

中國風電運營商

三季度運營表現疲弱

中國風電運營商在宣布 19 年上半年業績後展現出不同的股價發展趨勢。由於長期以來可再生能源補貼的延遲以及潛在電價政策調整對新建風電項目帶來更多的不確定性，我們認為市場總體情緒對於風電板塊仍然低迷，同時，大多數風電運營商的三季度運營表現也顯得比較疲弱。華能新能源的私有化在短期內增加風電運營板塊的市場關注，但我們並不認為私有化將成為該行業的發展趨勢。我們的行業首選是新天綠色能源 (956 HK)，我們偏好其出色的經營業績，日益增長的天然氣業務布局，并且公司 A 股上市在即。

- **除新天綠色能源以外，風電運營商三季度運營表現不佳。**風電運營商在 19 年第三季度遇到了糟糕的季節，因為華北地區的風電資源不盡人意，主要風電運營商的風力發電量在三季度同比下降了 5.0% 至 13.3%。新天 (956 HK) 在我們所覆蓋的風電運營商中是個例外，公司期內風力發電量同比增長 14.0%。結合前九個月數據，龍源電力 (916 HK)，華能新能源 (958 HK) 和華電福新 (816 HK) 的風電發電量均低於我們的預期，而新天發電量則略微領先我們預測。
- **補貼拖欠和政策制約依舊高懸。**由於各家風電運營商們在中期業績會上對於補貼應收快速增加及補貼拖欠並沒有透露出明晰的解決方案，我們注意到市場對此的失望並對風電運營商的估值帶來比較明顯的壓力。此外，國務院常務會議決定取消燃煤發電的基準電價，取而代之的是基於市場交易的新電價基準，這引起了風電運營商的更多市場擔憂。市場預期潛在基準電價下調將導致 1) 新能源項目更加難以實現平價上網；及 2) 進一步擴大補貼缺口。我們將龍源電力（規模領先的風電龍頭運營商）的估值下跌視作對整個板塊估值壓力的標誌。
- **私有化僅帶來短暫的提振，而非改變市場趨勢。**華能新能源在 9 月初提出的私有化方案使市場驚訝，私有化報價（約為一倍市淨率）也顯著改變了市場氣氛。根據我們與主要風電運營商的溝通，我們認為私有化決策高度依賴於公司經營戰略和管理層風格，但並非是受國資委指引所致。我們認為，華能新能源的私有化將為可再生能源資產重組的個案之一，對於國有上市運營商而言，折讓（較淨資產）較大的可再生能源上市公司私有化并非普遍趨勢。
- **新天綠色能源是我們的行業首選。**新天股價自中期業績發布後已反彈 20.2%，表現僅次於宣布私有化退市的華能新能源。基於公司強勁的運營業績表現，日漸增加的燃氣業務布局，以及更為重要的是公司 A 股上市漸近，我們相信公司的價值重估動能依舊強勁。我們對新天綠色能源的目標價為每股 2.74 港元，對應目前股價有 17.6% 漲幅。

估值表

港股上市公司	代碼	市價 股價 目標價			評級	每股收益				每股收益			市盈率			市淨率		
		百萬港元(港元)	(港元)	(港元)		18	19E	20E	18-20E	18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E
龍源電力	916 HK	39,137	4.87	4.68	持有	0.49	0.60	0.66	16.3%	8.8	7.3	6.5	0.7	0.7	0.6			
金風科技	2208 HK	52,019	8.45	12.06	買入	0.84	0.78	0.96	6.6%	8.8	9.7	7.8	1.1	1.0	0.9			
華能新能源	958 HK	22,295	2.11	3.17	持有	0.29	0.35	0.39	15.1%	6.4	5.3	4.8	0.7	0.6	0.6			
華電福新	816 HK	12,276	1.46	2	買入	0.24	0.31	0.36	23.0%	5.0	4.2	3.6	0.5	0.4	0.4			
大唐新能源	1798 HK	5,383	0.74	N/A	未評級	0.15	0.19	0.22	21.3%	4.1	3.4	3.0	0.4	0.4	0.3			
新天綠色能源	956 HK	7,207	1.94	2.74	買入	0.33	0.39	0.44	14.7%	5.2	4.4	3.9	0.7	0.6	0.5			
中廣核新能源	1811 HK	4,291	1.00	N/A	未評級	0.02	0.03	0.03	18.6%	6.2	4.6	4.4	0.5	0.5	0.5			
協合新能源	182 HK	3,208	0.38	N/A	未評級	0.06	0.08	0.09	26.4%	4.5	4.5	3.6	0.5	0.5	0.4			
行業平均									17.8%	6.1	5.4	4.7	0.6	0.6	0.5			

資料來源：彭博，招銀國際證券

同步大市（維持）

中國風電行業

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

近期報告：

1. “China Wind Sector – Revisit subsidy delay issue and 1H19 preview” – 5 Aug 2019
2. “中國風電行業 – 11 月風資源較差或對 18 年盈利帶來影響” – 2018 年 12 月 14 日
3. “中國風電行業 – 市場忽略了風電行業的基本面改善” – 2018 年 10 月 25 日

目錄

新天綠色能源 (956 HK)	2
龍源電力 (916 HK)	2
華電福新 (816 HK)	2
華能新能源 (958 HK)	2

圖 1: 主要風電運營商三季度及前九月運營情況匯總及與我們預期對比

公司及业务板块	3Q18	3Q19	同比	9M18	9M19	同比	FY18A	FY19E	9M18/ FY18	9M19/ FY19E
	发电量	发电量		发电量	发电量		发电量			
	(GWh)	(GWh)		(%)	(GWh)		(GWh)	(%)		
龙源电力 - 916 HK										
发电量	10,628	10,307	-3.0%	36,458	36,597	0.4%	49,970	52,082	73.0%	70.3%
风电	8,120	7,717	-5.0%	28,909	29,162	0.9%	39,542	41,594	73.1%	70.1%
煤电	2,377	2,471	3.9%	7,170	7,050	-1.7%	9,919	9,938	72.3%	70.9%
其它	131	119	-9.3%	379	384	1.4%	509	550	74.4%	69.9%
华能新能源 - 958 HK										
发电量	4,399	4,151	-5.6%	18,008	19,347	7.4%	24,974	26,988	72.1%	71.7%
风电	4,049	3,771	-6.9%	16,955	18,194	7.3%	23,563	25,472	72.0%	71.4%
光伏	350	380	8.5%	1,053	1,153	9.5%	1,410	1,516	74.7%	76.0%
大唐新能源 - 1798 HK										
发电量	3,364	2,923	-13.1%	12,916	12,911	0.0%	17,975	n/a	71.9%	n/a
风电	3,294	2,857	-13.3%	12,695	12,703	0.1%	17,690	n/a	71.8%	n/a
其它	70	66	-5.6%	220	208	-5.7%	285	n/a	77.2%	n/a
华电福新 - 816 HK										
发电量	11,381	12,629	11.0%	33,131	36,668	10.7%	44,574	48,184	74.3%	76.1%
风电	3,488	3,249	-6.8%	12,429	12,208	-1.8%	16,869	17,298	73.7%	70.6%
光伏	430	473	10.2%	1,253	1,324	5.7%	1,613	1,625	77.7%	81.5%
水电	1,699	3,222	89.6%	4,075	8,678	113.0%	5,791	10,171	70.4%	85.3%
煤电	4,940	4,671	-5.4%	13,372	11,741	-12.2%	17,514	15,456	76.4%	76.0%
燃气分布式	783	984	25.6%	1,882	2,614	38.9%	2,621	3,468	71.8%	75.4%
其它	41	30	-25.8%	120	103	-14.2%	166	166	72.2%	61.9%
新天绿色能源 - 956 HK										
发电量	1,244	1,416	13.9%	5,483	6,281	14.6%	7,815	8,765	70.2%	71.7%
风电	1,205	1,373	14.0%	5,381	6,153	14.3%	7,676	8,608	15.7%	16.0%
光伏	39	43	9.1%	102	129	25.5%	139	157	28.1%	n/a
燃气销售量 (百万立方米)	416	494	18.77%	1,713	2,145	25.25%	2,631	3,406	65.1%	63.0%
批发	204	225	9.8%	1,029	1,308	27.1%	1,620	2,187	63.5%	59.8%
零售	192	249	29.6%	623	766	22.8%	920	1,122	67.8%	68.2%
CNG	19	20	5.5%	60	71	19.0%	92	97	65.2%	73.2%

