

華能新能源 (958 HK)

一季度盈利隨運營杠杆明顯增長

❖ 一季度業績展現了很強的經營杠杆。華能新能源發布了基于中國會計準則的一季度業績。運營收入同比增長 11.1%至人民幣 37.7 億元，與公司整體發電量同比增長 11.2%同步。總運營成本同比下降 2.0%至人民幣 18.05 億元，顯示公司實現了非常良好的成本控制使得公司一季度運營杠杆明顯提升。財務支出同比下跌 5.1%至人民幣 5.12 億元，有效稅率同比僅上升 0.7 百分點至 11.8%，低於我們對於全年預期。公司一季度實現淨利潤 17.91 億元，同比上漲 25.4%，占我們此前全年盈利預測的 53.0%。我們認為華能新能源一季度在運營及財務業績表現均領先同業，表現強勁。

❖ 差异化布局是公司一季度業績表現靚麗的主要原因。公司一季度風電發電量實現同比增長 11.3%至 7,612 吉瓦時，在風電運營商同業明顯受到去年同期高基數效應制約的同時，公司表現明顯更加優異。內蒙古、貴州、和四川是一季度三個主要的發電量增長貢獻區域，而其他運營區域的發電量表現則維持大致平穩。我們認為公司在西南地區獨特的風電場布局將幫助公司對風電運營同業實現差异化經營，對公司來說能夠分散風資源波動風險，使公司免于受到資產過於集中在三倍地區的制約。在電價方面，我們測算公司一季度實現電價每千瓦時人民幣 0.492 元，同比處於持平狀態，電價實現優于我們預期。

❖ 維持裝機目標不變。儘管風電產業面臨來自于 2019 年風電建設管理有關要求（徵求意見稿）中所涉潛在政策不確定性，管理層仍然維持 2019 年新增裝機 1.9 吉瓦規劃。管理層預期有關政策在落地執行之前將需要對該徵求意見稿作出更多的澄清和解釋，而對於目前已經開工的項目，公司認為受到新政制約的可能性較小。此外，管理層也表示公司並不遠將目前存量已獲得補貼核准的項目自願性轉為評價項目。根據市場及企業端信息，我們認為政策最終的落地執行仍需要經歷多方角力。

❖ 上調 2019 年盈利預測 7.1%。基于公司一季度的運營情況以及由于預期的實現電價，我們 1) 上調全年利用小時展望 30 小時至 2,270 小時，同時 2) 上調風電電價假設 1.5%至每千瓦時人民幣 0.471 元。我們據此將 2019-21 年的盈利預測分別上調 7.1%/5.8%/7.1%至人民幣 36.18/40.21/44.19 億元。監管公司目前面臨著潛在政策變化的制約，我們認為公司 2018-21 年淨利潤複合增長率將能夠達到 12.7%，而公司目前的 2019 年 5.6 倍市盈率估值仍處於低估狀態。維持買入評級，目標價維持每股 2.80 港元。

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	11,707	12,153	12,955
淨利潤 (百萬人民幣)	2,659	3,012	3,585	3,744	4,082
EPS (人民幣)	0.27	0.29	0.34	0.35	0.39
EPS 變動 (%)	43.0	7.5	15.5	4.4	9.0
市盈率 (x)	8.1	7.5	6.5	6.2	5.7
市帳率 (x)	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
股息率 (%)	1.9	2.0	2.3	2.4	2.6
權益收益率 (%)	13.2	12.2	12.9	12.1	11.9
淨財務杠杆率 (%)	250.2	185.5	176.5	154.2	138.5

資料來源：公司及招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$2.80
(此目前目標價)	HK\$2.80)
潛在升幅	+23.9%
當前股價	HK\$2.26

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

中國風電行業

市值(百萬港元)	23,880
3 個月平均流通(百萬)	46.36
52 周內高/低(港元)	3.53/1.89
總股本(百萬)	5,031.2

資料來源：彭博

股東結構

華能集團	56.9%
流通股	43.1%

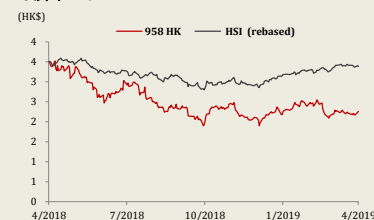
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	2.8%	-0.1%
3 月	2.8%	-5.4%
6 月	17.9%	-2.1%
12 月	-32.9%	-32.1%

