

华能新能源 (958 HK)

中期展望暗淡

❖ **上半年净利润同比增长 15.6%**。华能新能源收入录得同比增长 12.5%至人民币 63.18 亿元，略低于公司所实现的 15.0%发电量增长，主要由于电力市场化交易折扣幅度同比增加所致。因公司的人员成本，维修维护费用以及其他运营费用开支大幅增加，营业费用同比增长 9.6%。管理层解释部分装机出质保是维修和维护费用增加的主要原因，同时随着公司规模日益扩大，雇佣人员的数量增加也增加了员工成本。财务费用方面，公司录得同比下降 3.2%，主要是因为去年同期录得人民币 6 千瓦汇兑损益，而今年同期没有所致。上半年业绩中，有效税率的大幅提升是市场惊讶，公司有效税率同比上涨 5.3 个百分点至 14.3%。公司上半年录得净利润人民币 23.49 亿元，同比增长 15.6%，较我们的预期值低 1.0%。我们认为华能新能源上半年表现大致符合预期。

❖ **中期展望：前景黯淡**。根据上半年业绩数据，我们认为市场所预期中的经营杠杆显著提升并没有出现，反而因有效税率和风机维修维护成本的快速上升带来惊讶，并引发了市场担忧。我们怀疑华能新能源将面临有效税率明显增加，以及维护成本明显上升的双重压力，基于我们理解新能源项目的税费减免政策以及风机设备质保期时间高度重叠，在公司新增装机明显放缓以后将带来非常显著的费用压力。在上半年盈利预测中，我们已将有效税率同比提升了 2.2 个百分点，然而公司的实际数字仍然比我们的预测高 3.2 个百分点。除此以外，对于未来有效税率指引，管理层给予指引仍偏负面，在没有新增装机的前提下，预计有效税率将每年增加 3 个百分点。由于公司 2016-18E 期间新增装机大幅放缓，在没有新增机组贡献同时还要面临费用增加的理解之下，我们认为公司中期业绩增长前景将显得较为暗淡。

❖ **补贴应收累计达人民币 94.8 亿**。公司的应收账款自 2017 年底的 72 亿人民币飙升 44.0%至 18 年上半年的人民币 104 亿。管理层披露，上半年补贴应收金额为人民币 94.8 亿，并预计随着财政部下半年开始组织补贴下发，2018 年全年能够回收人民币 30 亿。在财务成本方面，公司的有息负债成本增加 13 个基点至 4.41%，管理层预计全年财务成本将控制在 4.55%以内。目前公司也积极探索新的融资渠道，包括保理及资产支持票据（ABN）等融资工具。由于目前新的融资工具利息成本并不低于传统的银行借贷，管理层更倾向与将银行借款作为首选的融资工具。

❖ **目标价下调至 3.50 港元**。基于我们对于公司中期前景较为暗淡的预期，我们对有效税率和维护成本假设进行了调整。我们将 2018E-20E 的盈利预测分别下调 4.4 / 10.1 / 15.7%至人民币 35.96 / 37.53 / 40.75 亿元。我们的 DCF 目标价也随之从每股 3.91 港元下调至每股 3.50 港元。基于当前公司估值仅为 2018E 6.5 倍市盈率以及 0.8 倍市净率，同时还能维持 13.0%的股本回报率，我们维持对华能新能源的买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	9,239	10,554	11,707	12,153	12,955
净利润 (百万人民币)	2,659	3,012	3,585	3,744	4,082
EPS (人民币)	0.27	0.29	0.34	0.35	0.39
EPS 变动 (%)	43.0	7.5	15.5	4.4	9.0
市盈率 (x)	8.1	7.5	6.5	6.2	5.7
市帐率 (x)	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
股息率 (%)	1.9	2.0	2.3	2.4	2.6
权益收益率 (%)	13.2	12.2	12.9	12.1	11.9
净财务杠杆率 (%)	250.2	185.5	176.5	154.2	138.5

数据源：公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$3.50
(前目标价)	HK\$3.91)
潜在升幅	+36.7%
当前股价	HK\$2.56

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国风电行业

市值(百万港元)	27,050
3 个月平均流通(百万)	81.44
52 周内高/低(港元)	3.52/2.29
总股本(百万)	10,576

数据源：彭博

股东结构

华能集团	56.9%
流通股	43.1%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-5.7%	-4.6%
3 月	-22.0%	-14.0%
6 月	-0.8%	11.7%

