

【广发海外】华能新能源 (00958.HK)

18 年费用增长较多，19 年装机有望加速

核心观点:

● 2018 年实现归母净利润人民币 30.86 亿，低于预期

公司 2018 年营业收入人民币 116.5 亿元 (+10.4%); 归母净利润 30.9 亿元, (-2.5%); 净利润率为 26.9% (-2pp)。由于维护保养和其他营业支出大幅提高, 以及有效税率攀升, 全年业绩增幅略低于预期。

● 利用小时数提升, 弃风持续改善

公司 2018 年风电利用小时数 2234 小时, 同比增加 152 小时, 弃风率 6%, 同比改善近 2.3 个百分点。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重要动力。

● 风电新增装机较缓, 19/20 年有望重拾增长

2018 年公司新增风电装机容量 346.5MW, 增长较缓, 公司计划 2019/20 年扩大投产规模, 我们预计 19/20 年新增装机规模 1.2/1.5GW。

● 费用增长较多, 19/20 将不再计提在建工程减值

2018 年公司维修保养及其他经营开支为 12.45 亿元人民币, 同比增长 53.3%, 主要原因 (1) 公司计提在建工程减值损失 4.19 亿元, 比上年度计提的减值损失增加 2.14 亿元。(2) 部分风场脱离质保期, 维修保养费用上升。在建工程减值基本已经计提完毕, 预计 19/20 年不再存在在建工程减值。

● 18 年有效税率增长, 预计 19/20 年轻微攀升

18 年公司有效税率 15.3% (+5pp), 扣除计提在建工程减值损失影响后, 实际有效税率 13% 左右。主要原因有 (1) 部分风场“三免三减半”优惠期结束, (2) 老风场弃风率改善较好, 收入增长带动税收费用增加。我们预计 19/20 年有效税率将持续有所攀升, 到 2020 年将达到 16-17% 的水平。

● 盈利预测和投资评级

2019 年 3 月 20 日, 华能新能源 (00958.HK) 最新收盘价 2.26 港元。我们预测 2019/2020 年 EPS 分别为人民币 0.320/0.357 元, 我们基于 2019 年 7 倍市盈率给予合理价值 2.64 港元, 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:

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
主营业务收入 (百万 CNY)	9239	10554	11650	12468	13686
增长率 (%)	26	14	10	7	10
归母净利润 (百万 CNY)	2659	3012	3086	3385	3772
增长率 (%)	10	13	2	10	11
EPS (CNY/股)	0.273	0.293	0.292	0.320	0.357
市盈率 (P/E)	7.8	7.9	6.1	6.0	5.4
市净率 (P/B)	1.0	0.9	0.9	0.7	0.7

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

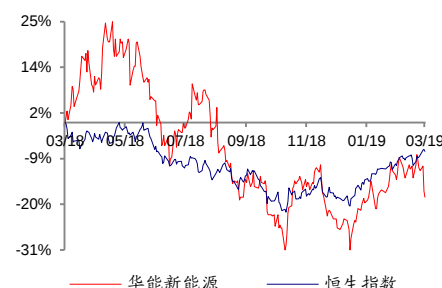
识别风险, 发现价值

公司评级

买入

当前价格	2.26 港元
合理价值	2.64 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-03-20

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:

