

# 华能新能源

## 2016年业绩符合预期；2017年风电利用小时数继续改善

### 业绩回顾

#### 2016年业绩符合预期

华能新能源公布2016业绩：收入92亿元，同比增长25.6%；净利润26.59亿元，同比增长43%，对应每股盈利0.27元。利润增长稳健主要因为风电和光伏发电量均有所增长，分别同比增长33%和22.6%；且财务费用减少（同比下降12%），但是部分程度被电价下调抵消（同比减少6%）。

#### 发展趋势

**2017年风电利用小时数有望达到2,000小时（较2016年1,966小时同比增长2%）。**我们认为这一数字还有进一步的上升空间，因为2017年前两个月风电利用小时数同比增长19%至373小时，2月份限电率同比减少14.8个百分点至13.3%。管理层对今年限电率下降至9%充满信心（2016年为11.5%），主要因为装机结构转变，重心转移四类地区。

**2017年新增装机目标为1GW，风电和光伏分别为900MW和100MW。**2016年新增风电装机532MW，低于市场预期的800MW~1GW，主要因为去年夏天的极端天气拖累项目建设进度。今年大部分新增产能将集中在非限电地区如广西、陕西和四川。

**市场交易电量和电价折让对公司盈利影响有限。**2016年市场交易总量达到14亿kWh（占总销售电量的7.5%），电价折让仅为6厘/千瓦时。管理层表示2017年交易电量和折让将维持在2016年水平。

#### 盈利预测

维持2017年和2018年每股盈利预期0.3元和0.34元。

#### 估值与建议

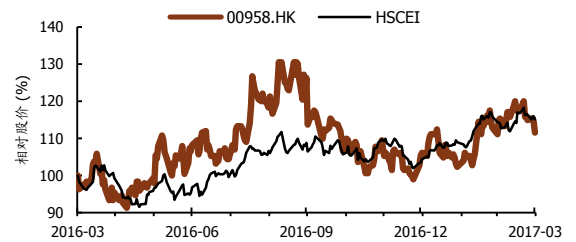
目前，公司股价对应7.8x 2017e P/E。维持推荐评级和目标价3.53港元，对应33%的上升空间。

#### 风险

风资源减少；新增装机建设进度不如预期。

### 维持推荐

股票代码	00958.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 2.65
目标价	港币 3.53
52周最高价/最低价	港币 3.21~2.14
总市值(亿)	港币 260
30日日均成交额(百万)	港币 67.32
发行股数(百万)	9,728
其中：自由流通股(%)	43
30日日均成交量(百万股)	24.31
主营行业	新能源



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	7,357	9,239	10,119	11,276
增速	19.6%	25.6%	9.5%	11.4%
归属母公司净利润	1,860	2,659	2,966	3,333
增速	65.9%	43.0%	11.5%	12.4%
每股净利润	0.19	0.27	0.30	0.34
每股净资产	1.83	2.07	2.33	2.63
每股股利	0.03	0.04	0.05	0.05
每股经营现金流	0.79	0.54	0.89	1.00
市盈率	11.6	8.7	7.8	7.1
市净率	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.0	8.6	8.3	7.7
股息收益率	1.4%	1.7%	1.9%	2.1%
平均总资产收益率	2.4%	3.2%	3.4%	3.6%
平均净资产收益率	11.0%	14.0%	13.8%	13.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

