

華能新能源 (958 HK)

上半年業績預覽

- ❖ 我們測算上半年淨利潤增長 16.8%。參考公司過往上下半年成本分佈，我們測算公司上半年的運營利潤將實現同比上漲 14.2% 至 38.67 億人民幣，而淨利潤則實現同比上漲 16.2% 至 23.73 億人民幣。我們的測算將下列因素置入考慮：1) 資產素質改善，同時增速並非由新增裝機驅動，2) 財務成本預料同比上升 30 個基點，以及 3) 我們預計有效稅率將同比提升 2.2 個百分點。
- ❖ 上半年業績回顧：風電發電量同比增長 14.8%。公司上半年風電和光伏發電分別錄得 12,906 吉瓦時以及 703 吉瓦時，對應分別實現同比增長 14.8% 及 19.6%。風光合併發電量實現同比增長 15.0%。我們認為發電量增長主要由較好的風資源條件所驅動。由於公司策略性的風電場佈局，限電率與同業相比一直處於較低水準。對於具體風電發電量增速貢獻及分佈，根據我們的月度資料跟蹤，內蒙古、山東、遼寧、山西、陝西 5 省在 1-4 月份貢獻較大。我們認為公司上半年的發電量表現領先於我們全年風電發電增速 11.3% 的預測。
- ❖ 市場化電力交易折扣及補貼應收將是關注重點。對於上半年業績及下半年展望，由於公司目前有較多的裝機佈局處在水電資源較為豐沛的地區面臨與水電競爭，我們預料市場關注將聚焦於公司的實現電價水準。上半年中國來水偏枯，但情況已在 2 季度末明顯好轉，較強的水資源條件或對下半年公司的發電量及實現電價帶來影響。除電價折扣以外，我們認為市場仍對公司的補貼應收狀況尤為重視。截止 2018 年 1 季度末，公司累積應收款達 87.4 億人民幣。補貼回收將對公司的現金流及負債率產生明顯影響，我們相信補貼款的回收狀況也將成為左右公司價值重估的重要推手。
- ❖ 維持買入評級，目標價更新為 3.91 港元。我們對於公司 2018E-20E 年度盈利展望維持穩定。基於目前市場對於公司估值分別為 2018E/19E 市盈率 6.6 倍 / 5.9 倍，我們認為公司的估值水準顯著低於行業領先企業。我們對於公司的 DCF 估值更新至 2019 年，目標價調整至每股 3.91 港元，對應 2019 年預測市盈率 9.9 倍。維持買入評級。
- ❖ 風險因素：降杠杆。由於中央政府目前對於國有企業推行降杠杆，我們預期華能新能源將跟隨母公司華能集團步伐對目前較高的負債率進行主動調整。截止 1 季度末，公司資產負債率為 69.6%，僅略低於國資委公佈的 70% 的重點控制線。我們認為降杠杆將成為公司實現價值重估的主要阻力，但該阻力有望隨補貼款回收逐步減輕。

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	12,358	13,538
淨利潤 (百萬人民幣)	2,659	3,012	3,760	4,177	4,834
EPS (人民幣)	0.27	0.29	0.36	0.40	0.46
EPS 變動 (%)	43.0	7.5	21.1	11.1	15.7
市盈率 (x)	8.6	8.0	6.6	5.9	5.1
市帳率 (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	1.8	1.8	2.3	2.5	2.9
權益收益率 (%)	13.2	12.2	13.5	13.3	13.5
淨財務杠杆率 (%)	250.2	185.5	174.7	149.7	126.0

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$3.91
(前目標價)	HK\$4.00
潛在升幅	+46.4%
當前股價	HK\$2.67

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)	35,926
3 個月平均流通(百萬)	96.45
52 周內高/低(港元)	3.52/2.29
總股本(百萬)	10,576

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	3.7%	6.6%
3 月	-16.3%	-6.2%
6 月	9.3%	17.5%