資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

新天綠色能源 (956 HK)

三季度運營表現符合預期軌道

自中期業績公布以來，新天綠色能源的股價反彈了 20.2%。公司是我們風電運營商覆蓋範圍內的唯一一家企業在 2019 年三季度實現了風力發電量增長。我們相信隨著公司維持優秀的運營效率，同時逐漸增加天然氣業務板塊的布局將使公司獲得更多說的市場關注。目前公司的估值為 2019 年預測市盈率/市淨率分別 5.9 倍/0.7 倍，我們認為公司的估值仍然非常誘人，並且我們預計公司即將登陸 A 股將推動股價上漲。重申買入評級，目標價維持每股 2.74 港元不變。

- **三季度風電發電量符合預期。** 期內，風電發電量錄得 1,373 吉瓦時，同比增長 14.0%，光伏發電實現 43 吉瓦時。前九個月新天共實現發電量 6,281 吉瓦時，同比增長 14.6%。公司前九月發電量增速較我們全年預測的 12.6% 略快。我們認為公司有意的發電量增速並不僅僅來源於優秀的運營效率，同時還含有新增發電機組的發電貢獻。公司 2019 年全年維持較為謹慎的新增裝機目標約 500 兆瓦。
- **三季度天然氣銷量同比增長 18.8%。** 天然氣銷售量為 4.94 億方，同比增長 18.8%。其中，批發氣量在三季度增速放緩至 9.8%，而同期零售氣量增速則保持在 29.6% 的高水平。管理層解釋，由於國家 9 月份加強了環境污染控制，導致部分用氣量較大的工業客戶受到影響。前九月，公司共實現天然氣銷氣量 21.45 億方，同比增長 25.3%，較我們全年銷氣量增速 29.4% 預測略低。基於 2019 年四季度冬季天然氣供應充足的展望，我們預計公司的天然氣銷量增長將有望追上我們的預測增速，因此我們維持天然氣銷量預估不變。
- **A 股上市審核隊列中排 30 位左右。** 我們預計，公司將有望從其 A 股上市中獲得更多市場關注及認可。根據管理層透露，公司目前在發審隊列中排位在 30 左右，待上市委員會進行審核批准。管理層預計審核時間可能會在 2019 年底。我們相信公司在 A 股上市將有望將估值提到更高水平。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	7,058	9,975	12,731	15,436	18,210
同比增長 (%)	61.0	41.3	27.6	21.3	18.0
淨利潤 (百萬人民幣)	940	1,240	1,329	1,484	1,646
EPS (人民幣)	0.25	0.33	0.36	0.40	0.44
EPS 變動 (%)	73.5	32.0	7.2	11.6	10.9
市盈率(x)	8.1	6.1	5.7	5.1	4.6
市帳率(x)	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
股息率 (%)	5.0	6.1	7.0	7.8	8.6
權益收益率 (%)	10.9	12.4	11.3	11.6	11.9
淨財務杠杆率(%)	195	190	214	249	256

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$2.74
(此前目標價)	HK\$2.74)
潛在升幅	+20.2%
當前股價	HK\$2.28

中國風電行業

蕭小川
(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	8,471
3月平均流通量(百萬港元)	10.0
52周內股價高/低(港元)	2.56/1.76
總股本(百萬)	1.876

資料來源：彭博

股東結構

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

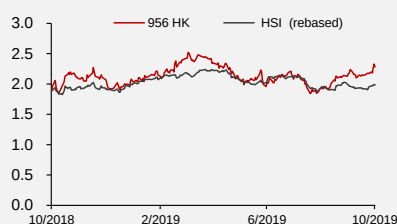
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.4%	9.2%
3-月	9.9%	17.0%
6-月	-0.4%	11.7%
12-月	21.4%	15.1%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

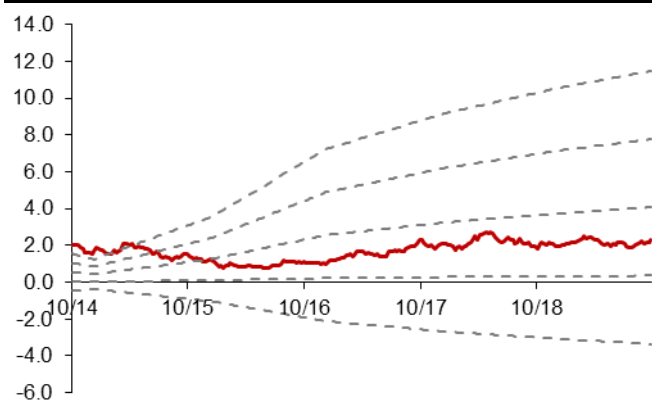
審計師：安永

圖 2: 新天三季度/前九月運營表現

公司及業務板塊	3Q18			3Q19			9M18			9M19			FY18A		FY19E			
	發電量	發電量	同比	發電量	發電量	同比	發電量	發電量	同比	發電量	發電量	同比	發電量	發電量	9M18/ FY18	9M19/ FY19E		
	(GWh)	(GWh)	(%)	(GWh)	(GWh)	(%)	(GWh)	(GWh)	(%)	(GWh)	(GWh)	(%)	(GWh)	(GWh)	(%)	(%)		
新天綠色能源 - 956 HK																		
發電量	1,244	1,416	13.9%	5,483	6,281	14.6%	7,815	8,765	70.2%	71.7%								
風電	1,205	1,373	14.0%	5,381	6,153	14.3%	7,676	8,608	15.7%	16.0%								
光伏	39	43	9.1%	102	129	25.5%	139	157	28.1%	n/a								
燃氣銷售量 (百萬立方米)																		
批發	204	225	9.8%	1,029	1,308	27.1%	1,620	2,187	63.5%	59.8%								
零售	192	249	29.6%	623	766	22.8%	920	1,122	67.8%	68.2%								
CNG	19	20	5.5%	60	71	19.0%	92	97	65.2%	73.2%								

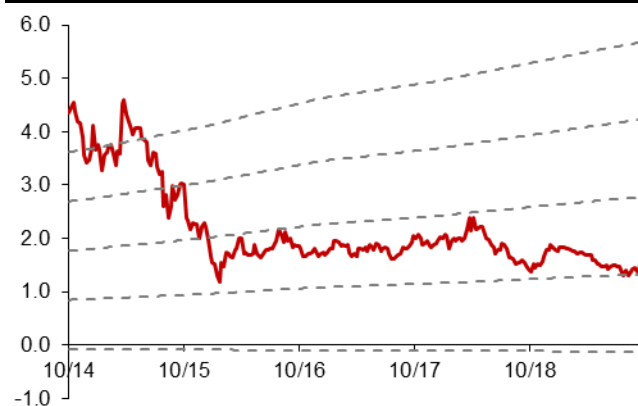
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 3: 12-月前瞻市盈率



