

## 华能新能源 (958 HK)

### 专注于风电的纯新能源运营商

- ❖ **我们首选的纯风电运营商。**华能新能源专注于风电场开发及运营，而我们十分青睐其业务结构偏向纯风电运营的特点。截止2016年，华能新能源拥有风电装机10.3吉瓦，在所有中国已上市的独立风电场中排行第二。风电业务收入占华能总收入超过90%。我们认为，2017年，中国电力行业将受到煤炭价格及水资源波动影响，同时中国电力消费及风电利用小时数有望上升，我们相信纯风电运营商更能够避开不利的价格波动，并从逐步改善的良好前景中获利。
- ❖ **战略性风电布局 4类风资源区。**公司较同业更早将风电场发展的重点从东北、西北地区转移到中部、东南地区，因此得以通过先发优势抢占4类风区中风电资源最佳项目。截止2016年，我们估计华能新能源40.0%的风电装机均位于中国中部、南部及东部地区。根据我们观察，公司在部分4类地区运营省份获得了堪比1类地区的风机利用小时，比如云南、山西、四川省（2016年云南、陕西、四川的平均风电小时数为2,570、2,501、2,765小时），因此位于这些地区的风电项目能够享受可观的回报率。
- ❖ **成功实现股权配售消除短期市场担忧。**2016年，华能新能源装机容量增长放缓，新增装机仅为533兆瓦。我们认为放缓是暂时性的，一方面是因为2016年降雨量激增造成南部地区项目建设困难，另一方面则是由于华能在没有补充资金的情况下长期面临高负债率。所幸公司在5月成功筹集到21.7亿港元的股权融资，这也在短期内消除了市场对进一步股权稀释的担忧。在预计资本开支金额稳定的情况下，我们认为净负债率将持续从2016年的250%分别下降至2017/2018/2019年的203%/196%/179%。
- ❖ **首次覆盖给予买入评级，目标价3.14港元。**我们预计华能新能源的净利润将从2016年26.59亿人民币增长至2017年31.99亿人民币，同比增长20.3%，并且预计净利润将在2018/2019年将进一步上升至38.27亿/43.61亿人民币。我们采用DCF估值法来测算华能的内在价值。我们估计华能股本价值为288.89亿人民币，折合每股价值为3.14港元，对应8.4倍的2018年前瞻市盈率及1.2倍的2018年前瞻市净率。根据我们对华能坚实业务基本面以及显著的盈利增长的判断，首次覆盖我们给予华能买入评级，目标价3.14港元。

#### 财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	7,357	9,239	10,578	12,064	13,351
净利润(百万人民币)	1,860	2,659	3,199	3,827	4,361
EPS(人民币)	0.19	0.27	0.31	0.36	0.41
EPS变动(%)	54.2	43.0	14.2	16.1	14.0
市盈率(x)	14.4	10.1	8.8	7.6	6.7
市帐率(x)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
股息率(%)	1.1	1.5	1.7	2.0	2.3
权益收益率(%)	10.5	13.2	12.9	13.6	13.6
净财务杠杆率(%)	266.4	250.2	203.3	195.7	178.9

数据源：公司及招银国际预测

### 买入(首次覆盖)

目标价	HK\$3.14
潜在升幅	+31.4%
当前股价	HK\$2.39

#### 萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

#### 风电行业

市值(百万港元)	25,254
3个月平均流通(百万)	80.67
52周内高/低(港元)	3.21/2.31
总股本(百万)	9,728

数据源：彭博

#### 股东结构

华能集团	56.9%
摩根大通	3.0%
流通股	40.1%

数据源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	-2.5%	-8.9%
3月	-14.4%	-23.5%
6月	-4.0%	-19.0%

数据源：彭博

#### 股价表现



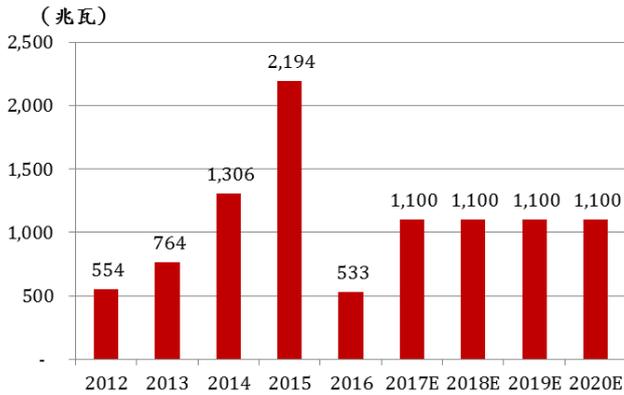
数据源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：[www.hnr.com.cn](http://www.hnr.com.cn)