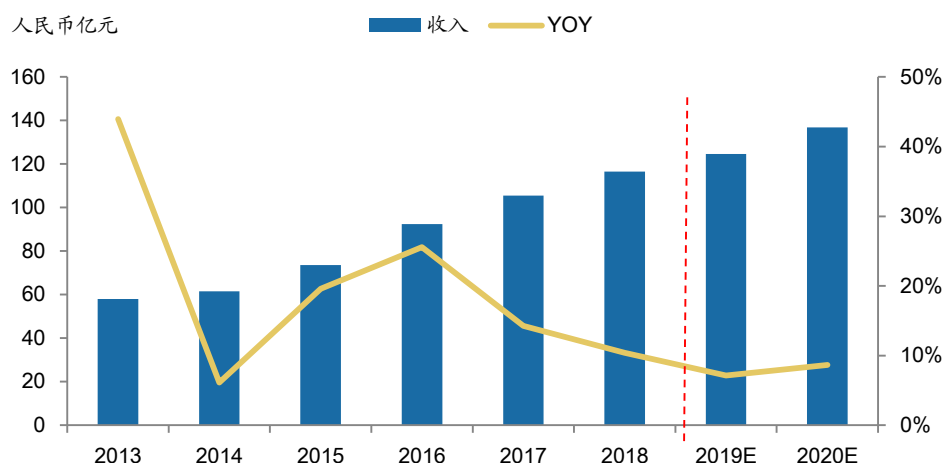
【广发海外】华能新能源 (00958.HK): 18 年 12 月风电发电量超预期	2019-01-13
【广发海外】华能新能源 (0958.HK): 三季度业绩符合预期	2018-11-02
【广发海外】华能新能源 (0958.HK): 上半年利润增幅略低于预期	2018-08-23

请务必阅读末页的免责声明

2018 年业绩略低于预期

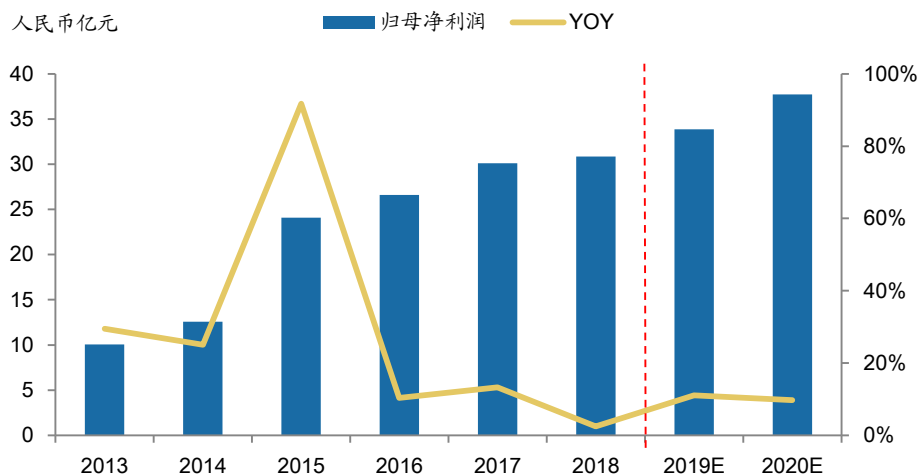
公司2018年营业收入人民币116.5亿元，同比增长10.4%，归母净利润人民币30.9亿元，同比增长2.5%，净利润率为26.9%，同比降低2.1个百分点。主要由于维护和保养费用大幅提高，以及有效税率的有所攀升，全年业绩增幅略低于预期。

图 1：2013-2020E公司营业收入和同比变化



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图 2：2013-2020E公司归母净利润和同比变化



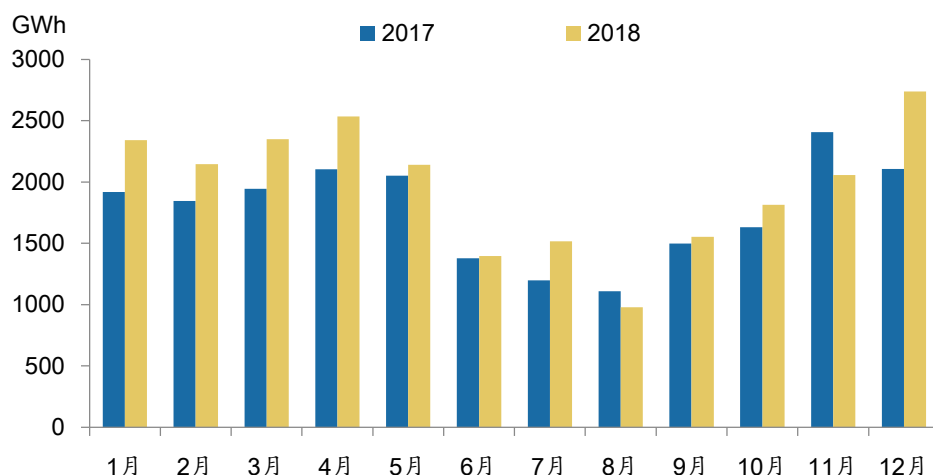
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

