

華能新能源 (958 HK)

專注於風電的純新能源運營商

- ❖ **我們首選的純風電運營商。**華能新能源專注於風電場開發及運營，而我們十分青睞其業務結構偏向純風電運營的特點。截止2016年，華能新能源擁有風電裝機10.3吉瓦，在所有中國已上市的獨立風電場中排行第二。風電業務收入占華能總收入超過90%。我們認為，2017年，中國電力行業將受到煤炭價格及水資源波動影響，同時中國電力消費及風電利用小時數有望上升，我們相信純風電運營商更能夠避開不利的價格波動，並從逐步改善的良好前景中獲利。
- ❖ **戰略性風電佈局 4 類風資源區。**公司較同業更早將風電場發展的重點從東北、西北地方轉移到中部、東南地區，因此得以通過先發優勢搶佔 4 類風區中風資源最佳項目。截止2016年，我們估計華能新能源40.0%的風電裝機均位於中國中部、南部及東部地區。根據我們觀察，公司在部分 4 類地區運營省份獲得了堪比 1 類地區的風機利用小時，比如雲南、山西、四川省（2016年雲南、陝西、四川的平均風電小時數為2,570、2,501、2,765小時），因此位於這些地區的風電專案能夠享受可觀的回報率。
- ❖ **成功實現股權配售消除短期市場擔憂。**2016年，華能新能源裝機容量增長放緩，新增裝機僅為533兆瓦。我們認為放緩是暫時性的，一方面是因為2016年降雨量激增造成南部地區專案建設困難，另一方面則是由於華能在沒有補充資金的情況下長期面臨高負債率。所幸公司在5月成功籌集到21.7億港元的股權融資，這也在短期內消除了市場對進一步股權稀釋的擔憂。在預計資本開支金額穩定的情況下，我們認為淨負債率將持續從2016年的250%分別下降至2017/2018/2019年的203%/196%/179%。
- ❖ **首次覆蓋給予買入評級，目標價3.14港元。**我們預計華能新能源的淨利潤將從2016年26.59億人民幣增長至2017年31.99億人民幣，同比增長20.3%，並且預計淨利潤將在2018/2019年將進一步上升至38.27億/43.61億人民幣。我們採用DCF估值法來測算華能的內在價值。我們估計華能股本價值為288.89億人民幣，折合每股價值為3.14港元，對應8.4倍的2018年前瞻市盈率及1.2倍的2018年前瞻市淨率。根據我們對華能堅實業務基本面以及顯著的盈利增長的判斷，首次覆蓋我們給予華能買入評級，目標價3.14港元。

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)	14.4	10.1	8.8	7.6	6.7
市帳率 (x)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
股息率 (%)	1.1	1.5	1.7	2.0	2.3
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(首次覆蓋)

目標價	HK\$3.14
潛在升幅	+31.4%
當前股價	HK\$2.39

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	25,254
3個月平均流通(百萬)	80.67
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	-2.5%	-8.9%
3月	-14.4%	-23.5%
6月	-4.0%	-19.0%

