(RMB元)        | 0.273       | 0.285        | 0.340        | 0.355        | 0.379        |
| EBITDA            | 8370        | 9449         | 10464        | 10957        | 11764        |
| 每股股息(RMB元)        | 0.041       | 0.047        | 0.056        | 0.058        | 0.062        |
| 收入增长(%)           | 26          | 14           | 11           | 6            | 9            |
| 息税前利润增长(%)        | 19          | 15           | 14           | 3            | 6            |
| 每股收益增长(%)         | 43          | 4            | 19           | 4            | 7            |

## 现金流量表

单位: RMB百万元

|                   | 2016A         | 2017A         | 2018E        | 2019E         | 2020E         |
|-------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 税前利润              | 2910          | 3408          | 4265         | 4530          | 4955          |
| 折旧与摊销             | 3462          | 3798          | 4003         | 4292          | 4699          |
| 净利息费用             | 1995          | 2238          | 2195         | 2135          | 2110          |
| 运营资本变动            | -1944         | -2294         | -2650        | -3006         | -3362         |
| 税金                | -202          | -346          | -618         | -725          | -892          |
| 其他经营现金流           | 7705          | 7628          | 7870         | 8126          | 8347          |
| <b>经营活动产生的现金流</b> | <b>13926</b>  | <b>14432</b>  | <b>15065</b> | <b>15352</b>  | <b>15857</b>  |
| 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         | -21847        | -384         | 78            | 897           |
| <b>投资活动产生的现金流</b> | <b>-2607</b>  | <b>-22516</b> | <b>-2380</b> | <b>-3245</b>  | <b>-3755</b>  |
| 净增权益              | 2370          | 4448          | 2807         | 0             | 0             |
| 净增债务              | 522           | -3544         | 6212         | 6198          | 8818          |
| 支付股息              | -40965        | -454          | -543         | -566          | -604          |
| 其他融资现金流           | 26727         | 12026         | -18070       | -17397        | -19814        |
| <b>融资活动产生的现金流</b> | <b>-11345</b> | <b>12476</b>  | <b>-9594</b> | <b>-11765</b> | <b>-11600</b> |
| 现金变动              | -26           | 4392          | 3092         | 342           | 502           |
| 期初现金              | -5            | -1889         | 2503         | 5594          | 5936          |

## 主要财务比率

| 至12月31日     | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b> |       |       |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%) | 91    | 90    | 89    | 88    | 87    |
| 息税前利润率(%)   | 53    | 54    | 55    | 54    | 52    |
| 税前利润率(%)    | 31    | 32    | 36    | 36    | 37    |
| 净利率(%)      | 29    | 29    | 31    | 29    | 29    |
| <b>流动性</b>  |       |       |       |       |       |
| 流动比率(倍)     | 0.28  | 0.42  | 0.53  | 0.51  | 0.47  |
| 利息覆盖率(倍)    | 2.46  | 2.52  | 2.94  | 3.12  | 3.35  |
| 净权益负债率(%)   | 275   | 217   | 204   | 224   | 252   |
| 速动比率(倍)     | 0.28  | 0.41  | 0.52  | 0.51  | 0.47  |
| <b>估值</b>   |       |       |       |       |       |
| 市盈率(倍)      | 6.8   | 6.5   | 5.4   | 5.2   | 4.9   |
| 市净率(倍)      | 0.9   | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 价格/现金流(倍)   | 1.3   | 1.4   | 1.3   | 1.3   | 1.2   |
| 企业价值/息税折旧前  | 9.5   | 8.2   | 7.7   | 7.9   | 8.1   |
| <b>周转率</b>  |       |       |       |       |       |
| 存货周转天数      | 2.9   | 2.9   | 3.8   | 3.8   | 3.7   |
| 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     |
| <b>回报率</b>  |       |       |       |       |       |
| 股息支付率(%)    | 15.0  | 15.1  | 15.1  | 15.1  | 15.1  |
| 净资产收益率(%)   | 13.2  | 12.2  | 13.1  | 13.7  | 14.6  |
| 资产收益率(%)    | 3.1   | 3.5   | 3.8   | 3.7   | 3.6   |



## 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。
- 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 峤：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。