

【广发海外】华能新能源 (00958.HK)

18年12月风电发电量超预期

核心观点:

● 2018年12月来风好于预期

华能新能源发布12月发电量公告:2018年12月华能新能源实现发电量2,851GWh,同比增长29.5%,其中风电发电量2,737GWh,同比增长30.0%,环比增长33.2%,太阳能发电量113GWh,同比增长18.9%。全年公司实现累计发电量49,970GWh,同比增长9.63%。

12月来风情况好于预期,由于是大风季对全年总发电量影响较大,并对11月风资源差有所抵消。公司全年实现风电发电量23,563GWh,同比增长11.2%,基本符合我们的预期。

● 弃风持续改善,风力发电机组效益显著增长

主要得益于弃风率的改善,公司的部分风电机组效益显著提升。从地域上看,内蒙古、山西、吉林和河北省由于弃风率下降,全年风电发电量分别同比增长10.6%/14.6%/9.4%/9.9%,旧风场产能释放成为增厚业绩的主要动力。我们测算出公司2018年风电利用小时数可达2215小时,同比增加133小时,弃风率在6%左右,同比改善近7个百分点。

● 19年有效税率攀升

随着公司部分风场减税免税期结束,公司有效税率在18年有所提升。另外由于三北地区弃风率改善较好,发电量增幅较大,收入增长也带动了税收费用增长。我们认为有效税率上涨符合行业预期,并预测18年全年公司有效税率将同比提升约4.5个百分点至14.5%,2019年有效税率持续攀升2个百分点以内。

● 盈利预测和投资评级

2019年1月11日,华能新能源(00958.HK)最新收盘价2.18港元。我们预测2018-2020年EPS分别为人民币0.338/0.364/0.392元,对应当前股价市盈率为5.6/5.2/4.8倍。我们基于2019年7倍市盈率给予合理价值港币2.93元,维持“买入”评级。

● 风险提示

经营成本上升超预期;来风情况不达预期;新增装机不达预期;补贴、绿证等政策不确定性风险;

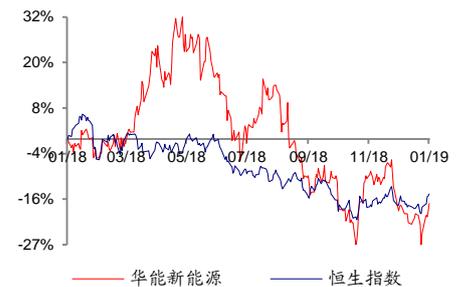
盈利预测:

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入(百万CNY)	9239	10554	11640	12444	13495
增长率(%)	26	14	10	7	8
EBITDA(百万CNY)	8370	9449	10404	10984	11779
归母净利润(百万CNY)	2708	3061	3572	3848	4146
增长率(%)	43	13	17	8	8
EPS(CNY/股)	0.278	0.290	0.338	0.364	0.392
市盈率(P/E)	6.8	6.5	5.6	5.2	4.8
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	2.18 港元
合理价值	2.93 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-01-13

相对市场表现



分析师:

韩玲



SAC 执证号: S0260511030002



SFC CE No. ARI073



021-60750603



hanling@gf.com.cn

相关研究:

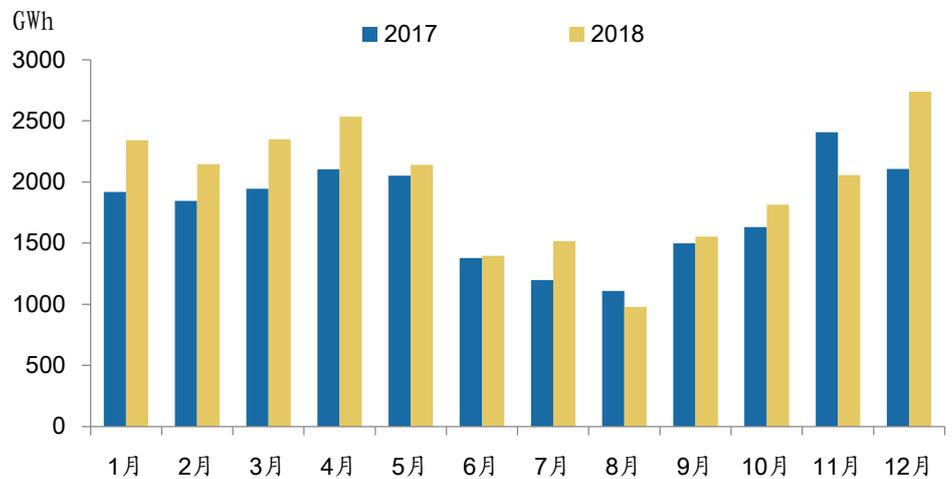
【广发海外】华能新能源 (0958.HK): 三季度业绩符合预期	2018-11-02
【广发海外】华能新能源 (0958.HK): 上半年利润增幅略低于预期	2018-08-23
【广发海外】华能新能源 (0958.HK): 一季报净利润增幅较大	2018-05-02

2018 年 12 月来风好于预期

华能新能源发布12月发电量公告：2018年12月华能新能源实现发电量2,851GWh，同比增长29.5%，其中风电发电量2,737GWh，同比增长30.0%，环比增长33.2%，太阳能发电量113GWh，同比增长18.9%。全年公司实现累计发电量49,970GWh，同比增长9.63%。

12月来风情况好于预期，由于是大风季对全年总发电量影响较大，并对11月风资源差有所抵消。公司全年实现风电发电量23,563GWh，同比增长11.2%，基本符合我们的预期。

图 1：2017-2018公司月度风电发电量（GWh）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心预测

弃风持续改善，风力发电机组效益显著增长

主要得益于弃风率的改善，公司的部分风电机组效益显著提升。从地域上看，内蒙古、山西、吉林和河北省由于弃风率下降发电量分别全年风电发电量分别同比增加10.6%/14.6%/9.4%/9.9%，旧风场产能释放成为增厚业绩的主要动力。我们测算出公司2018年风电利用小时数可达2215小时，同比增加133小时，弃风率在6%左右，同比改善近7个百分点。

我们预计18年风电板块收入增幅可达12,299百万元人民币，同比增长近9%，由于风电业务净利润对于发电量和收入变化有较大敏感性，收入每变化1%，公司归母净利润同向变化约2.5%，我们测算全年归母净利润约3,584百万元人民币，同比增长17%。

图 2: 2015-2020E风电发电量和增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 3: 2015-2020E风电利用小时数和增速

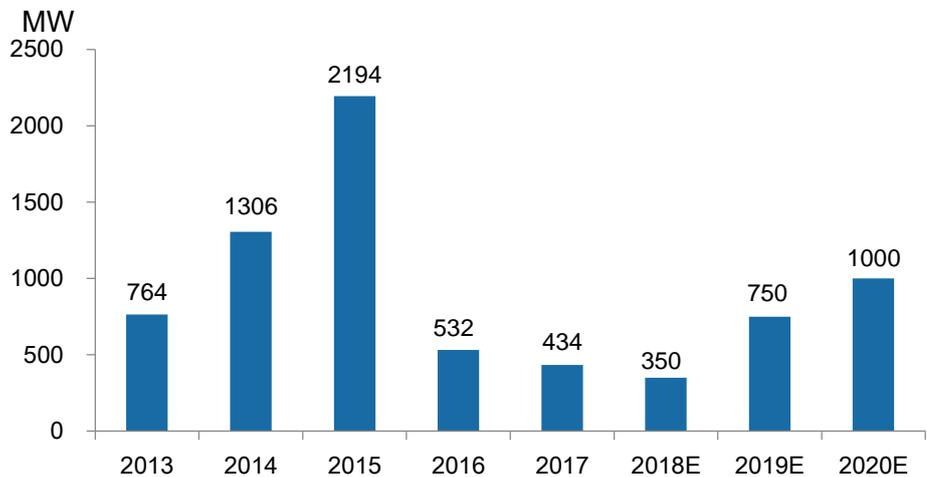


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

新增装机有所放缓

随着环保要求和审批流程趋严, 2018年新增风电项目的整体审核建设流程周期被拉长, 公司18年全年装机容量会低于之前的指引。我们预计2018年公司新增装机容量350MW左右, 19-20年分别新增700和1000MW。