資料來源：彭博

股價表現



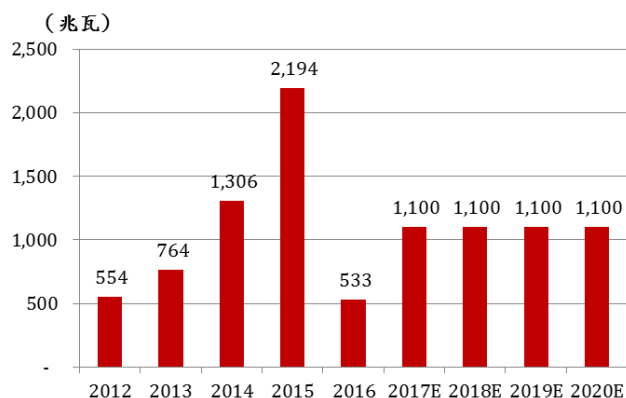
資料來源：彭博

審計師: KPMG

公司網站: www.hnr.com.cn

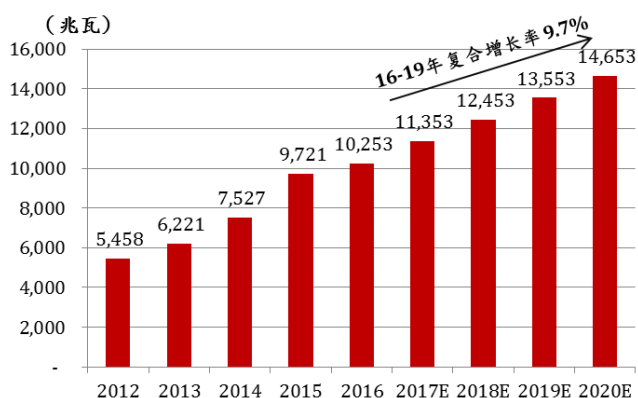
經營資料圖表

圖 1：華能新能源年新增風電裝機



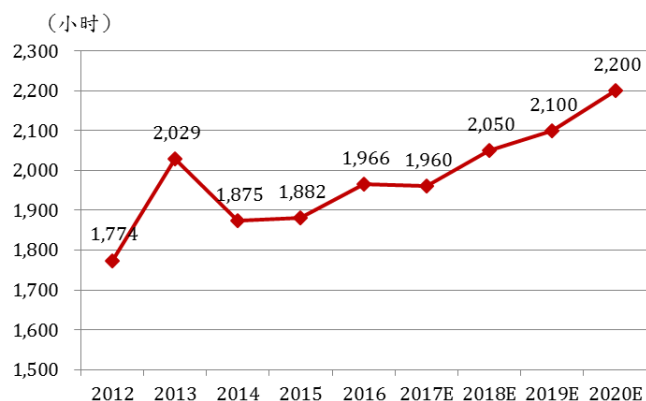
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 2：華能新能源總裝機容量



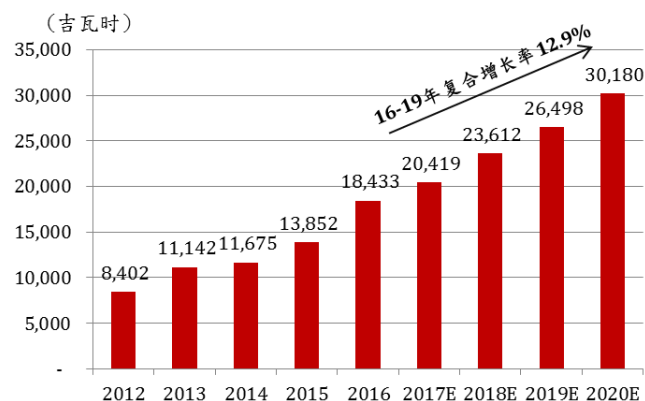
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 3：華能新能源年風電利用小時數



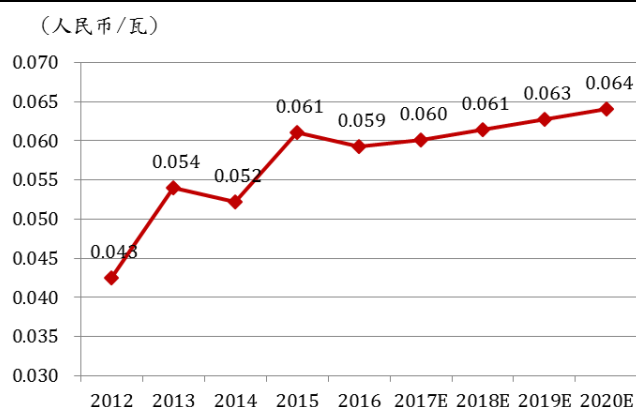
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 4：華能新能源風電年發電量



