

中国风电运营商

三季度运营表现疲弱

中国风电运营商在宣布19年上半年业绩后展现出不同的股价发展趋势。由于长期以来可再生能源补贴的延迟以及潜在电价政策调整对新建风电项目带来更多的不确定性，我们认为市场总体情绪对于风电板块仍然低迷，同时，大多数风电运营商的三季度运营表现也显得比较疲弱。华能新能源的私有化在短期内增加风电运营板块的市场关注，但我们并不认为私有化将成为该行业的发展趋势。我们的行业首选是新天绿色能源(956 HK)，我们偏好其出色的经营业绩，日益增长的天然气业务布局，并且公司A股上市在即。

- **除新天绿色能源以外，风电运营商三季度运营表现不佳。**风电运营商在19年第三季度遇到了糟糕的季节，因为华北地区的风电资源不尽人意，主要风电运营商的风力发电量在三季度同比下降了5.0%至13.3%。新天(956 HK)在我们所覆盖的风电运营商中是个例外，公司期内风力发电量同比增长14.0%。结合前九个月数据，龙源电力(916 HK)，华能新能源(958 HK)和华电福新(816 HK)的风电发电量均低于我们的预期，而新天发电量则略微领先我们预测。
- **补贴拖欠和政策制约依旧高悬。**由于各家风电运营商们在中期业绩会上对于补贴应收快速增加及补贴拖欠并没有透露出明晰的解决方案，我们注意到市场对此的失望并对风电运营商的估值带来比较明显的压力。此外，国务院常务会议决定取消燃煤发电的基准电价，取而代之的是基于市场交易的新电价基准，这引起了风电运营商的更多市场担忧。市场预期潜在基准电价下调将导致1) 新能源项目更加难以实现平价上网；及2) 进一步扩大补贴缺口。我们将龙源电力(规模领先的风电龙头运营商)的估值下跌视作对整个板块估值压力的标志。
- **私有化仅带来短暂的提振，而非改变市场趋势。**华能新能源在9月初提出的私有化方案使市场惊讶，私有化报价(约为一倍市净率)也显著改变了市场气氛。根据我们与主要风电运营商的沟通，我们认为私有化决策高度依赖于公司经营战略和管理层风格，但并非是受国资委指引所致。我们认为，华能新能源的私有化将为可再生能源资产重组的个案之一，对于国有上市运营商而言，折让(较净资产)较大的可再生能源上市公司私有化并非普遍趋势。
- **新天绿色能源是我们的行业首选。**新天股价自中期业绩发布后已反弹20.2%，表现仅次于宣布私有化退市的华能新能源。基于公司强劲的运营业绩表现，日渐增加的燃气业务布局，以及更为重要的是公司A股上市渐近，我们相信公司的价值重估动能依旧强劲。我们对新天绿色能源的目标价为每股2.74港元，对应目前股价有17.6%涨幅。

估值表

港股上市公司	代码	市值		股价	目标价	评级	每股收益				每股收益复合增长率			市盈率			市净率		
		百万港元(港元)	(港元)				18	19E	20E	18-20E	18	19E	20E	18	19E	20E			
龙源电力	916 HK	39,137	4.87	4.68	持有	0.49	0.60	0.66	16.3%	8.8	7.3	6.5	0.7	0.7	0.6				
金风科技	2208 HK	52,019	8.45	12.06	买入	0.84	0.78	0.96	6.6%	8.8	9.7	7.8	1.1	1.0	0.9				
华能新能源	958 HK	22,295	2.11	3.17	持有	0.29	0.35	0.39	15.1%	6.4	5.3	4.8	0.7	0.6	0.6				
华电福新	816 HK	12,276	1.46	2	买入	0.24	0.31	0.36	23.0%	5.0	4.2	3.6	0.5	0.4	0.4				
大唐新能源	1798 HK	5,383	0.74	N/A	未评级	0.15	0.19	0.22	21.3%	4.1	3.4	3.0	0.4	0.4	0.3				
新天绿色能源	956 HK	7,207	1.94	2.74	买入	0.33	0.39	0.44	14.7%	5.2	4.4	3.9	0.7	0.6	0.5				
中广核新能源	1811 HK	4,291	1.00	N/A	未评级	0.02	0.03	0.03	18.6%	6.2	4.6	4.4	0.5	0.5	0.5				
协合新能源	182 HK	3,208	0.38	N/A	未评级	0.06	0.08	0.09	26.4%	4.5	4.5	3.6	0.5	0.5	0.4				
行业平均									17.8%	6.1	5.4	4.7	0.6	0.6	0.5				

资料来源: 彭博, 招银国际证券

同步大市 (维持)

中国风电行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

近期报告:

