

买入 (维持)

0958.HK 华能新能源

港股通 (沪、深)

目标价: 3.71 港元

现价: 3.07 港元

业绩稳健, 明显受益于限电改善

2018年03月28日

预期升幅: 20.8%

## 市场数据

日期	2018.03.27
收盘价(港元)	3.07
总股本(百万股)	10,567
流通股本(百万股)	5,031
总市值(百万港元)	32,439
流通市值(百万港元)	15,446
净资产(百万元)	24,602
总资产(百万元)	86,349
每股净资产(元)	2.33

数据来源: Wind

## 相关报告

跟踪报告\_20171017  
业绩点评\_20170825  
跟踪报告\_20170728  
业绩点评\_20170331  
跟踪报告\_20170104  
业绩点评\_20160815  
跟踪报告\_20160517  
业绩点评\_20160328  
业绩点评\_20150828  
业绩点评\_20150320  
深度报告\_20141023

## 海外公用事业行业研究

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

[yuxiaoli@xyzq.com.cn](mailto:yuxiaoli@xyzq.com.cn)

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

## 主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,554	11,361	12,176	13,337
同比增长(%)	14.2	7.6	7.2	9.5
净利润(百万元)	3,061	4,016	4,800	5,814
同比增长(%)	13.3	31.3	19.5	21.1
净利润率(%)	29.0	35.3	39.4	43.6
净资产收益率(%)	11.8	13.7	14.4	15.1
基本每股收益(元)	0.29	0.37	0.45	0.54
股息率(%)	1.8	2.4	2.8	3.4

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

## 投资要点

- **非经常性损失使净利润低于预期。**公司 2017 年营业收入达人民币 105.5 亿元, 同比增长 14.2%; 归属股东净利润为 30.1 亿元, 同比增长 13.3%; 建议派发末期股息每股 0.043 元。公司净利润低于我们预期, 主要源于(1) 其他经营开支中计提减值损失 2.042 亿元; (2) 汇兑亏损 1.19 亿元; (3) 有效税率提升至 10.2% (2016: 6.9%)。如剔除上述 (1)、(2) 两项, 净利润可达 33.4 亿元, 同比增长 25.4%, 与我们预期符合。
- **2017 年新增装机缓慢, 2019 年有望回升到 1GW。**公司 2017 年完成风电新增装机 461.6MW, 新增装机不及公司年中 600MW 的指引与我们此前的预期 (500MW), 主要是因为 2017 年北方地区限电区域停止新建电站和南方地区建设电站审批流程缓慢等因素共同影响。公司指引 2018 年或仍维持较低的新增装机 (550MW 风电、100MW 光伏), 但我们认为在行业限电改善, 风电场收益率仍相当可观, 新增风电审批流程在政府换届后加快的背景下, 2019 年开始公司有望重新回到 1GW 左右的新增装机水平。
- **我们的观点:** 华能新能源 (0958.HK) 是国内最优质的风电运营企业之一, 其电站主要布局于内蒙古、云南等风资源较好的区域, 我们认为在行业弃风限电改善的背景下, 公司优质的风电项目将持续创造盈利。我们调整了盈利预测, 预计公司 2018-2020 年营收分别为 11,361、12,176 和 13,337 百万元, 归母净利润分别为 4,016、4,800 和 5,814 百万元, EPS 分别为 0.37、0.45 和 0.54 元, 2018 年 3 月 27 日股价对应的 P/E 分别为 6.6、5.5 和 4.6 倍, 维持“买入”评级, 并调整目标价为 3.71 港元。

