

【广发海外】华能新能源 (00958.HK)

上半年业绩超预期

公司评级	买入
当前价格	2.17 港元
合理价值	2.72 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-08-29

核心观点:

● 2019 年上半年业绩超预期

公司披露 2019 年中期业绩公告，上半年实现营业收入人民币 71.4 亿元 (+13%)；归母净利润 30.9 亿元，(+32%)，高于市场预期。由于公司上半年来风情况好，以及费用改善效果显著，业绩表现领先于同业风电运营商。

● 来风情况好，为全年增长奠定基础

公司 2019 年上半年实现累计风电发电量 14.423GWh，同比增长 11.7%，风电利用小时数为 1330 小时，同比大幅上升 101 小时，在去年上半年的高发电量基数压力下，仍实现了较大增长，板块表现优于同业风电运营商，主要原因是公司的差异化装机分布：上半年我国西南区域和内蒙古来风情况较好，而公司在这两区域有较多装机分布，其中云南省和四川省上半年利用小时数属于全国最高，且内蒙古上半年弃风限电同比大幅改善，全省平均弃风率下降了 8.5 个百分点。鉴于 2019 年上半年的高基数，且考虑到下半年的新增装机密集投产，并出于对来风情况季度性波动的考虑，我们预计全年风电发电量增速可达 11.1%。

● 今明两年加快新增装机

2019 年上半年公司新增风电装机容量 129.5MW，累计装机规模达到 1162.8MW，预计到下半年第四季度将进入密集投产期，我们预计 19/20 年公司新增装机规模 1.2/1.6GW。

● 费用改善明显，利润率提升

2019 年上半年公司经营开支人民币 27.1 亿元，同比仅增长 2.5%，其中由于设备大修安排减少，维修保养费用同比下降 13%；行政管理费用同比下降 13%。此外由于公司上半年融资成本改善，财务费用同比下降 7.4%。公司上半年经营利润率同比上升近 4 个百分点，净利率同比上升近 6 个百分点。

● 盈利预测和投资评级

2019 年 8 月 29 日，华能新能源 (00958.HK) 最新收盘价 2.17 港元。我们预测 2019-21 年 EPS 为人民币 0.355/0.407/0.442 元，我们基于 2019 年 7 倍市盈率给予合理价值 2.72 港元/股，维持“买入”评级。

● 风险提示

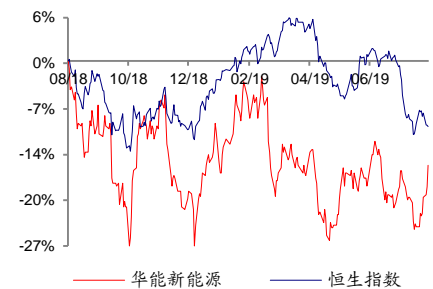
经营成本上升超预期；来风情况不达预期；新增装机不达预期风险。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入 (百万CNY)	10554	11650	12847	14179	15396
增长率(%)	14	10	10	10	9
EBITDA (百万CNY)	8977	9528	10952	12140	13372
归母净利润(百万CNY)	3012	3086	3751	4302	4669
增长率(%)	-48	2	22	15	9
EPS (CNY/股)	0.285	0.292	0.355	0.407	0.442
市盈率 (P/E)	8.5	6.6	5.9	5.2	4.7
市净率 (P/B)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.0	8.3	7.9	7.7	7.5