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 4: 12-月前瞻市淨率



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

財務分析

利潤表

12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	7,058	9,975	12,323	14,947	17,607
風電及光伏	3,100	3,422	3,878	4,366	4,838
天然氣	3,957	6,551	8,445	10,582	12,769
銷售成本	(4,750)	(7,116)	(9,190)	(11,319)	(13,480)
其它收入淨額	81	100	77	76	76
銷售成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
管理費用	(453)	(502)	(573)	(635)	(704)
其它支出	(171)	(219)	(62)	(75)	(79)
運營利潤	1,764	2,239	2,575	2,993	3,419
融資成本淨額	(774)	(785)	(916)	(1,152)	(1,339)
合資及聯營企業	214	290	341	375	425
稅前利潤	1,204	1,743	2,065	2,336	2,624
所得稅	(99)	(168)	(207)	(234)	(289)
非控制股東權益	(165)	(307)	(286)	(324)	(366)
可續期綠色債利息	-	(29)	(60)	(60)	(60)
淨利潤	940	1,240	1,513	1,720	1,911

現金流量表

12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅前利潤	1,204	1,743	2,065	2,336	2,624
折舊和攤銷	1,125	1,308	1,540	1,887	2,320
運營資金變動	(75)	(147)	(1,685)	402	(136)
稅項	(126)	(217)	(227)	(234)	(289)
其它	496	91	(60)	(60)	(60)
經營活動所得現金流	2,642	2,778	1,634	4,332	4,460
資本開支	(4,324)	(5,568)	(8,392)	(10,265)	(7,426)
其它	754	(12)	12	-	-
投資活動所得現金淨額	(3,570)	(5,580)	(8,381)	(10,265)	(7,426)
股份發行	-	-	-	-	-
可續期綠色債	-	590	410	-	-
淨借貸	2,963	2,673	6,502	6,883	3,872
其它	(901)	274	-	-	-
融資活動所得現金淨額	1,563	3,022	6,202	6,049	2,925
現金增加淨額	634	220	(544)	116	(40)
年初現金及現金等價物	1,491	2,110	2,240	1,696	1,812
匯兌	(15)	(89)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,110	2,240	1,696	1,812	1,772
加上：收購所得現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	2,110	2,240	1,696	1,812	1,772

資產負債表

12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	28,755	32,743	39,327	47,428	52,533
固定資產	22,466	26,584	33,026	41,091	45,836
無形資產	1,870	1,757	1,673	1,574	1,475
合資及聯營公司投資	1,687	1,918	2,378	2,757	3,185
預付款及其它應收	1,819	1,648	1,391	1,114	1,114
其它非流動資產	913	837	859	892	923
流動資產	5,533	6,418	7,355	7,820	8,227
現金及現金等價物	2,110	2,240	1,696	1,812	1,772
應收賬款	2,564	3,296	3,729	4,442	4,885
預付款	789	812	1,844	1,476	1,476
其它流動資產	70	70	86	90	94
流動負債	9,473	8,602	9,572	11,143	12,560
應付帳款	576	148	986	1,196	1,409
其它應付	3,084	3,655	2,440	2,693	2,788
借貸	5,708	4,644	6,022	7,118	8,215
其它流動負債	49	70	50	50	50
非流動負債	14,314	18,162	23,214	29,000	31,767
借貸	13,217	16,683	21,350	26,779	29,125
其它長期應付	69	184	102	112	116
其它非流動負債	-	25	25	25	25
少數股東權益	1,896	2,360	2,401	2,496	2,603
可續期綠色公司債	-	590	1,000	1,000	1,000
股東權益	8,605	9,446	10,495	11,609	12,832
淨資產總額	10,501	12,397	13,896	15,105	16,434

主要比率

12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
風電及光伏	45.2	43.9	34.3	31.5	29.2
天然氣	54.6	56.1	65.7	68.5	70.8
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	32.9	32.7	28.7	0.25	24.3
運營利率	28.0	25.0	22.4	20.9	20.0
稅前利率	17.0	17.1	17.5	16.8	15.6
淨利潤率	12.4	13.3	12.4	12.3	11.5
有效稅率	13.0	8.2	9.6	10.0	10.0
資產負債比率					
流動比率 (X)	0.49	0.58	0.75	0.77	0.70
速動比率 (X)	0.49	0.58	0.74	0.76	0.70
現金比率 (X)	0.19	0.22	0.26	0.18	0.16
平均應收款周轉天數	107.6	107.2	104.0	99.8	96.7
債務 / 股本比率 (%)	178.8	180.2	172.0	197.0	224.4
淨負債 / 股東權益比率 (%)	195.2	190.0	223.3	254.4	257.0
回報率 (%)					
資本回報率	6.86	10.92	12.35	13.16	13.64
資產回報率	1.84	2.74	3.17	3.24	3.11
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.25	0.33	0.41	0.46	0.51
每股股息 (人民幣)	0.10	0.13	0.16	0.19	0.21
每股賬面價值 (人民幣)	2.32	2.70	3.09	3.39	3.72

資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

龍源電力 (916 HK)

估值仍受市場情緒所壓制

龍源電力是自中期業績報告以來，我們所覆蓋的風電運營企業中股價表現最差的一家，股價在這期間進一步下跌6.9%。作為全球在運風機規模最大的風電龍頭運營商，公司面臨著最大的可再生能源補貼敞口以及潛在的標杆電價調整影響。龍源電力低迷的估值體現了市場對於公司現金流及潛在政策影響未來增長的擔憂。目前公司的估值僅為前贍市盈率/市淨率的6.6/0.58倍，處於5年期最低位。儘管如此，由於目前市場對於如何解決補貼問題并無頭緒，我們認為公司的股價將持續承壓。我們將DCF目標價自每股5.00港元下調至每股4.68港元，維持持有評級。

- **三季度風電發電量同比下跌5.0%**。三季度，龍源實現風電發電量7,717吉瓦時，同比下跌5.0%。根據管理層信息，較弱的風電發電表現主要是由於華北地區風資源條件較差所致。前九月，龍源供實現發電量29,162吉瓦時，同比僅微增0.9%，較我們全年增長5.2%預測明顯更低。基於公司發電數據，我們將2019-21年的發電利用小時自2,354/2,348/2,402小時分別下調至2,300/2,323/2,346小時，以反映更為保守的風電利用小時預期。
- **下調盈利預測**。基於利用小時假設調整，我們將2019-21年的每股盈利預測分別下調7.2/7.2/6.9%至人民幣0.55/0.60/0.71元。我們的DCF目標價也據此自每股5.00港元下調至每股4.68港元。由於目前我們仍看不到股價短期內實現價值重估的催化劑，我們對龍源維持持有評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬人民幣)	24,592	26,388	27,121	28,679	31,314
同比增長(%)	10.3	7.3	2.8	5.7	9.2
淨利潤(百萬人民幣)	3,688	3,924	4,392	4,809	5,686
EPS(人民幣)	0.46	0.49	0.55	0.60	0.71
EPS變動(%)	8.0	6.4	11.9	9.5	18.2
市盈率(x)	8.1	7.6	6.8	6.2	5.3
市帳率(x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率(%)	2.5	2.6	2.9	3.2	3.8
權益收益率(%)	9.0	8.9	9.2	9.3	10.1
淨財務杠杆率(%)	173.4	163.0	156.4	157.3	140.8