风险提示: 限电率下降不达预期, 电价下降幅度超预期, 项目建设周期拉长。

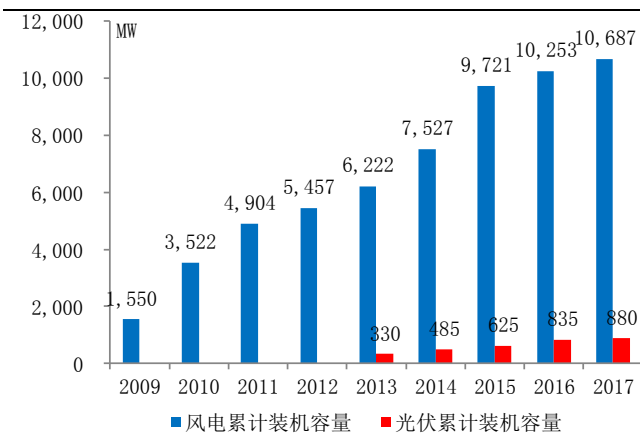


## 报告正文

### 2017 年全年业绩点评

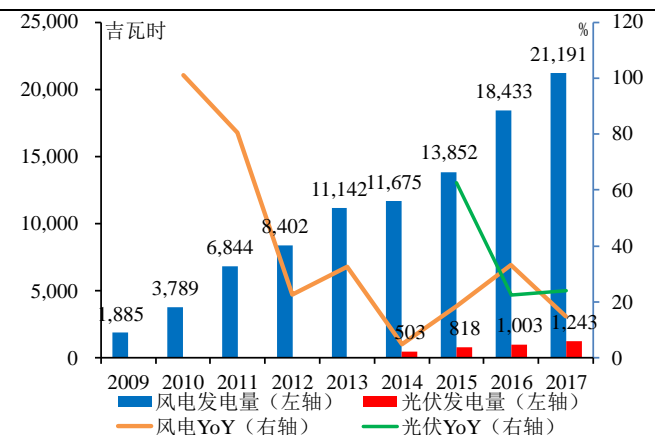
- **非经常性损失使净利润低于预期。**公司 2017 年营业收入达人民币 105.5 亿元，同比增长 14.2%；归属股东净利润为 30.1 亿元，同比增长 13.3%；建议派发末期股息每股 0.043 元。公司净利润低于我们预期，主要源于（1）其他经营开支中计提减值损失 2.042 亿元；（2）汇兑亏损 1.19 亿元；（3）有效税率提升至 10.2%（2016: 6.9%）。如剔除上述（1）、（2）两项，净利润可达 33.4 亿元，同比增长 25.4%，与我们预期符合。
- **2017 年新增装机缓慢，2019 年有望回升到 1GW。**公司 2017 年完成风电新增装机 461.6MW，新增装机不及公司年中 600MW 的指引与我们此前的预期（500MW），主要是因为 2017 年北方地区限电区域停止新建电站和南方地区建设电站审批流程缓慢等因素共同影响。公司指引 2018 年或仍维持较低的新增装机（550MW 风电、100MW 光伏），但我们认为在行业限电改善，风电场收益率仍相当可观，新增风电审批流程在政府换届后加快的背景下，2019 年开始公司有望重新回到 1GW 左右的新增装机水平。

图 1、公司历年风电、光伏累计装机容量



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

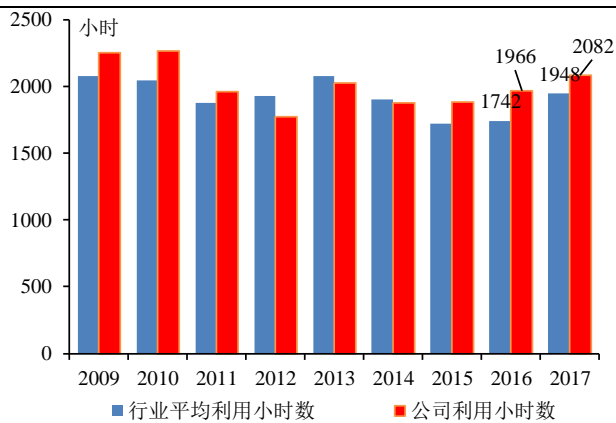
图 2、公司历年风电和光伏发电量、同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

