

发电量符合预期，四季度业绩有望继续超预期



华能新能源近期公布最新月度发电量数据及三季报情况：2018年10月公司风电发电量同比增11.3%，光伏发电量同比增19.0%，1-10月公司风电发电量同比增12.5%，光伏发电量同比增13.0%；三季报营业收入、归母净利润分别同比增10.6%、19.0%，单三季度营业收入、归母净利润分别同比增10%、99%。

- **发电量符合预期，我们预计2018年风电发电量同比增10.7%。**1-10月广西、陕西、山西等省份因新增机组、来风等因素发电量增速分别达到194%、43%、34%，同时在辽宁、新疆、吉林、内蒙古等传统高限电率地区发电量也出现不同程度的恢复，我们预计随着限电率的进一步下降，11-12月公司发电量将维持之前增速，2018年同比增10.7%。我们维持公司2018-2020年风电利用小时增幅假设至8%、4%、3%，综合考虑风电电价因交易电量占比提升带来综合电价小幅下降，对应风电收入分别增9%、8%、8%。
- **应收款项小幅回落，预计四季度回款加速。**2018年三季度末公司应收款项101亿元，同比增45%，环比半年报小幅下降。大部分为近两年新投机组的可再生能源电价补贴欠款，应收账款增速远快于同期收入上升幅度，主要源于补贴款的回款滞后期拉长。我们认为，随着第七批风电补贴目录落实（大部分运营项目已取得电价附加审批），公司的应收账款周转天数将重新回落；我们预计，根据去年经验，四季度公司风电运营项目现金流得到快速改善。
- **所得税率继续攀升。**2018年三季报公司有效所得税率继续攀升至14.6%（vs 2017三季报9.4%），主要源于在2014-15年集中投产的风机自2018年开始集中退出0税率、减半税率的优惠政策（风电运营项目享有三免三减半的优惠税率），公司有效所得税率随之进入快速上升窗口，我们预计2018-2020年公司税率将每年提升3-4个百分点。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级。**我们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0.34、0.39、0.44元。由于现金流的相对可预见性，我们采用DCF估值法，目标价3.74港币，对应2018年PE9.8倍，2018年PB1.3倍，维持买入评级。

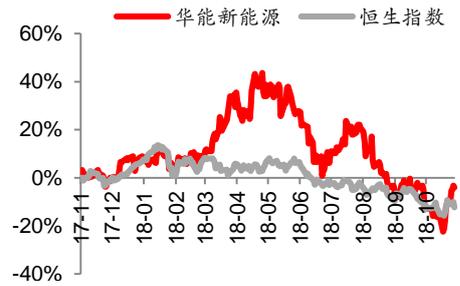
风险提示：风电电价下降速度超预期；弃风限电率再次上行；应收账款周转天数超预期上升。

公司主要财务信息	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	9,560	11,023	11,806	12,682	13,652
同比增长	22.7%	15.3%	7.1%	7.4%	0.0%
营业利润（百万元）	4,908	5,651	6,302	7,062	7,795
同比增长	19.2%	15.1%	11.5%	12.1%	10.4%
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%	15.5%	12.6%
每股收益（元）	0.27	0.29	0.34	0.39	0.44
毛利率	51.3%	51.3%	53.4%	55.7%	57.1%
净利率	28.3%	27.8%	30.8%	33.1%	34.7%
净资产收益率	13.2%	12.2%	12.9%	13.2%	13.2%
市盈率（倍）	7.6	7.1	6.2	5.3	4.7
市净率（倍）	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6

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0.8881。

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价（2018年11月9日）	2.35 港币				
目标价格	3.74 港币				
52周最高价/最低价	3.53/1.89 港币				
总股本（亿股）	106				
港股市值（亿港元）	248				
国家/地区	中国				
行业	公用事业				
报告发布日期	2018年11月11日				

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现（%）	6.8	8.8	-12.0	-4.1
相对表现（%）	8.1	7.5	-5.7	8.2
恒生指数（%）	-1.3	1.3	-6.3	-12.3



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2018年中报点评——税率进入快速上升窗口，但不改长期业绩向好前景 2018-08-23
 - 华能新能源2017年报点评——配额制预期下，现金流改善可期 2018-03-27
 - 华能新能源首次报告——自由现金流转正，风光共济 2017-10-18

表 1：华能新能源 DCF 相对 WACC、永续增长率敏感性分析

		WACC						
		8.2%	9.2%	10.2%	11.2%	12.2%	13.2%	14.2%
永续增长率	0%	8.88	6.54	4.75	3.35	2.23	1.33	0.59
	1%	9.52	6.95	5.02	3.53	2.35	1.41	0.65
	2%	10.38	7.47	5.35	3.74	2.50	1.51	0.72
	3%	11.55	8.16	5.77	4.01	2.68	1.63	0.80
	4%	13.28	9.11	6.33	4.36	2.90	1.78	0.90