資料來源：公司及招銀國際證券預測

持有 (維持)

目標價	HK\$4.68
(此前目標價)	HK\$5.00)
潛在升幅	+12.2%
當前股價	HK\$4.17

中國風電行業

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	33,5212
3月平均流通量(百萬港元)	58
52周內股價高/低(港元)	7.49/4.59
總股本(百萬)	3,430

資料來源：彭博

股東結構

國家能源集團	58.4%
流通股	41.6%

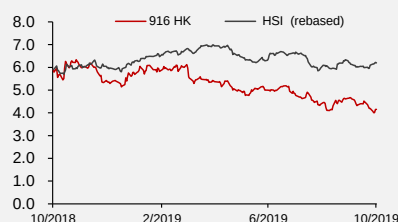
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-9.7%	-10.7%
3-月	-12.6%	-5.9%
6-月	-22.3%	-12.9%
12-月	-28.0%	-31.1%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

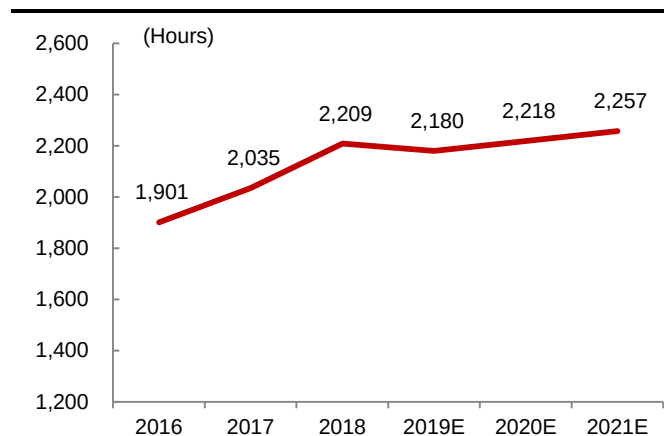
審計師：安永

圖 5: 龍源電力三季度/前九月運營表現

公司及業務板塊	3Q18			3Q19			9M18			9M19			FY18A		FY19E			
	發電量	發電量	同比	發電量	發電量	同比	發電量	發電量	同比	發電量	發電量	同比	發電量	發電量	9M18/ FY18	9M19/ FY19E	(%)	(%)
	(GWh)	(GWh)	(%)	(GWh)	(GWh)	(%)	(GWh)	(GWh)	(%)	(GWh)	(GWh)	(%)	(GWh)	(GWh)	(%)	(%)		
龍源電力 - 916 HK																		
發電量	10,628	10,307	-3.0%	36,458	36,597	0.4%	49,970	52,082	73.0%	70.3%								
風電	8,120	7,717	-5.0%	28,909	29,162	0.9%	39,542	41,594	73.1%	70.1%								
煤電	2,377	2,471	3.9%	7,170	7,050	-1.7%	9,919	9,938	72.3%	70.9%								
其它	131	119	-9.3%	379	384	1.4%	509	550	74.4%	69.9%								

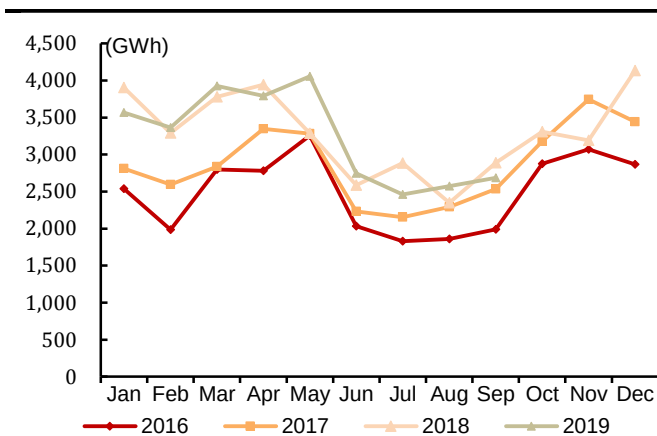
資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 6: 龍源電力風電利用小時數



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 7: 龍源電力月度風電發電量



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 8: 盈利預測調整

	原預測			新預測			變化 (%)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
收入 (百萬人民幣)	27,565	29,161	31,860	27,121	28,679	31,314	-1.6%	-1.6%	-1.7%
淨利潤 (百萬人民幣)	4,735	5,181	6,110	4,392	4,809	5,686	-7.2%	-7.2%	-6.9%
每股盈利 (人民幣)	0.59	0.64	0.76	0.55	0.60	0.71	-7.2%	-7.2%	-6.9%

資料來源：招銀國際證券預測

圖 9: 我們對龍源電力的 DCF 估值

DCF 估值	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
營業收入	28,679	31,314	33,304	35,269	33,281	32,770	32,250	31,722	31,189	30,653	30,115
營業收入增長率	6%	9%	6%	6%	-6%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
EBIT (百萬人民幣)	10,490	12,650	13,751	14,891	13,344	12,570	11,813	11,076	10,358	9,662	8,988
EBIT率	37%	40%	41%	42%	40%	38%	37%	35%	33%	32%	30%
稅率	18%	19%	19%	20%	20%	21%	21%	22%	22%	23%	23%
折舊 (百萬人民幣)	8,154	9,109	9,755	10,409	10,619	10,824	11,024	11,218	11,408	11,593	11,773
資本性支出 (百萬人民幣)	(18,495)	(11,146)	(11,146)	(11,014)	(10,646)	(10,291)	(9,949)	(9,619)	(9,300)	(8,993)	(8,696)
流動資金投資	(884)	(1,094)	(931)	(876)	(595)	(219)	(223)	(226)	(228)	(229)	(230)
自由現金流	(898)	9,331	10,626	12,226	11,214	10,717	10,604	10,496	10,393	10,297	10,208

年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
貼現率	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65	0.60	0.55	0.51	0.46	0.43	0.39
貼現現金流	(825)	7,868	8,227	8,693	7,321	6,425	5,838	5,306	4,825	4,389	3,996
終值	150,888										
最終永續增長率	2%										
終值EV/EBITDA	7.27										

估值 (百萬人民幣)		加權平均資本成本計算	
終值	150,888	債務成本	4.7%
最終永續增長率	2.0%	稅率	20.0%
終值EV/EBITDA	7.27	稅後債務成本	3.8%
總貼現現金流	62,064	股本成本	15.2%
貼現終值	59,063	調整後beta	0.89
企業價值	121,126	市場風險溢價	15.0%
總貼現現金流%	51.2%	無風險收益率	1.8%
貼現終值%	48.8%	債務融資%	55.0%
加: 現金及現金等价物	2,972	加權平均資本成本	8.9%
減: 債務	77,798		
少數股東權益	7,479		
永續債	4,991		
股本價值 (人民幣)	33,830		
每股價值 (人民幣)	4.21		
匯率 (港元/人民幣)	0.90		
每股價值 (港元)	4.68		