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心
注：所用汇率为港币/人民币=0.912

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

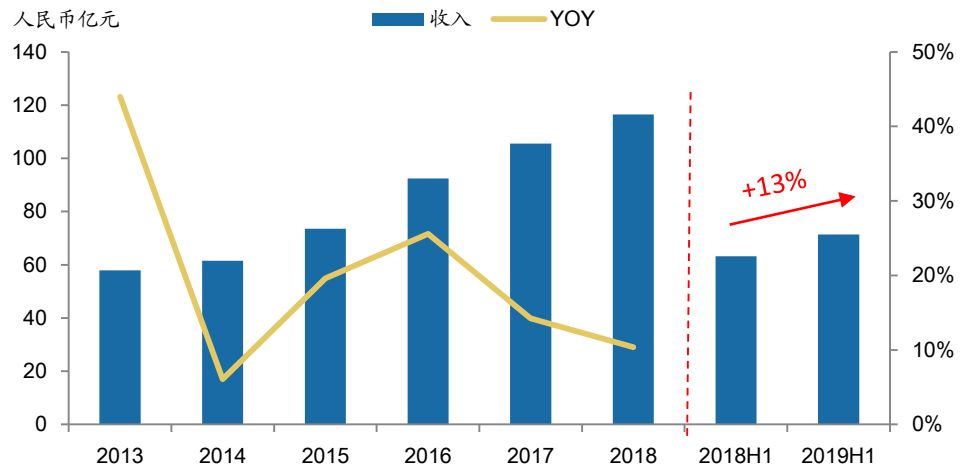
相关研究:

【广发海外】华能新能源 (00958.HK):18 年费用增长较多, 19 年装机有望加速	2019-03-20
【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

2019 年上半年业绩高于预期

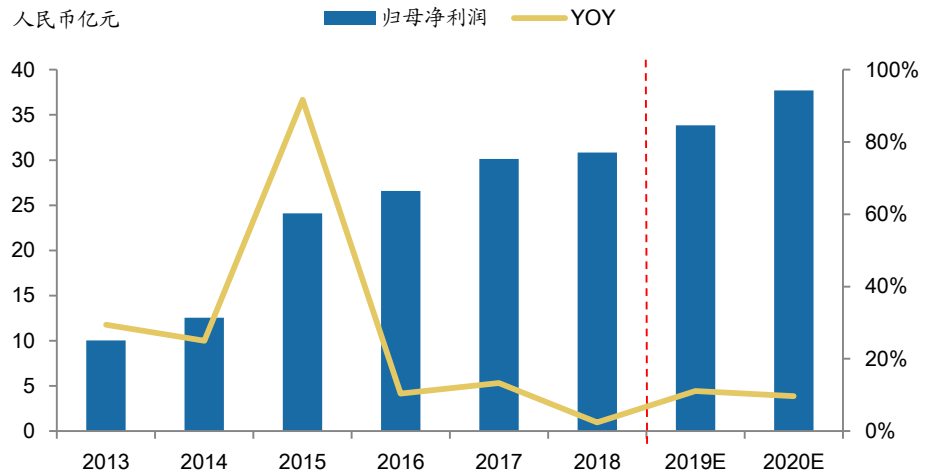
公司披露2019年中期业绩公告，上半年实现营业收入人民币71.4亿元（+13%）；归母净利润30.9亿元，（+32%），高于市场预期。由于公司上半年来风情况好，以及费用改善效果显著，业绩表现领先于同业风电运营商。