1. "China Wind Sector – Revisit subsidy delay issue and 1H19 preview" – 5 Aug 2019
2. "中国风电行业 – 11月风资源较差或对18年盈利带来影响" – 2018年12月14日
3. "中国风电行业 – 市场忽略了风电行业的基本面改善" – 2018年10月25日

目录

新天绿色能源 (956 HK)	2
龙源电力 (916 HK)	2
华电福新 (816 HK)	2
华能新能源 (958 HK)	2

图 1: 主要风电运营商三季度及前九月运营情况汇总及与我们预期对比

公司及业务板块	3Q18			3Q19			9M18			9M19			FY18A		FY19E	
	发电量 (GWh)	发电量 (GWh)	同比 (%)	发电量 (GWh)	发电量 (GWh)	同比 (%)	发电量 (GWh)	发电量 (GWh)	同比 (%)	发电量 (GWh)	发电量 (GWh)	同比 (%)	9M18/ FY18 (%)	9M19/ FY19E (%)		
龙源电力 - 916 HK																
发电量	10,628	10,307	-3.0%	36,458	36,597	0.4%	49,970	52,082	73.0%	70.3%						
风电	8,120	7,717	-5.0%	28,909	29,162	0.9%	39,542	41,594	73.1%	70.1%						
煤电	2,377	2,471	3.9%	7,170	7,050	-1.7%	9,919	9,938	72.3%	70.9%						
其它	131	119	-9.3%	379	384	1.4%	509	550	74.4%	69.9%						
华能新能源 - 958 HK																
发电量	4,399	4,151	-5.6%	18,008	19,347	7.4%	24,974	26,988	72.1%	71.7%						
风电	4,049	3,771	-6.9%	16,955	18,194	7.3%	23,563	25,472	72.0%	71.4%						
光伏	350	380	8.5%	1,053	1,153	9.5%	1,410	1,516	74.7%	76.0%						
大唐新能源 - 1798 HK																
发电量	3,364	2,923	-13.1%	12,916	12,911	0.0%	17,975	n/a	71.9%	n/a						
风电	3,294	2,857	-13.3%	12,695	12,703	0.1%	17,690	n/a	71.8%	n/a						
其它	70	66	-5.6%	220	208	-5.7%	285	n/a	77.2%	n/a						
华电福新 - 816 HK																
发电量	11,381	12,629	11.0%	33,131	36,668	10.7%	44,574	48,184	74.3%	76.1%						
风电	3,488	3,249	-6.8%	12,429	12,208	-1.8%	16,869	17,298	73.7%	70.6%						
光伏	430	473	10.2%	1,253	1,324	5.7%	1,613	1,625	77.7%	81.5%						
水电	1,699	3,222	89.6%	4,075	8,678	113.0%	5,791	10,171	70.4%	85.3%						
煤电	4,940	4,671	-5.4%	13,372	11,741	-12.2%	17,514	15,456	76.4%	76.0%						
燃气分布式	783	984	25.6%	1,882	2,614	38.9%	2,621	3,468	71.8%	75.4%						
其它	41	30	-25.8%	120	103	-14.2%	166	166	72.2%	61.9%						
新天绿色能源 - 956 HK																
发电量	1,244	1,416	13.9%	5,483	6,281	14.6%	7,815	8,765	70.2%	71.7%						
风电	1,205	1,373	14.0%	5,381	6,153	14.3%	7,676	8,608	15.7%	16.0%						
光伏	39	43	9.1%	102	129	25.5%	139	157	28.1%	n/a						
燃气销售量 (百万立方米)	416	494	18.77%	1,713	2,145	25.25%	2,631	3,406	65.1%	63.0%						
批发	204	225	9.8%	1,029	1,308	27.1%	1,620	2,187	63.5%	59.8%						
零售	192	249	29.6%	623	766	22.8%	920	1,122	67.8%	68.2%						
CNG	19	20	5.5%	60	71	19.0%	92	97	65.2%	73.2%						

资料来源：公司资料，招银国际证券预测

新天绿色能源 (956 HK)

三季度运营表现符合预期轨道

自中期业绩公布以来，新天绿色能源的股价反弹了 20.2%。公司是我们风电运营商覆盖范围内的唯一一家企业在 2019 年三季度实现了风力发电量增长。我们相信随着公司维持优秀的运营效率，同时逐渐增加天然气业务板块的布局将使公司获得更多说的市场关注。目前公司的估值为 2019 年预测市盈率/市净率分别 5.9 倍/0.7 倍，我们认为公司的估值仍然非常诱人，并且我们预计公司即将登陆 A 股将推动股价上涨。重申买入评级，目标价维持每股 2.74 港元不变。