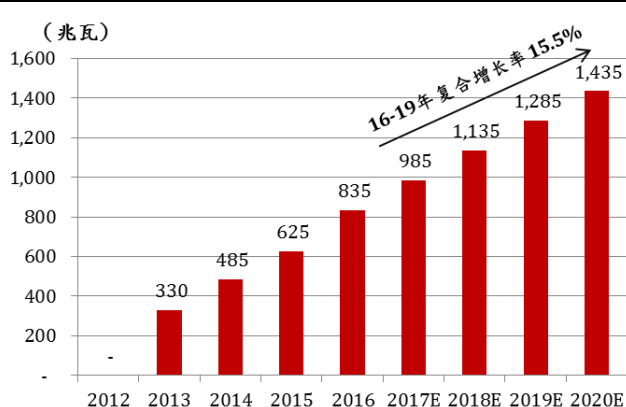
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 5：單位經營成本 (每瓦)



資料來源：公司及招銀國際預測

圖 6：華能新能源光伏裝機



資料來源：公司及招銀國際預測

財務及估值分析

收入及營業利潤穩步增長

風電業務為華能新能源的主要收入來源，且我們預計其收入結構將保持穩定，風電收入占總收入的比例維持在 90% 以上。同時由於預計公司將穩步增加風電裝機，我們預測華能新能源的收入將從 2016 年的 92.39 億人民幣穩步增長至 2019 年的 133.51 億人民幣，年均增長 13.1%。營業利潤方面，華能與其他獨立風電場一樣享有高利潤率。由於限電情況嚴重，華能的營業利潤率從 2015 年的 56.0% 小幅下降至 2016 年的 53.1%。考慮到風電小時數將隨著限電率的降低而升高，我們預計未來幾年營業利潤率將有所回升至 2017/2018/2019 年的 53.3%/54.4%/54.6%。我們預測營業利潤將從 2016 年的 49.08 億人民幣增長至 2017-19 年的 56.40 億人民幣、65.60 億人民幣及 72.90 億人民幣，年均增長 14.1%，快於收入增長。

通過負債管理改善財務健康情況

由於風電屬資本密集型業務，華能 2016 年的淨負債率高達 250%。公司在 5 月份成功以每股 2.61 港元的價格投資者發行了 8.39 億股，籌集到 21.7 億港元的股權融資。我們預計此次股票配售能夠使淨負債率在年底下降至 201%。基於預期 2017 至 2019 年風電裝機每年增加 1.1 吉瓦，我們預計華能的資本性支出將維持在 101 億人民幣左右。考慮到華能擁有 10 吉瓦以上的已投運風電裝機，我們相信華能能夠承擔該資本性支出水準，且預計淨負債比率將從 2017 年的 201% 下降至 2019 年的 178%，而資產負債率也將從 2017 年的 73% 下降至 2019 年的 70%。

華能採取短期/長期比例為 4/6 的滾動債務結構。銀行貸款是主要的借款來源，同時華能以公司債券作為資金來源。我們預測 2017 年華能的綜合借貸成本為 4.7%，較 2016 年高出 20 個基點。由於資本性支出的增加，利息支出也將逐步上升。我們預計 2017/2018/2019 年利息支出將達到 21.45/23.32/24.47 億人民幣，增速與營業利潤的高速增長相比較為緩慢。

我們預計自由現金流將逐漸增加。

鑒於華能的經營規模擴大，收入不斷增加，我們預計其經營現金流將保持穩定增長。我們預計經營現金流將從 2016 年的 73.38 億人民幣上升至 2017-19 年的 78.36/84.99/88.59 億人民幣。考慮在未來三年中資本性支出保持平穩，我們預計自由現金流將逐漸增加，並在 2019 年達到 11.93 億人民幣左右。

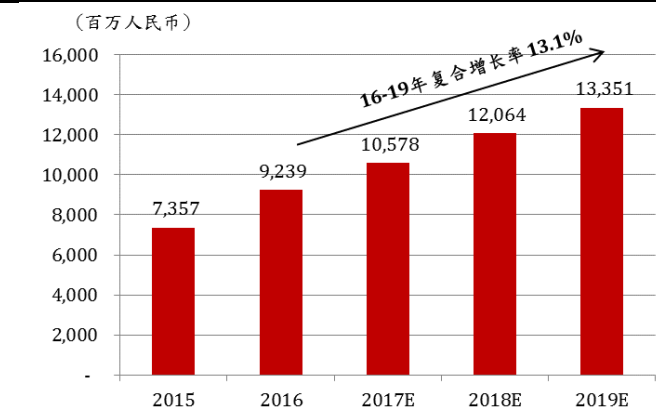
在淨利潤方面，我們估計華能歸屬股東收益將從 2016 年 26.59 億人民幣增長至 2017 年 31.99 億人民幣，同比增長 20.3%，並將在 2018/2019 年進一步上升至 38.27/43.61 億人民幣。