图 1：2013-2019H1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

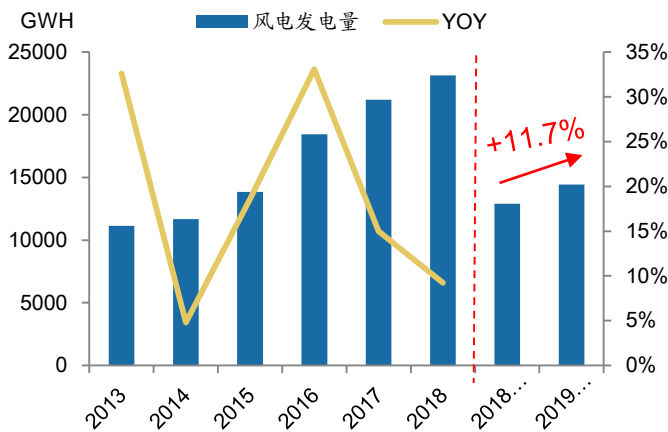


数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

来风情况好，为全年增长奠定基础

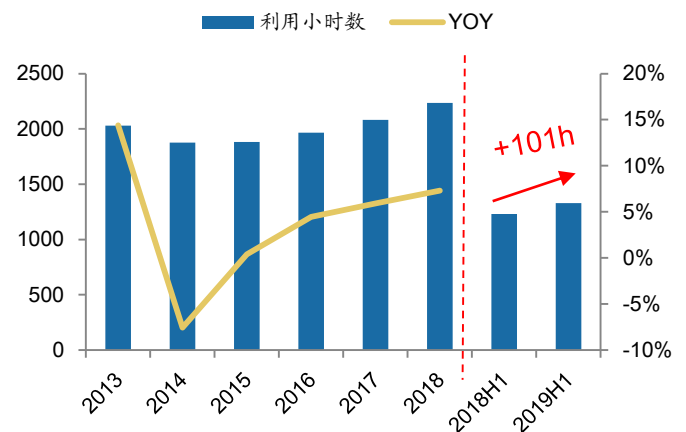
公司2019年上半年实现累计风电发电量14.423GWh，同比增长11.7%，风电利用小时数为1330小时，同比大幅上升101小时。在去年上半年的高发电量基数下仍实现较大增长，板块表现由于同业风电运营商，主要原因是公司的差异化装机分布特点：上半年我国西南区域和内蒙古来风情况较好，而公司在这两区域有较多装机分布，其中云南省和四川省上半年利用小时数属于全国最高，且内蒙古上半年弃风限电同比大幅改善，全省平均弃风率下降了8.5个百分点。鉴于2019年上半年的高基数，且考虑到下半年的新增装机密集投产，并出于对来风情况季度性波动的考虑，我们预计全年风电发电量增速可达11.1%。

图 3: 2013-2019H1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 4: 2013-2019H1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 5: 2015-2019H1公司弃风省份（内蒙古、吉林、新疆）总发电量和增速

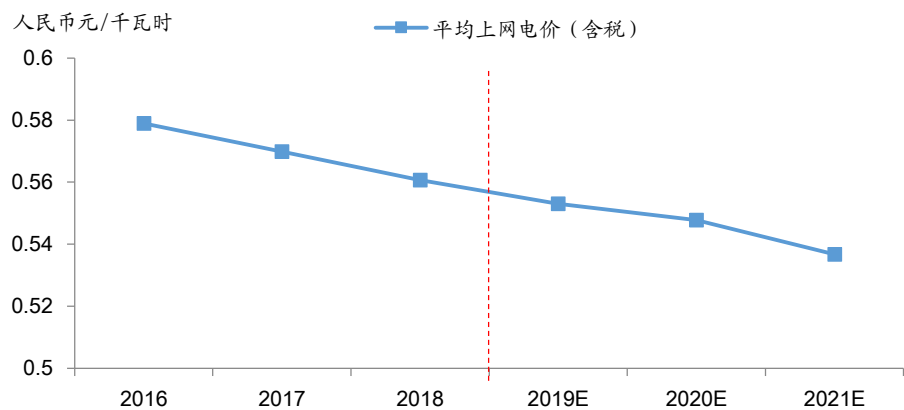


数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

平均上网电价同比下降 0.5%，符合预期

2019年上半年公司平均上网电价(含税)为人民币0.559元/千瓦时，同比下降0.5%，下降幅度较为温和，基本符合我们的预期。电价下调主要原因有1)新并网的装机核准电价较低; 2)发电结构变化，上网电价较低的区域发电占比增多，比如一类风区由于弃风改善，发电量上升较多; 以及3)随着弃风改善，公司积极拓宽风电消纳渠道，市场化交易电量规模有所增长。我们认为，目前风电“双降”已经进入慢速通道，市场化交易规模基本保持稳定，交易折价幅度趋于理性，且部分区域折价幅度出现下降，未来电价变化主要反映的是发电结构变化，而存量部分电价将基本保持稳定或者略有下降。