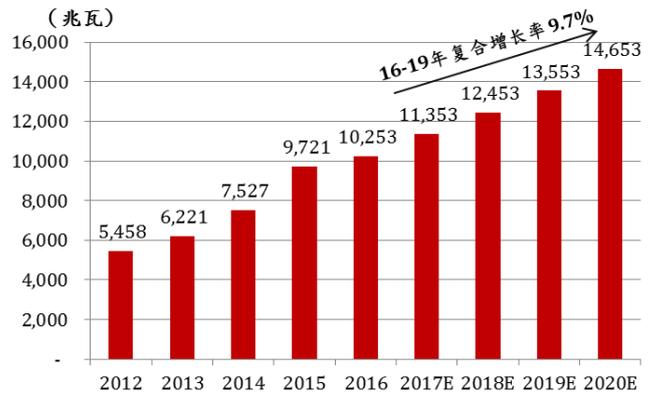
**经营数据图表**

**图 1: 华能新能源年新增风电装机**



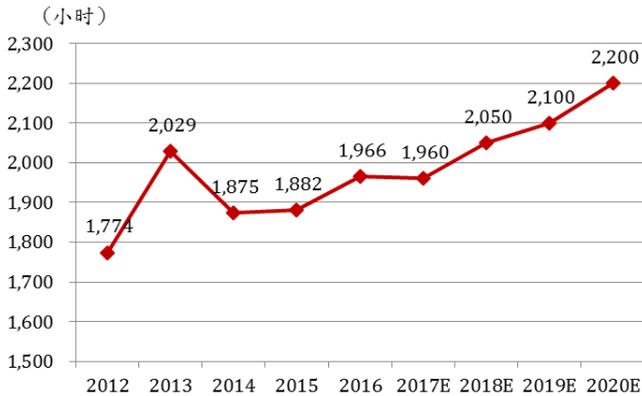
数据来源：公司及招银国际预测

**图 2: 华能新能源总装机容量**



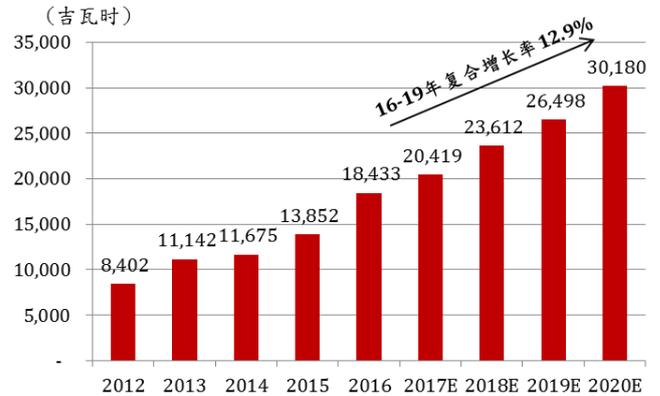
数据来源：公司及招银国际预测

**图 3: 华能新能源年风电利用小时数**



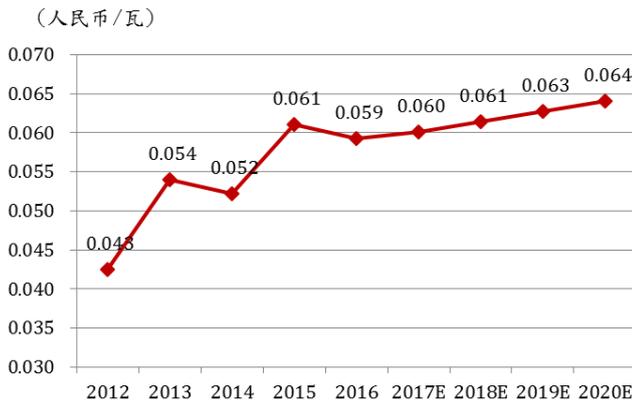
数据来源：公司及招银国际预测

**图 4: 华能新能源风电年发电量**



数据来源：公司及招银国际预测

**图 5: 单位经营成本 (每瓦)**



数据来源：公司及招银国际预测

**图 6: 华能新能源光伏装机**



数据来源：公司及招银国际预测

## 财务及估值分析

### 收入及营业利润稳步增长

风电业务为华能新能源的主要收入来源，且我们预计其收入结构将保持稳定，风电收入占总收入的比例维持在 90%以上。同时由于预计公司将稳步增加风电装机，我们预测华能新能源的收入将从 2016 年的 92.39 亿人民币稳步增长至 2019 年的 133.51 亿人民币，年均增长 13.1%。营业利润方面，华能与其他独立风电场一样享有高利润率。由于限电情况严重，华能的营业利润率从 2015 年的 56.0% 小幅下降至 2016 年的 53.1%。考虑到风电小时数将随着限电率的降低而升高，我们预计未来几年营业利润率将有所回升至 2017/2018/2019 年的 53.3%/54.4%/54.6%。我们预测营业利润将从 2016 年的 49.08 亿人民币增长至 2017-19 年的 56.40 亿人民币、65.60 亿人民币及 72.90 亿人民币，年均增长 14.1%，快于收入增长。