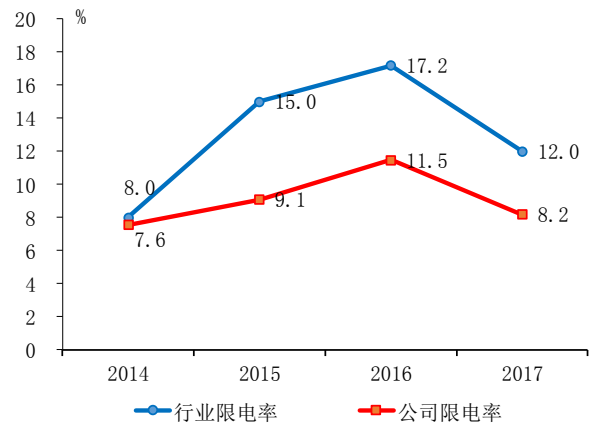
- **风电利用小时数提升，限电率改善明显。**公司 2017 年风电平均利用小时数较 2016 年大幅提升 116 小时，达 2,082 小时，高于全国平均水平 134 小时（全国平均：1,948 小时）。弃风限电率方面，2017 年公司的风电场平均限电率为 8.2%，较去年下降 3.3 个百分点，显示了弃风限电情况在 2017 年的大幅改善。公司限电率显著低于全国平均水平（12%），考虑到公司截止 2017 年底有 23% 的装机位于之前受限电影响较严重的内蒙古地区，这一限电水平已经十分优秀。公司表示 2018 年限电率的降低仍是大趋势，有望整体降至 5% 以下。

图 3、风电行业和公司平均利用小时数对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

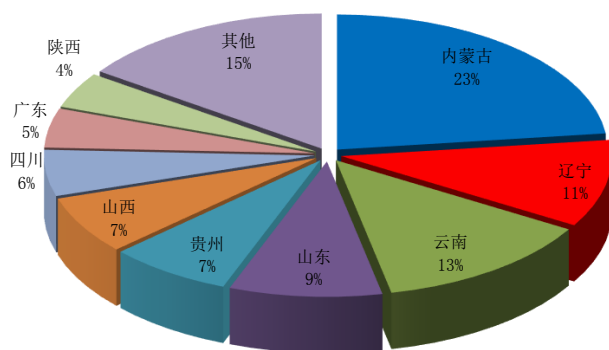
图 4、风电行业和公司限电率对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

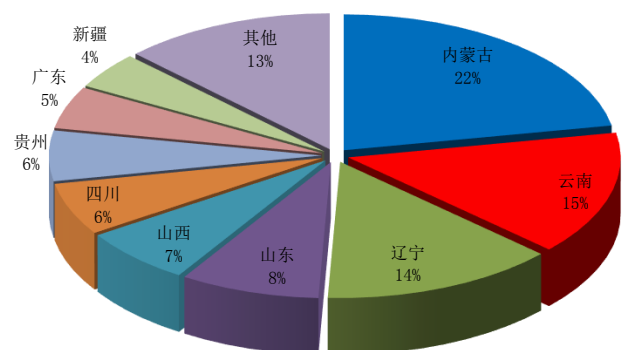
- **公司质优风电场直接受益于限电改善。**公司风电场较多布局于内蒙古、云南、辽宁等风资源较好的区域，从 2017 年的情况来看，公司在这些三个区域的装机量和发电量合计占比都差不多达全公司的 50%。公司在这些优质区域的风电布局能够较直接享受到风电限电改善的利好。从最近四个月（2017 年 11 月-2018 年 2 月）单月风电发电量的同比增速来看，公司在新增装机贡献较小的情况下均录得了超过 15% 的发电量增长，表明了限电改善带来的积极作用。
- **限电改善有望提升业绩。**我们预计 2018 年公司风电发电量同比增长 9% 以上，如果考虑公司指引新增风电装机 550MW，给累计装机仅带来 5% 左右的增长（实际发电量增长贡献小于 5%），多出部分基本上来源于限电改善。电价方面，公司 2017 年平均电价（包含光伏）仅小幅下降 1.5% 至 0.57 元/度，表明电力市场化交易对电价的影响并不是很明显，因此在 2018 年新增装机不多的情况下，我们认为电价下行幅度有限。因此，总体上来看，公司业绩有望受限电改善而有所提升。