风电利用小时数提升，平均电价较为稳定

公司2018年风电利用小时数2234小时，同比增加152小时，弃风率在6%左右，同比改善近2.3个百分点。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重要动力。预计2019年将继续保持弃风率和弃风电量的“双降”，风电装机效益有望进一步改善。由于2018年风资源整体偏好，利用小时数基数较大，我们预计：在2019年弃风率持续改善情况下，2019年利用小时数预计会保持在2018年水平。

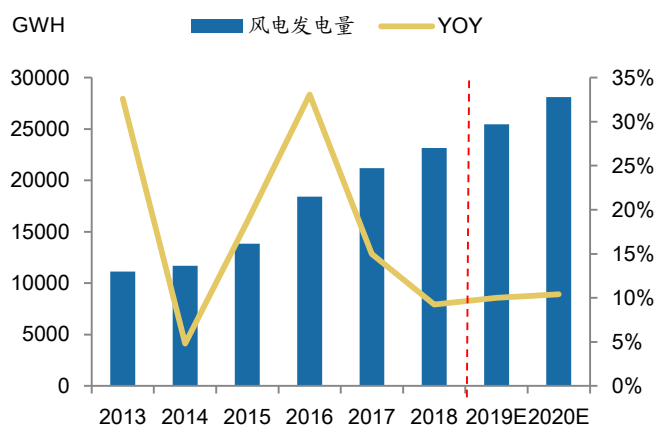
2018年公司含税风电平均电价为人民币0.563元/千瓦时，同比下降1.2%，保持较为稳定。2018年市场交易电量规模占比为32%左右，同比上升4个百分点，平均折价幅度约19.7%，较2017年有所下降。公司预计19年电量市场交易整体规模占比基本保持现在水平或略有增长，整体折价幅度预计好于2018年。

图 3：2017-2018公司月度风电发电量（GWh）



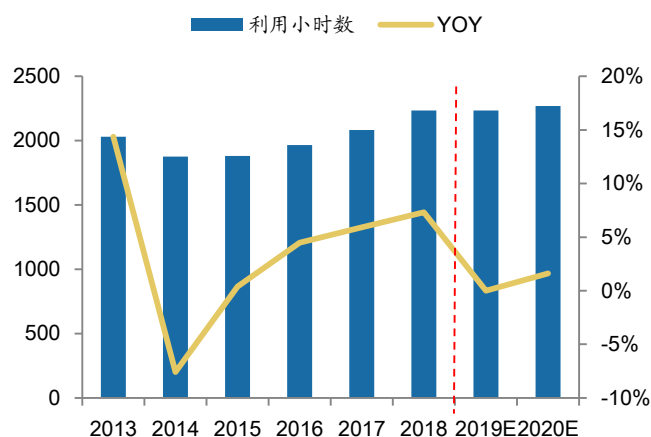
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图 4：2013-2020E风电发电量和增速



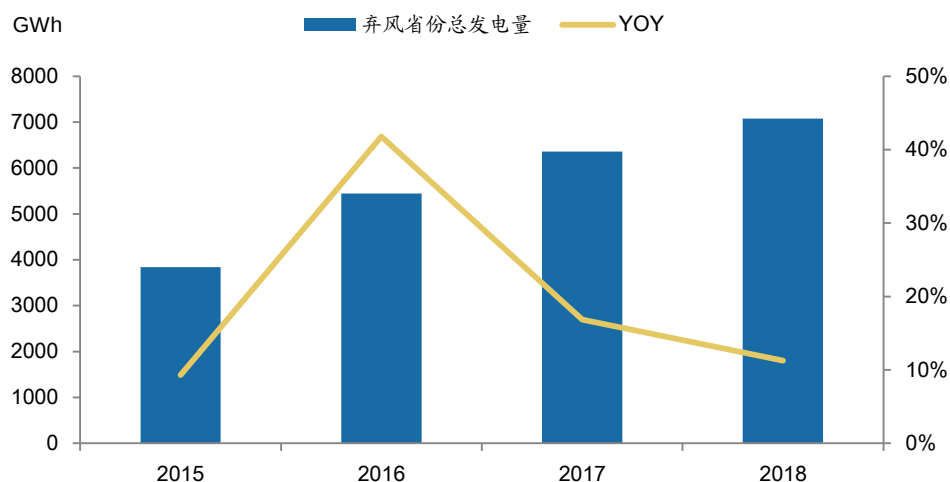
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图 5：2013-2020E风电利用小时数和增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图 6：2015-2018 公司弃风省份（内蒙古、吉林、新疆）总发电量和增速