- **三季度风电发电量符合预期。** 期内，风电发电量录得 1,373 吉瓦时，同比增长 14.0%，光伏发电实现 43 吉瓦时。前九个月新天共实现发电量 6,281 吉瓦时，同比增长 14.6%。公司前九月发电量增速较我们全年预测的 12.6% 略快。我们认为公司有意发电量增速并不仅仅来源于优秀的运营效率，同时还含有新增发电机组的发电贡献。公司 2019 年全年维持较为谨慎的新增装机目标约 500 兆瓦。
- **三季度天然气销量同比增长 18.8%。** 天然气销售量为 4.94 亿方，同比增长 18.8%。其中，批发气量在三季度增速放缓至 9.8%，而同期零售气量增速则保持在 29.6% 的高水平。管理层解释，由于国家 9 月份加强了环境污染控制，导致部分用气量较大的工业客户受到影响。前九月，公司共实现天然气销气量 21.45 亿方，同比增长 25.3%，较我们全年销气量增速 29.4% 预测略低。基于 2019 年四季度冬季天然气供应充足的展望，我们预计公司的天然气销量增长将有望追上我们的预测增速，因此我们维持天然气销量预估不变。
- **A 股上市审核队列中排 30 位左右。** 我们预计，公司将有望从其 A 股上市中获得更多市场关注及认可。根据管理层透露，公司目前在发审队列中排位在 30 左右，待上市委员会进行审核批准。管理层预计审核时间可能会在 2019 年底。我们相信公司在 A 股上市将有望将估值提到更高水平。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额 (百万人民币)	7,058	9,975	12,731	15,436	18,210
同比增长 (%)	61.0	41.3	27.6	21.3	18.0
净利润 (百万人民币)	940	1,240	1,329	1,484	1,646
EPS (人民币)	0.25	0.33	0.36	0.40	0.44
EPS 变动 (%)	73.5	32.0	7.2	11.6	10.9
市盈率(x)	8.1	6.1	5.7	5.1	4.6
市帐率(x)	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
股息率 (%)	5.0	6.1	7.0	7.8	8.6
权益收益率 (%)	10.9	12.4	11.3	11.6	11.9
净财务杠杆率 (%)	195	190	214	249	256

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$2.74
(此前目标价)	HK\$2.74)
潜在升幅	+20.2%
当前股价	HK\$2.28

中国风电行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	8,471
3月平均流通量(百万港元)	10.0
52周内股价高/低(港元)	2.56/1.76
总股本(百万)	1.876

资料来源：彭博

股东结构

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

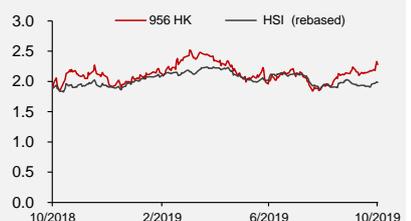
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.4%	9.2%
3-月	9.9%	17.0%
6-月	-0.4%	11.7%
12-月	21.4%	15.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

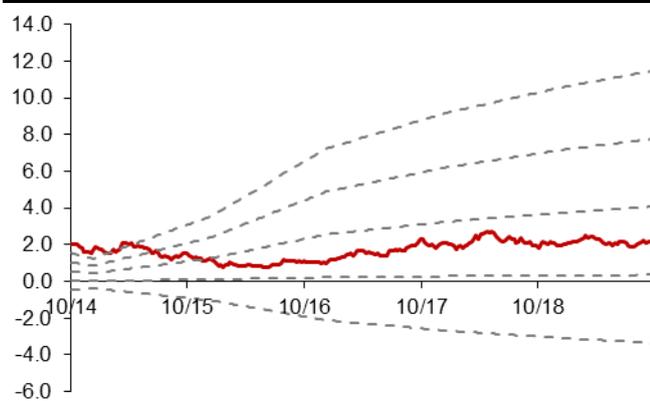
审计师：安永

图 2: 新天三季度/前九月运营表现

公司及业务板块	3Q18			3Q19			9M18			9M19			FY18A		FY19E	
	发电量 (GWh)	发电量 (GWh)	同比 (%)	9M18/ FY18 (%)	9M19/ FY19E (%)											
新天绿色能源 - 956 HK																
发电量	1,244	1,416	13.9%	5,483	6,281	14.6%	7,815	8,765	70.2%	71.7%						
风电	1,205	1,373	14.0%	5,381	6,153	14.3%	7,676	8,608	15.7%	16.0%						
光伏	39	43	9.1%	102	129	25.5%	139	157	28.1%	n/a						
燃气销售量 (百万立方米)	416	494	18.77%	1,713	2,145	25.25%	2,631	3,406	65.1%	63.0%						
批发	204	225	9.8%	1,029	1,308	27.1%	1,620	2,187	63.5%	59.8%						
零售	192	249	29.6%	623	766	22.8%	920	1,122	67.8%	68.2%						
CNG	19	20	5.5%	60	71	19.0%	92	97	65.2%	73.2%						