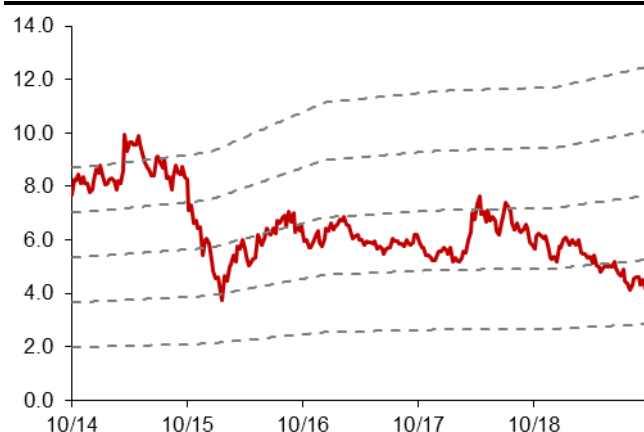
資料來源: 招銀國際證券預測

圖 10: 12-月前瞻市盈率



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 11: 12-月前瞻市淨率



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

財務分析

利潤表

12 月 31 日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	24,592	26,388	27,121	28,679	31,314
風電	15,998	18,410	18,852	20,403	23,140
火電	7,990	7,314	7,595	7,603	7,500
其它	530	650	674	674	674
特許權收益	74	14	-	-	-
銷售成本	(13,965)	(13,927)	(14,485)	(15,097)	(16,092)
毛利	10,627	12,461	12,635	13,582	15,222
其它淨收入	712	917	881	918	986
行政費用	(542)	(588)	(605)	(640)	(698)
人員成本	(1,677)	(2,075)	(2,205)	(2,395)	(2,539)
其它費用	(784)	(1,473)	(922)	(975)	(1,065)
息稅前收益	8,337	9,242	9,785	10,490	11,907
融資成本淨額	(3,215)	(3,513)	(3,457)	(3,615)	(3,891)
合資及聯營企業	344	167	273	338	361
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	5,465	5,897	6,600	7,213	8,377
所得稅	(916)	(976)	(1,174)	(1,328)	(1,574)
減去:					
非控制股東權益	704	755	793	833	874
永續中期票據持有人	158	242	242	242	242
淨利潤	3,688	3,924	4,392	4,809	5,686

資產負債表

12 月 31 日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	128,513	128,718	132,839	142,476	144,234
固定資產	109,473	110,001	113,981	123,633	125,392
預付租金	2,165	2,152	2,179	2,201	2,219
合資及聯營公司投資	4,472	4,549	4,822	5,160	5,521
其它非流動資產	12,403	12,016	11,857	11,482	11,102
流動資產	17,122	17,786	19,868	22,758	25,793
現金及現金等價物	5,105	3,114	3,252	5,392	7,264
應收賬款	7,155	10,542	11,417	12,070	13,175
預付款	3,629	2,819	3,792	3,829	3,876
其它流動資產	1,233	1,312	1,408	1,466	1,477
流動負債	47,159	39,780	42,246	45,601	45,668
應付帳款	1,891	2,059	2,049	2,049	2,049
其它應付	9,220	9,122	8,805	8,671	8,739
借貸	35,774	28,336	31,119	34,615	34,615
其它流動負債	275	264	273	267	265
非流動負債	45,176	50,158	50,138	55,229	55,081
借貸	41,620	46,645	46,679	51,922	51,922
融資租賃	415	361	307	255	207
其它非流動負債	3,141	3,152	3,152	3,052	2,952
少數股東權益	7,173	7,329	7,479	7,629	7,779
永續中期票據	4,991	4,991	4,991	4,991	4,991
股東權益	41,135	44,245	47,852	51,783	56,508
淨資產總額	53,299	56,566	60,323	64,404	69,278

現金流量表

12 月 31 日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
淨利潤	3,688	3,924	4,392	4,809	5,686
折舊和攤銷	6,952	7,316	7,745	8,293	9,253
運營資金變動	(1,162)	(2,405)	(2,306)	(884)	(1,094)
其它	376	(335)	90	168	(3)
經營活動所得現金流	9,855	8,500	9,921	12,386	13,843
資本開支	(10,755)	(7,248)	(11,471)	(17,678)	(10,733)
聯營公司	11	(78)	(273)	(338)	(361)
其它	(627)	(163)	122	(86)	(83)
投資活動所得現金淨額	(11,371)	(7,488)	(11,621)	(18,102)	(11,178)
股份發行	1,954	(76)	-	-	-
淨借貸	2,198	(2,565)	2,446	8,553	20
股息	(683)	(738)	(785)	(878)	(962)
其它	277	156	150	150	150
融資活動所得現金淨額	3,746	(3,222)	1,811	7,824	(792)
現金增加淨額	2,230	(2,210)	111	2,108	1,873
年初現金及現金等價物	1,901	5,072	2,861	2,972	5,080
匯兌	941	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	5,072	2,861	2,972	5,080	6,953
受限制現金	33	253	280	312	312
資產負債表現金	5,105	3,114	3,252	5,392	7,264

主要比率

12 月 31 日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
風電	65.1	69.8	69.5	71.1	73.9
火電	32.5	27.7	28.0	26.5	24.0
其它	2.2	2.5	2.5	2.3	2.2
特許權收益	0.3	0.1	-	-	-
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	33.9	35.0	36.1	36.6	38.0
稅前利率	22.2	22.3	24.3	25.1	26.8
淨利潤率	15.0	14.9	16.2	16.8	18.2
有效稅率	16.8	16.5	17.8	18.4	18.8
資產負債比率					
流動比率 (X)	0.36	0.45	0.47	0.50	0.56
速動比率 (X)	0.34	0.43	0.45	0.48	0.54
現金比率 (X)	0.11	0.07	0.07	0.11	0.15
平均存貨周轉天數	14.8	12.5	12.3	12.9	12.2
平均應收款周轉天數	96.9	122.4	147.8	149.5	147.1
平均應付周轉天數	58.0	51.8	51.8	49.5	46.5
債務 / 股本比率 (%)	185.7	169.5	162.6	167.1	153.1
淨負債 / 股東權益比率 (%)	173.4	163.0	156.4	157.3	140.8
回報率 (%)					
資本回報率	9.0	8.9	9.2	9.3	10.1
資產回報率	2.5	2.7	2.9	2.9	3.3
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.46	0.49	0.55	0.60	0.71
每股股息 (人民幣)	0.09	0.10	0.11	0.12	0.14
每股賬面價值 (人民幣)	5.12	5.51	5.95	6.44	7.03

資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

華電福新 (816 HK)

水電超預期，但核電仍然低於預期

儘管市場對風電運營商情緒較為疲弱，華電福新的股價自 19 年中期業績後仍舊反彈了 7.9%。由於公司的估值顯著低於同業，我們認為市場對公司存私有化預期并呈一定的投機行為。華電福新的三季度運營表現大致符合我們預期。我們認為公司 2019 年全年水電發電量將很可能超出我們的預測，而由於三門核電二號機組仍處於停機狀態將對核電投資盈利貢獻帶來一定拖累。我們對華電福新的 DCF 目標價維持每股 2.00 港元不變，維持買入評級。