### 许汪洋

分析员

wangyang.xu@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080516070001

SFC CE Ref: BBY270

### 刘佳妮

联系人

lijiani.liu@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080117010012



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	7,357	9,239	10,119	11,276	营业收入	19.6%	25.6%	9.5%	11.4%
营业成本	-2,844	-3,651	-3,977	-4,538	营业利润	23.0%	19.2%	10.0%	9.9%
营业费用	-370	-403	-426	-464	EBITDA	22.0%	22.2%	9.0%	11.6%
管理费用	-189	-223	-236	-257	净利润	65.9%	43.0%	11.5%	12.4%
其他	-272	-375	-379	-413	<b>盈利能力</b>				
营业利润	4,116	4,908	5,399	5,932	毛利率	61.3%	60.5%	60.7%	59.8%
财务费用	-2,242	-2,133	-2,165	-2,299	营业利润率	56.0%	53.1%	53.4%	52.6%
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	93.1%	90.6%	90.2%	90.3%
利润总额	2,041	2,910	3,256	3,659	净利润率	25.3%	28.8%	29.3%	29.6%
所得税	-141	-202	-226	-253	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	-40	-49	-65	-73	流动比率	0.27	0.28	0.26	0.28
归属母公司净利润	1,860	2,659	2,966	3,333	速动比率	0.27	0.28	0.26	0.28
EBITDA	6,851	8,370	9,127	10,187	现金比率	0.12	0.08	0.09	0.10
扣非后净利润	1,860	2,659	2,966	3,333	资产负债率	77.4%	75.4%	73.7%	72.0%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	246.6%	230.4%	219.6%	201.9%
货币资金	3,470	2,570	2,747	3,140	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	3,022	6,051	5,108	5,487	总资产收益率	2.4%	3.2%	3.4%	3.6%
存货	43	33	35	37	净资产收益率	11.0%	14.0%	13.8%	13.8%
其他流动资产	1,117	42	42	42	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	7,652	8,696	7,932	8,706	每股净利润 (元)	0.19	0.27	0.30	0.34
固定资产及在建工程	68,658	72,107	76,903	81,127	每股净资产 (元)	1.83	2.07	2.33	2.63
无形资产及其他长期资产	6,243	4,643	4,957	5,254	每股股利 (元)	0.03	0.04	0.05	0.05
非流动资产合计	74,901	76,749	81,861	86,381	每股经营现金流 (元)	0.79	0.54	0.89	1.00
资产合计	82,553	85,445	89,792	95,087	<b>估值分析</b>				
短期借款	18,727	22,563	24,037	24,915	市盈率	11.6	8.7	7.8	7.1
应付账款	60	80	86	95	市净率	1.2	1.1	1.0	0.9
其他流动负债	9,746	7,875	5,898	6,028	EV/EBITDA	10.0	8.6	8.3	7.7
流动负债合计	28,533	30,517	30,022	31,038	股息收益率	1.4%	1.7%	1.9%	2.1%
长期借款	30,677	28,372	30,583	31,901					
非流动负债合计	35,395	33,933	36,145	37,462					
负债合计	63,928	64,451	66,166	68,500					
股本	9,728	9,728	9,728	9,728					
未分配利润	8,070	10,409	12,976	15,864					
股东权益合计	17,798	20,137	22,704	25,592					
负债及股东权益合计	82,553	85,445	89,792	95,087					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	2,041	2,910	3,256	3,659					
折旧和摊销	2,735	3,462	3,728	4,255					
营运资本变动	967	-2,964	-223	-222					
其他	1,939	1,800	1,917	2,020					
经营活动现金流	7,682	5,207	8,679	9,712					
资本开支	-13,112	-7,963	-9,369	-8,521					
其他	598	2,812	26	29					
投资活动现金流	-12,514	-5,151	-9,343	-8,493					
股权融资	3	-19	0	0					
银行借款	4,396	1,035	3,686	2,195					
其他	-2,621	-1,354	-2,845	-3,022					
筹资活动现金流	1,778	-338	841	-827					
汇率变动对现金的影响	139	-618	0	0					
现金净增加额	-2,915	-900	177	392					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

华能新能源股份有限公司是中国华能集团公司旗下的子公司。公司致力于新能源项目的投资、建设与经营，以风电开发与运营为核心，太阳能等其他可再生能源协同发展；坚持科学发展与合理布局，通过基地型与分散式相结合、陆地与海上相结合、开发与收购相结合，努力提高发展品质和效益，不断提升公司的盈利能力、竞争能力和可持续发展能力，立足国内，走向世界，努力创建具有国际竞争力的世界一流新能源企业。



图表 1: 2016 业绩回顾

(人民币百万元)	2014A	2015A	2016A	2016A YoY	2016E	vs CICC estimate	2017E	2017E YoY
收入	6,151	7,357	9,239	25.6%	9,340	-1.1%	10,119	9.5%
毛利	5,616	6,851	8,370	22.2%	8,382	-0.1%	9,127	9.0%
营业利润	3,346	4,116	4,908	19.2%	5,073	-3.2%	5,399	10.0%
净利润	1,121	1,860	2,659	43.0%	2,628	1.2%	2,966	11.5%
全面摊薄每股收益 (元)	0.12	0.19	0.27	43.0%	0.27	1.2%	0.30	11.5%
毛利率	91.3%	93.1%	90.6%	-2.5ppt	89.7%	0.9ppt	90.2%	-0.4ppt
营业利润率	54.4%	56.0%	53.1%	-2.8ppt	54.3%	-1.2ppt	53.4%	0.2ppt
净利润率	18.2%	25.3%	28.8%	3.5ppt	28.1%	0.6ppt	29.3%	0.5ppt