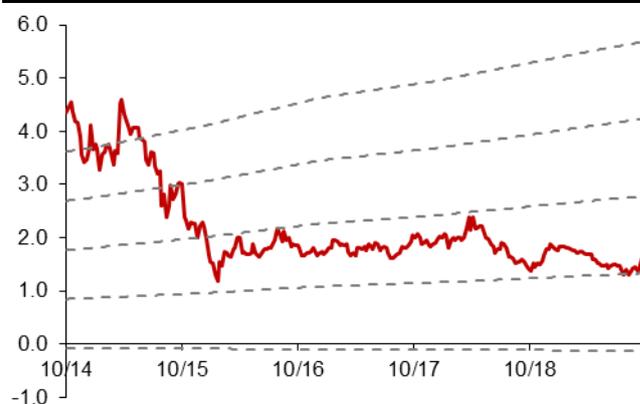
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 3: 12-月前瞻市盈率



资料来源：彭博，招银国际证券

图 4: 12-前瞻市净率



资料来源：彭博，招银国际证券

财务分析

利润表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	7,058	9,975	12,323	14,947	17,607
风电及光伏	3,100	3,422	3,878	4,366	4,838
天然气	3,957	6,551	8,445	10,582	12,769
销售成本	(4,750)	(7,116)	(9,190)	(11,319)	(13,480)
其它收入净额	81	100	77	76	76
销售成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(453)	(502)	(573)	(635)	(704)
其它支出	(171)	(219)	(62)	(75)	(79)
运营利润	1,764	2,239	2,575	2,993	3,419
融资成本净额	(774)	(785)	(916)	(1,152)	(1,339)
合资及联营企业	214	290	341	375	425
税前利润	1,204	1,743	2,065	2,336	2,624
所得税	(99)	(168)	(207)	(234)	(289)
非控制股东权益	(165)	(307)	(286)	(324)	(366)
永续期绿色债利息	-	(29)	(60)	(60)	(60)
净利润	940	1,240	1,513	1,720	1,911

现金流量表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前利润	1,204	1,743	2,065	2,336	2,624
折旧和摊销	1,125	1,308	1,540	1,887	2,320
运营资金变动	(75)	(147)	(1,685)	402	(136)
税项	(126)	(217)	(227)	(234)	(289)
其它	496	91	(60)	(60)	(60)
经营活动所得现金流	2,642	2,778	1,634	4,332	4,460
资本开支	(4,324)	(5,568)	(8,392)	(10,265)	(7,426)
其它	754	(12)	12	-	-
投资活动所得现金净额	(3,570)	(5,580)	(8,381)	(10,265)	(7,426)
股份发行	-	-	-	-	-
永续期绿色债	-	590	410	-	-
净借贷	2,963	2,673	6,502	6,883	3,872
其它	(901)	274	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,563	3,022	6,202	6,049	2,925
现金增加净额	634	220	(544)	116	(40)
年初现金及现金等价物	1,491	2,110	2,240	1,696	1,812
汇兑	(15)	(89)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,110	2,240	1,696	1,812	1,772
加上: 收购所得现金	-	-	-	-	-
资产负债表现金	2,110	2,240	1,696	1,812	1,772

资产负债表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	28,755	32,743	39,327	47,428	52,533
固定资产	22,466	26,584	33,026	41,091	45,836
无形资产	1,870	1,757	1,673	1,574	1,475
合资及联营公司投资	1,687	1,918	2,378	2,757	3,185
预付款及其它应收	1,819	1,648	1,391	1,114	1,114
其它非流动资产	913	837	859	892	923
流动资产	5,533	6,418	7,355	7,820	8,227
现金及现金等价物	2,110	2,240	1,696	1,812	1,772
应收账款	2,564	3,296	3,729	4,442	4,885
预付款	789	812	1,844	1,476	1,476
其它流动资产	70	70	86	90	94
流动负债	9,473	8,602	9,572	11,143	12,560
应付账款	576	148	986	1,196	1,409
其它应付	3,084	3,655	2,440	2,693	2,788
借贷	5,708	4,644	6,022	7,118	8,215
其它流动负债	49	70	50	50	50
非流动负债	14,314	18,162	23,214	29,000	31,767
借贷	13,217	16,683	21,350	26,779	29,125
其它长期应付	69	184	102	112	116
其它非流动负债	-	25	25	25	25
少数股东权益	1,896	2,360	2,401	2,496	2,603
永续期绿色公司债	-	590	1,000	1,000	1,000
股东权益	8,605	9,446	10,495	11,609	12,832
净资产总额	10,501	12,397	13,896	15,105	16,434