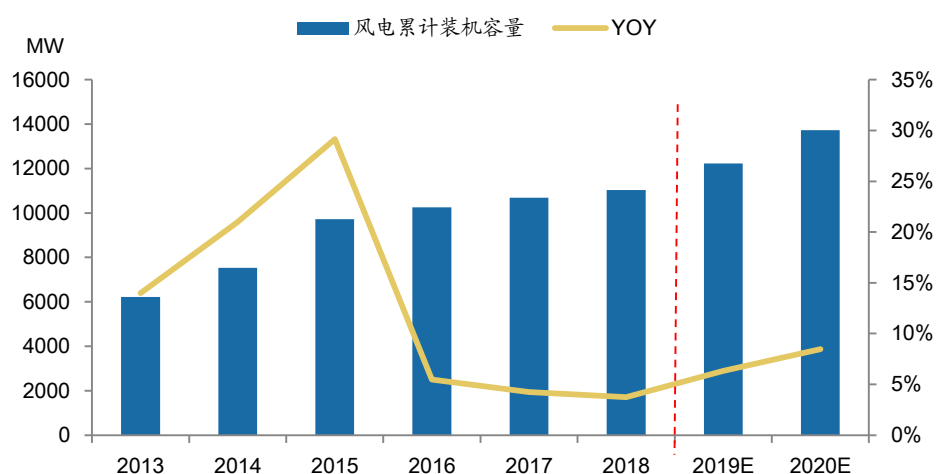


数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

18 年新增装机放缓，19/20 年有望重拾增长

2018 年公司新增风电装机容量 346.5MW，增长节奏有所放缓。公司在全年业绩会上给出未来 19/20 年分别 1.6/2.6GW 的新增装机规模指引。在考虑到南方风电项目在生态环保要求趋严，平均风电项目全建设周期有所拉长的情况下，我们较保守估计 2019/20 年每年新增装机容量为 1.2/1.5GW，截至 2020 年底，公司将拥有累计控股风电装机容量 13.7GW。

图 7：2013-2020E 公司风电累计装机容量



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

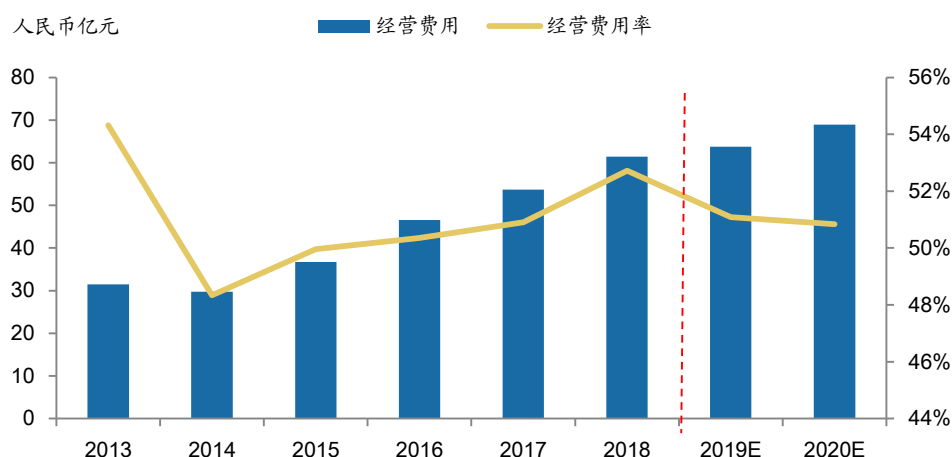
维修保养费用及其他经营开支同比大幅增加，预计19/20 将不再计提在建工程减值

公司2018年经营开支为人民币61.42亿元，较2017年增加额外费用7.7亿元，同比增长14.3%，经营开支费用率上升近2个百分点。经营开支费用上升主要原因为维修保养及其他经营开支的增长。