图 6: 2016-2021E公司平均风电上网电价

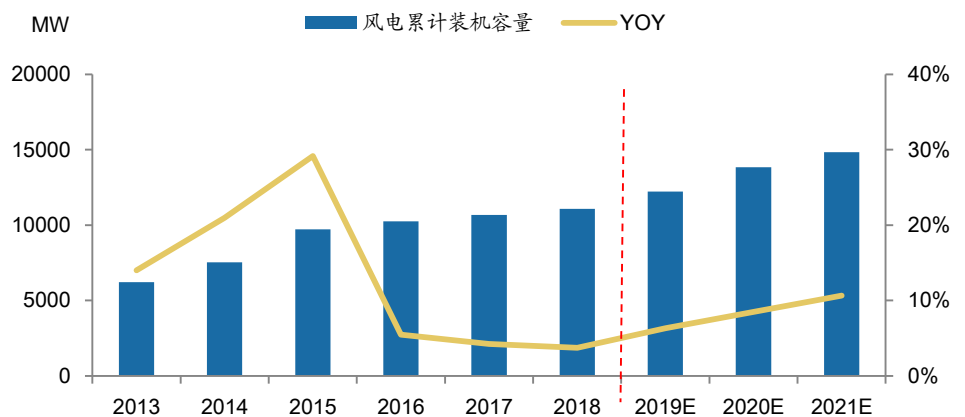


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2019-2020 年新风电装机投产较快

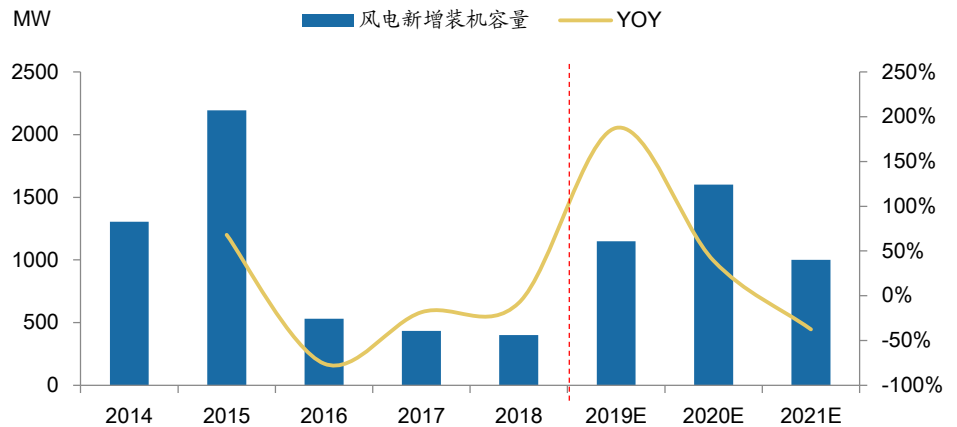
2019年上半年公司新增风电装机容量129.5MW，累计装机规模达到1162.8MW。预计到下半年第四季度将进入密集投产期，面对平价上网前窗口期的最后两年，公司将极大投产力度，预计2019年全年资本支出人民币120亿元，我们预计公司19/20年新增装机规模为1.2/1.6GW。