主要比率

12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
风电及光伏	45.2	43.9	34.3	31.5	29.2
天然气	54.6	56.1	65.7	68.5	70.8
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	32.9	32.7	28.7	0.25	24.3
运营利率	28.0	25.0	22.4	20.9	20.0
税前利率	17.0	17.1	17.5	16.8	15.6
净利率	12.4	13.3	12.4	12.3	11.5
有效税率	13.0	8.2	9.6	10.0	10.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.49	0.58	0.75	0.77	0.70
速动比率 (x)	0.49	0.58	0.74	0.76	0.70
现金比率 (x)	0.19	0.22	0.26	0.18	0.16
平均应收款周转天数	107.6	107.2	104.0	99.8	96.7
债务/股本比率 (%)	178.8	180.2	172.0	197.0	224.4
净负债/股东权益比率 (%)	195.2	190.0	223.3	254.4	257.0
回报率 (%)					
资本回报率	6.86	10.92	12.35	13.16	13.64
资产回报率	1.84	2.74	3.17	3.24	3.11
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.25	0.33	0.41	0.46	0.51
每股股息 (人民币)	0.10	0.13	0.16	0.19	0.21
每股账面价值 (人民币)	2.32	2.70	3.09	3.39	3.72

资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

龙源电力 (916 HK)

估值仍受市场情绪所压制

龙源电力是自中期业绩报告以来，我们所覆盖的风电运营企业中股价表现最差的一家，股价在这期间进一步下跌6.9%。作为全球在运风机规模最大的风电龙头运营商，公司面临着最大的可再生能源补贴敞口以及潜在的标杆电价调整影响。龙源电力低迷的估值体现了市场对于公司现金流及潜在政策影响未来增长的担忧。目前公司的估值仅为前瞻市盈率/市净率的6.6/0.58倍，处于5年期最低位。尽管如此，由于目前市场对于如何解决补贴问题并无头绪，我们认为公司的股价将持续承压。我们将DCF目标价自每股5.00港元下调至每股4.68港元，维持持有评级。

- **三季度风电发电量同比下跌5.0%**。三季度，龙源实现风电发电量7,717吉瓦时，同比下跌5.0%。根据管理层信息，较弱的风电发电表现主要是由于华北地区风资源条件较差所致。前九月，龙源供实现发电量29,162吉瓦时，同比仅微增0.9%，较我们全年增长5.2%预测明显更低。基于公司发电数据，我们将2019-21年的发电利用小时自2,354/2,348/2,402小时分别下调至2,300/2,323/2,346小时，以反映更为保守的风电利用小时预期。
- **下调盈利预测**。基于利用小时假设调整，我们将2019-21年的每股盈利预测分别下调7.2/7.2/6.9%至人民币0.55/0.60/0.71元。我们的DCF目标价也据此自每股5.00港元下调至每股4.68港元。由于目前我们仍看不到股价短期内实现价值重估的催化剂，我们对龙源维持持有评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	24,592	26,388	27,121	28,679	31,314
同比增长(%)	10.3	7.3	2.8	5.7	9.2
净利润(百万人民币)	3,688	3,924	4,392	4,809	5,686
EPS(人民币)	0.46	0.49	0.55	0.60	0.71
EPS变动(%)	8.0	6.4	11.9	9.5	18.2
市盈率(x)	8.1	7.6	6.8	6.2	5.3
市净率(x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率(%)	2.5	2.6	2.9	3.2	3.8
权益收益率(%)	9.0	8.9	9.2	9.3	10.1
净财务杠杆率(%)	173.4	163.0	156.4	157.3	140.8

资料来源：公司及招银国际证券预测

持有 (维持)

目标价	HK\$4.68
(此前目标价)	HK\$5.00
潜在升幅	+12.2%
当前股价	HK\$4.17

中国风电行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	33,5212
3月平均流通量(百万港元)	58
52周内股价高/低(港元)	7.49/4.59
总股本(百万)	3,430

资料来源：彭博

股东结构

国家能源集团	58.4%
流通股	41.6%

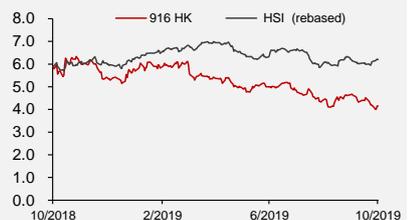
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-9.7%	-10.7%
3-月	-12.6%	-5.9%
6-月	-22.3%	-12.9%
12-月	-28.0%	-31.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