### 通过负债管理改善财务健康情况

由于风电属资本密集型业务，华能 2016 年的净负债率高达 250%。公司在 5 月份成功以每股 2.61 港元的价格投资者发行了 8.39 亿股，筹集到 21.7 亿港元的股权融资。我们预计此次股票配售能够使净负债率在年底下降至 201%。基于预期 2017 至 2019 年风电装机每年增加 1.1 吉瓦，我们预计华能的资本性支出将维持在 101 亿人民币左右。考虑到华能拥有 10 吉瓦以上的已投运风电装机，我们相信华能够承担该资本性支出水平，且预计净负债比率将从 2017 年的 201% 下降至 2019 年的 178%，而资产负债率也将从 2017 年的 73% 下降至 2019 年的 70%。

华能采取短期/长期比例为 4/6 的滚动债务结构。银行贷款是主要的借款来源，同时华能以公司债券作为资金来源。我们预测 2017 年华能的综合借贷成本为 4.7%，较 2016 年高出 20 个基点。由于资本性支出的增加，利息支出也将逐步上升。我们预计 2017/2018/2019 年利息支出将达到 21.45/23.32/24.47 亿人民币，增速与营业利润的高速增长相比较为缓慢。

### 我们预计自由现金流将逐渐增加。

鉴于华能的经营规模扩大，收入不断增加，我们预计其经营现金流将保持稳定增长。我们预计经营现金流将从 2016 年的 73.38 亿人民币上升至 2017-19 年的 78.36/84.99/88.59 亿人民币。考虑在未来三年中资本性支出保持平稳，我们预计自由现金流将逐渐增加，并在 2019 年达到 11.93 亿人民币左右。

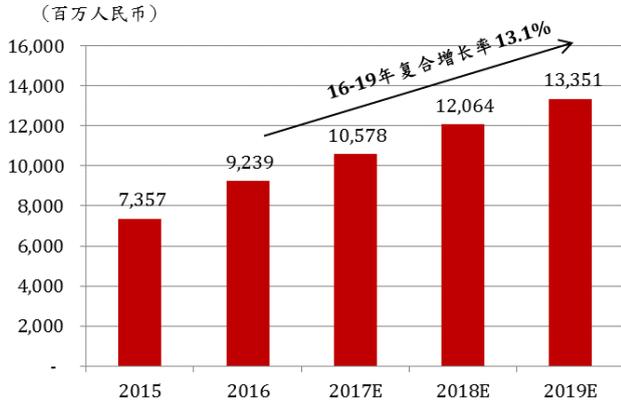
在净利润方面，我们估计华能归属股东收益将从 2016 年 26.59 亿人民币增长至 2017 年 31.99 亿人民币，同比增长 20.3%，并将在 2018/2019 年进一步上升至 38.27/43.61 亿人民币。