- **三季度發電量同比增長 11.0%。**較快的發電量增速主要是受水電和燃氣分布式發電增長推動，但風電和火電的發電量則帶來一定的拖累。水電業務的表現仍舊突出，3 季度及前九個月分別實現同比增長 89.6% 及 113.0%。風電業務板塊則表現較弱，三季度和前九月發電量分別同比下跌 6.8% 及 1.8%。整體而言，華電福新的前九月綜合發電量增長 10.7%，略快於我們對於 2019 年全年發電量增速預測。我們預期水電利用小時數將很可能突破我們此前 3,900 小時的利用小時預測。
- **核電投資喜憂參半。**福清核電上半年發電量同比下跌約 14.0%，而三季度重拾發電量節奏，呈加速追趕態勢，前九月發電量已追至發電量同比下跌 5.0%。三門核電方面，2 號機組仍然處於停運狀態，勢將影響三門核電全年的盈利貢獻。
- **維持買入評級，目標價維持每股 2.00 港元。**基於華電福新三季度運營業績表現，我們維持全年財務預測不變。目前公司估值為 2019 年預測市盈率/市帳率的 4.7 倍/0.5 倍，而 2019-21 年預測每股盈利複合增長率為 21.1%。我們認為華電福新股價仍然明顯低估。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	16,813	18,330	19,850	23,101	26,627
同比增長 (%)	5.63	9.02	8.30	16.37	15.26
淨利潤 (百萬人民幣)	1,986	1,995	2,400	2,988	3,523
EPS (人民幣)	0.24	0.24	0.29	0.36	0.42
EPS 變動 (%)	1.7	0.4	20.3	24.5	17.9
市盈率(x)	5.6	5.6	4.6	3.7	3.2
市帳率(x)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
股息率 (%)	4.2	4.3	4.9	6.0	7.1
權益收益率 (%)	10.2	9.5	10.4	11.7	12.4
淨財務杠杆率(%)	287.2	205.2	207.7	204.6	187.2

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$2.00
(此前目標價)	HK\$2.00
潛在升幅	+37.9%
當前股價	HK\$1.45

中國風電行業

蕭小川
(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	12,192
3 月平均流通量 (百萬港元)	7
52 周內股價高/低 (港元)	1.92/1.294
總股本 (百萬)	2,570

資料來源：彭博

股東結構

華電集團	62.8%
流通股	37.2%

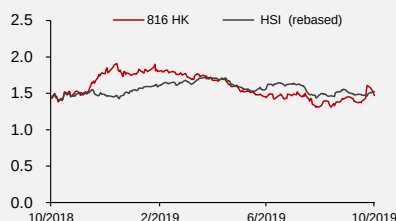
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.0%	-1.1%
3-月	-2.7%	4.7%
6-月	-13.7%	-3.2%
12-月	1.4%	-3.0%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

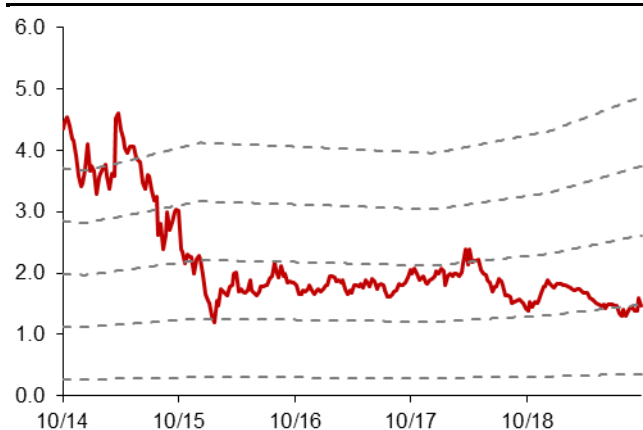
審計師：畢馬威

圖 12: 華電福新三季度/前九月運營表現

公司及業務板塊	3Q18			3Q19			9M18			9M19			FY18A		FY19E					
	發電量	發電量	同比	發電量	發電量	同比	發電量	發電量	同比	發電量	發電量	同比	發電量	發電量	9M18/ FY18	9M19/ FY19E	9M18/ FY18	9M19/ FY19E	9M18/ FY18	9M19/ FY19E
	(GWh)	(GWh)	(%)	(GWh)	(GWh)	(%)	(GWh)	(GWh)	(%)	(GWh)	(GWh)	(%)	(GWh)	(GWh)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
華電福新 - 816 HK	11,381	12,629	11.0%	33,131	36,668	10.7%	44,574	48,184	74.3%	76.1%										
發電量																				
風電	3,488	3,249	-6.8%	12,429	12,208	-1.8%	16,869	17,298	73.7%	70.6%										
光伏	430	473	10.2%	1,253	1,324	5.7%	1,613	1,625	77.7%	81.5%										
水電	1,699	3,222	89.6%	4,075	8,678	113.0%	5,791	10,171	70.4%	85.3%										
煤電	4,940	4,671	-5.4%	13,372	11,741	-12.2%	17,514	15,456	76.4%	76.0%										
燃氣分布式	783	984	25.6%	1,882	2,614	38.9%	2,621	3,468	71.8%	75.4%										
其它	41	30	-25.8%	120	103	-14.2%	166	166	72.2%	61.9%										

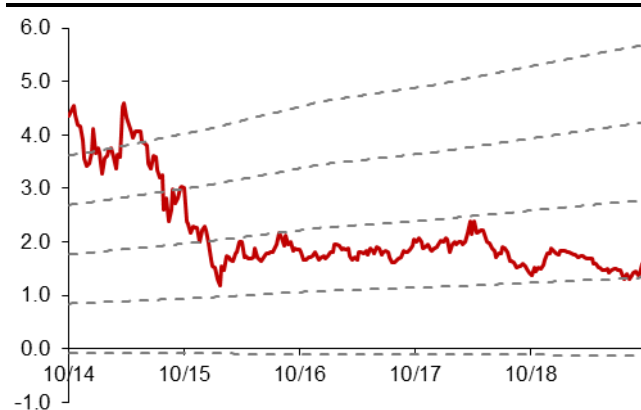
資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 13: 12-月前瞻市盈率



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 14: 12-月前瞻市淨率



資料來源：彭博，招銀國際證券

財務分析

利潤表

12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	16,813	18,330	19,850	23,101	26,627
水電	2,518	1,693	2,859	2,602	2,677
火電	4,896	6,116	5,539	6,445	7,295
風電	6,401	7,083	7,446	8,107	8,565
其它業務	2,997	3,437	4,007	5,946	8,089
銷售成本	(9,435)	(10,975)	(10,761)	(13,271)	(16,105)
毛利	7,377	7,355	9,090	9,830	10,522
其它淨收入	210	343	225	225	225
行政費用	(512)	(422)	(522)	(606)	(698)
人員成本	(1,383)	(1,599)	(1,769)	(2,132)	(2,302)
其它費用	(832)	(867)	(1,044)	(1,090)	(1,248)
息稅前收益	4,861	4,809	5,980	6,226	6,498
融資成本淨額	(2,800)	(2,991)	(2,909)	(3,066)	(3,181)
合資及聯營企業	742	940	680	1,136	1,432
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,802	2,758	3,751	4,296	4,750
所得稅	(337)	(285)	(469)	(580)	(689)
非控制股東權益	(348)	(204)	(426)	(368)	(346)
永續權益分派	(131)	(274)	(456)	(361)	(192)
淨利潤	1,986	1,995	2,400	2,988	3,523

現金流量表

12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
淨利潤	1,986	1,995	2,400	2,988	3,523
折舊和攤銷	4,335	4,759	4,970	5,483	6,053
運營資金變動	(4,071)	(821)	855	(527)	834
其它	5,788	374	(1,306)	(201)	(84)
經營活動所得現金流	8,038	6,306	6,919	7,744	10,327
資本開支	(7,083)	(4,558)	(9,971)	(9,814)	(7,339)
聯營公司	(684)	(795)	(1,351)	(1,596)	(1,805)
其它	(1,583)	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(9,350)	(5,352)	(11,323)	(11,410)	(9,143)
股份發行	1,833	5,104	-	-	-
淨借貸	2,614	(4,132)	5,445	5,357	2,178
股息	(429)	(467)	(478)	(540)	(672)
其它	(3,499)	4	152	160	168
融資活動所得現金淨額	520	508	5,120	4,977	1,674
現金增加淨額	(792)	1,462	716	1,311	2,857
年初現金及現金等價物	2,895	2,122	3,598	4,314	5,624
匯兌	18	14	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,122	3,598	4,314	5,624	8,482
受限制現金	5	6	9	9	9
資產負債表現金	2,127	3,604	4,323	5,633	8,491