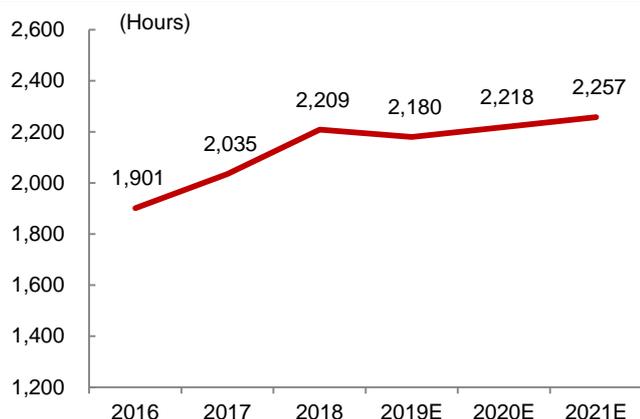
审计师：安永

图 5: 龙源电力三季度/前九月运营表现

公司及业务板块	3Q18			3Q19			9M18			9M19			FY18A		FY19E	
	发电量 (GWh)	发电量 (GWh)	同比 (%)	9M18/ FY18 (%)	9M19/ FY19E (%)											
龙源电力 - 916 HK	10,628	10,307	-3.0%	36,458	36,597	0.4%	49,970	52,082	73.0%	70.3%						
风电	8,120	7,717	-5.0%	28,909	29,162	0.9%	39,542	41,594	73.1%	70.1%						
煤电	2,377	2,471	3.9%	7,170	7,050	-1.7%	9,919	9,938	72.3%	70.9%						
其它	131	119	-9.3%	379	384	1.4%	509	550	74.4%	69.9%						

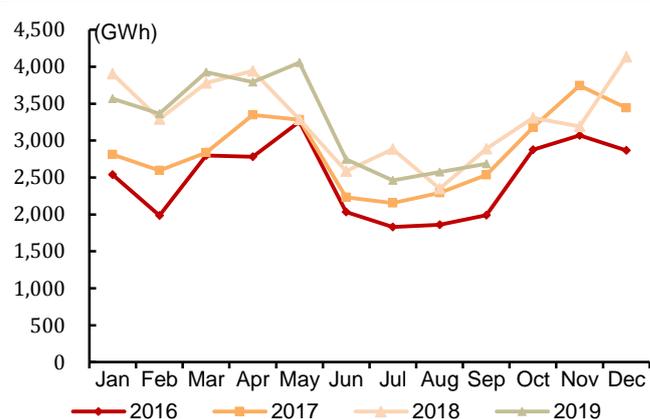
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 6: 龙源电力风电利用小时数



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 7: 龙源电力月度风电发电量



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 8: 盈利预测调整

	原预测			新预测			变化 (%)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
收入 (百万人民币)	27,565	29,161	31,860	27,121	28,679	31,314	-1.6%	-1.6%	-1.7%
净利润 (百万人民币)	4,735	5,181	6,110	4,392	4,809	5,686	-7.2%	-7.2%	-6.9%
每股盈利 (人民币)	0.59	0.64	0.76	0.55	0.60	0.71	-7.2%	-7.2%	-6.9%

资料来源：招银国际证券预测

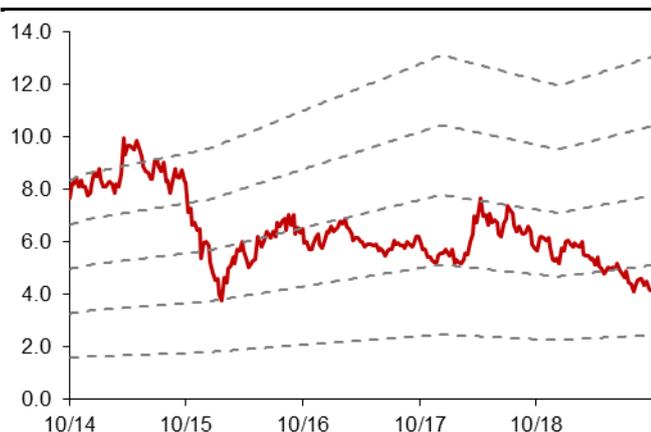
图9: 我们对龙源电力的DCF估值

DCF 估值	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入	28,679	31,314	33,304	35,269	33,281	32,770	32,250	31,722	31,189	30,653	30,115
营业收入增长率	6%	9%	6%	6%	-6%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
EBIT (百万人民币)	10,490	12,650	13,751	14,891	13,344	12,570	11,813	11,076	10,358	9,662	8,988
EBIT率	37%	40%	41%	42%	40%	38%	37%	35%	33%	32%	30%
税率	18%	19%	19%	20%	20%	21%	21%	22%	22%	23%	23%
折旧 (百万人民币)	8,154	9,109	9,755	10,409	10,619	10,824	11,024	11,218	11,408	11,593	11,773
资本性支出 (百万人民币)	(18,495)	(11,146)	(11,146)	(11,014)	(10,646)	(10,291)	(9,949)	(9,619)	(9,300)	(8,993)	(8,696)
流动资金投资	(884)	(1,094)	(931)	(876)	(595)	(219)	(223)	(226)	(228)	(229)	(230)
自由现金流	(898)	9,331	10,626	12,226	11,214	10,717	10,604	10,496	10,393	10,297	10,208
年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
贴现率	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65	0.60	0.55	0.51	0.46	0.43	0.39
贴现现金流	(825)	7,868	8,227	8,693	7,321	6,425	5,838	5,306	4,825	4,389	3,996
终值	150,888										
最终永续增长率	2%										
终值EV/EBITDA	7.27										

