

买入 (维持)

0958.HK 华能新能源

目标价: 3.34 港元

企业运营效益优异, 行业限电改善仍需细则落地

现价: 2.28 港元

2016年05月17日

预期升幅: 46.5%

## 主要财务指标

## 市场数据

报告日期 2016.05.17

收盘价(港元)	2.28
总股本(亿股)	97.28
流通股本(亿股)	41.93
总市值(亿港元)	221.80
流通市值(亿港元)	95.59
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

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	2,710	3,304	4,051
同比增长	65.88%	45.75%	21.90%	22.62%
经营利润率	55.95%	56.26%	55.94%	53.93%
净利润率	25.28%	28.41%	30.17%	32.94%
净资产收益率	9.98%	11.91%	13.33%	13.75%
每股收益(元)	0.19	0.28	0.34	0.42
市盈率	9.95	6.82	5.60	4.57
股息率	1.58%	2.20%	2.68%	3.29%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 投资要点

- **维持买入评级, 目标价 3.34 港元, 较现价有 46.5% 的上升空间。**华能新能源是我国第二大风电运营商, 控股装机超过 10GW。我们认为公司项目布局持续优化、高效率运营、融资利率持续下行受益推动公司业绩快速增长。考虑到公司的业绩增速和行业估值情况, 我们维持华能新能源未来 12 个月内 3.34 港元目标价不变, 目标价约相当于 2016-2018 年 PE 估值为 10.0、8.2、6.7 倍, 维持其“买入”的投资评级。
- **一季度经营业绩优异, 前 4 个月份发电量同比增长 30%。**2016 年 1 季度业绩: 营收 22.29 亿元, 同比增长 25.0%; 净利润为人民币 7.35 亿元, 同比增长 60.0%。前四个月, 公司发电量 66.46 亿千瓦时, 同比增长 29.8%, 其中风电同比增长 30.1%, 光伏发电同比增长 23.1%。公司经营业绩表现优异, 主要得益于去年新增 30% 装机在今年全部贡献发电量。
- **上半年风况略优于去年, 风电限电率仍维持在较高水平。**从今年前四个月看, 风况比较正常, 略好于去年。1-4 月份, 公司总体平均限电率为 15%。维持年初的判断, 全年限电率在 10-12% 之间。虽然 1 季度个别区域限电率有所变化, 但总体限电率和去年同期差别不大。
- **限电改善政策实施需细则落地。**实际上从年初至今, 虽然有多个改善风电限电率的重磅政策推出, 但我们认为这些政策的落实到位需要一个时间段, 也需要配套的具体的实施细则落地, 否则企业限电很难有实质性的改善。
- **风险提示:** 新增装机不及预期; 限电现象恶化。

## 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  
 业绩点评-20160328

## 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

## 报告正文

- **2016年1季度经营业绩优异。**公司因发行债券于4月25日披露2016年1季度业绩：营业收入22.29亿元人民币(下同)，同比增长25.0%；经营利润7.46亿元，同比增长53.6%；股东净利润为人民币7.35亿元，同比增长60.0%。公司经营业绩优异，主要得益于去年新增30%装机在今年已全部发电贡献业绩。
- **前4个月份发电量同比增长30%。**公司5月10日披露的4月份发电量也是较佳：4月份发电量完成20.44亿千瓦时，同比增长32.4%。今年前四个月份，公司发电量66.46亿千瓦时，同比增长29.8%，其中风电同比增长30.1%，光伏发电同比增长23.1%。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，总装机同比增长约29%。
- **上半年风况略优于去年，风电限电率仍维持在较高水平。**从今年前四个月看，风况比较正常，略好于去年。1-3月份，由于供暖季和去年部分区域新投产机组较多影响，整体限电率仍旧在较高水平。公司一季度平均限电率17.6%，与去年基本持平，几个主要限电地区，其中辽宁限电率30%，同比下降9.7%，蒙东一季度28%，同比基本持平，蒙西为34%，上升0.3个百分点。