資產負債表

12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	95,915	96,146	103,987	110,186	113,434
固定資產	81,191	80,930	85,936	90,273	91,567
預付租金	1,428	1,428	1,545	1,660	1,770
合資及聯營公司投資	8,190	8,985	10,336	11,932	13,736
其它非流動資產	5,107	4,805	6,170	6,321	6,360
流動資產	11,325	12,157	12,790	14,374	16,379
現金及現金等價物	2,127	3,604	4,323	5,633	8,491
應收賬款	6,992	5,970	6,268	6,435	5,544
預付款	1,919	2,154	1,845	1,906	1,925
其它流動資產	287	430	355	399	419
流動負債	25,366	19,345	24,065	24,936	25,377
應付帳款	1,081	1,104	1,290	1,502	1,731
其它應付	8,715	7,220	7,796	7,330	7,082
借貸	15,382	10,868	14,780	15,900	16,355
其它流動負債	188	153	198	204	209
非流動負債	55,406	55,857	57,535	61,840	63,632
借貸	53,779	54,096	55,603	59,814	61,526
融資租賃	226	291	309	332	341
其它非流動負債	1,401	1,470	1,624	1,694	1,764
少數股東權益	3,043	3,047	3,199	3,359	3,527
永續票據	3,988	8,970	8,970	8,970	8,970
股東權益	19,436	21,086	23,008	25,456	28,307
淨資產總額	26,467	33,102	35,177	37,785	40,804

主要比率

12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
水電	15.0	9.2	14.4	11.3	10.1
火電	29.1	33.4	27.9	27.9	27.4
風電	38.1	38.6	37.5	35.1	32.2
其它業務	17.8	18.8	20.2	25.7	30.4
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	45.1	42.0	46.9	43.5	40.4
稅前利率	16.7	15.0	18.9	18.6	17.8
淨利潤率	11.8	10.9	12.1	12.9	13.2
有效稅率	12.0	10.3	12.5	13.5	14.5
資產負債比率					
流動比率(x)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
速動比率(x)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
現金比率(x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
平均存貨周轉天數	6.0	8.2	6.1	5.9	5.4
平均應收款周轉天數	151.8	118.9	115.3	101.7	76.0
平均應付周轉天數	42.8	37.9	44.7	42.0	39.8
債務/股本比率(%)	2.6	2.0	2.0	2.0	1.9
淨負債/股東權益比率(%)	287.2	205.2	207.7	204.6	187.2
回報率(%)					
資本回報率	10.2	9.5	10.4	11.7	12.4
資產回報率	1.9	1.8	2.1	2.4	2.7
每股數據(人民幣)					
每股盈利	0.24	0.24	0.29	0.36	0.42
每股股息	0.06	0.06	0.06	0.08	0.09
每股賬面價值	2.31	2.51	2.74	3.03	3.37

資料來源：公司及招銀國際證券預測

華能新能源 (958 HK)

意外私有化，報價約為1倍市盈率

華能新能源在19年上半年業績公布後宣布了令人驚訝的私有化計劃，此後股價上漲了37.9%。華能集團提出以每股3.17港元的價格收購華能新能源發行的所有H股。我們測算華能集團的報價相當於0.97倍的19財年預測市淨率。私有化要約必須獲得至少90%的接受和至少75%的獨立股東投票批准。基於公司2.98港元的收盤價，我們認為市場大致反應了成功私有化的預期。考慮到華能新能源長期交易價格均低於1倍市盈率，我們認為私有化將為投資者提供出路。我們將公司目標價從2.47港幣上調至3.17港幣，以反應私有化交易成功前景。維持持有評級。

- **私有化的關鍵時間點。**華能集團及華能新能源與10月3日公布私有化邀約及報價，邀約價格為每股3.17港元。公司將1) 在21天內寄發私有化邀約綜合文件，預期截止日為2019年10月24日，以及2) 在寄發綜合文件後60天內，完成邀約所列示的條件，及在2019年12月23日或以前明確私有化結果。
- **私有化成功概率較高。**結合華能新能源的股權融資歷史，我們認為公司的私有化方案很有可能獲得成功。公司上市後共計有4輪股權融資，分別在2011年IPO/2013年10月/2014年12月/2017年5月以每股作價2.50/2.71/2.50/2.61港元進行募資。我們認為大多數獨立股東將滿意華能集團的私有化報價。基於華能新能源股價長期低於1倍淨資產價值，同時將面臨日益增加的國內政策風險，我們認為私有化將對投資人將仍是一個有利可圖的出路。
- **三季度風電發電量同比下跌6.9%。**公司上半年淨利強勁的發電量表現後，由於華北地區風資源情況不佳，公司在三季度運營業績有所放緩。3季度風電發電量為3,771吉瓦時，同比下跌6.9%。光伏發電380吉瓦時，同比增長8.5%。前九月發電量共計錄得19,347吉瓦時，同比增長7.4%，大致符合我們對於公司19年全年發電量增長預期。我們認為市場目前對於公司的運營表現並不敏感，注意力將全數集中於公司的私有化退市進程。
- **主要風險：私有化失敗。**市場已大致反應了私有化成功預期，若私有化失敗，我們預期估值將跌回至約5倍/0.6倍市盈率及市淨率水平。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬人民幣)	10,554	11,650	12,625	13,529	15,556
同比增長(%)	14.2	10.4	8.4	7.2	15.0
淨利潤(百萬人民幣)	3,012	3,086	4,116	4,259	4,928
EPS(人民幣)	0.29	0.29	0.39	0.40	0.47
EPS變動(%)	7.5	-0.6	33.4	3.5	15.7
市盈率(x)	9.1	9.2	6.9	6.7	5.8
市帳率(x)	1.2	1.0	0.91	0.82	0.73
股息率(%)	1.6	1.6	2.2	2.3	2.6
權益收益率(%)	12.2	11.3	13.3	12.3	12.6
淨財務杠杆率(%)	189.9	175.7	159.6	158.3	139.2

資料來源：公司及招銀國際證券預測

持有（維持）

目標價	HK\$3.17
(此前目標價)	HK\$2.47
潛在升幅	+6.4%
當前股價	HK\$2.98

中國風電行業

蕭小川
(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	31,488
3月平均流通量(百萬港元)	93
52周內股價高/低(港元)	3.01/1.87
總股本(百萬)	5,031

資料來源：彭博

股東結構

華能集團	52.4%
流通股	47.6%

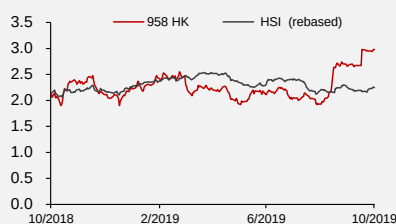
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	10.8%	9.6%
3-月	45.4%	56.5%
6-月	34.8%	51.2%
12-月	44.7%	38.4%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