图 4: 2013-2020E风电新增装机容量



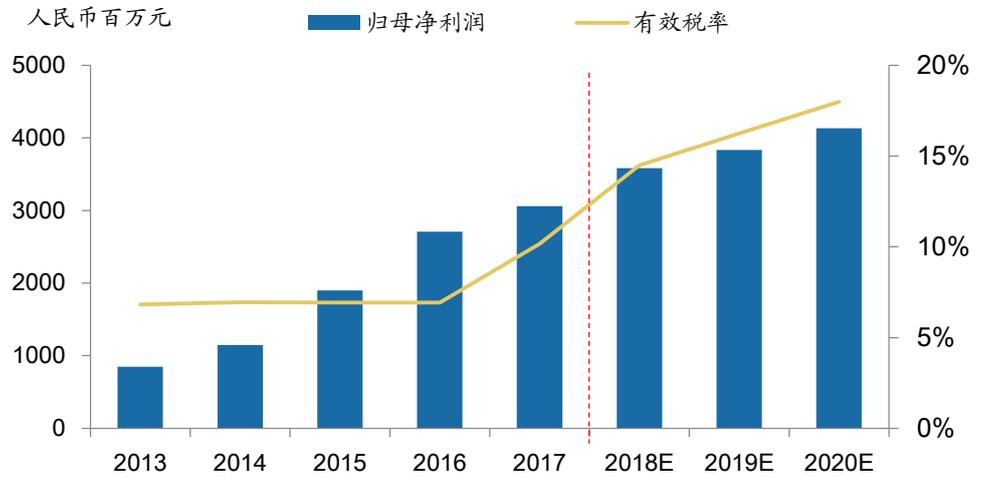
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心预测

19年有效税率攀升

随着公司部分风场减税免税期结束, 公司有效税率在18年有所提升。另外由于三北地区弃风率改善较好, 发电量增幅较大, 收入增长也带动了税收费用增长。我们认为有效税率上涨符合行业预期, 并预测18年全年公司有效税率将同比提升约4.5个百分点至14.5%, 2019年有效税率持续攀升2个百分点以内。

考虑到有效税率增长部分来自于盈利改善所带来的税收费用提高，公司整体业绩提升的正面影响要明显大于有效税率提升副作用。

图 5：2013-2020E公司归母净利润和有效税率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心预测

盈利预测和投资建议

我们预测2018-2020年公司风电装机增量分别为350/700/1000MW，利用小时数分别为2215/2300/2380小时，主营业务收入分别为人民币116.4/124.4/135.0亿元，归母公司净利润分别为人民币35.7/38.5/41.5亿元，EPS为0.338/0.364/0.392元，对应当前股价PE分别5.6/5.2/4.8倍，EPS同比增速分别为17%/8%/8%。18-20年有效税率分别为14.5%/16.25%/18%。

2018年下半年以来港股风电运营商估值普遍偏低，华能新能源历史PE在2018年中期之前一直在9倍以上，最近3年的历史平均PE近11倍，当前PE低于6倍为历史最低估值。华能新能源截至2018年中期存量风电装机容量累计超过11GW，属于行业龙头公司，装机规模仅次于龙源电力，公司管理能力稳健，拥有多渠道获取各种行业、政府资源，并在项目运营、投资管理和技术研发上面具备一定的优势，我们认为公司应享有高于行业平均5%左右的公司溢价。