2018年公司维修保养及其他经营开支为12.45亿元人民币，同比增长53.3%，远大于收入增幅。主要原因有（1）公司计提在建工程减值损失4.19亿元，比上年度计提的减值损失增加2.14亿元。计提原因为：由于部分地区限电因素，公司在这些区域在建的部分项目被推迟，考虑到当地政府的规划安排，某些项目进一步建设性可能性极低，于是于2018年进行了全额计提减值。（2）部分风场脱离质保期，维修保养费用上升。我们认为2017-2018年新增风电装机规模下降是费用上升大于收入上升的一个重要原因，2013-2015年新增装机规模分别为763/1305/2194MW，而2016-2018年新增规模仅为532/434/347MW，老风电场维护费用上升带来的费用增加远大于新增装机带来的收入增加。此外2018年公司员工薪酬同比增长26.65%，较2017年增加费用约1.37亿元。

由于在建工程减值基本已经计提完毕，公司预计2019/2020年将不会再有在建工程减值计提，经营支出率将随之逐步回归正常水平。

图 8：2013-2020E公司经营费用和经营费用率



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

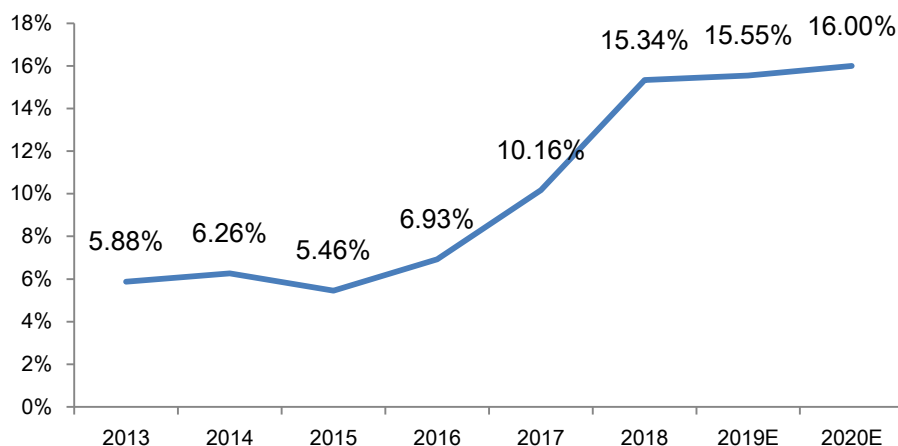
有效税率明显提升，未来两年轻微攀升

18年公司有效税率15.3%（+5pp），扣除计提在建工程减值损失影响后，实际有效税率13%左右。我们认为主要原因有（1）随着公司部分风场减税免税期结束，公司税收减免额度有所下降。根据“三免三减半”的风电税收优惠政策，公司2014-2015年新增装机（分别1305/2194MW）将逐步脱离免税期，该部分装机规模远大于17/18

年（分别434/346MW）的新增规模，部分老风电装机带来的税收提高也要远大于新增装机带来的税收减免效果。（2）另外由于三北地区弃风率改善较好，税率较高的老风场发电量增幅较大，收入增长也带动了税收费用增长。

