

## 華能新能源 (958 HK)

### 配額制將驅動潛在價值重估機遇

- ❖ **因一次性損益影響，淨利潤略低於預期。**華能新能源公布了2017財年業績。收入同比增長14.2%至105.54億元人民幣，主要由風電發電量同比實現15.0%增長至21,191億千瓦時所驅動。其他淨收入增長45.7%至4.69億元人民幣，主要源于政府補助和風機供應商補償收入增加所致。2017年運營費用支出為人民幣53.72億元，儘管與我們的預測相符，但其中還包括了山東長島風電27.2MW項目拆除所帶來的一次性損失2.04億元人民幣。財務費用淨額比我們的估計高13.9%，主要是由于公司新建產能增長放緩導致利息資本化程度較我們預期更低。2017年公司實現純利為人民幣30.12億元，較我們此前預估低4.7%。如果將山東長島項目損失回撥，我們測算核心淨利潤為人民幣32.16億元，表明核心盈利符合我們預期。
- ❖ **風力利用小時持續增加。**2017年華能新能源錄得風力利用小時同比增加116小時至2,082小時。管理層解釋，利用小時數增長的來源有三項，包括1)通過技改提質增效增加存量風電項目利用小時數19小時;2)限電率降低帶來利用小時增加56小時;3)新建項目效率較高帶來利用小時增加43小時。對於2018年運營展望，公司的風電利用小時數指引為2180小時，而限電率則從2017年的8.3%進一步改善至2018年的5.0%。在電力市場電量銷售方面，公司銷售電量參與市場銷售的比例為30.8%，市場化銷售平均電價折扣為17.3%。基于最近新頒布的可再生能源配額制政策將為新能源帶來更多的電力消納空間，我們預計公司將可能進一步參與更多的市場化電量交易，以獲取更多的邊際收益。
- ❖ **2018年裝機容量維持溫和增長。**華能新能源在2017年新增裝機方面僅實現462兆瓦的風電和45MW的光伏裝機。對於2018年新增裝機指引，管理層給予的新增裝機僅為計劃實現并網450MW風電和100MW光伏裝機，顯著低於市場預期。管理層解釋，2016/17年的容量增長緩慢是暫時性的，主要是由于能源局和地方政府對部分區域因電力消納形式及可再生能源配額要求收緊當地的裝機規劃，以避免區域性限電風險增加（我們推測主要集中在西南區域）。對於2019年及以後的新增裝機規模，管理層認為每年1-1.5吉瓦的新增裝機增，以公司目前的規模和負債水平將較為適宜。
- ❖ **上調目標價至每股3.52港元。**我們預計華能新能源2018年的風電發電量將同比增長9.2%，基于1)利用小時數增加4.7%，以及2)有效裝機容量增長4.3%。根據公司給予的新增裝機指引，我們將2018/19年盈利預測分別下調6.7/10.0%至人民幣35.70/39.26億元，同時我們的DCF目標價則相應提高至每股3.52元。我們的目標價對應2018年市盈率和市淨率分別為10.4倍以及1.1倍。我們認為計能源局剛剛頒布的可再生能源配額制政策將為華能新能源存量風電資產的運營效率提升帶來更多潛力，我們預計公司將因此獲得較為強烈的價值重估機會。**重申買入評級。**

#### 財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	9,239	10,554	11,445	12,031	13,023
淨利潤(百萬人民幣)	2,659	3,012	3,570	3,926	4,383
EPS(人民幣)	0.27	0.29	0.34	0.37	0.41
EPS變動(%)	43.0	7.5	15.0	10.0	11.7
市盈率(x)	9.0	8.4	7.3	6.6	6.0
市帳率(x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率(%)	1.7	1.7	2.1	2.3	2.5
權益收益率(%)	13.2	12.2	12.9	12.6	12.6
淨財務杠杆率(%)	250.2	185.5	176.3	152.5	130.8

數據源：公司及招銀國際預測

### 買入(維持)

目標價	HK\$3.52
(前目標價)	HK\$3.14
潛在升幅	+20.5%
當前股價	HK\$2.92

#### 蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

#### 風電行業

市值(百萬港元)	31,066
3個月平均流通(百萬)	73.43
52周內高/低(港元)	2.96/2.29
總股本(百萬)	10,576

數據源：彭博

#### 股東結構

華能集團	56.9%
流通股	43.1%

數據源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	9.7%	13.1%
3月	8.8%	6.2%
6月	10.1%	1.3%

數據源：彭博

#### 股價表現



數據源：彭博

#### 審計師：KPMG

公司網站：[www.hnr.com.cn](http://www.hnr.com.cn)

## 財務摘要

### 利潤表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售收入</b>	<b>9,239</b>	<b>10,554</b>	<b>11,445</b>	<b>12,031</b>	<b>13,023</b>
风电	8,482	9,617	10,434	10,919	11,813
光伏	757	937	1,011	1,112	1,210
其它净收入	322	469	393	411	441
<b>营运支出</b>	<b>(4,652)</b>	<b>(5,372)</b>	<b>(5,450)</b>	<b>(5,701)</b>	<b>(6,137)</b>
折旧和摊销	(3,462)	(3,798)	(3,993)	(4,160)	(4,459)
雇员成本	(403)	(514)	(554)	(594)	(657)
修理和维护	(189)	(191)	(205)	(213)	(228)
管理费用	(223)	(248)	(286)	(301)	(326)
其它运营费用	(375)	(621)	(412)	(433)	(469)
<b>息税前收益</b>	<b>4,908</b>	<b>5,651</b>	<b>6,388</b>	<b>6,741</b>	<b>7,326</b>
融资成本净额	(1,995)	(2,238)	(2,261)	(2,205)	(2,209)
合资及联营企业	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
特殊项目	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>2,910</b>	<b>3,408</b>	<b>4,122</b>	<b>4,531</b>	<b>5,112</b>
所得税	-202	-346	-480	-525	-639
减:非控制股东权益	49	50	73	80	89
<b>净利润</b>	<b>2,659</b>	<b>3,012</b>	<b>3,570</b>	<b>3,926</b>	<b>4,383</b>