### 估值

我们采用 DCF 估值法来估计华能的内在价值。根据我们的模型测算，贴现自由现金流/终值比例为 26%/74%，永续增长率为 3%，我们算出华能的股本价值为 288.89 亿人民币。我们的终值估算对应 7.9 倍的 EV/EBITDA。我们根据 1 港元 = 0.87 人民币的汇率，计算得出华能的目标价为 3.14 港元，分别对应 8.4 倍及 1.2 倍的 2018 年前瞻市盈率及市净率。根据我们对华能坚实业务基本面的以及显著的盈利增长判断，**首次覆盖我们给予华能新能源买入评级，目标价 3.14 港元。**

**财务数据图表**

**图 7: 我们预计 16-19 收入年均复合增长 13.1%**



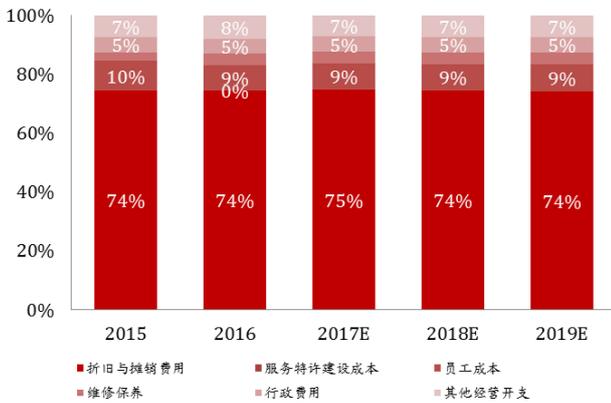
数据来源：公司及招银国际预测

**图 8: 华能收入组合**



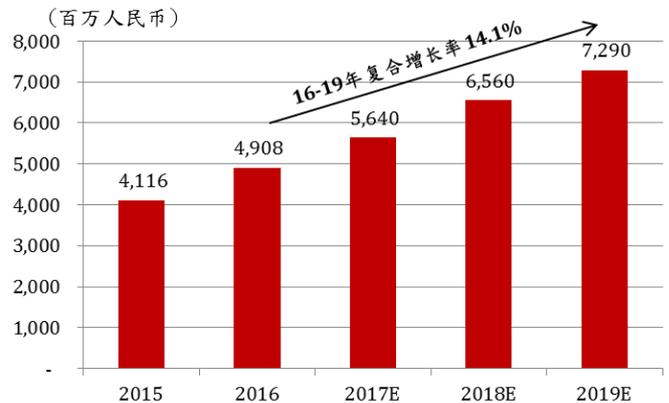
数据来源：公司及招银国际预测

**图 9: 折旧占大部分支出金额**



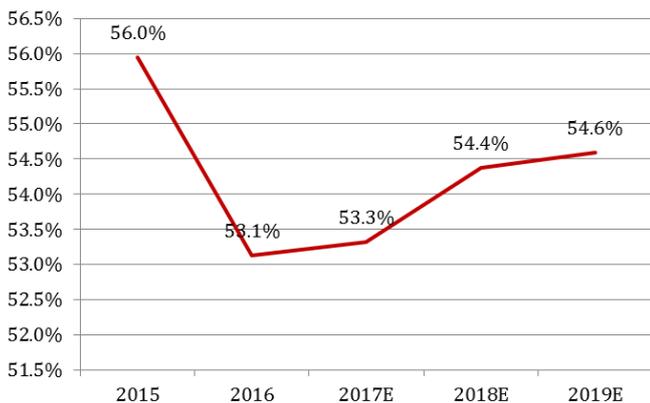
数据来源：公司及招银国际预测

**图 10: 我们预计 16-19 营业利润年均复合增长 14.1%**



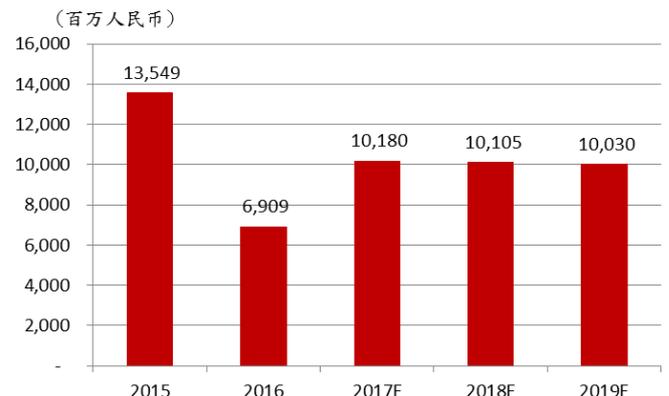
数据来源：公司及招银国际预测

**图 11: 经营利润率随风电小时数增加而上升**



数据来源：公司及招银国际预测

**图 12: 基于稳定的装机增长目标，我们预计资本性支出保持平稳**



数据来源：公司及招银国际预测

图 13:利息支出保持稳定



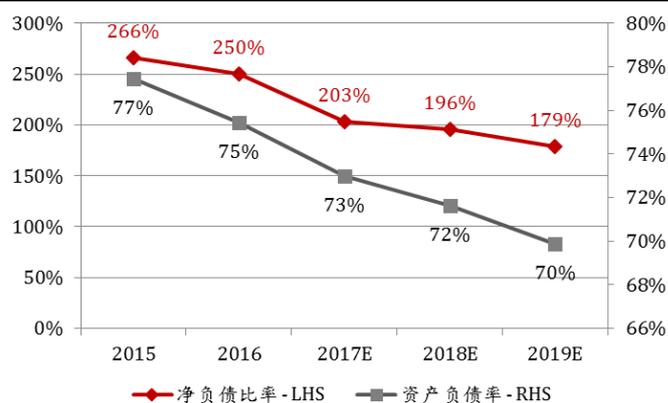
数据来源：公司及招银国际预测

图 16: 稳定增长的经营现金流



数据来源：公司及招银国际预测

图 15: 我们预计杠杆率下降



数据来源：公司及招银国际预测

图 17: 自由现金流短期内有望持续改善



数据来源：公司及招银国际预测

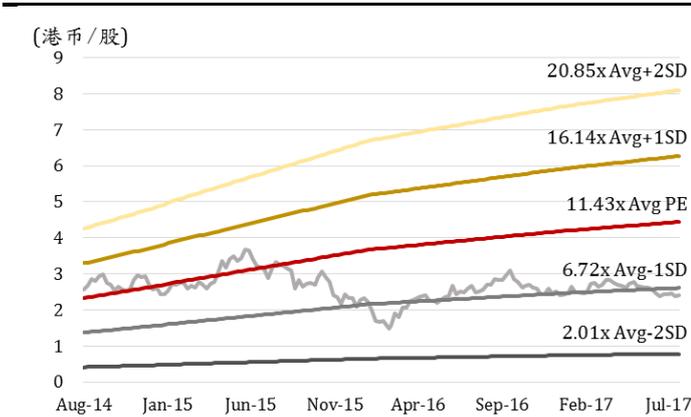
图 18: 华能 DCF 估值

DCF估值	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
已并网装机容量 (兆瓦)	13,588	14,838	16,088	17,488	18,888	20,288	21,688	23,088	24,488	25,888	27,288	28,688	30,088
