

华能新能源 (958 HK)

2017 上半年业绩符合预期

❖ **净利润上升 12.4%**。华能新能源 2017 上半年销售收入为 56.17 亿元，同比增长 14.3%，发电量同比增长 14.7%，增长幅度相符。除雇员成本及维修保养费用外，其它主营业务费用保持稳定。2017 上半年人事费用同比增长 28.3%，而维修及保养费用同比增长 119.9%。管理层解释这是由于相对于 2016 年，2017 年上半年成本分配比例更高，成本上涨部分被增值税退税带来的其他净收入增长所抵消。在有效的成本控制下，净财务费用维持在 11.01 亿人民币，同比增长 10.4%，其中包括 6 万人民币的汇兑损失。净利润实现 20.32 亿，同比增长 12.4%。我们估算，如果去除 2016/2017 上半年汇兑损失的影响，核心收益实际增长 17.4%。我们认为公司 2017 上半年业绩表现符合预期。

❖ **2017 年装机指引下调**。华能 2017 上半年仅实现了 33 兆瓦的光伏装机并网，装机增速低于我们的预期。管理层解释，由于地方政府的环境政策愈发严格，导致项目进展缓慢。华能将 2017 年新增装机计划从总共 1.3 吉瓦降低至风电 600-700 兆瓦及光伏 70 兆瓦，并预计这些延迟的装机计划将于 2018 年加速进行。公司资本性支出全年预算为 60-65 亿人民币，上半年实现支出仅为 8.9 亿人民币。管理层表示上半年风机采购价格现已下降至每千瓦 3,865 人民币，风机采购成本继续下降。对于全年项目造价展望，管理层预计单位风电项目资本性支出将保持稳定，因项目开发重点地区为山地及高原，抵消了风机采购方面节省的每千瓦 100-200 人民币。

❖ **全年风电利用小时数指引维持 2,000 小时**。与同业相比，华能限电率保持最低。2017 上半年限电率仅为 10.1%，同比下降 2.6 个百分点，平均风电利用小时数为 1,109 小时，持续高于全国平均水平。上半年由于华能主要经营区域如内蒙古、辽宁、山东等地风速下降，抵消了限电改善带来的积极影响。管理层仍维持全年利用小时数为 2,000 小时的指引，预计限电率将进一步下降至 9%。结合 2017 上半年的经营数据，我们认为达到这些指引目标的可能性很高。

❖ **维持买入评级**。考虑到华能新能源优于同业的资产质量、限电情况、高于平均的风电利用小时数及在第四类风区的战略风场布局，我们仍认为华能是我们的行业首选。我们的 DCF 目标价为每股 3.14 港元，对应 7.5 倍 2018 年前瞻市盈率及 1.0 倍 2018 年前瞻市净率，股价上涨潜力 29.8%。**维持买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	7,357	9,239	10,578	12,064	13,351
净利润 (百万人民币)	1,860	2,659	3,199	3,827	4,361
EPS (人民币)	0.19	0.27	0.31	0.36	0.41
EPS 变动 (%)	54.2	43.0	14.2	16.1	14.0
市盈率 (x)	10.9	7.6	6.7	5.8	5.1
市帐率 (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	1.4	2.0	2.2	2.6	3.0
权益收益率 (%)	10.5	13.2	12.9	13.6	13.6
净财务杠杆率 (%)	266.4	250.2	203.3	195.7	178.9

数据来源：公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$3.14
(前目标价)	HK\$3.14
潜在升幅	+29.8%
当前股价	HK\$2.42

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

风电行业

市值(百万港元)	25,571
3 个月平均流通(百万)	71.49
52 周内高/低(港元)	3.21/2.31
总股本(百万)	9,728

数据来源：彭博

股东结构

华能集团	56.9%
摩根大通	3.0%
流通股	40.1%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-1.3%	-3.2%
3 月	-10.6%	-16.3%
6 月	-15.1%	-25.0%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.hnr.com.cn

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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，请与我们联系。

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。