

华能新能源 (958 HK)

静候价值重估机遇

- 运营表现超预期。**华能新能源发布 2017 年全年发电表现，风电发电 21,191 吉瓦时，光伏发电 1,242 吉瓦时。风电、光伏、和总发电量分别录得同比增长 15.0%，23.8%以及 15.4%，较我们对公司预期分别高 3.8%，3.4%，3.8%。根据初步数据，公司透露全年限电水平已低于 9%，实现了管理层全年对限电改善所设目标。我们测算全年利用小时数进一步提升至超过 2,060 小时，在限电改善背景下运营效率明显提高。参考市场一致预期，我们认为华能新能源的运营表现略高于市场预期。
- 装机增长低于指引。**公司透露 2017 年全年实现新增装机约 500 兆瓦，低于管理层此前指引（中期报告指引为 6-700 兆瓦）。较低的新建项目增速主要是受到了中国中东南部地区在环保督查的背景下针对项目的环境要求明显收紧所致。公司预期 2018 年将恢复其预定的项目扩张节奏。结合华能新能源过往新增装机的历史步调以及地方政府仍将维持较为严格的环境政策预期，我们预料 2018 年公司新增装机规模将在 1 吉瓦左右。由于 2016 及 2017 年连续两年风电装机量均较低，我们认为公司未来的风电发电量增速将因此有所放缓。2017 年，公司在 5、6、7 及 10 四个月份受到了不利因素以及非正常干扰影响带来了明显的发电量影响，我们认为这几个月份较低的发电量基数可作为 2018 年发电量增速压力的部分缓冲。
- 市场化交易电量占比约 30%。**针对市场化电量交易部分，管理层透露平均电价折扣约为 17-18%。我们测算市场化电量交易将对公司整体全年实现电价带来约 5%的影响，较我们此前预期的 2.5%更高。公司目前的风电利用小时已显著超过 2,000 小时，我们预料利用小时数的进一步增长将带来更多的电力市场化交易，从而影响实现电价。此外，由于在 IV 类风资源区的实现装机低于预期，我们预料 2018 及 2019 年的实现电价将呈略微下行趋势。基于上述判断，我们将公司 2017/2018/2019 年的每兆瓦时风电电价自人民币 595/586/577 元分别下调 5.9%/3.6%/3.8% 至人民币 560/565/555 元。
- 静候价值重估机会。**基于电价调整，我们将 2017/2018/2019 年盈利预测分别自人民币 32.0/38.3/43.6 亿元下调 1.2%/4.0%/8.2%至人民币 31.6/36.7/40.0 亿元。风电板块政策驱动性明显，但近期显然缺少政策层面刺激，在目前较为活跃的市况下风电运营商股价显得较为沉闷。我们预料在 2018 年 3 月全国人大会议后将会陆续有新的政策出台，另外更进一步的催化剂将随配额制及绿证将在 2018 年下半年进一步明确和细化。我们认为华能新能源目前股价对应 2018 年前瞻市盈率为 6.4 倍，估值吸引。**维持买入评级。**

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	10,385	11,151	12,027
净利润 (百万人民币)	1,860	2,659	3,159	3,674	4,002
EPS (人民币)	0.19	0.27	0.31	0.35	0.38
EPS 变动 (%)	54.2	43.0	12.7	12.8	8.9
市盈率 (x)	11.6	8.1	7.2	6.4	5.9
市帐率 (x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	1.4	1.9	2.0	2.3	2.6
权益收益率 (%)	10.5	13.2	12.7	13.1	12.7
净财务杠杆率 (%)	266.4	250.2	189.0	173.7	162.8

数据来源：公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$3.14
(此目前目标价)	HK\$3.14
潜在升幅	+18.9%
当前股价	HK\$2.64

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

风电行业

市值(百万港元)	27,896
3 个月平均流通(百万)	56.93
52 周内高/低(港元)	2.88/2.29
总股本(百万)	9,728

数据来源：彭博

股东结构

华能集团	56.9%
摩根大通	3.0%
流通股	40.1%

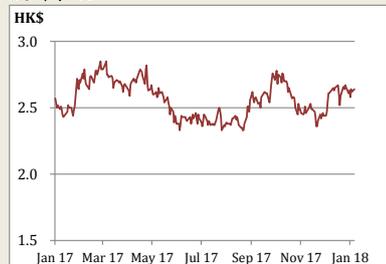
数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	0.4%	-7.9%
3 月	-4.0%	-15.8%
6 月	7.4%	-11.1%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.hnr.com.cn