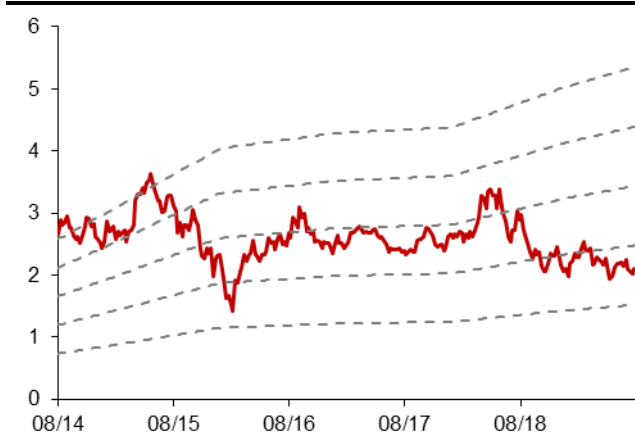
審計師：畢馬威

圖 15: 華能新能源三季度及前九月運營情況

公司及業務板塊	3Q18			3Q19			9M18			9M19			FY18A			FY19E			9M18/ FY18		9M19/ FY19E	
	發電量 (GWh)	發電量 (GWh)	同比 (%)	發電量 (GWh)	發電量 (GWh)	同比 (%)	發電量 (GWh)	發電量 (GWh)	同比 (%)	發電量 (GWh)	發電量 (GWh)	同比 (%)	發電量 (GWh)	發電量 (GWh)	同比 (%)	發電量 (GWh)	發電量 (GWh)	同比 (%)	9M18/ FY18	9M19/ FY19E	9M18/ FY18	9M19/ FY19E
華能新能源 - 958 HK																						
發電量	4,399	4,151	-5.6%	18,008	19,347	7.4%	24,974	26,988	72.1%	71.7%												
風電	4,049	3,771	-6.9%	16,955	18,194	7.3%	23,563	25,472	72.0%	71.4%												
光伏	350	380	8.5%	1,053	1,153	9.5%	1,410	1,516	74.7%	76.0%												

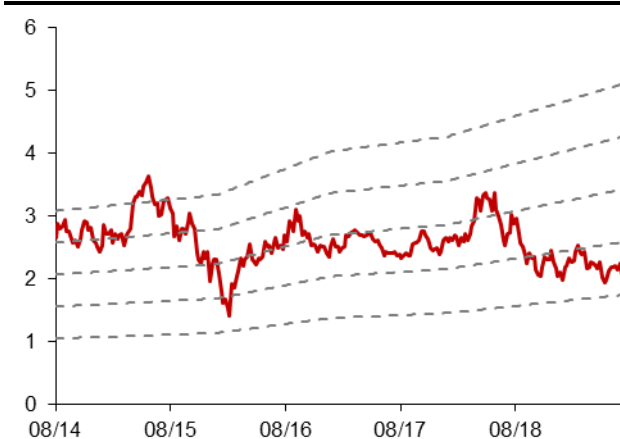
資料來源:公司資料,招銀國際預測

圖 16: 12-月前瞻市盈率



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 17: 12-月前瞻市淨率



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

財務分析

利潤表

12 月 31 日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	10,554	11,650	12,625	13,529	15,556
風電	9,617	10,611	11,530	12,408	14,401
光伏	937	1,039	1,094	1,121	1,155
其它淨收入	469	388	385	427	489
營運支出	(5,372)	(6,142)	(5,929)	(6,574)	(7,606)
折舊和攤銷	(3,798)	(3,973)	(4,076)	(4,519)	(5,191)
雇員成本	(514)	(652)	(704)	(811)	(978)
修理和維護	(191)	(265)	(253)	(284)	(333)
管理費用	(248)	(273)	(290)	(311)	(358)
其它運營費用	(621)	(980)	(606)	(649)	(747)
息稅前收益	5,651	5,896	7,080	7,382	8,440
融資成本淨額	(2,238)	(2,189)	(2,071)	(2,245)	(2,454)
合資及聯營企業	(5)	(11)	(8)	(8)	(8)
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	3,408	3,695	5,001	5,128	5,977
所得稅	(346)	(567)	(826)	(809)	(979)
減：非控制股東權益	50	42	58	60	70
淨利潤	3,012	3,086	4,116	4,259	4,928

現金流量表

12 月 31 日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	3,012	3,086	4,116	4,259	4,928
折舊和攤銷	3,804	3,977	4,081	4,524	5,247
運營資金變動	(3,792)	(1,780)	600	1,265	252
其它	(804)	(1,184)	966	(302)	(121)
經營活動所得現金流	2,220	4,099	9,763	9,747	10,306
資本開支	(3,219)	(3,298)	(11,353)	(14,866)	(9,001)
聯營公司	1,061	250	468	339	(21)
其它	339	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,158)	(3,048)	(10,885)	(14,526)	(9,022)
股份發行	1,852	-	-	-	-
淨借貸	(1,566)	40	1,694	7,057	2,578
股息	(399)	(454)	(465)	(617)	(639)
其它	(17)	275	30	30	30
融資活動所得現金淨額	(129)	(140)	1,259	6,469	1,969
現金增加淨額	(67)	912	136	1,690	3,252
年初現金及現金等價物	2,570	2,503	3,415	3,551	5,241
匯兌	-	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,503	3,415	3,551	5,241	8,493
受限制現金	52	68	63	66	66

資產負債表

12 月 31 日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	75,107	74,089	80,904	90,917	94,703
固定資產	71,406	70,812	78,119	88,497	92,288
預付租金	357	269	280	291	301
合資及聯營公司投資	254	201	199	196	194
其它非流動資產	3,090	2,807	2,306	1,933	1,920
流動資產	11,242	14,582	15,531	17,940	21,451
現金及現金等價物	2,503	3,415	3,551	5,241	8,493
應收賬款	7,214	9,968	10,574	11,284	11,539
預付款	1,396	1,069	1,276	1,276	1,276
其它流動資產	130	130	130	139	142
流動負債	27,086	29,031	32,237	37,543	39,188
借貸	20,353	21,614	23,576	26,886	28,181
融資租賃應付款	352	472	300	300	130
其它應付	6,253	6,817	8,241	10,236	10,756
應付稅款	128	128	120	120	120
非流動負債	33,821	31,427	32,304	35,749	37,080
借貸	29,451	28,611	28,815	32,861	34,444
融資租賃	1,231	730	430	130	-
遞延收入	198	181	189	185	187
其它	2,940	1,905	2,870	2,572	2,449
淨資產總額	25,442	28,214	31,895	35,566	39,886
少數股東權益	840	805	835	865	895
股東權益	24,602	27,408	31,059	34,701	38,991

主要比率

12 月 31 日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
風電	91.1	91.1	91.3	91.7	92.6
光伏	8.9	8.9	8.7	8.3	7.4
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	53.5	50.6	56.1	54.6	54.3
稅前利率	32.3	31.7	39.6	37.9	38.4
淨利潤率	28.5	26.5	32.6	31.5	31.7
有效稅率	-10.2	-15.3	-16.5	-15.8	-16.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.42	0.50	0.48	0.48	0.55
速動比率 (x)	0.41	0.50	0.48	0.48	0.55
現金比率 (x)	0.17	0.12	0.11	0.14	0.22
平均應收款周轉天數	205	269	297	295	268
債務 / 股本比率 (%)	180	178	164	168	157
淨負債/股東權益比率 (%)	190	176	160	158	139
回報率 (%)					
資本回報率	12.2	11.3	13.3	12.3	12.6
資產回報率	3.5	3.5	4.3	3.9	4.2
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.29	0.29	0.39	0.40	0.47
每股股息 (人民幣)	0.04	0.04	0.06	0.06	0.07
每股賬面價值 (人民幣)	2.33	2.59	2.94	3.28	3.69

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。