图 7: 2013-2021E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

图 8: 2014-2021E公司风电新增风电装机容量

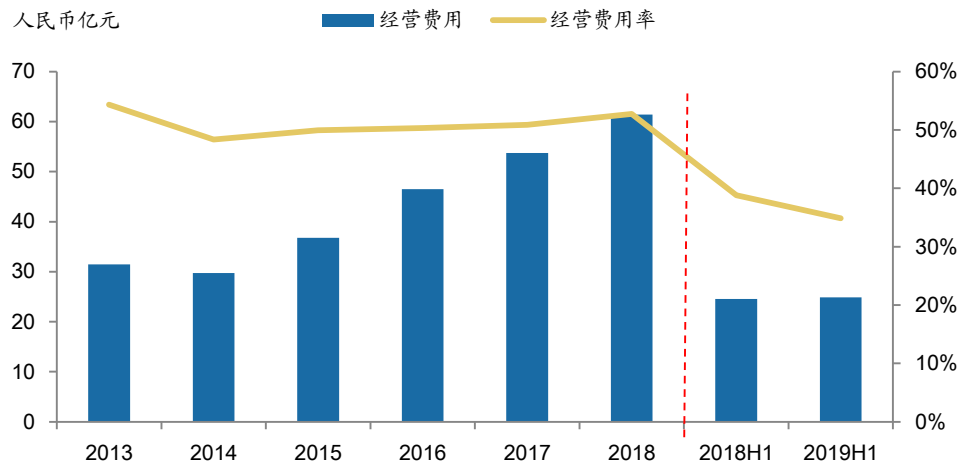


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

费用改善明显, 利润率提升

2019年上半年公司经营开支人民币27.1亿元, 同比仅增长2.5%, 其中由于设备大修安排减少, 维修保养费用同比下降13%; 行政管理费用同比下降13%。此外由于公司上半年融资成本改善, 财务费用同比下降7.4%。公司上半年经营利润率同比上升近4个百分点, 净利率同比上升近6个百分点。

图 9: 2013-2019H1公司经营费用和经营费用率

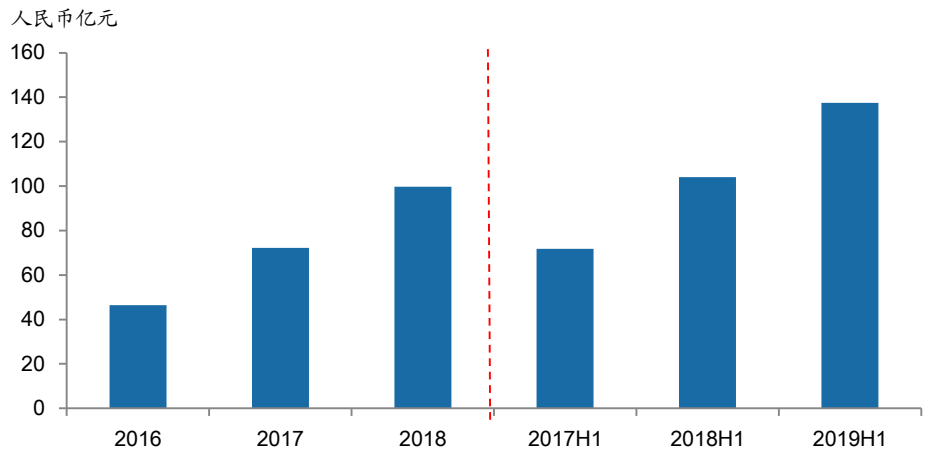


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

应收帐款同比增加 38%, 预计下半年加速回款

2019年6月30日, 公司应收账款和应收票据较2018年中期, 增长人民币38亿元至138亿元, 同比增长38%。公司上半年收款进度较慢, 7月份收款加速, 2019年1-7月份总计收回补贴欠款约7亿元, 我们预计全年补贴回收款与去年同期规模相近, 为30-40亿元, 将基本覆盖上半年补贴应收增加额。

图 10: 2016-2019H1公司应收账款和应收票据规模



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

盈利预测和投资建议

我们预测2019-2021年公司风电装机增量分别为1200/1600/1000MW, 风电利用小时数分别为2325/2380/2381小时, EPS为人民币0.355/0.407/0.442元。

2019年8月29日华能新能源(00958.HK)最新收盘价为2.17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,上半年较为靓丽的业绩,且2019-2020年的风电板块扩产计划将在未来三年为公司带来稳定收入增长,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2.72港元/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 8 月 29 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			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
龙源电力	00916.HK	4.14	港币元	0.488	0.562	0.620	0.698	7.4	6.7	6.1	5.4
华电福新	00816.HK	1.33	港币元	0.237	0.288	0.340	0.399	7.1	4.2	3.6	3.0
新天绿色能源	00956.HK	1.99	港币元	0.334	0.401	0.450	0.484	5.5	4.5	4.0	3.7

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 表中 EPS 数据均为 Wind 一致预测; 所用汇率为港币/人民币=0.912