图 5、公司 2017 年风电装机量分布



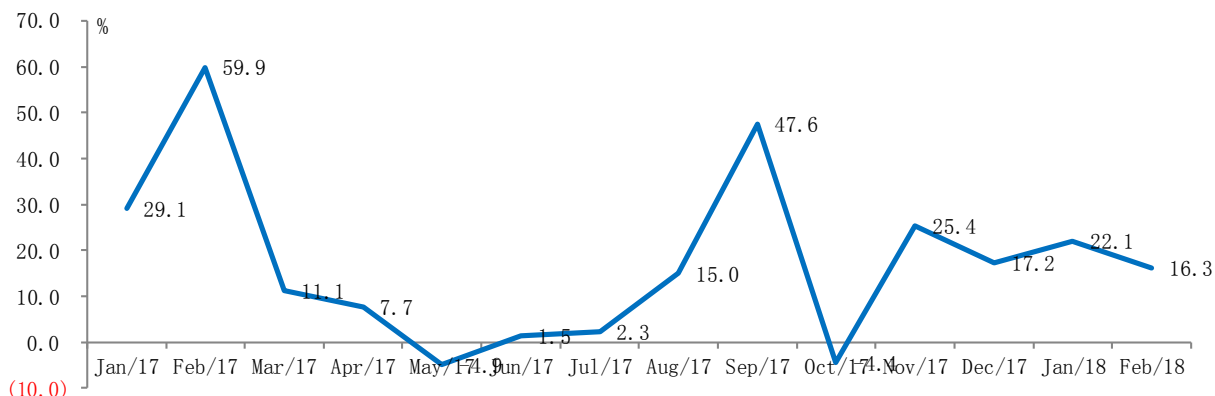
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司 2017 年风电发电量分布



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司2017年1月至2018年2月月度发电量同比增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点：**华能新能源(0958.HK)是国内最优质的风电运营企业之一，其电站主要布局于内蒙古、云南等风资源较好的区域，我们认为在行业弃风限电改善的背景下，公司优质的风电项目将持续创造盈利。我们调整了盈利预测，预计公司2018-2020年营收分别为11,361、12,176和13,337百万元，归母净利润分别为4,016、4,800和5,814百万元，EPS分别为0.37、0.45和0.54元，2018年3月27日股价对应的P/E分别为6.6、5.5和4.6倍，维持“买入”评级，并调整目标价为3.71港元。
- **风险提示：**限电率下降不达预期，电价下降幅度超预期，项目建设周期拉长。