4月份出供暖季后，总体限电率水平开始下降。1-4月份，公司总体平均限电率为15%。受益于哈郑特高压的风电外送，公司在新疆项目限电比例同比下降8%，4月单月新疆限电率降至24%。

2015年，公司风电利用小时数为1,882小时，同比上升0.4%，风电整体限电率从7.8%提升到9.07%，优于全国平均15%的限电率水平。公司认为今年全年限电率在10-12%，维持年初的判断。虽然1季度个别区域限电率有所变化，但总体限电率和去年差别不大。比如内蒙去年抢装严重，蒙西限电恶化，蒙东限电略有改善。

- **限电改善政策实施需细则落地。**实际上从年初至今，国家部门有多个改善风电限电率的重磅政策推出，比如保障性利用小时电量收购、非水电可再生能源发电量占比、加强风电消纳、缓建停建发电项目等等。我们认为这些政策的落实到位需要一个时间段，也需要配套的具体实施细则落地，否则企业很难有实质性的限电率的改善。我们了解到，在限电地区的新项目审批的确已经停止，因国家主管部门有权把控新项目的核准审批。但对于电网的不同种类间的发电调度，仍缺乏实质有效手段，因为每个地方政府都有当地火电的发电量计划，当整体用电需求低迷，传统火电和新能源发电之间的上网次序冲突愈发明显。

表 1、近期全国风力发电政策频出

2016 年 3 月	国家能源局	《关于建立可再生能源开发利用目标引导制度的指导意见》	到 2020 年各发电企业非水电可再生能源发电量应达到全部发电量的 9% 以上。
2016 年 3 月	国家能源局	《关于做好 2016 年度风电消纳工作有关要求的通知》	做好风电并网消纳工作, 严格控制弃风严重地区各类电源建设节奏, 落实可再生能源发电全额保障性收购制度。
2016 年 3 月	国家发改委、国家能源局		联合下发特急文件, 督促各地方政府和企业放缓燃煤火电建设步伐, 取消、缓核、缓建一大批煤电项目。
2016 年 3 月	国家发改委	《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》	国家能源部分核定各类可再生能源并网发电项目保障性收购年利用小时数

资料来源: 国家部委网站, 兴业证券研究所

- **2016 年计划新增并网装机 1.4GW。**2015 年公司新增风电装机 2,194MW, 光伏新增装机 140MW, 新增总装机量 2,334MW, 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 10.3GW。2015 年风电抢装潮后, 2016 年公司新增装机增速有所回落, 公司计划 2016 年新增并网装机 1.4GW, 其中有 200-300MW 光伏项目。截止 4 月底, 公司已投产风电 140MW, 光伏 40MW。
- **风电上网电价下调对公司影响不大。**截止 2015 年年底, 公司已核准而未并网的项目约有 4GW, 具备路条开发的风资源有十几个吉瓦的项目储备。因此 2016-2017 年开发建设的项目仍可以执行 2016 年标杆电价。

表 2、最新全国陆上风力发电上网标杆电价表

资源区	陆上风电标杆上网电价			各资源区所包括的地区
	2015 年	2016 年	2018 年	
I 类资源区	0.49	0.47	0.44	内蒙古自治区除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区; 新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市
II 类资源区	0.52	0.50	0.47	河北省张家口市、承德市; 内蒙古自治区赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市; 甘肃省嘉峪关市、酒泉市
III 类资源区	0.56	0.54	0.51	吉林省白城市、松原市; 黑龙江省鸡西市、双鸭山市、七台河市、绥化市、伊春市, 大兴安岭地区; 甘肃省除嘉峪关市、酒泉市以外其他地区; 新疆维吾尔自治区除乌鲁木齐市、伊犁哈萨克族自治州、克拉玛依市、石河子市以外其他地区; 宁夏回族自治区
IV 类资源区	0.61	0.60	0.58	除 I 类、II 类、III 类资源区以外的其他地区