估值

我們採用 DCF 估值法來估計華能的內在價值。根據我們的模型測算，貼現自由現金流/終值比例為 26%/74%，永續增長率為 3%，我們算出華能的股本價值為 288.89 億人民幣。我們的終值估算對應 7.9 倍的 EV/EBITDA。我們根據 1 港元 = 0.87 人民幣的匯率，計算得出華能的目標價為 3.14 港元，分別對應 8.4 倍及 1.2 倍的 2018 年前瞻市盈率及市淨率。根據我們對華能堅實業務基本面的以及顯著的盈利增長判斷，**首次覆蓋我們給予華能新能源買入評級，目標價 3.14 港元。**

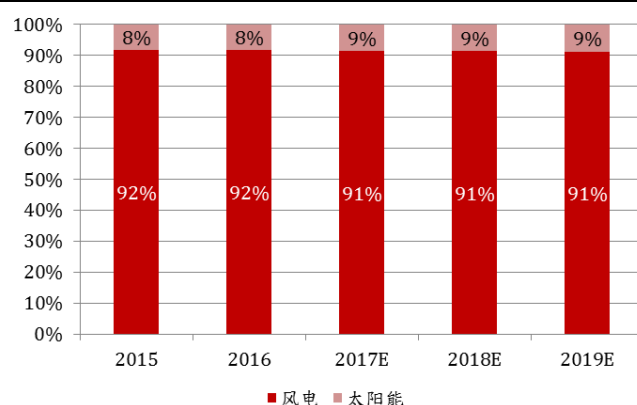
財務資料圖表

圖 7: 我們預計 16-19 收入年均複合增長 13.1%



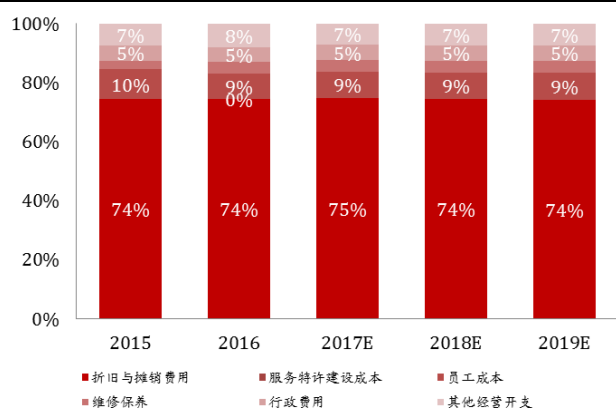
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 8: 華能收入組合



資料來源：公司及招銀國際預測

圖 9: 折舊占大部分支出金額



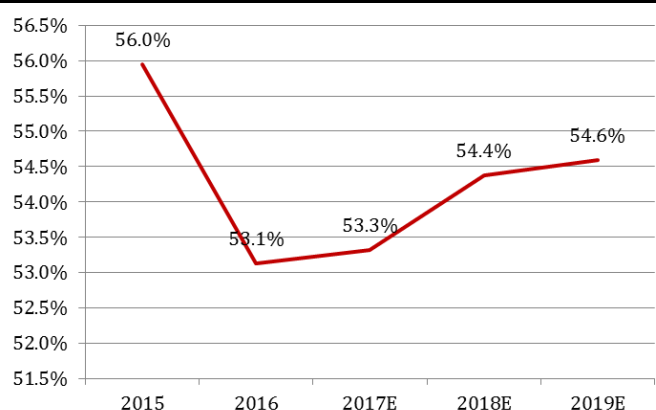
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 10: 我們預計 16-19 營業利潤年均複合增長 14.1%



