

买入 (维持)

0958.HK 华能新能源

目标价: 3.34 港元

现价: 2.33 港元

新增装机创历史新高

2016年03月18日

预期升幅: 43.35%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2016.03.18

收盘价(港元)	2.33
总股本(亿股)	97.28
流通股本(亿股)	41.93
总市值(亿港元)	226.66
流通市值(亿港元)	97.69
股东净资产(亿元)	177.98
总资产(亿元)	825.53
每股净资产(元)	1.83

数据来源: Wind

相关报告

业绩点评-20140321
调研纪要-20140708
业绩点评-20140814
深度报告-20141023
业绩点评-20150320
业绩点评-20150828

海外新能源研究

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,357	9,541	10,950	12,301
同比增长	19.60%	29.69%	14.77%	12.33%
净利润(百万元)	1,860	2,707	3,270	3,969
同比增长	65.88%	45.56%	20.82%	21.36%
经营利润率	55.95%	56.22%	55.61%	53.20%
净利润率	25.28%	28.37%	29.87%	32.27%
净资产收益率	9.98%	11.89%	13.19%	13.47%
每股收益(元)	0.19	0.28	0.34	0.41
市盈率	10.17	6.98	5.78	4.76
股息率	1.54%	2.15%	2.60%	3.15%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **2015 年全年业绩靓丽。**2015 年经营业绩: 营业收入 73.57 亿元人民币(下同), 同比增长 19.6%; 经营利润 41.16 亿元, 同比增长 23%; 税前利润 20.41 亿元, 同比增长 65.6%; 权益股东应占净利润为人民币 18.60 亿元, 同比增长 65.9%; 每股盈利为 0.1912 元, 每股净资产 1.83 元。公司 2015 年经营业绩靓丽, 基本符合我们之前的业绩预期。
- **新增装机量创历史新高。**2015 年公司新增风电装机 2,194 兆瓦, 光伏新增装机 140 兆瓦, 新增总装机量 2,334 兆瓦, 高于之前给出的风电新增 1,800 兆瓦, 光伏新增 200 兆瓦的装机指引量, 新增装机量创历史新高, 公司累计总装机量亦突破千万千瓦, 达 10,345.4 兆瓦。公司新增风电项目在 1-3 类风区 1,252 兆瓦, 4 类风区 942 兆瓦, 均有效规避了电价下调的风险, 提前锁定了项目效益。
- **维持买入评级, 目标价 3.34 港元, 较现价有 43.35% 的上升空间。**华能新能源是我国第二大风电运营商, 目前控股装机量超过 10GW。我们预测 2016-2018 年公司营业收入分别为 95.4 亿、109.5 亿、123.0 亿元, 每股收益为 0.33、0.40 和 0.49 港元, 考虑到公司的业绩增速和行业估值情况, 我们综合给予华能新能源未来 12 个月内 3.34 港元的目标价。目标价约相当于 2016-2018 年 PE 为 10.0、8.3、6.8 倍, 目标价较现价 2.33 港元约有 43.35% 的上升空间, 故维持其“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 新增装机不及预期; 限电现象恶化; 下调风电光伏上网电价。