装机增长率	10%	9%	8%	9%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	5%
该年新增装机数	1,250	1,250	1,250	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
营业收入	12,064	13,351	14,985	14,515	15,639	16,758	17,871	18,978	20,080	21,176	22,267	23,352	24,432
营业收入增长率	14%	11%	12%	-3%	8%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%
EBIT (百万人民币)	6,560	7,290	8,354	7,258	7,741	8,212	8,670	9,115	9,548	9,969	10,377	10,774	11,159
EBIT率	54%	55%	56%	50%	50%	49%	49%	48%	48%	47%	47%	46%	46%
税率	11%	11%	12%	15%	15%	15%	15%	15%	16%	16%	16%	17%	17%
折旧 (百万人民币)	4,345	4,763	5,178	5,225	5,630	6,033	6,434	6,832	7,229	7,624	8,016	8,407	8,795
资本性支出 (百万人民币)	(10,105)	(10,030)	(9,955)	(11,094)	(11,038)	(10,983)	(10,928)	(10,874)	(10,819)	(10,765)	(10,711)	(10,658)	(10,604)
流动资金投资	(76)	(117)	368	141	(337)	(336)	(334)	(332)	(331)	(329)	(327)	(326)	(324)
自由现金流	-13	1,094	2,945	459	870	1,716	2,533	3,338	4,131	4,897	5,652	6,396	7,129
年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
贴现率	0.93	0.86	0.80	0.74	0.69	0.64	0.60	0.55	0.51	0.48	0.44	0.41	0.38
贴现现金流	(12)	944	2,358	341	601	1,100	1,509	1,846	2,122	2,336	2,504	2,631	2,723
终值	156,786												
最终永续增长率	3%												
终值EV/EBITDA	7.86												