图8、公司历年PE band



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
银行存款+现金	2,503	3,863	3,459	3,959	收入	10,554	11,361	12,176	13,337
应收帐款	7,214	7,000	5,500	6,024	经营成本	(5,372)	(5,185)	(5,360)	(5,616)
存货	55	61	67	74	其他收入及收益	469	363	388	424
其他流动资产	1,470	1,564	1,678	1,837	职工薪酬	(514)	(565)	(622)	(684)
<b>总流动资产</b>	<b>11,242</b>	<b>12,488</b>	<b>10,704</b>	<b>11,894</b>	管理费用	(248)	(272)	(300)	(330)
固定资产	71,406	70,726	72,445	74,078	其他开支	(4,611)	(4,348)	(4,438)	(4,602)
无形资产	621	652	642	638	<b>经营利润</b>	<b>5,651</b>	<b>6,538</b>	<b>7,204</b>	<b>8,145</b>
其他非流动资产	3,080	3,336	4,597	5,367	融资成本	(2,296)	(2,179)	(1,993)	(1,824)
<b>总资产</b>	<b>86,349</b>	<b>87,203</b>	<b>88,388</b>	<b>91,977</b>	<b>税前利润</b>	<b>3,408</b>	<b>4,413</b>	<b>5,275</b>	<b>6,389</b>
银行借款	20,353	18,317	15,570	13,234	所得税	(346)	(397)	(475)	(575)
应付帐款	480	511	547	600	<b>税后利润</b>	<b>3,061</b>	<b>4,016</b>	<b>4,800</b>	<b>5,814</b>
其他流动负债	6,253	6,253	8,000	9,000	少数股东权益	50	60	72	87
<b>总流动负债</b>	<b>27,086</b>	<b>25,081</b>	<b>24,117</b>	<b>22,834</b>	<b>股东净利润</b>	<b>3,012</b>	<b>3,955</b>	<b>4,728</b>	<b>5,727</b>
递延收入	198	215	209	207	<b>EBITDA</b>	<b>9,419</b>	<b>10,290</b>	<b>10,994</b>	<b>12,035</b>
银行及其他借款	29,451	28,451	26,451	26,451	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
其他	4,171	4,668	4,729	4,524	<b>盈利能力</b>				
<b>负债总额</b>	<b>60,907</b>	<b>58,415</b>	<b>55,507</b>	<b>54,016</b>	营业利率	53.5%	57.6%	59.2%	61.1%
股本	10,567	10,567	10,567	10,567	净利率	28.5%	34.8%	38.8%	42.9%
储备	14,035	17,447	21,523	26,468	<b>营运表现</b>				
每股净资产(元)	2.33	2.65	3.04	3.50	SG&A/收入	4.9%	5.0%	5.1%	5.1%
营运资金	(15,844)	(12,593)	(13,413)	(10,940)	实际税率	10.2%	9.0%	9.0%	9.0%
少数股东权益	840	841	846	843	股息支付率	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>权益拥有人应占权益</b>	<b>24,602</b>	<b>28,014</b>	<b>32,089</b>	<b>37,035</b>	营业收入增长率	14.2%	7.6%	7.2%	9.5%
<b>现金流量表</b>	<b>2,017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	经营利润增长率	15.1%	15.7%	10.2%	13.1%
单位:百万元					净利润增长率	13.3%	31.3%	19.5%	21.1%
<b>EBITDA</b>	<b>9,419</b>	<b>10,290</b>	<b>10,994</b>	<b>12,035</b>	<b>财务状况</b>				
融资成本(收入)	(2,238)	(2,121)	(1,924)	(1,751)	负债/权益	239.4%	202.4%	168.5%	142.6%
营运资金变化	837	1,361	(404)	500	收入/总资产	12.2%	13.0%	13.8%	14.5%
所得税	(346)	(397)	(475)	(575)	总资产/权益	339%	302%	268%	243%
<b>营运现金流</b>	<b>5,677</b>	<b>10,629</b>	<b>13,608</b>	<b>12,119</b>	盈利对利息倍数	2.46	3.00	3.61	4.47
资本开支	(3,100)	(3,694)	(6,716)	(6,716)	总资产收益率	3.5%	4.5%	5.3%	6.2%
其他投资活动	428	412	418	425	净资产收益率	11.8%	13.7%	14.4%	15.1%
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,672)</b>	<b>(3,282)</b>	<b>(6,298)</b>	<b>(6,291)</b>	<b>估值比率(倍)</b>				
已付股息	454	593	709	859	PE	8.4	6.6	5.5	4.6
其他融资活动	(2,345)	(6,262)	(8,043)	(5,728)	PB	1.06	0.93	0.82	0.71
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,891)</b>	<b>(5,669)</b>	<b>(7,334)</b>	<b>(4,869)</b>					
<b>现金变化</b>	<b>837</b>	<b>1,361</b>	<b>(404)</b>	<b>500</b>					
汇兑调整	0	0	0	0					
<b>期初持有现金</b>	<b>1,665</b>	<b>2,503</b>	<b>3,863</b>	<b>3,459</b>					
<b>期末持有现金</b>	<b>2,503</b>	<b>3,863</b>	<b>3,459</b>	<b>3,959</b>					

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyqz.com.cn](http://www.xyqz.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与光大证券股份有限公司、闽港控股有限公司、五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。