报告正文

- **2015 年全年业绩靓丽。**华能新能源(0958.HK)于 3 月 15 日公告 2015 年全年业绩: 营业收入 73.57 亿元人民币(下同), 同比增长 19.6%; 经营利润 41.16 亿元, 同比增长 23%; 税前利润 20.41 亿元, 同比增长 65.6%; 权益股东应占净利润为人民币 18.60 亿元, 同比增长 65.9%; 每股盈利为 0.1912 元, 每股净资产 1.83 元。公司 2015 年经营业绩靓丽, 基本符合我们之前的业绩预期。
- **全年风况仍不佳, 风电限电率水平仍优于整体行业。**2014 年全国风况总体仍不佳, 属于小风年。全年公司完成总发电量 14,669.1 吉瓦时, 同比增长 20.5%。其中风电发电量 13,851.5 吉瓦时, 同比增长 18.6%, 对应 2014 年风电装机比 2013 年同比增长约 21%; 太阳能发电量 817.6 吉瓦时, 同比增长 62.6%, 对应 2014 年光伏装机比 2013 年同比增长约 47%。全年风电利用小时数为 1,882 小时, 同比上升 0.4%, 风电整体限电率从 7.8%提升到 9-10%左右, 优于全国平均 15%的限电率水平; 太阳能利用小时数为 1,591 小时, 同比提升 12%。
- **风电新增装机量创历史新高。**2015 年公司新增风电装机 2,194 兆瓦, 光伏新增装机 140 兆瓦, 新增总装机量 2,334 兆瓦, 高于之前给出的风电新增 1,800 兆瓦, 光伏新增 200 兆瓦的装机指引量, 新增装机量创历史新高, 公司累计总装机量亦突破千万千瓦, 达 10,345.4 兆瓦。公司新增风电项目在 1-3 类风区 1,252 兆瓦, 4 类风区 942 兆瓦, 均有效规避了电价下调的风险, 提前锁定了项目效益。
- **增强资源储备, 2016 年计划新增总装机 1.4GW。**公司资源储备充足, 2015 年公司列入国家规划 2,162 兆瓦, 包括进入第五批风电核准计划 1,648.5 兆瓦; 进入基地核准计划 433.5 兆瓦; 分散式规划 30 兆瓦, 风电清洁供暖方案 50 兆瓦。2015 年公司取得 1,782 兆瓦风电项目核准, 签署风电开发协议超过百万千瓦。另外, 公司全年取得光伏项目备案 300 兆瓦, 签署光伏开发协议容量 691 兆瓦。当前风电行业所面临部分区域限电率较高, 抢装潮后公司新增装机量将明显回落, 管理层预计 2016 年公司新增总装机 1.4GW, 2017 年 1.0-1.5GW。
- **维持买入评级, 目标价 3.34 港元, 较现价有 43.35%的上升空间。**华能新能源是我国第二大风电运营商, 目前控股装机量超过 10GW。2015 年公司新增装机量创历史新高, 公司项目布局持续优化, 融资利率持续下行受益, 公司业绩有望快速增长。我们预测 2016-2018 年公司营业收入分别为为 95.4 亿、109.5 亿、123.0 亿元, 每股收益为 0.33、0.40 和 0.49 港元(假定汇率: 1 人民币元

=1.1991 港元)，考虑到公司的业绩增速和行业估值情况，我们综合给予华能新能源未来 12 个月内 3.34 港元的目标价。目标价约相当于 2016-2018 年 PE 为 10.0、8.3、6.8 倍，目标价较现价 2.33 港元约有 43.35% 的上升空间，故维持其“买入”的投资评级。

图 1、华能新能源 2015 年全年业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币, 千元)		同比变动	点评
	2015年	2014年		
营业收入	7,356,881	6,151,073	19.6%	售电量增加20.3%，含税电价基本与往年基本持平。
其他收入净额	434,889	167,651	159.4%	供应商的赔偿金、政府补助增加。
总收入	7,791,770	6,318,724	23.3%	
运营开支				
折旧和摊销	(2,735,263)	(2,270,303)	20.5%	运营项目装机容量增加。
服务特许权建造成本		(33,394)		
员工成本	(370,247)	(260,056)	42.4%	1、职工人数增加。2、更多项目投入运营，员工成本计入损益。
维修保养	(108,597)	(86,186)	26.0%	
行政费用	(189,180)	(187,147)	1.1%	随着更多工程投入运营，维修保养、经营税费、租赁费等相关费用增加。
其他经营开支	(272,267)	(135,861)	100.4%	
经营利润	4,116,216	3,345,777	23.0%	
财务收入	169,517	77,513	118.7%	
财务费用	(2,242,488)	(2,189,199)	2.4%	平均融资成本率下降，汇兑收益增加。
联营利润或亏损	(2,689)	(1,677)	60.3%	
税前利润	2,040,556	1,232,414	65.6%	
所得税开支	(141,370)	(85,650)	65.1%	税前利润增长。
净利润	1,899,186	1,146,764	65.6%	
本公司拥有人	1,859,549	1,121,029	65.9%	
少数股东权益	39,637	25,735	54.0%	
基本EPS(分)	19.12	12.39	54.3%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

业绩发布会 Q&A (2016. 3. 17)