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	12,358	13,538
风电	8,482	9,617	10,625	11,172	12,250
光伏	757	937	1,081	1,186	1,288
其它净收入	322	469	401	421	456
营运支出	(4,652)	(5,372)	(5,476)	(5,730)	(6,178)
折旧和摊销	(3,462)	(3,798)	(4,002)	(4,168)	(4,467)
雇员成本	(403)	(514)	(555)	(594)	(657)
修理和维护	(189)	(191)	(205)	(214)	(228)
管理费用	(223)	(248)	(293)	(309)	(338)
其它运营费用	(375)	(621)	(421)	(445)	(487)
息税前收益	4,908	5,651	6,632	7,049	7,816
融资成本净额	(1,995)	(2,238)	(2,284)	(2,223)	(2,174)
合资及联营企业	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	2,910	3,408	4,342	4,821	5,637
所得税	-202	-346	-505	-559	-705
减:非控制股东权益	49	50	77	85	99
净利润	2,659	3,012	3,760	4,177	4,834

資料來源: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
非流动资产	76,749	75,106	76,600	78,920	80,939
固定资产	72,107	71,406	72,152	74,460	76,422
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	12,420	14,067	15,475
现金及现金等价物	2,570	2,503	2,461	3,450	4,645
应收账款	4,635	7,214	8,466	9,122	9,333
预付款	1,415	1,396	1,373	1,373	1,373
其它流动资产	75	130	121	123	124
流动负债	30,517	27,086	25,755	26,765	26,546
应付账款	22,563	20,353	19,999	19,881	19,617
其它应付	435	352	300	300	300
借贷	7,440	6,253	5,336	6,464	6,508
其它流动负债	80	128	120	120	120
非流动负债	33,933	33,821	34,488	33,801	33,211
借贷	28,372	29,451	29,998	29,821	29,426
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	27,908	31,520	35,727
股东权益	20,137	24,602	27,908	31,520	35,727

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20A
息税前收益	2,659	3,012	3,760	4,177	4,834
折旧和摊销	3,471	3,621	4,010	4,176	4,475
运营资金变动	(4,870)	(3,792)	(2,158)	459	(180)
其它	1,301	(804)	411	(210)	105
经营活动所得现金流	7,338	2,037	6,024	8,603	9,233
资本开支	(6,889)	(3,036)	(4,747)	(6,462)	(6,414)
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)	(6,483)
股份发行	(28)	1,852	-	-	-
净借贷	1,035	(1,566)	(160)	(595)	(959)
股息	(292)	(399)	(454)	(564)	(626)
其它	(2,574)	(17)	30	30	30
融资活动所得现金净额	(1,858)	(129)	(584)	(1,129)	(1,555)
现金增加净额	(1,889)	(67)	(42)	990	1,195
年初现金及现金等价物	3,470	2,570	2,503	2,461	3,450
汇兑	85	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,665	2,503	2,461	3,450	4,645
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	2,461	3,450	4,645

資料來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
风电	91.8	91.1	90.8	90.4	90.5
光伏	8.2	8.9	9.2	9.6	9.5
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	56.6	57.0	57.7
税前利率	31.5	32.3	37.1	39.0	41.6
净利润率	28.8	28.5	32.1	33.8	35.7
有效税率	6.9	10.2	11.6	11.6	12.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.28	0.42	0.48	0.53	0.58
速动比率 (x)	0.28	0.41	0.48	0.52	0.58
现金比率 (x)	0.09	0.17	0.10	0.13	0.18
平均应收款周转天数	149	205	244	260	249
净负债/股东权益比率 (%)	250	186	175	150	126
回报率 (%)					
资本回报率	13.2	12.2	13.5	13.3	13.5
资产回报率	3.1	3.5	4.2	4.5	5.0
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.27	0.29	0.36	0.40	0.46
每股股息 (人民币)	0.04	0.04	0.05	0.06	0.07
每股账面价值 (人民币)	2.07	2.33	2.64	2.98	3.38

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责任。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。