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 2: 盈利预期调整

人民币 (百万元)	2017E			2018E		
	调整之前	调整之后	变化%	调整之前	调整之后	变化%
<b>太阳能电站</b>						
运营装机容量	904	877	-3.0%	1,025	982	-4.2%
可利用小时数	1,550	1,550	0.0%	1,500	1,550	3.3%
上网电价 (人民币/度, 含增值税)	0.83	0.83	0.0%	0.82	0.82	0.0%
<b>风电场</b>						
运营装机容量	10,399	9,945	-4.4%	11,466	10,818	-5.7%
可利用小时数	2,010	2,000	-0.5%	2,050	2,050	0.0%
上网电价 (人民币/度, 含增值税)	0.56	0.56	0.0%	0.56	0.56	0.0%
营业额	10,645	10,119	-4.9%	12,021	11,276	-6.2%
营运利润率	51.3%	50.4%	-0.9%	51.0%	49.7%	-1.3%
净利润	2,966	2,966	0.0%	3,333	3,333	0.0%
每股盈利 (人民币)	0.30	0.30	0.0%	0.34	0.34	0.0%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

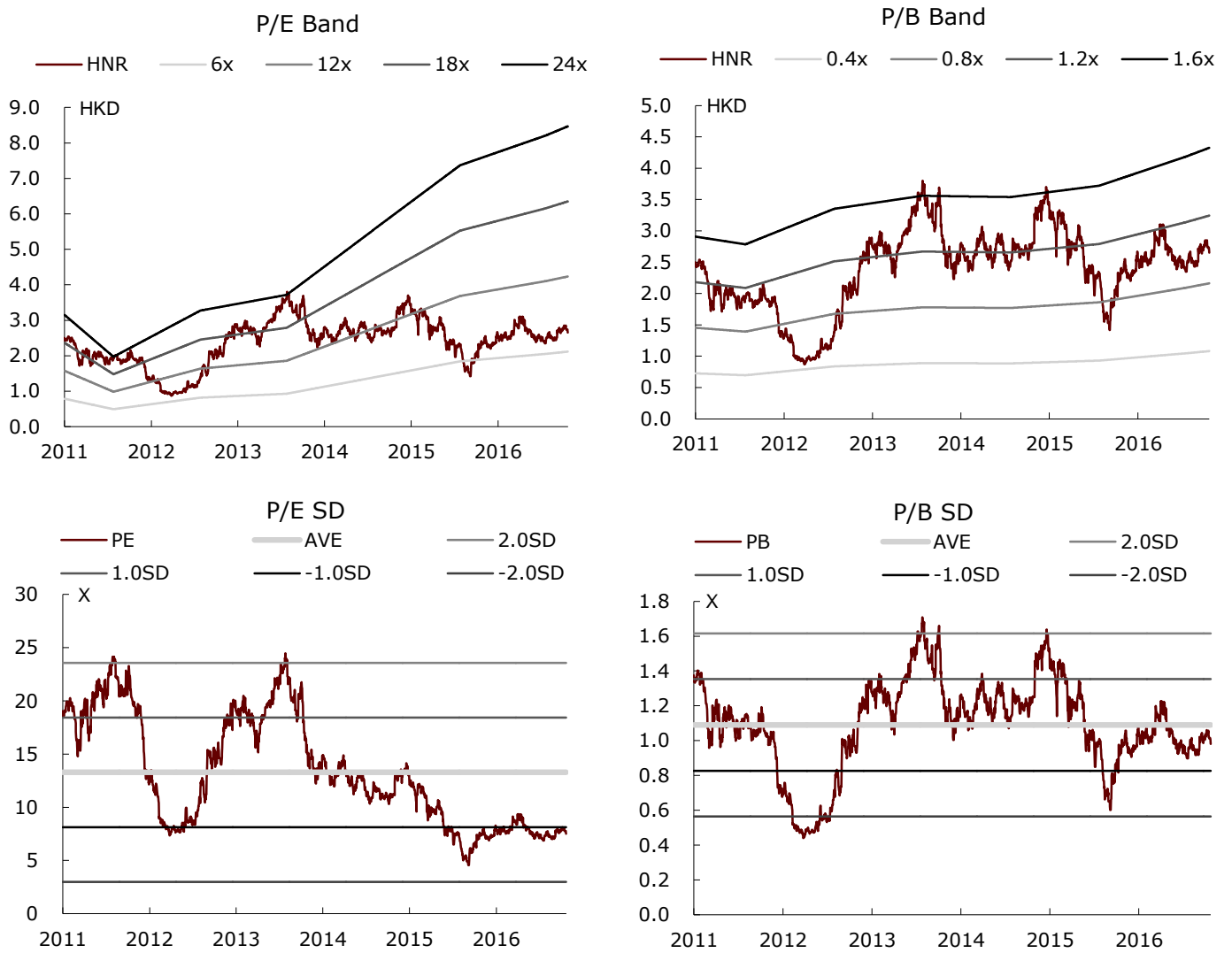
图表 3: 可比公司估值

公司	代码	市值 价格 (美金百万)	3月平均 成交量 (美金百万)	市盈率				市净率		净资产负债		股本回报			
				2015A (x)	2016A/E (x)	2017E (x)	2015A (%)	2015A (x)	2016A/E (x)	2015A (%)	2015A (%)	2015A (%)	2015A (%)	2016A/E (%)	
<b>行业平均估值</b>				<b>12.8</b>	<b>10.0</b>	<b>8.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>103.8</b>	<b>26.0</b>	<b>10.1</b>	<b>11.5</b>	<b>10.8</b>	
<b>整机和零件制造商</b>															
金风科技-H股	2208 HK	11.90	6,002	6.4	9.8	8.3	7.8	4.7	1.6	1.4	36.5	26.1	11.5	18.6	
金风科技-A股	002202 CH	16.14	6,002	30.6	14.9	12.2	11.2	3.0	2.3	2.1	36.5	26.1	11.5	16.4	
高速传动	658 HK	8.82	1,856	5.6	12.4	11.0	10.6	2.6	1.3	1.2	38.6	32.5	10.5	11.3	
国电科环	1296 HK	0.53	414	0.1	N/A	N/A	N/A	N/A	0.6	N/A	157.8	19.1	(23.2)	(64.6)	
华锐风电	601558 CH	2.20	1,926	41.5	N/A	N/A	N/A	N/A	3.7	N/A	0.0	9.4	(320.4)	(69.3)	