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

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	10,554	11,650	12,121	13,519	15,045
风电	9,617	10,611	11,026	12,398	13,890
光伏	937	1,039	1,094	1,121	1,155
其它净收入	469	388	260	260	260
營運支出	(5,372)	(6,142)	(5,865)	(6,683)	(7,485)
折旧和摊销	(3,798)	(3,973)	(4,056)	(4,606)	(5,124)
雇員成本	(514)	(652)	(696)	(828)	(965)
修理和维护	(191)	(265)	(252)	(289)	(328)
管理费用	(248)	(273)	(279)	(311)	(346)
其它运营费用	(621)	(980)	(582)	(649)	(722)
息税前收益	5,651	5,896	6,516	7,096	7,820
融资成本净额	(2,238)	(2,189)	(2,125)	(2,234)	(2,439)
合资及联营企业	(5)	(11)	(8)	(8)	(8)
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	3,408	3,695	4,382	4,854	5,373
所得税	(346)	(567)	(713)	(776)	(891)
减：非控制股东权益	50	42	51	57	63
净利润	3,012	3,086	3,618	4,021	4,419

資料來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	75,107	74,089	82,385	89,394	93,240
固定资产	71,406	70,812	79,600	86,971	90,828
预付租金	357	269	280	291	301
合资及联营公司投资	254	201	199	196	194
其它非流动资产	3,090	2,807	2,306	1,936	1,917
流动资产	11,242	14,582	15,258	16,411	20,749
现金及现金等价物	2,503	3,415	3,532	4,492	8,719
应收账款	7,214	9,968	10,318	10,505	10,614
预付款	1,396	1,069	1,276	1,276	1,276
其它流动资产	130	130	132	137	140
流动负债	27,086	29,031	33,389	35,722	38,705
借贷	20,353	21,614	24,029	26,419	27,735
融资租赁应付款	352	472	300	300	130
其它应付	6,253	6,817	8,940	8,883	10,720
应付税款	128	128	120	120	120
非流动负债	33,821	31,427	32,858	35,178	36,534
借贷	29,451	28,611	29,369	32,290	33,898
融资租赁	1,231	730	430	130	-
递延收入	198	181	189	185	187
其它	2,940	1,905	2,870	2,572	2,449
少数股东权益	840	805	835	865	895
净资产总额	24,602	27,408	30,562	34,040	37,856
股东权益	24,602	27,408	30,562	34,040	37,856

資料來源：公司及招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20A	FY21A
息税前收益	3,012	3,086	3,618	4,021	4,419
折旧和摊销	3,804	3,977	4,061	4,611	5,180
运营资金变动	(3,792)	(1,780)	1,553	(260)	1,715
其它	(804)	(1,184)	966	(302)	(121)
经营活动所得现金流	2,220	4,099	10,197	8,070	11,193
资本开支	(3,219)	(3,298)	(12,813)	(11,946)	(9,001)
联营公司	1,061	250	468	336	(15)
其它	336	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(2,158)	(3,048)	(12,345)	(11,609)	(9,016)
股份发行	1,852	-	-	-	-
净借贷	(1,566)	40	2,701	5,012	2,623
股息	(399)	(454)	(465)	(543)	(603)
其它	(17)	275	30	30	30
融资活动所得现金净额	(129)	(140)	2,266	4,499	2,050
现金增加净额	(67)	912	117	960	4,227
年初现金及现金等价物	2,570	2,503	3,415	3,532	4,492
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,503	3,415	3,532	4,492	8,719
受限制现金	52	68	64	65	65

資料來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
风电	91.1	91.1	91.0	91.7	92.3
光伏	8.9	8.9	9.0	8.3	7.7
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	53.5	50.6	53.8	52.5	52.0
税前利率	32.3	31.7	36.2	35.9	35.7
净利润率	28.5	26.5	29.9	29.7	29.4
有效税率	-10.2	-15.3	-16.3	-16.0	-16.6
资产负债比率					
流动比率(x)	0.42	0.50	0.46	0.46	0.54
速动比率(x)	0.41	0.50	0.46	0.46	0.53
现金比率(x)	0.17	0.12	0.11	0.13	0.23
平均应收款周转天数	205	269	305	281	256
债务/股本比率(%)	180	178	170	168	159
净负债/股东权益比率(%)	190	176	166	161	140
回报率 (%)					
资本回报率	12.2	11.3	11.8	11.8	11.7
资产回报率	3.5	3.5	3.7	3.8	3.9
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.29	0.29	0.34	0.38	0.42
每股股息(人民币)	0.04	0.04	0.05	0.06	0.06
每股账面价值(人民币)	2.33	2.59	2.89	3.22	3.58

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責任。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。接收本報告之行爲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。