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2503	3381	3715	4093	4440
应收帐款	8632	11056	12538	13816	14985
库存	55	44	46	50	54
其他流动资产	52	102	71	72	73
流动资产总计	11242	14582	16369	18031	19552
固定资产	71406	70812	74732	80332	85971
无形资产	621	589	720	720	720
其他长期资产	3080	2689	4148	3959	4230
长期资产总计	75107	74089	79600	85011	90921
总资产	86349	88671	95969	103042	110472
应付帐款	221	267	192	202	217
短期债务	20705	22086	24831	22180	31020
其他流动负债	5528	6129	6374	6629	6894
流动负债总计	27086	29031	31397	29011	38130
长期借款	30682	29341	32341	41586	39586
其他长期负债	3138	2086	4024	4238	4549
长期负债总计	33821	31427	36365	45824	44135
股本	10567	10567	10567	10567	10567
储备	14028	16835	16835	16835	16835
股东权益	24602	27408	27402	27402	27402
少数股东权益	840	805	805	805	805
总负债及权益	86349	88671	95969	103042	110472

利润表

单位: 百万元人民币

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售收入	10554	11650	12847	14179	15396
销售成本	-5372	-6142	-6388	-6727	-7221
息税折旧前利润	8977	9528	10952	12140	13372
折旧及摊销	-3783	-3972	-4073	-4249	-4737
经营利润(息税前利润)	5195	5556	6879	7892	8635
净利息收入/(费用)	-2144	-2156	-2298	-2543	-2830
其他收益/(损失)	357	295	0	0	0
税前利润	3408	3695	4581	5348	5805
所得税	-346	-567	-778	-986	-1070
少数股东权益	-50	-42	-52	-61	-66
归母净利润	3012	3086	3751	4302	4669
每股收益(元)	0.285	0.292	0.355	0.407	0.442
收入增长(%)	14	10	10	10	9
息税前利润增长(%)	13	7	24	15	9
每股收益增长(%)	-52	2	22	15	9

现金流量表

单位: 百万元人民币

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流	7681	7931	8555	9126	9828
税前利润	3408	3695	4581	5348	5805
折旧与摊销	3783	3972	4073	4249	4737
净利息费用	2144	2156	2298	2543	2830
运营资本变动	-1643	-1737	-2093	-2449	-2805
税金	-346	-567	-778	-986	-1070
其他经营现金流	336	411	474	421	331
投资活动产生的现金流	-4191	-4217	-4529	-4841	-5153
购买固定资产净值	0	21	22	23	24
投资减少/增加	-4274	-4394	-4857	-5320	-5783
其他投资现金流	83	156	306	456	606
融资活动产生的现金流	-2527	-2822	-3693	-3907	-4329
净增权益	4448	2772	-7	0	0
净增债务	-3544	-449	7304	7073	7430
支付股息	-433	-454	-552	-633	-688
其他融资现金流	-2998	-4691	-10438	-10347	-11072
现金变动	963	892	334	379	346
期初现金	1665	2503	3381	3715	4093

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	85	82	85	86	87
息税前利润率(%)	49	48	54	56	56
税前利润率(%)	32	32	36	38	38
净利率(%)	29	26	29	30	30
流动性比率					
流动比率(倍)	0.42	0.50	0.52	0.62	0.51
利息覆盖率(倍)	2.42	2.58	2.99	3.10	3.05
净权益负债率(%)	214	192	212	235	259
速动比率(倍)	0.41	0.50	0.52	0.62	0.51
估值比率					
市盈率(倍)	8.5	6.6	5.9	5.2	4.7
市净率(倍)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
价格/现金流(倍)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.0	8.3	7.9	7.7	7.5
周转比率					
存货周转天数	2.9	2.9	2.5	2.6	2.6
应收帐款周转天数	251	304	331	335	337
回报率					
股息支付率(%)	15.1	14.7	14.7	14.7	14.7
净资产收益率(%)	12.2	11.3	13.7	15.7	17.0
资产收益率(%)	3.5	3.5	3.9	4.2	4.2

广发海外研究小组简介

- 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。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外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。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，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。
- 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）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 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。
- 刘峤：海外消费品高级分析师，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。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，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。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业研究助理，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。