维斯塔斯	VWS DC	565.50	18,106	67.9	19.9	16.9	15.4	1.2	5.1	4.5	0.0	20.8	9.4	31.7	
歌美飒	GAM SM	22.27	6,684	30.2	20.6	17.7	16.7	0.7	3.5	3.4	0.0	N/A	6.5	18.3	
恩德能源	NDX1 GY	12.93	1,347	16.3	13.1	15.6	13.8	N/A	1.3	1.3	0.0	N/A	2.8	10.5	
<b>风电运营商</b>															
龙源电力	958 HK	2.65	3,317	9.6	8.6	7.4	6.5	1.3	1.1	1.0	240.0	N/A	28.8	14.0	
华能新能源	916 HK	6.16	6,370	13.2	12.9	10.2	8.8	1.4	1.2	1.0	154.4	N/A	15.9	9.4	
华电福新	816 HK	1.74	1,883	4.2	6.8	5.7	5.0	2.7	0.7	0.6	278.7	N/A	12.7	11.7	
协合新能源	182 HK	0.40	443	1.0	7.4	4.9	4.2	2.5	0.7	0.6	47.2	29.0	25.6	8.6	
中广核新能源	1811 HK	1.25	690	1.1	8.7	7.3	7.3	2.7	1.0	0.8	254.9	N/A	7.4	10.9	
节能风电	601016 CH	8.63	2,602	11.6	94.8	43.2	N/A	0.5	2.8	N/A	110.3	44.6	13.4	3.0	
大唐新能源	1798 HK	0.83	777	0.4	27.1	9.3	7.1	N/A	0.6	0.5	288.8	N/A	3.4	0.2	
新天绿色	956 HK	1.50	717	1.3	9.1	8.2	7.0	1.2	0.6	0.6	140.0	26.5	12.4	3.2	
京能清洁能源	579 HK	2.34	2,069	1.9	7.3	5.8	5.4	3.4	0.9	0.8	136.1	N/A	13.9	13.3	
中电新能源	735 HK	4.93	753	1.0	12.9	N/A	N/A	0.8	0.6	N/A	133.6	74.9	8.6	3.0	

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



图表4：历史市盈率和市净率区间



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部、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。

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。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港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。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
翻译：张懿  
编辑：张莹



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



CICC  
中金公司