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	2,331	1,304	81
应收账款	4,635	7,214	7,510	7,726	7,948
预付账款	1,415	1,396	1,116	893	715
存货	33	55	57	58	60
其他	8	22	22	22	22
流动资产合计	8,696	11,242	11,036	10,003	8,827
长期股权投资	106	254	254	254	254
固定资产	72,107	71,406	71,068	73,835	76,204
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	74,772	77,543	79,915
资产总计	85,445	86,349	85,808	87,546	88,742
短期借款	22,563	20,353	20,000	20,000	20,000
应付账款	7,520	6,381	6,481	6,582	6,703
其他	435	352	352	352	352
流动负债合计	30,517	27,086	26,833	26,935	27,056
长期借款	28,372	29,451	26,000	24,000	21,000
其他非流动负债	5,327	4,153	4,153	4,153	4,153
其他	235	216	233	249	267
非流动负债合计	33,933	33,821	30,386	28,402	25,420
负债合计	64,451	60,907	57,219	55,337	52,475
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	17,123	20,676	24,656
股东权益合计	20,994	25,442	28,589	32,209	36,267
负债和股东权益总计	85,445	86,349	85,808	87,546	88,742

现金流量表

单位:百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,910	3,408	4,255	5,095	5,951
折旧摊销	3,462	3,798	3,776	3,921	4,046
财务费用	2,090	2,144	2,064	1,986	1,864
投资损失	(13)	180	(17)	(19)	(20)
营运资金变动	(844)	(1,643)	82	108	75
其它	(267)	(207)	(600)	(876)	(1,202)
经营活动现金流	7,338	7,681	9,560	10,215	10,714
资本支出	(7,877)	(5,117)	(3,441)	(6,692)	(6,418)
其他	507	927	46	35	21
投资活动现金流	(7,370)	(4,191)	(3,395)	(6,657)	(6,397)
债权融资	1,277	(1,157)	(3,804)	(2,000)	(3,000)
股权融资	35	1,909	0	0	0
其他	(3,170)	(3,279)	(2,584)	(2,585)	(2,539)
筹资活动现金流	(1,858)	(2,527)	(6,388)	(4,585)	(5,539)
现金净增加额	(1,889)	963	(223)	(1,027)	(1,223)
汇率变动影响	85	(126)	0	0	0

利润表

单位:百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,560	11,023	11,806	12,682	13,652
主营业务收入	9,239	10,554	11,452	12,303	13,243
其他收入净额	322	469	353	380	409
营业成本	(4,652)	(5,372)	(5,504)	(5,621)	(5,856)
营业利润	4,908	5,651	6,302	7,062	7,795
EBITDA	8,370	9,449	10,078	10,983	11,841
财务收入	137	57	51	40	26
财务费用	(2,133)	(2,296)	(2,093)	(2,002)	(1,866)
投资收益	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
利润总额	2,910	3,408	4,255	5,095	5,951
所得税	(202)	(346)	(617)	(892)	(1,220)
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	0.34	0.39	0.44
每股稀释收益 (元)	0.27	0.29	0.34	0.39	0.44

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	22.7%	15.3%	7.1%	7.4%	0.0%
营业利润	19.2%	15.1%	11.5%	12.1%	10.4%
归属于母公司净利润	43.0%	13.3%	18.8%	15.5%	12.6%
获利能力					
营业利润率	51.3%	51.3%	53.4%	55.7%	57.1%
净利率	28.3%	27.8%	30.8%	33.1%	34.7%
ROE	13.2%	12.2%	12.9%	13.2%	13.2%
ROIC	6.2%	6.6%	7.1%	7.5%	7.9%
偿债能力					
资产负债率	61.2%	58.3%	54.2%	51.4%	48.0%
净负债率	239.8%	191.9%	158.3%	137.5%	117.2%
流动比率	0.28	0.42	0.41	0.37	0.33
速动比率	0.28	0.41	0.41	0.37	0.32
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	2,697.4	2,561.7	2,412.4
每股指标 (元)					
每股收益	0.27	0.29	0.34	0.39	0.44
每股经营现金流	0.75	0.75	0.90	0.97	1.01
每股净资产	2.16	2.48	2.71	3.05	3.43
估值比率					
市盈率	7.6	7.1	6.2	5.3	4.7
市净率	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.5	6.7	6.0	5.4	4.9
EV/EBIT	12.9	11.2	9.6	8.5	7.5

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