2016、2018 年 1 月 1 日以后核准的陆上风电项目分别执行 2016 年和 2018 年的上网标杆电价。2016 年前核准的陆上项目, 如果到 2017 年底仍未开工建设的, 执行 2016 年上网标杆电价。

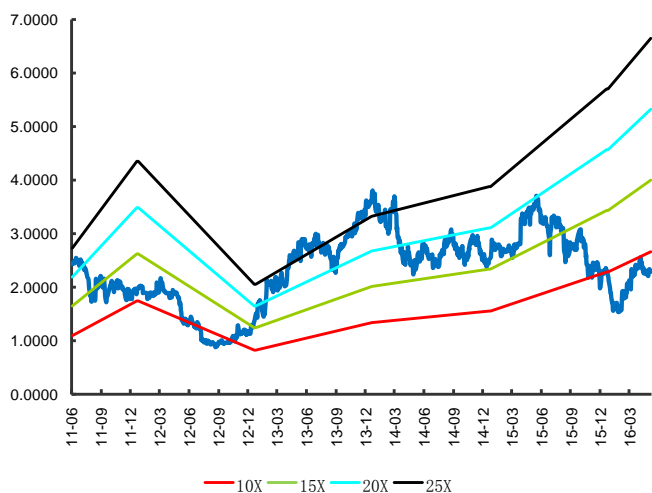
资料来源: 兴业证券研究所

- **高效益的运营。**公司总度电维修成本 1.3 分/千瓦时, 其中包含维修材料费 0.8 分/千瓦时。到 15 年年底公司累计出质保期风机约为 5.3GW, 目前看虽然总维修成本额将增加, 但度电成本相对稳定, 公司会依据项目的特定条件决定自己运维还是委托第三方运维。财务成本看, 公司一季度财务成本 4.65%, 去年同期为 5.3%, 因此财务成本继续下降。全年资本开支 110 亿元, 对应 1.4GW 装机量。我们认为公司在运营效率和财务成本上均具有明显的竞争优势。

- **维持买入评级，目标价 3.34 港元，较现价有 46.5% 的上升空间。** 华能新能源是我国第二大风电运营商，控股装机量超过 10GW。我们认为公司项目布局持续优化、高效率运营、融资利率持续下行受益推动公司业绩快速增长。

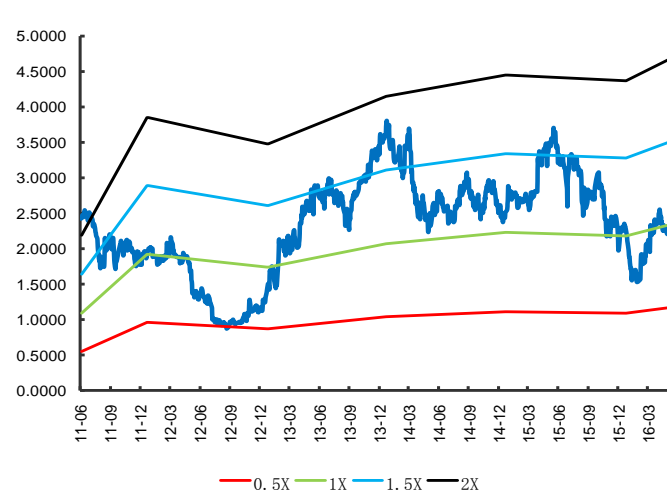
我们预测 2016-2018 年公司营业收入分别为 95.4 亿、109.5 亿、123.0 亿元，每股收益为 0.33、0.41 和 0.50 港元(假定汇率：1 人民币元=1.1991 港元)，考虑到公司的业绩增速和行业估值情况，我们维持华能新能源未来 12 个月内 3.34 港元目标价不变，目标价约相当于 2016-2018 年 PE 估值为 10.0、8.2、6.7 倍，目标价较现价 2.28 港元约有 46.5% 的上升空间，故维持其“买入”的投资评级。