考虑到19/20年公司有望重拾装机增长，我们结合公司历史新增装机情况和“三免三减半”的税收政策，测算出并假设2019/20年的有效税率为15.5%/16%。

图 9：2013-2020E公司有效税率

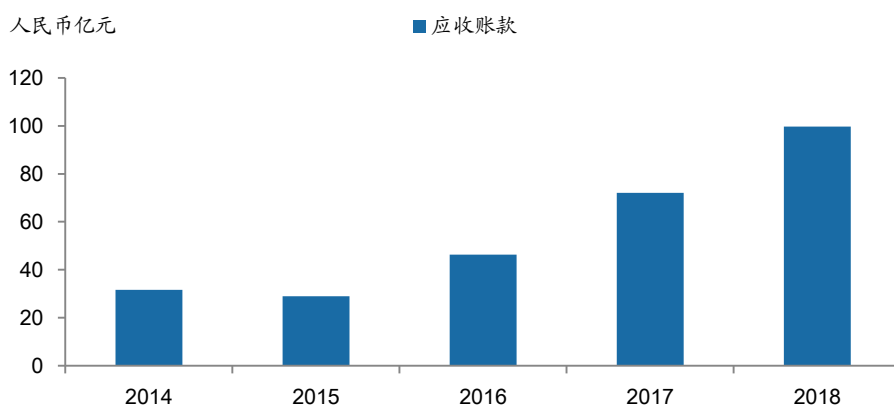


数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

可再生能源补贴应收账款回收情况逐渐向好

截至2018年底，公司累计应收账款余额为人民币99.68亿元，全年净新增应收账款27.54亿元，相比2017年净新增应收账款25.79亿元。其中可再生能源补贴应收欠款约为87.4亿元，2018年全年回收补贴应收金额约为37亿元，较17年（33亿元）有所增长，整体回收欠款回收力度有所改善，由于第七批补贴发放从2018年四季度开始加速，公司预计2019年补贴回收情况会继续改善。我们认为在风电平价上网在即以及光伏上网电价下调等预期下，随着补贴缺口逐步缩窄，补贴欠款的发放会更加乐观。

图 10：2014-2018公司应收账款



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

18年公司通过应收账款证券化剥离等方式改善整体资产情况：2018年12月公司与其控股股东华能集团订立应收账款转让协议，转让协议于2018年12月生效，并于2020年12月31日到期。2018年12月公司将向华能集团首次转让账面价值人民币4.9亿元的应收账款，并收到对应价值4.9亿元的人民币，同时公司需向华能集团支付安排费0.46亿元并确认为财务费用，安排费率约为9.3%。该转让协议将有助于公司改善可再生能源电价补贴欠款对应的应收账款增加情况，并增加公司现金流。截至2018年底，公司应收账款余额为人民币99.68亿，较2017年同期增加27.54亿元。

盈利预测和投资建议

我们预测2019-2020年公司风电装机增量分别为1200/1500MW，利用小时数分别为2234/2270小时，主营业务收入分别为人民币124.7/136.9亿元，归母公司净利润分别为人民币33.9/37.7亿元，EPS为0.320/0.357元。

2019年3月20日华能新能源（00958.HK）最新收盘价为2.26港元。综合考虑公司低于行业平均的弃风率、以及风电行业持续“双降”的趋势，虽然公司费用和税率面临阶段性的攀升，但较高的利用小时数和港股行业第二的装机规模保证了公司较为稳定的经营获现能力，我们选取几家H股风电运营商进行比较，并基于2019年7倍PE，给予2.64港元每股的合理价值，维持“买入”评级。

表 1：主要可比公司估值情况（股价为 2019 年 3 月 20 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	2.26	港币元	0.293	0.292	0.324	0.356	7.9	6.1	6.0	5.4
龙源电力	00916.HK	5.58	港币元	0.459	0.488	0.658	0.720	10.8	7.4	7.2	6.6
华电福新	00816.HK	1.74	港币元	0.236	0.236	0.335	0.392	6.3	7.1	4.4	3.8
新天绿色能源	00956.HK	2.43	港币元	0.253	0.334	0.398	0.443	7.4	5.5	5.2	4.7

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：表中 EPS 数据除华能新能源外均为 Wind 一致预测