估值 (百万人民币)		加权平均资本成本计算	
终值	156,786	债务成本	4.8%
最终永续增长率	3.0%	税率	13.0%
终值EV/EBITDA	7.86	税后债务成本	4.2%
总贴现现金流	21,003	股本成本	21.7%
贴现终值	59,893	调整后beta	1.38
企业价值	80,896	市场风险溢价	14.7%
总贴现现金流%	26.0%	无风险收益率	1.5%
贴现终值%	74.0%	债务融资%	80.0%
加: 现金及现金等价物	5,310	加权平均资本成本	7.7%
减: 债务	56,430		
少数股东权益	887		
股本价值 (人民币)	28,889		
每股价值 (人民币)	2.73		
汇率 (港元/人民币)	0.87		
每股价值 (港元)	3.14		

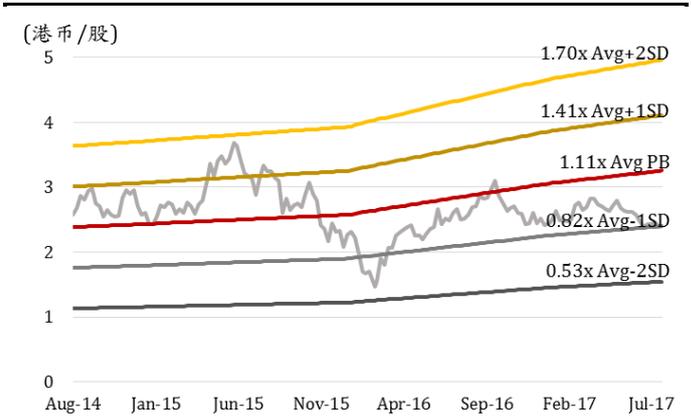
数据来源: 招银国际预测

图 19: 华能前瞻市盈率通道



数据来源: 彭博及招银国际

图 20: 华能前瞻市帐率通道



数据来源: 彭博及招银国际

## 财务摘要

### 利润表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷售收入</b>	<b>7,357</b>	<b>9,239</b>	<b>10,578</b>	<b>12,064</b>	<b>13,351</b>
风电	6,740	8,482	9,672	11,022	12,168
光伏	617	757	906	1,042	1,183
其它淨收入	435	322	302	338	369
<b>營運支出</b>	<b>(3,676)</b>	<b>(4,652)</b>	<b>(5,241)</b>	<b>(5,842)</b>	<b>(6,431)</b>
折旧和摊销	(2,735)	(3,462)	(3,922)	(4,345)	(4,763)
雇員成本	(370)	(403)	(463)	(529)	(598)
修理和维护	(109)	(189)	(210)	(233)	(255)
管理费用	(189)	(223)	(264)	(302)	(334)
其它运营費用	(272)	(375)	(381)	(434)	(481)
<b>息稅前收益</b>	<b>4,116</b>	<b>4,908</b>	<b>5,640</b>	<b>6,560</b>	<b>7,290</b>
融資成本淨額	(2,073)	(1,995)	(2,046)	(2,187)	(2,309)
合資及聯營企業	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
特殊項目	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>2,041</b>	<b>2,910</b>	<b>3,590</b>	<b>4,369</b>	<b>4,977</b>
所得稅	(141)	(202)	(326)	(465)	(527)
非控制股東權益	(40)	(49)	(65)	(78)	(89)
<b>淨利潤</b>	<b>1,860</b>	<b>2,659</b>	<b>3,199</b>	<b>3,827</b>	<b>4,361</b>