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售收入	7,357	9,239	10,385	11,151	12,027
风电	6,740	8,482	9,448	10,110	10,844
光伏	617	757	937	1,042	1,183
其它净收入	435	322	298	316	337
营运支出	-3,676	-4,652	-5,174	-5,543	-6,071
折旧和摊销	-2,735	-3,462	-3,875	-4,139	-4,529
雇员成本	-370	-403	-457	-501	-565
修理和维护	-109	-189	-208	-222	-243
管理费用	-189	-223	-260	-279	-301
其它运营费用	-272	-375	-374	-401	-433
息税前收益	4,116	4,908	5,509	5,925	6,293
融资成本净额	-2,073	-1,995	-1,964	-1,989	-2,085
合资及联营企业	-3	-3	-3	-3	-3
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	2,041	2,910	3,546	4,195	4,567
所得税	-141	-202	-322	-446	-484
非控制股东权益	-40	-49	-64	-75	-82
净利润	1,860	2,659	3,159	3,674	4,002

数据来源:公司及招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	74,901	76,749	79,617	84,852	90,659
固定资产	68,658	72,107	73,464	78,635	84,172
预付租金	317	351	365	378	390
合资及联营公司投资	109	106	104	101	99
其它非流动资产	5,817	4,185	5,684	5,738	5,998
流动资产	7,652	8,696	9,437	13,614	14,432
现金及现金等价物	4,504	2,570	4,048	8,180	8,826
应收账款	2,900	4,635	3,986	3,961	4,085
预付款	122	1,415	1,319	1,319	1,319
其它流动资产	126	75	85	89	92
流动负债	28,533	30,517	27,503	30,773	32,725
应付账款	18,727	22,563	21,112	22,500	23,952
其它应付	496	435	430	430	430
借贷	9,250	7,440	5,911	7,793	8,293
其它流动负债	60	80	50	50	50
非流动负债	35,395	33,933	36,160	38,132	39,721
借贷	30,677	28,372	31,668	33,750	35,928
融资租赁	2,018	1,583	1,153	723	293
其它非流动负债	231	215	223	219	221
少数股东权益	827	857	887	917	947
净资产总额	17,798	20,137	24,826	28,026	31,476
股东权益	17,798	20,137	24,826	28,026	31,476

数据来源:公司及招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	1,860	2,659	3,159	3,674	4,002
折旧和摊销	2,745	3,471	3,883	4,147	4,537
运营资金变动	1,389	(4,870)	(808)	1,892	360
其它	813	1,301	(670)	320	(160)
经营活动所得现金流	7,682	7,338	4,811	10,978	8,315
资本开支	(13,512)	(6,889)	(5,220)	(9,296)	(10,052)
联营公司	999	(481)	(1,516)	(73)	(279)
其它	(73)	(279)	(299)	-	-
投资活动所得现金净额	(12,514)	(7,370)	(6,737)	(9,369)	(10,331)
股份发行	32	(28)	1,928	-	-
净借贷	4,567	1,035	1,410	3,040	3,201
股息	(195)	(292)	(399)	(474)	(551)
其它	(2,626)	(2,574)	30	30	30
融资活动所得现金净额	1,778	(1,858)	1,744	3,264	2,711
现金增加净额	(3,054)	(1,889)	1,478	4,132	647
年初现金及现金等价物	6,385	3,470	2,570	4,048	8,180
汇兑	139	85	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,470	1,665	4,048	8,180	8,826
受限制现金	27	34	30	30	30
3月以上定存	1,034	905	-	-	-
资产负债表现金	3,470	1,665	4,048	8,180	8,826

数据来源:公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
风电	91.6	91.8	91.0	90.7	90.2
光伏	8.4	8.2	9.0	9.3	9.8
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	56.0	53.1	53.0	53.1	52.3
税前利率	27.7	31.5	34.1	37.0	36.9
净利润率	25.3	28.8	30.4	32.4	32.4
有效税率	6.9	6.9	9.1	10.6	10.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.27	0.28	0.36	0.44	0.44
速动比率 (x)	0.27	0.28	0.36	0.44	0.44
现金比率 (x)	0.16	0.09	0.24	0.27	0.27
平均应收款周转天数	150	149	152	130	122
债务 / 股本比率 (%)	265	243	185	192	183
净负债/股东权益比率 (%)	266	250	189	174	163
回报率 (%)					
资本回报率	10.4	13.2	12.7	13.1	12.7
资产回报率	2.3	3.1	3.6	3.8	3.8
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币,分)	0.19	0.27	0.31	0.35	0.38
每股股息 (人民币)	0.03	0.04	0.04	0.05	0.06
每股账面价值 (人民币)	1.83	2.07	2.35	2.65	2.98

数据来源:公司及招银国际预测

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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法律责任。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。