估值 (百万人民币)		加权平均资本成本计算	
终值	150,888	债务成本	4.7%
最终永续增长率	2.0%	税率	20.0%
终值EV/EBITDA	7.27	税后债务成本	3.8%
总贴现现金流	62,064	股本成本	15.2%
贴现终值	59,063	调整后beta	0.89
企业价值	121,126	市场风险溢价	15.0%
总贴现现金流%	51.2%	无风险收益率	1.8%
贴现终值%	48.8%	债务融资%	55.0%
加: 现金及现金等价物	2,972	加权平均资本成本	8.9%
减: 债务	77,798		
少数股东权益	7,479		
永续债	4,991		
股本价值 (人民币)	33,830		
每股价值 (人民币)	4.21		
汇率 (港元/人民币)	0.90		
每股价值 (港元)	4.68		

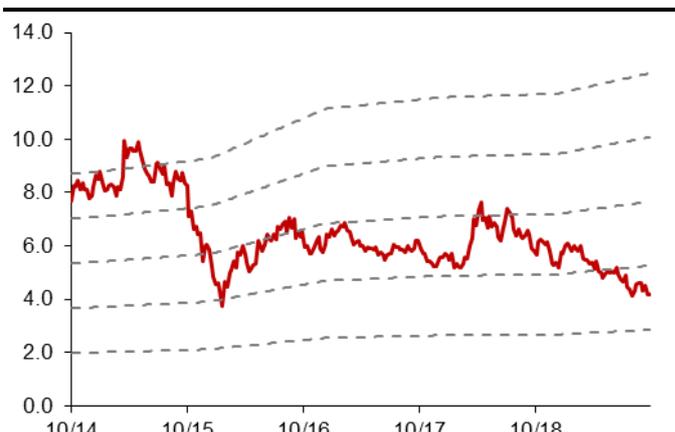
资料来源: 招银国际证券预测

图10: 12-月前瞻市盈率



资料来源: 彭博, 招银国际证券

图11: 12-月前瞻市净率



资料来源: 彭博, 招银国际证券

财务分析

利润表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	24,592	26,388	27,121	28,679	31,314
风电	15,998	18,410	18,852	20,403	23,140
火电	7,990	7,314	7,595	7,603	7,500
其它	530	650	674	674	674
特许权收益	74	14	-	-	-
销售成本	(13,965)	(13,927)	(14,485)	(15,097)	(16,092)
毛利	10,627	12,461	12,635	13,582	15,222
其它净收入	712	917	881	918	986
行政费用	(542)	(588)	(605)	(640)	(698)
人员成本	(1,677)	(2,075)	(2,205)	(2,395)	(2,539)
其它费用	(784)	(1,473)	(922)	(975)	(1,065)
息税前收益	8,337	9,242	9,785	10,490	11,907
融资成本净额	(3,215)	(3,513)	(3,457)	(3,615)	(3,891)
合资及联营企业	344	167	273	338	361
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	5,465	5,897	6,600	7,213	8,377
所得税	(916)	(976)	(1,174)	(1,328)	(1,574)
减去:					
非控制股东权益	704	755	793	833	874
永续中期票据持有人	158	242	242	242	242
净利润	3,688	3,924	4,392	4,809	5,686

现金流量表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
净利润	3,688	3,924	4,392	4,809	5,686
折旧和摊销	6,952	7,316	7,745	8,293	9,253
运营资金变动	(1,162)	(2,405)	(2,306)	(884)	(1,094)
其它	376	(335)	90	168	(3)
经营活动所得现金流	9,855	8,500	9,921	12,386	13,843
资本开支	(10,755)	(7,248)	(11,471)	(17,678)	(10,733)
联营公司	11	(78)	(273)	(338)	(361)
其它	(627)	(163)	122	(86)	(83)
投资活动所得现金净额	(11,371)	(7,488)	(11,621)	(18,102)	(11,178)
股份发行	1,954	(76)	-	-	-
净借贷	2,198	(2,565)	2,446	8,553	20
股息	(683)	(738)	(785)	(878)	(962)
其它	277	156	150	150	150
融资活动所得现金净额	3,746	(3,222)	1,811	7,824	(792)
现金增加净额	2,230	(2,210)	111	2,108	1,873
年初现金及现金等价物	1,901	5,072	2,861	2,972	5,080
汇兑	941	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	5,072	2,861	2,972	5,080	6,953
受限制现金	33	253	280	312	312
资产负债表现金	5,105	3,114	3,252	5,392	7,264