数据来源:公司及招銀國際預測

### 资产负债表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流動資產</b>	<b>74,901</b>	<b>76,749</b>	<b>84,550</b>	<b>90,675</b>	<b>96,281</b>
固定資產	68,658	72,107	78,397	84,192	89,495
預付租金	317	351	365	378	390
合資及聯營公司投資	109	106	104	101	99
其它非流動資產	5,817	4,185	5,684	6,005	6,298
<b>流動資產</b>	<b>7,652</b>	<b>8,696</b>	<b>10,770</b>	<b>11,947</b>	<b>13,118</b>
現金及現金等價物	4,504	2,570	5,310	6,264	7,186
應收賬款	2,900	4,635	4,053	4,272	4,518
預付款	122	1,415	1,319	1,319	1,319
其它流動資產	126	75	89	92	96
<b>流動負債</b>	<b>28,533</b>	<b>30,517</b>	<b>31,217</b>	<b>32,928</b>	<b>34,434</b>
應付賬款	18,727	22,563	22,572	24,123	25,485
其它應付	496	435	430	430	430
借貸	9,250	7,440	8,165	8,325	8,468
其它流動負債	60	80	50	50	50
<b>非流動負債</b>	<b>35,395</b>	<b>33,933</b>	<b>38,350</b>	<b>40,566</b>	<b>42,020</b>
借貸	30,677	28,372	33,858	36,184	38,228
融資租賃	2,018	1,583	1,153	723	293
其它非流動負債	231	215	223	219	221
<b>少數股東權益</b>	<b>827</b>	<b>857</b>	<b>887</b>	<b>917</b>	<b>947</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>17,798</b>	<b>20,137</b>	<b>24,865</b>	<b>28,212</b>	<b>31,999</b>
<b>股東權益</b>	<b>17,798</b>	<b>20,137</b>	<b>24,865</b>	<b>28,212</b>	<b>31,999</b>

数据来源:公司及招銀國際預測

**現金流量表**

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>息稅前收益</b>	<b>1,860</b>	<b>2,659</b>	<b>3,199</b>	<b>3,827</b>	<b>4,361</b>
折舊和攤銷	2,745	3,471	3,930	4,353	4,771
運營資金變動	1,389	(4,870)	1,376	(76)	(117)
其它	813	1,301	(670)	320	(160)
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>7,682</b>	<b>7,338</b>	<b>7,836</b>	<b>8,424</b>	<b>8,855</b>
資本開支	(13,512)	(6,889)	(10,200)	(10,126)	(10,052)
聯營公司	999	(481)	(1,516)	(340)	(313)
其它	(340)	(313)	(286)	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(12,514)</b>	<b>(7,370)</b>	<b>(11,717)</b>	<b>(10,466)</b>	<b>(10,365)</b>
股份發行	32	(28)	1,928	-	-
淨借貸	4,567	1,035	5,061	3,446	2,976
股息	(195)	(292)	(399)	(480)	(574)
其它	(2,626)	(2,574)	30	30	30
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>1,778</b>	<b>(1,858)</b>	<b>6,620</b>	<b>2,996</b>	<b>2,432</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(3,054)</b>	<b>(1,889)</b>	<b>2,739</b>	<b>954</b>	<b>923</b>
年初現金及現金等價物	6,385	3,470	2,570	5,310	6,264
匯兌	139	85	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>3,470</b>	<b>1,665</b>	<b>5,310</b>	<b>6,264</b>	<b>7,186</b>
受限制現金	27	34	30	30	30
3月以上定存					
<b>資產負債表現金</b>	<b>3,470</b>	<b>1,665</b>	<b>5,310</b>	<b>6,264</b>	<b>7,186</b>

数据来源:公司及招銀國際預測

**主要指标**

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷售組合 (%)</b>					
風電	91.6	91.8	91.4	91.4	91.1
光伏	8.4	8.2	8.6	8.6	8.9
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	56.0	53.1	53.3	54.4	54.6
稅前利率	27.7	31.5	33.9	36.2	37.3
淨利潤率	25.3	28.8	30.2	31.7	32.7
有效稅率	6.9	6.9	9.1	10.6	10.6
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	0.27	0.28	0.35	0.36	0.38
速動比率 (x)	0.27	0.28	0.34	0.36	0.38
現金比率 (x)	0.16	0.09	0.24	0.19	0.21
平均應收款周轉天數	150	149	150	126	120
債務 / 股本比率 (%)	265	243	202	207	193
淨負債 / 股東權益比率 (%)	266	250	203	196	179
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	10.4	13.2	12.9	13.6	13.6
資產回報率	2.3	3.1	3.4	3.7	4.0
<b>每股數據(人民幣)</b>					
每股盈利(人民幣,分)	19.1	27.3	31.2	36.2	41.3
每股股息(人民幣,分)	3.00	4.10	4.54	5.43	6.19
每股賬面價值(人民幣)	1.83	2.07	2.35	2.67	3.03

数据来源:公司及招銀國際預測

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。