1、2016 年风电利用小时指引？

全年利用小时数，主要是基于现在的风能状况，我们认为 1,800-1,900 小时，是比较科学的。

2、2016-2017 年装机指引？

今年新增总装机目标 1.4GW，明年保持 1.0-1.5GW 左右，根据市场情况进行调整。

3、配额制指引 9%非水电的可再生能源比例，华能集团的发展规划？

当前能源需求增长空间还是有的，我国人均装机 1KW，美国是 4KW，日本韩国都是 3KW，因此电力市场发展空间还是有。未来新能源发展潜力巨大，现在华能集团在

“十三五”期间，新能源发展是重点，到 2020 年，目标力争翻一番，跟配额比例相当。华能集团方面提出非水可再生能源装机占比提到 35%，到装机 30GW，现在集团的总装机量是 15GW。

现在行业发展面临降电价、限电等问题，因此行业会迎来发电运营商的洗牌，现在风电资源甄别很重要，行业发展面临挑战。2017 年后，集团层面上开发和收购并重，会提速可再生能源的装机占比。

4、公司的直购电情况？

2015 年公司参与了部分地区政府主导的大用户直供交易，公司交易了 1.18 亿度，完全要出自限电地区，降低整体限电率 0.77，电价评级 0.44 元/度。直供电是电力体制改革中的一个发展过程，对电价有一定影响，今年我们认为直供电电价大概低于标杆电价 9 分-10 分/度。

5、公司的区域装机限电情况？

公司的区域装机优势和营销策略，使得公司限电比例整体比较低的，去年主要在三个三北地区和新疆地区。新疆地区比 14 年限电加剧，达 40.56%。三北地区限电比 58.89%，是公司内装机区域限电最高的，但总装机容量为 35 万千瓦，对公司整体影响不大，吉林、蒙西也有一定限电同比增加，但同比增加都在个位数以下，对整体影响不大，蒙西去年限电同比 4% 增长。目前黑龙江、甘肃、新疆总体限电没有得到根本改变。公司总体平均限电率是 9 点几。

6、2015 年的融资成本及 2016 年的展望？

2015 年实际利率 5.35%，下降了 40 个基点。预期 2016 年下降 60 个 BP 以上。

公司运营数据

图 2、营业收入和经营利润

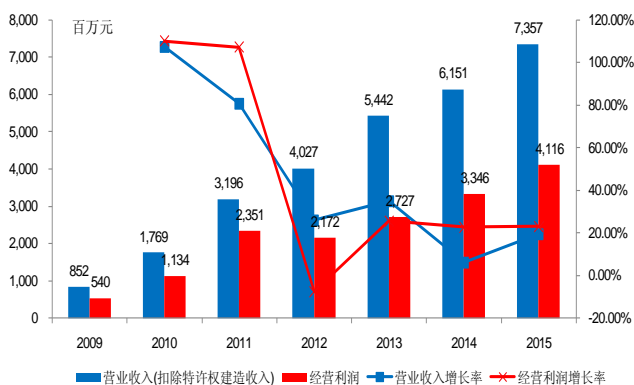
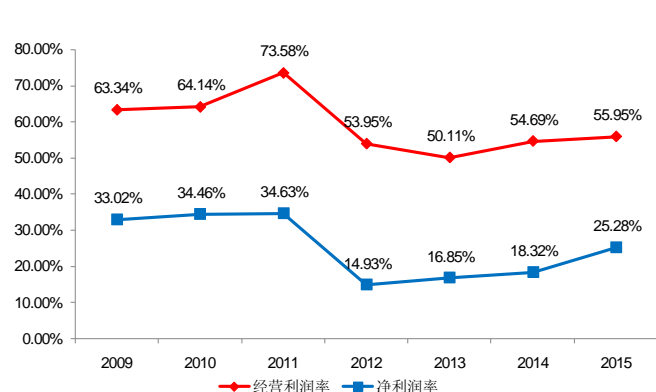


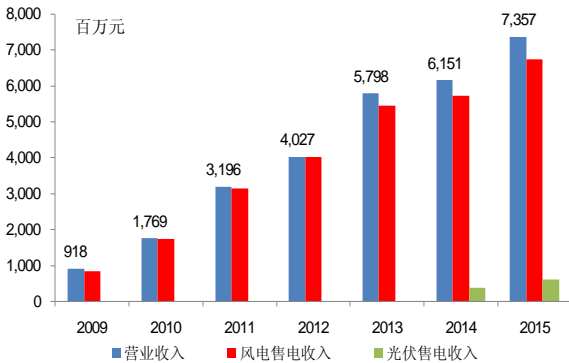
图 3、经营利润率和净利润率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