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

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售收入	9,239	10,554	11,707	12,153	12,955
风电	8,482	9,617	10,625	10,967	11,667
光伏	757	937	1,081	1,186	1,288
其它净收入	322	469	401	415	439
营运支出	(4,652)	(5,372)	(5,509)	(5,764)	(6,174)
折旧和摊销	(3,462)	(3,798)	(4,002)	(4,168)	(4,447)
雇员成本	(403)	(514)	(566)	(613)	(680)
修理和维护	(189)	(191)	(227)	(241)	(257)
管理费用	(223)	(248)	(293)	(304)	(324)
其它运营费用	(375)	(621)	(421)	(437)	(466)
息税前收益	4,908	5,651	6,599	6,803	7,220
融资成本净额	(1,995)	(2,238)	(2,286)	(2,232)	(2,226)
合资及联营企业	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	2,910	3,408	4,308	4,566	4,990
所得税	(202)	(346)	(649)	(746)	(824)
减:非控制股东权益	49	50	73	76	83
净利润	2,659	3,012	3,585	3,744	4,082

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	76,749	75,106	76,600	78,920	83,879
固定资产	72,107	71,406	72,152	74,460	79,362
预付租金	351	357	378	390	401
合资及联营公司投资	106	254	252	249	247
其它非流动资产	4,185	3,090	3,819	3,821	3,869
流动资产	8,696	11,242	12,245	13,485	13,707
现金及现金等价物	2,570	2,503	2,286	2,931	3,073
应收账款	4,635	7,214	8,466	9,059	9,136
预付款	1,415	1,396	1,373	1,373	1,373
其它流动资产	75	130	121	123	126
流动负债	30,517	27,086	25,755	26,765	28,316
应付账款	22,563	20,353	19,999	19,881	20,064
其它应付	435	352	300	300	300
借贷	7,440	6,253	5,336	6,464	7,832
其它流动负债	80	128	120	120	120
非流动负债	33,933	33,821	34,488	33,801	33,881
借贷	28,372	29,451	29,998	29,821	30,097
融资租赁	1,583	1,231	931	631	331
其它非流动负债	215	198	207	202	205
少数股东权益	857	840	870	900	930
净资产总额	20,137	24,601	27,733	30,939	34,459
股东权益	20,137	24,602	27,733	30,939	34,459

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20A
息税前收益	2,659	3,012	3,585	3,744	4,082
折旧和摊销	3,471	3,621	4,010	4,176	4,455
运营资金变动	(4,870)	(3,792)	(2,158)	521	1,276
其它	1,301	(804)	411	(210)	105
经营活动所得现金流	7,338	2,037	5,848	8,232	9,918
资本开支	(6,889)	(3,036)	(4,747)	(6,462)	(9,334)
联营公司	(481)	1,061	(734)	(22)	(69)
其它	(22)	(69)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(7,370)	(1,974)	(5,482)	(6,484)	(9,403)
股份发行	(28)	1,852	-	-	-
净借贷	1,035	(1,566)	(160)	(595)	159
股息	(292)	(399)	(454)	(538)	(562)
其它	(2,574)	(17)	30	30	30
融资活动所得现金净额	(1,858)	(129)	(584)	(1,102)	(373)
现金增加净额	(1,889)	(67)	(217)	645	142
年初现金及现金等价物	3,470	2,570	2,503	2,286	2,931
汇兑	85	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,665	2,503	2,286	2,931	3,073
受限制现金	34	52	52	52	52
3月以上定存					
资产负债表现金	1,665	2,503	2,286	2,931	3,073

数据来源：公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
风电	91.8	91.1	90.8	90.2	90.1
光伏	8.2	8.9	9.2	9.8	9.9
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	53.1	53.5	56.4	56.0	55.7
税前利率	31.5	32.3	36.8	37.6	38.5
净利润率	28.8	28.5	30.6	30.8	31.5
有效税率	-6.9	-10.2	-15.1	-16.3	-16.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.28	0.42	0.48	0.50	0.48
速动比率 (x)	0.28	0.41	0.47	0.50	0.48
现金比率 (x)	0.09	0.17	0.09	0.11	0.11
平均应收款周转天数	149	205	244	263	256
净负债/股东权益比率 (%)	250	186	176	154	138
回报率 (%)					
资本回报率	13.2	12.2	12.9	12.1	11.8
资产回报率	3.1	3.5	4.0	4.1	4.2
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.27	0.29	0.34	0.35	0.39
每股股息 (人民币)	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06
每股账面价值 (人民币)	2.07	2.33	2.62	2.93	3.26

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，请与我们联络。

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。