图 1、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 2、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
<b>总流动资产</b>	<b>7,652</b>	<b>9,533</b>	<b>9,449</b>	<b>8,875</b>
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
<b>总资产</b>	<b>82,553</b>	<b>92,032</b>	<b>101,548</b>	<b>113,157</b>
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
<b>总流动负债</b>	<b>28,533</b>	<b>30,380</b>	<b>32,544</b>	<b>34,518</b>
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
<b>负债总额</b>	<b>63,928</b>	<b>69,272</b>	<b>76,757</b>	<b>83,686</b>
股本	9,728	9,728	9,728	9,728
<b>储备</b>	<b>8,070</b>	<b>12,217</b>	<b>14,255</b>	<b>18,926</b>
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
<b>权益拥有人应占权益</b>	<b>17,798</b>	<b>21,945</b>	<b>23,983</b>	<b>28,654</b>
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元				
<b>EBITDA</b>	<b>7,021</b>	<b>8,550</b>	<b>9,703</b>	<b>10,714</b>
融资成本(收入)	(2,073)	(2,378)	(2,452)	(2,139)
营运资金变化	(3,054)	521	487	2,101
所得税	(141)	(239)	(331)	(405)
<b>营运现金流</b>	<b>7,808</b>	<b>7,476</b>	<b>9,795</b>	<b>10,737</b>
资本开支	(12,644)	(8,680)	(11,200)	(11,760)
其他投资活动	130	256	256	256
<b>投资活动现金流</b>	<b>(12,514)</b>	<b>(8,424)</b>	<b>(10,944)</b>	<b>(11,504)</b>
已付股息	292	407	496	608
其他融资活动	1,486	1,254	1,406	2,583
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,778</b>	<b>1,660</b>	<b>1,901</b>	<b>3,191</b>
<b>现金变化</b>	<b>(3,054)</b>	<b>521</b>	<b>487</b>	<b>2,101</b>
汇兑调整	139	0	0	0
<b>期初持有现金</b>	<b>6,385</b>	<b>3,470</b>	<b>3,991</b>	<b>4,478</b>
<b>期末持有现金</b>	<b>3,470</b>	<b>3,991</b>	<b>4,478</b>	<b>6,579</b>

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
单位: 百万元				
<b>收入</b>	<b>7,357</b>	<b>9,541</b>	<b>10,950</b>	<b>12,301</b>
经营成本	(3,676)	(4,299)	(4,965)	(5,816)
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)	(3,553)	(4,019)	(4,613)
<b>经营利润</b>	<b>4,116</b>	<b>5,367</b>	<b>6,126</b>	<b>6,634</b>
融资成本	(2,242)	(2,482)	(2,569)	(2,269)
<b>税前利润</b>	<b>2,041</b>	<b>2,989</b>	<b>3,674</b>	<b>4,496</b>
所得税	(141)	(239)	(331)	(405)
<b>税后利润</b>	<b>1,899</b>	<b>2,750</b>	<b>3,343</b>	<b>4,091</b>
少数股东权益	40	40	40	40
<b>股东净利润</b>	<b>1,860</b>	<b>2,710</b>	<b>3,304</b>	<b>4,051</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7,021</b>	<b>8,550</b>	<b>9,703</b>	<b>10,714</b>

主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>				
营业利率	56.0%	56.3%	55.9%	53.9%
净利率(%)	25.3%	28.4%	30.2%	32.9%
<b>营运表现</b>				
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%	30.40%	14.13%	8.30%
净利润增长率	65.88%	45.75%	21.90%	22.62%
<b>财务状况</b>				
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	2.38	2.92
总资产收益率	2.3%	2.9%	3.3%	3.6%
净资产收益率	10.0%	11.9%	13.3%	13.7%
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	9.9	6.8	5.6	4.6
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	zhushd@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](http://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。