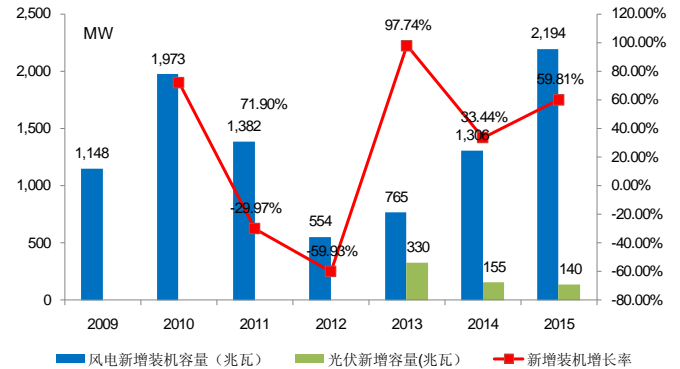
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 4、风电和光伏售电收入



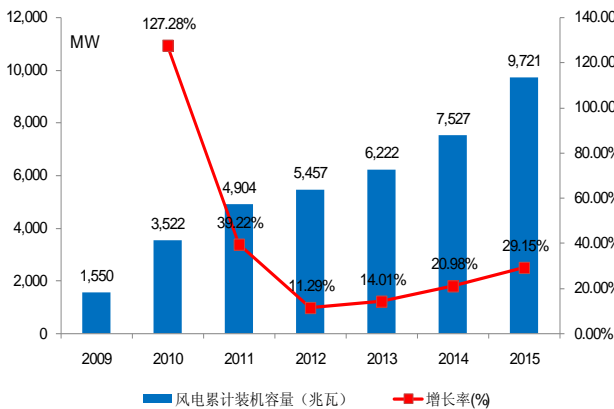
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 5、经营利润率和净利润率



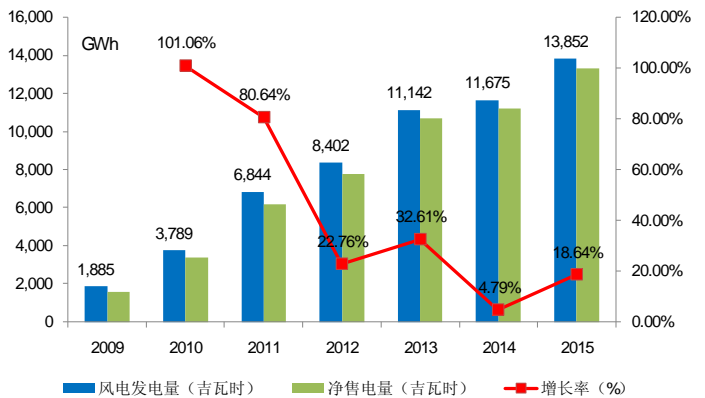
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 6、公司累计风电装机容量



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 7、风电发电量和售电量



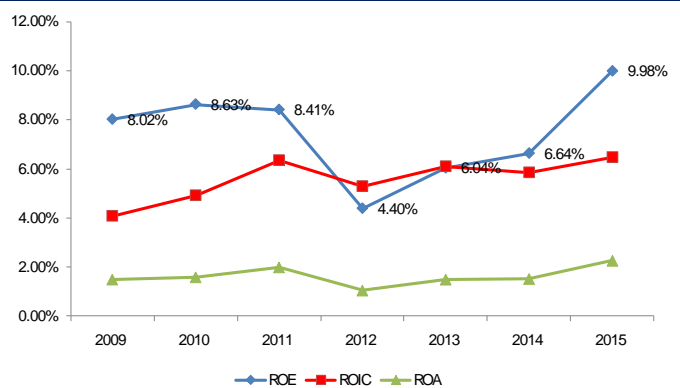
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 8、华能风机平均利用小时数