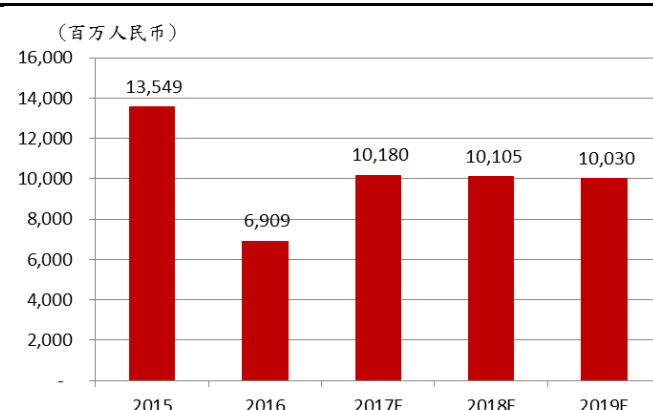
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 11: 經營利潤率隨風電小時數增加而上升



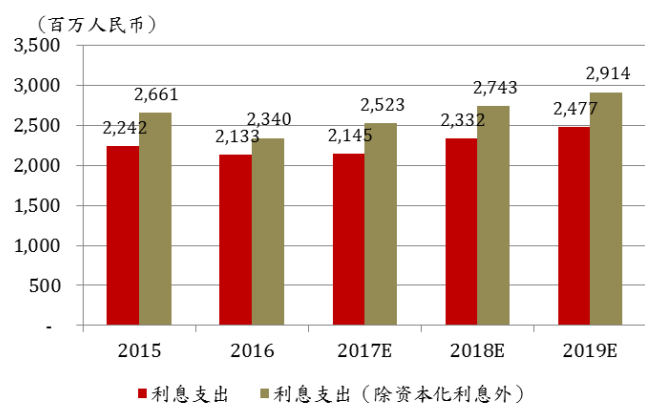
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 12: 基於穩定的裝機增長目標，我們預計資本性支出保持平穩



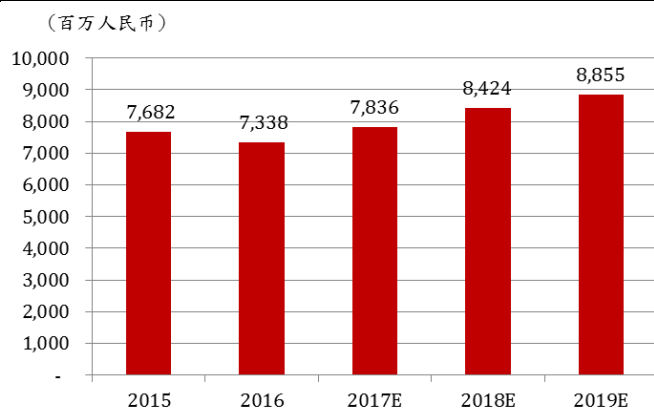
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 13: 利息支出保持穩定



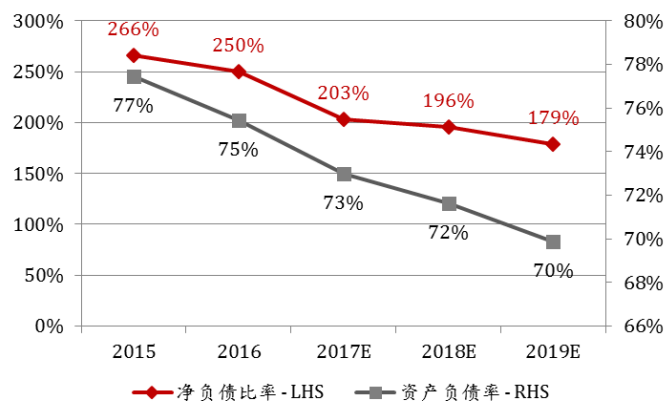
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 16: 穩定增長的經營現金流