同时我们认为：风电运营商将持续保持稳定的营收能力并具较大业绩成长空间，因为（1）风电存量装机上网电价已保，新政策并不会影响存量标杆上网电价。（2）未来弃风率将持续保持改善趋势，将支持风机效益稳步提升，尤其是三北地区高弃风省份的早期投产风场，由于风资源丰富，利用小时数提升潜力很大。（3）随着平价上网平稳推进，在新项目逐步摆脱补贴束缚后将更有利于全行业重新恢复新增规模，重建市场信心。综上所述，风电行业整体未来趋势逐渐向好，当前行业估值水平偏低未能充分反映出行业合理价值。我们认为港股风电板块的合理PE应高于目前水平10%左右，行业估值有待修复。

2019年1月11日华能新能源（00958.HK）收盘价为2.18港元。19年港股可比公

司平均PE为6.1倍，我们对此进行行业估值修复调整（港股风电被低估10%左右），和公司溢价调整（公司由于其管理经营和规模优势，应合理享有高于行业平均5%的公司溢价），得出2019年7倍的合理PE，给予2.93港元的合理价值，维持“买入”评级。

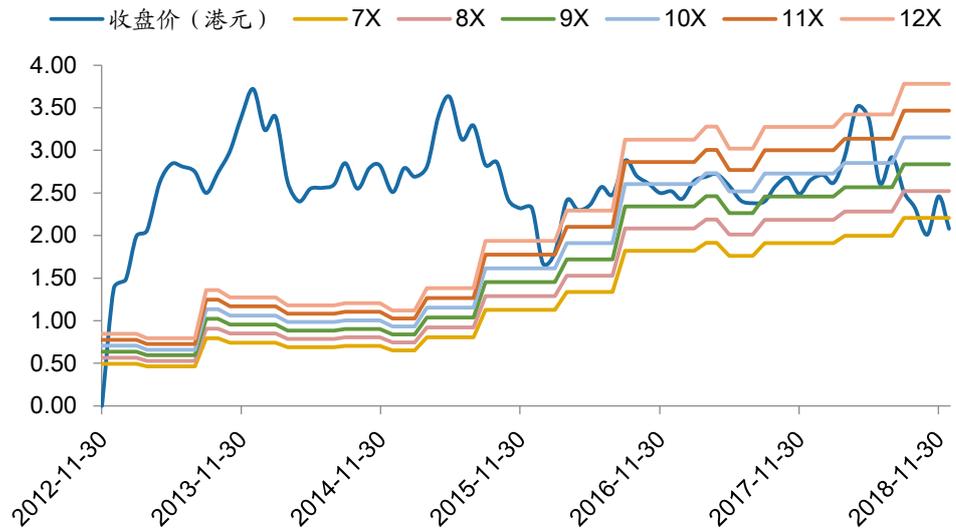
表 1: 主要可比公司估值情况（股价为 2019 年 1 月 11 日收盘价）

公司名称	公司代码	股价	股价单位	EPS (单位: 人民币)				PE			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
华能新能源	00958.HK	2.18	港币元	0.290	0.338	0.364	0.392	6.6	5.7	5.3	4.9
龙源电力	00916.HK	5.76	港币元	0.459	0.591	0.653	0.690	11.0	8.6	7.8	7.3
华电福新	00816.HK	1.78	港币元	0.232	0.236	0.260	0.311	6.8	6.6	6.0	5.0
新天绿色能源	00956.HK	2.00	港币元	0.253	0.326	0.410	0.495	7.0	5.4	4.3	3.6
金风科技	02208.HK	6.76	港币元	0.840	0.901	0.937	0.997	7.1	6.6	6.3	6.0
调整后平均								8.0	6.8	6.1	5.5

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 表中 EPS 数据除金风科技为 Wind 一致预测外, 其余均为广发证券预测

图 6: 华能新能源历史PE情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 历史 PE 估值计算基准为当天交易日 EPS (TTM)

