

華能新能源 (958 HK)

2017 上半年業績符合預期

❖ **淨利潤上升 12.4%**。華能新能源 2017 上半年銷售收入為 56.17 億元，同比增長 14.3%，發電量同比增長 14.7%，增長幅度相符。除雇員成本及維修保養費用外，其它主營業務費用保持穩定。2017 上半年人事費用同比增長 28.3%，而維修及保養費用同比增長 119.9%。管理層解釋這是由於相對於 2016 年，2017 年上半年成本分配比例更高，成本上漲部分被增值稅退稅帶來的其他淨收入增長所抵消。在有效的成本控制下，淨財務費用維持在 11.01 億人民幣，同比增長 10.4%，其中包括 6 萬人民幣的匯兌損失。淨利潤實現 20.32 億，同比增長 12.4%。我們估算，如果去除 2016/2017 上半年匯兌損失的影響，核心收益實際增長 17.4%。我們認為公司 2017 上半年業績表現符合預期。

❖ **2017 年裝機指引下調**。華能 2017 上半年僅實現了 33 兆瓦的光伏裝機並網，裝機增速低於我們的預期。管理層解釋，由於地方政府的環境政策愈發嚴格，導致專案進展緩慢。華能將 2017 年新增裝機計畫從總共 1.3 吉瓦降低至風電 600-700 兆瓦及光伏 70 兆瓦，並預計這些延遲的裝機計畫將於 2018 年加速進行。公司資本性支出全年預算為 60-65 億人民幣，上半年實現支出僅為 8.9 億人民幣。管理層表示上半年風機採購價格現已下降至每千瓦 3,865 人民幣，風機採購成本繼續下降。對於全年專案造價展望，管理層預計單位風電專案資本性支出將保持穩定，因專案開發重點地區為山地及高原，抵消了風機採購方面節省的每千瓦 100-200 人民幣。

❖ **全年風電利用小時數指引維持 2,000 小時**。與同業相比，華能限電率保持最低。2017 上半年限電率僅為 10.1%，同比下降 2.6 個百分點，平均風電利用小時數為 1,109 小時，持續高於全國平均水準。上半年由於華能主要經營區域如內蒙古、遼寧、山東等地風速下降，抵消了限電改善帶來的積極影響。管理層仍維持全年利用小時數為 2,000 小時的指引，預計限電率將進一步下降至 9%。結合 2017 上半年的經營資料，我們認為達到這些指引目標的可能性很高。

❖ **維持買入評級**。考慮到華能新能源優於同業的資產品質、限電情況、高於平均的風電利用小時數及在第四類風區的戰略風場佈局，我們仍認為華能是我們的行業首選。我們的 DCF 目標價為每股 3.14 港元，對應 7.5 倍 2018 年前瞻市盈率及 1.0 倍 2018 年前瞻市淨率，股價上漲潛力 29.8%。**維持買入評級。**

財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY15A | FY16A | FY17E | FY18E | FY19E |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 營業額 (百萬人民幣) | 7,357 | 9,239 | 10,578 | 12,064 | 13,351 |
| 淨利潤 (百萬人民幣) | 1,860 | 2,659 | 3,199 | 3,827 | 4,361 |
| EPS (人民幣) | 0.19 | 0.27 | 0.31 | 0.36 | 0.41 |
| EPS 變動 (%) | 54.2 | 43.0 | 14.2 | 16.1 | 14.0 |
| 市盈率 (x) | 10.9 | 7.6 | 6.7 | 5.8 | 5.1 |
| 市帳率 (x) | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| 股息率 (%) | 1.4 | 2.0 | 2.2 | 2.6 | 3.0 |
| 權益收益率 (%) | 10.5 | 13.2 | 12.9 | 13.6 | 13.6 |
| 淨財務杠杆率 (%) | 266.4 | 250.2 | 203.3 | 195.7 | 178.9 |

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

| | |
|--------|-----------|
| 目標價 | HK\$3.14 |
| (前目標價) | HK\$3.14) |
| 潛在升幅 | +29.8% |
| 當前股價 | HK\$2.42 |

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

| | |
|--------------|-----------|
| 市值(百萬港元) | 25,571 |
| 3 個月平均流通(百萬) | 71.49 |
| 52 周內高/低(港元) | 3.21/2.31 |
| 總股本(百萬) | 9,728 |

資料來源：彭博

股東結構

| | |
|------|-------|
| 華能集團 | 56.9% |
| 摩根大通 | 3.0% |
| 流通股 | 40.1% |

資料來源：彭博

股價表現

| | 絕對回報 | 相對回報 |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | -1.3% | -3.2% |
| 3 月 | -10.6% | -16.3% |
| 6 月 | -15.1% | -25.0% |

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：KPMG

公司網站：www.hnr.com.cn

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。

招銀證券投資評級

| | |
|-----|--------------------------------|
| 買入 | : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15% |
| 持有 | : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出 | : 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10% |
| 未評級 | : 招銀國際並未給予投資評級 |

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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责任。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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資訊，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)2000年英國不時修訂之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。接收本報告之行為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。