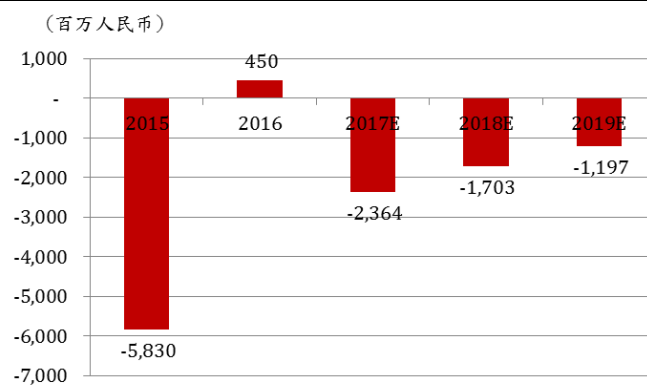
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 15: 我們預計杠杆率下降



資料來源：公司及招銀國際預測

圖 17: 自由現金流短期內有望持續改善



資料來源：公司及招銀國際預測

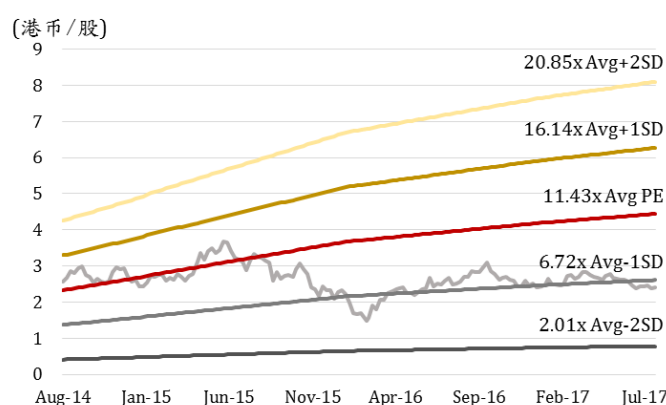
圖 18: 華能 DCF 估值

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
装机容量增长率	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
最终永续增长率	3.0%
终值EV/EBITDA	7.86
总贴现现金流	21,003
贴现终值	59,893
企业价值	80,896
总贴现现金流%	26.0%
贴现终值%	74.0%
加: 现金及现金等价物	5,310
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

資料來源: 招銀國際預測

圖 19: 華能前瞻市盈率通道



資料來源: 彭博及招銀國際

圖 20: 華能前瞻市帳率通道



資料來源: 彭博及招銀國際

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	7,357	9,239	10,578	12,064	13,351
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
營運支出	(3,676)	(4,652)	(5,241)	(5,842)	(6,431)
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)
息稅前收益	4,116	4,908	5,640	6,560	7,290
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	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,041	2,910	3,590	4,369	4,977
所得稅	(141)	(202)	(326)	(465)	(527)
非控制股東權益	(40)	(49)	(65)	(78)	(89)
淨利潤	1,860	2,659	3,199	3,827	4,361

資料來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	74,901	76,749	84,550	90,675	96,281
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
流動資產	7,652	8,696	10,770	11,947	13,118
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
流動負債	28,533	30,517	31,217	32,928	34,434
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
非流動負債	35,395	33,933	38,350	40,566	42,020
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
少數股東權益	827	857	887	917	947
淨資產總額	17,798	20,137	24,865	28,212	31,999
股東權益	17,798	20,137	24,865	28,212	31,999

資料來源：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
息稅前收益	1,860	2,659	3,199	3,827	4,361
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)
經營活動所得現金流	7,682	7,338	7,836	8,424	8,855
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)	-	-
投資活動所得現金淨額	(12,514)	(7,370)	(11,717)	(10,466)	(10,365)
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
融資活動所得現金淨額	1,778	(1,858)	6,620	2,996	2,432
現金增加淨額	(3,054)	(1,889)	2,739	954	923
年初現金及現金等價物	6,385	3,470	2,570	5,310	6,264
匯兌	139	85	-	-	-
年末現金及現金等價物	3,470	1,665	5,310	6,264	7,186
受限制現金	27	34	30	30	30
3月以上定存					
資產負債表現金	3,470	1,665	5,310	6,264	7,186

資料來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
風電	91.6	91.8	91.4	91.4	91.1
光伏	8.4	8.2	8.6	8.6	8.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
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
資產負債比率					
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
回報率 (%)					
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
每股數據(人民幣)					
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

資料來源：公司及招銀國際預測

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責任。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。