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

单位：百万元人民币

至12月31日	2016	2017	2018	2019E	2020E
现金及现金等价物	2570	2503	3415	3056	3350
应收帐款	6058	8632	11056	12180	13350
库存	33	55	44	46	50
其他流动资产	34	52	68	71	72
流动资产总计	8696	11242	14582	15352	16821
固定资产	72107	71406	70812	77532	85932
无形资产	654	621	589	720	720
其他长期资产	3989	3080	2689	4046	3845
长期资产总计	76749	75107	74089	82298	90497
总资产	85445	86349	88671	97650	107318
应付帐款	125	221	268	190	206
短期债务	22998	20705	22086	26544	26359
其他流动负债	6453	5528	6129	6374	6629
流动负债总计	29576	27086	29031	33108	33194
长期借款	29955	30682	29341	32341	41586
其他长期负债	3978	3138	2086	3987	4324
长期负债总计	33933	33821	31427	36328	45910
股本	9728	10567	10567	10567	10567
储备	10395	14028	16842	16842	16842
股东权益	20123	24595	27408	27408	27408
少数股东权益	857	840	805	805	805
总负债及权益	84489	86342	88671	97650	107318

现金流量表

单位：百万元人民币

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动产生的现金流	7338	7681	7789	8185	8670
税前利润	2910	3408	3695	4074	4559
折旧与摊销	3447	3783	3972	4225	4479
净利息费用	2090	2144	2156	2485	2703
运营资本变动	-844	-1643	-1999	-2355	-2711
税金	-202	-346	-567	-633	-729
其他经营现金流	-63	336	530	388	369
投资活动产生的现金流	-7370	-4191	-4503	-4815	-5127
购买固定资产净值	0	0	1	2	3
投资减少/增加	-7764	-4274	-4737	-5200	-5663
其他投资现金流	394	83	233	383	533
融资活动产生的现金流	-1858	-2527	-2374	-3728	-3249
净增权益	2370	4448	2772	0	0
净增债务	522	-3544	-449	8979	9668
支付股息	-292	-433	-454	-499	-555
其他融资现金流	-4458	-2998	-4242	-12209	-12362
现金变动	-1889	963	912	-359	294
期初现金	3470	1665	2503	3415	3056

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(%)	87	85	82	86	86
息税前利润率(%)	50	49	48	53	53
税前利润率(%)	31	32	32	33	33
净利率(%)	29	29	26	27	28
流动性比率					
流动比率(倍)	0.29	0.42	0.50	0.46	0.51
利息覆盖率(倍)	2.21	2.42	2.58	2.64	2.69
净权益负债率(%)	271	214	192	220	252
速动比率(倍)	0.29	0.41	0.50	0.46	0.51
估值比率					
市盈率(倍)	7.8	7.9	6.1	6.0	5.4
市净率(倍)	1.0	0.9	0.9	0.7	0.7
价格/现金流(倍)	2.6	2.7	2.6	2.5	2.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.0	8.8	8.1	8.0	8.2
周转比率					
存货周转天数	2.9	2.9	2.9	2.5	2.5
应收帐款周转天数	177	251	304	335	336
回报率					
股息支付率(%)	15.0	15.1	14.7	14.7	14.7
净资产收益率(%)	13.2	12.2	11.3	12.4	13.8
资产收益率(%)	3.1	3.5	3.5	3.6	3.7

利润表

单位：百万元人民币

至12月31日	2016	2017	2018	2019E	2020E
销售收入	9239	10554	11650	12468	13686
销售成本	-4652	-5372	-6142	-6329	-6864
息税折旧前利润	8056	8977	9528	10784	11741
折旧及摊销	-3447	-3783	-3972	-4225	-4479
经营利润(息税前利润)	4609	5195	5556	6559	7262
净利息收入/(费用)	-2090	-2144	-2156	-2485	-2703
其他收益/(损失)	390	357	295	0	0
税前利润	2910	3408	3695	4074	4559
所得税	-202	-346	-567	-633	-729
少数股东权益	-49	-50	-42	-55	-58
归母净利润	2659	3012	3086	3385	3772
每股收益(元)	0.273	0.285	0.292	0.320	0.357
收入增长(%)	26	14	10	7	10
息税前利润增长(%)	12	13	7	18	11
每股收益增长(%)	10	4	2	10	11

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：	博彩旅游行业首席分析师，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。2018 年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
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）。
武 煜：	广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017 年 Asia Money 评选，获得 H 股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
邓 崇 静：	海外汽车行业高级分析师，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。
罗 捷：	海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018 年加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	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 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	510627	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。