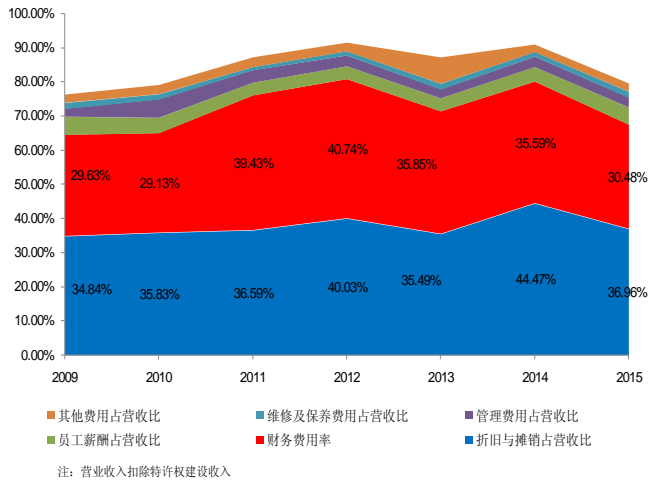
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 9、ROE 和 ROA 回报率



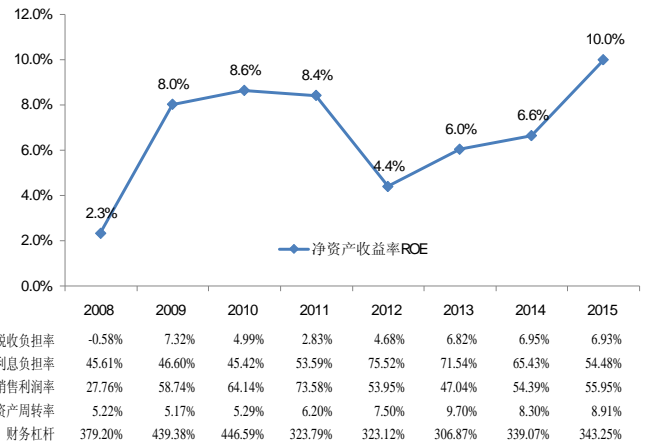
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 10、风电运营各项费用开支占比



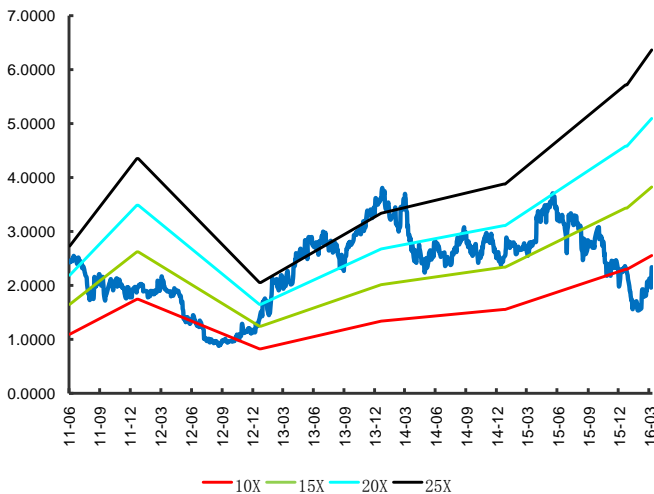
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 11、净资产收益率 ROE 杜邦分解



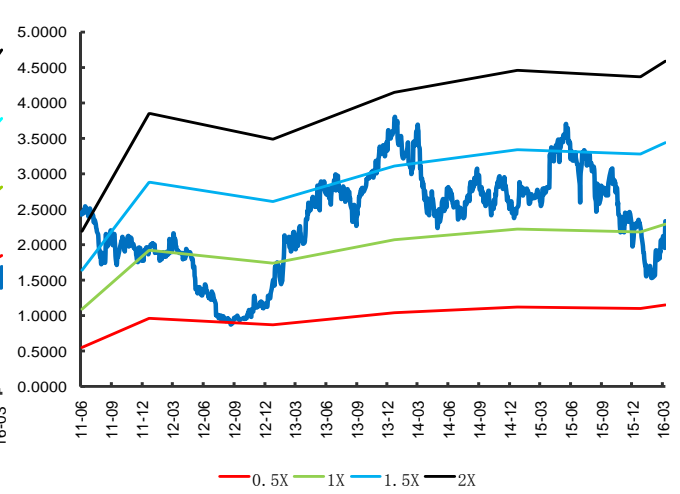
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 12、华能新能源历史 PE Band