风险提示

经营成本上升超预期; 来风情况不达预期; 新增装机不达预期; 补贴、绿证等政策不确定性。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E	至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2570	2503	5538	5917	6410	经营活动产生的现金流	13926	14481	14984	15335	15828
应收帐款	6058	8632	9030	9648	10451	税前利润	2910	3408	4236	4660	5130
库存	33	55	63	67	73	折旧与摊销	3462	3798	3946	4178	4527
其他流动资产	34	52	70	71	72	净利息费用	1995	2238	2221	2146	2123
流动资产总计	8696	11242	14701	15703	17006	运营资本变动	-1944	-2294	-2650	-3006	-3362
固定资产	72107	71406	74206	79106	86106	税金	-202	-346	-614	-757	-923
无形资产	654	621	700	720	720	其他经营现金流	7705	7678	7844	8115	8334
其他长期资产	3989	3080	5909	6319	6802	投资活动产生的现金流	-2607	-22541	-2373	-3216	-3740
长期资产总计	76749	75107	80815	86145	93628	购买固定资产净值	0	-198	-1062	-1927	-2793
总资产	85445	86349	95516	101848	110634	投资减少/增加	19	-471	-934	-1397	-1860
应付帐款	80	128	167	182	200	其他投资现金流	-2627	-21872	-378	108	913
短期债务	22998	20705	21664	24136	29233	融资活动产生的现金流	-11345	12451	-9575	-11740	-11595
其他流动负债	7440	6253	6616	6880	7156	净增权益	2370	4448	2807	0	0
流动负债总计	30517	27086	28447	31198	36589	净增债务	522	-3544	6361	6332	8786
长期借款	29955	30682	35192	38585	41586	支付股息	-40965	-454	-530	-571	-615
其他长期负债	3978	3138	3628	3816	4210	其他融资现金流	26727	12002	-18212	-17501	-19766
长期负债总计	33933	33821	38820	42401	45796	现金变动	-26	4392	3036	379	493
股本	9728	10567	10567	10567	10567	期初现金	-5	-1889	2503	5538	5917
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	95516	101848	110634						

利润表					
单位: 百万元人民币					
至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	9239	10554	11640	12444	13495
销售成本	-4652	-5372	-5582	-6058	-6683
息税折旧前利润	8370	9449	10404	10984	11779
折旧及摊销	-3462	-3798	-3946	-4178	-4527
经营利润(息税前利润)	4908	5651	6458	6806	7252
净利息收入/(费用)	-1995	-2238	-2221	-2146	-2123
其他收益/(损失)	-3	-5	0	0	0
税前利润	2910	3408	4236	4660	5130
所得税	-202	-346	-614	-757	-923
少数股东权益	0	0	-50	-55	-60
归母净利润	2708	3061	3572	3848	4146
每股收益(元)	0.278	0.290	0.338	0.364	0.392
EBITDA	8370	9449	10404	10984	11779
每股股息(元)	0.041	0.047	0.054	0.059	0.063
收入增长(%)	26	14	10	7	8
息税前利润增长(%)	19	15	14	5	7
每股收益增长(%)	43	4	17	8	8

主要财务比率					
至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	91	90	89	88	87
息税前利润率(%)	53	54	55	55	54
税前利润率(%)	31	32	36	37	38
净利率(%)	29	29	31	31	31
流动性比率					
流动比率(倍)	0.28	0.42	0.52	0.50	0.46
利息覆盖率(倍)	2.46	2.52	2.91	3.17	3.42
净权益负债率(%)	275	217	205	225	253
速动比率(倍)	0.28	0.41	0.51	0.50	0.46
估值比率					
市盈率(倍)	6.8	6.5	5.6	5.2	4.8
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	1.3
企业价值/息税折旧前利润	9.6	8.3	7.9	8.0	8.1
周转比率					
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	270	268
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	13.0	14.0	15.1
资产收益率(%)	3.2	3.5	3.7	3.8	3.7

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。
- 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	香港
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区益田路 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	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地

区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。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。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，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认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。