數據來源:公司及招銀國際預測

### 資產負債表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流动资产</b>	<b>76,749</b>	<b>75,106</b>	<b>76,609</b>	<b>78,938</b>	<b>80,966</b>
固定资产	72,107	71,406	72,161	74,478	76,448
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	3,870
<b>流动资产</b>	<b>8,696</b>	<b>11,242</b>	<b>10,063</b>	<b>13,649</b>	<b>16,934</b>
现金及现金等价物	2,570	2,503	193	3,195	6,352
应收账款	4,635	7,214	8,376	8,958	9,085
预付款	1,415	1,396	1,373	1,373	1,373
其它流动资产	75	130	121	123	124
<b>流动负债</b>	<b>30,517</b>	<b>27,086</b>	<b>24,892</b>	<b>26,771</b>	<b>27,471</b>
应付账款	22,563	20,353	19,135	19,886	20,541
其它应付	435	352	300	300	300
借贷	7,440	6,253	5,336	6,465	6,509
其它流动负债	80	128	120	120	120
<b>非流动负债</b>	<b>33,933</b>	<b>33,821</b>	<b>33,192</b>	<b>33,808</b>	<b>34,597</b>
借贷	28,372	29,451	28,703	29,828	30,812
融资租赁	1,583	1,231	931	631	331
其它非流动负债	215	198	207	202	205
<b>少数股东权益</b>	<b>857</b>	<b>840</b>	<b>870</b>	<b>900</b>	<b>930</b>
<b>净资产总额</b>	<b>20,137</b>	<b>24,601</b>	<b>27,717</b>	<b>31,107</b>	<b>34,902</b>
<b>股东权益</b>	<b>20,137</b>	<b>24,602</b>	<b>27,717</b>	<b>31,107</b>	<b>34,902</b>

數據來源:公司及招銀國際預測

**現金流量表**

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20A
<b>息税前收益</b>	<b>2,659</b>	<b>3,012</b>	<b>3,570</b>	<b>3,926</b>	<b>4,383</b>
折旧和摊销	3,471	3,621	4,001	4,168	4,467
运营资金变动	(4,870)	(3,792)	(2,068)	533	(95)
其它	1,301	(804)	411	(210)	105
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>7,338</b>	<b>2,037</b>	<b>5,914</b>	<b>8,417</b>	<b>8,859</b>
资本开支	(6,889)	(3,036)	(4,747)	(6,462)	(6,414)
联营公司	(481)	1,061	(734)	(23)	(70)
其它	(23)	(70)	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(7,370)</b>	<b>(1,974)</b>	<b>(5,482)</b>	<b>(6,485)</b>	<b>(6,483)</b>
股份发行	(28)	1,852	-	-	-
净借贷	1,035	(1,566)	(2,318)	1,576	1,340
股息	(292)	(399)	(454)	(535)	(589)
其它	(2,574)	(17)	30	30	30
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(1,858)</b>	<b>(129)</b>	<b>(2,743)</b>	<b>1,070</b>	<b>781</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(1,889)</b>	<b>(67)</b>	<b>(2,310)</b>	<b>3,002</b>	<b>3,157</b>
年初现金及现金等价物	3,470	2,570	2,503	193	3,195
汇兑	85	-	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>1,665</b>	<b>2,503</b>	<b>193</b>	<b>3,195</b>	<b>6,352</b>
受限制现金	34	52	52	52	52
3月以上定存					
<b>资产负债表现金</b>	<b>1,665</b>	<b>2,503</b>	<b>193</b>	<b>3,195</b>	<b>6,352</b>

數據來源：公司及招銀國際預測

**主要指標**

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售组合(%)</b>					
风电	91.8	91.1	91.2	90.8	90.7
光伏	8.2	8.9	8.8	9.2	9.3
<b>合计</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	53.1	53.5	55.8	56.0	56.3
税前利率	31.5	32.3	36.0	37.7	39.3
净利润率	28.8	28.5	31.2	32.6	33.7
有效税率	6.9	10.2	11.6	11.6	12.5
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(x)	0.28	0.42	0.40	0.51	0.62
速动比率(x)	0.28	0.41	0.40	0.51	0.61
现金比率(x)	0.09	0.17	0.01	0.12	0.23
平均应收款周转天数	149	205	249	263	253
债务/股本比率(%)	243	176	167	155	143
净负债/股东权益比率(%)	250	186	176	153	131
<b>回报率(%)</b>					
资本回报率	13.2	12.2	12.9	12.6	12.6
资产回报率	3.1	3.5	4.1	4.2	4.5
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股盈利(人民币)	0.27	0.29	0.34	0.37	41.48
每股股息(人民币)	0.04	0.04	0.05	0.06	6.22
每股账面价值(人民币)	2.07	2.33	2.62	2.94	3.30

數據來源：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)發表于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

### 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，并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，并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责任。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。

本報告基于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并不時自行及/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，任何機構或個人于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)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。