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 13、华能新能源历史 PB Band



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

风险因素

市场风险

新增风电或光伏装机量不达预期。

系统风险

风况资源不佳，弃风限电现象继续恶化。

风电、光伏上网电价下调。

附表

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E
单位: 百万元				
现金及等价物	4,504	6,185	6,158	5,616
应收帐款	2,900	2,989	3,017	2,969
存货	43	47	52	57
其他流动资产	205	311	222	233
总流动资产	7,652	9,533	9,449	8,875
固定资产	68,658	77,058	86,358	98,358
无形资产	682	694	691	689
其他非流动资产	5,561	4,747	5,051	5,235
总资产	82,553	92,032	101,548	113,157
银行借款	18,727	21,141	23,166	24,835
应付帐款	556	690	792	889
其他流动负债	9,250	8,549	8,586	8,795
总流动负债	28,533	30,380	32,544	34,518
递延收入	231	248	242	240
银行及其他借款	30,677	34,677	39,677	44,677
其他	4,487	3,967	4,294	4,251
负债总额	63,928	69,272	76,757	83,686
股本	9,728	9,728	9,728	9,728
储备	8,070	12,217	14,255	18,926
每股净资产(元)	1.83	2.26	2.47	2.95
营运资金	(20,881)	(20,846)	(23,096)	(25,643)
少数股东权益	827	816	809	817
本公司权益拥有人应占	17,798	21,945	23,983	28,654
现金流量表	2015E	2016E	2017E	2018E
单位: 百万元				
EBITDA	7,005	8,550	9,703	10,714
融资成本(收入)	(2,073)	(2,378)	(2,452)	(2,139)
营运资金变化	(411)	1,425	1,741	2,230
所得税	(141)	(239)	(327)	(396)
营运现金流	7,245	8,183	9,334	10,335
资本开支	(13,126)	(9,188)	(10,107)	(11,118)
其他投资活动	(168)	(208)	(252)	(300)
投资活动现金流	(13,294)	(9,396)	(10,359)	(11,418)
已付股息	292	406	491	595
其他融资活动	5,459	2,423	2,537	3,034
融资活动现金流	5,751	2,829	3,027	3,630
现金变化	(411)	1,425	1,741	2,230
汇兑调整	0	0	0	0
期初持有现金	3,768	3,768	3,768	3,768
期末持有现金	3,357	5,194	5,509	5,998

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
单位: 百万元				
收入	7,357	9,541	10,950	12,301
经营成本	(3,676)	(4,303)	(5,002)	(5,907)
其他收入及收益	435	125	141	150
职工薪酬	(370)	(518)	(674)	(876)
管理费用	(189)	(227)	(272)	(327)
其他开支	(3,116)	(3,557)	(4,056)	(4,704)
经营利润	4,116	5,364	6,089	6,544
融资成本	(2,242)	(2,482)	(2,569)	(2,269)
税前利润	2,041	2,985	3,637	4,405
所得税	(141)	(239)	(327)	(396)
税后利润	1,899	2,746	3,310	4,008
少数股东权益	40	40	40	40
归属于所有者的净利润	1,860	2,707	3,270	3,969
EBITDA	7,005	8,550	9,703	10,714
主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力				
营业利率	56.0%	56.2%	55.6%	53.2%
净利率(%)	25.3%	28.4%	29.9%	32.3%
营运表现				
SG&A/收入(%)	5.0%	5.4%	6.2%	7.1%
实际税率(%)	6.9%	8.0%	9.0%	9.0%
股息支付率(%)	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
营业收入增长率	19.60%	29.69%	14.77%	12.33%
经营利润增长率	23.03%	30.30%	13.53%	7.46%
净利润增长率	65.88%	45.56%	20.82%	21.36%
财务状况				
负债/权益	343.2%	304.3%	309.6%	284.0%
收入/总资产	8.9%	10.4%	10.8%	10.9%
总资产/权益	443.25%	404.35%	409.61%	383.97%
盈利对利息倍数	1.84	2.16	2.37	2.88
总资产收益率	2.3%	2.9%	3.2%	3.5%
净资产收益率	10.0%	11.9%	13.2%	13.5%
估值比率(倍)				
PE	10.2	7.0	5.8	4.8
PB	1.5	1.2	1.1	0.9

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.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。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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、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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。