资产负债表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	128,513	128,718	132,839	142,476	144,234
固定资产	109,473	110,001	113,981	123,633	125,392
预付租金	2,165	2,152	2,179	2,201	2,219
合资及联营公司投资	4,472	4,549	4,822	5,160	5,521
其它非流动资产	12,403	12,016	11,857	11,482	11,102
流动资产	17,122	17,786	19,868	22,758	25,793
现金及现金等价物	5,105	3,114	3,252	5,392	7,264
应收账款	7,155	10,542	11,417	12,070	13,175
预付款	3,629	2,819	3,792	3,829	3,876
其它流动资产	1,233	1,312	1,408	1,466	1,477
流动负债	47,159	39,780	42,246	45,601	45,668
应付账款	1,891	2,059	2,049	2,049	2,049
其它应付	9,220	9,122	8,805	8,671	8,739
借贷	35,774	28,336	31,119	34,615	34,615
其它流动负债	275	264	273	267	265
非流动负债	45,176	50,158	50,138	55,229	55,081
借贷	41,620	46,645	46,679	51,922	51,922
融资租赁	415	361	307	255	207
其它非流动负债	3,141	3,152	3,152	3,052	2,952
少数股东权益	7,173	7,329	7,479	7,629	7,779
永续中期票据	4,991	4,991	4,991	4,991	4,991
股东权益	41,135	44,245	47,852	51,783	56,508
净资产总额	53,299	56,566	60,323	64,404	69,278

主要比率

12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
风电	65.1	69.8	69.5	71.1	73.9
火电	32.5	27.7	28.0	26.5	24.0
其它	2.2	2.5	2.5	2.3	2.2
特许权收益	0.3	0.1	-	-	-
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	33.9	35.0	36.1	36.6	38.0
税前利率	22.2	22.3	24.3	25.1	26.8
净利润率	15.0	14.9	16.2	16.8	18.2
有效税率	16.8	16.5	17.8	18.4	18.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.36	0.45	0.47	0.50	0.56
速动比率 (x)	0.34	0.43	0.45	0.48	0.54
现金比率 (x)	0.11	0.07	0.07	0.11	0.15
平均存货周转天数	14.8	12.5	12.3	12.9	12.2
平均应收款周转天数	96.9	122.4	147.8	149.5	147.1
平均应付周转天数	58.0	51.8	51.8	49.5	46.5
债务/股本比率 (%)	185.7	169.5	162.6	167.1	153.1
净负债/股东权益比率 (%)	173.4	163.0	156.4	157.3	140.8
回报率 (%)					
资本回报率	9.0	8.9	9.2	9.3	10.1
资产回报率	2.5	2.7	2.9	2.9	3.3
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.46	0.49	0.55	0.60	0.71
每股股息(人民币)	0.09	0.10	0.11	0.12	0.14
每股账面价值(人民币)	5.12	5.51	5.95	6.44	7.03

资料来源：公司资料，招银国际证券预测

华电福新 (816 HK)

水电超预期，但核电仍然低于预期

尽管市场对风电运营商情绪较为疲弱，华电福新的股价自19年中期业绩后仍旧反弹了7.9%。由于公司的估值显著低于同业，我们认为市场对公司存私有化预期并呈一定的投机行为。华电福新的三季度运营表现大致符合我们预期。我们认为公司2019年全年水电发电量将很可能超出我们的预测，而由于三门核电二号机组仍处于停机状态将对核电投资盈利贡献带来一定拖累。我们对华电福新的DCF目标价维持每股2.00港元不变，维持买入评级。

- **三季度发电量同比增长11.0%**。较快的发电量增速主要是受水电和燃气分布式发电增长推动，但风电和火电的发电量则带来一定的拖累。水电业务的表现仍旧突出，3季度及前九个月分别实现同比增长89.6%及113.0%。风电业务板块则表现较弱，三季度和前九月发电量分别同比下跌6.8%及1.8%。整体而言，华电福新的前九月综合发电量增长10.7%，略快于我们对于2019年全年发电量增速预测。我们预期水电利用小时数将很可能突破我们此前3,900小时的利用小时预测。
- **核电投资喜忧参半**。福清核电上半年发电量同比下跌约14.0%，而三季度重拾发电量节奏，呈加速追赶态势，前九月发电量已追至发电量同比下跌5.0%。三门核电方面，2号机组仍然处于停运状态，势将影响三门核电全年的盈利贡献。
- **维持买入评级，目标价维持每股2.00港元**。基于华电福新三季度运营业绩表现，我们维持全年财务预测不变。目前公司估值为2019年预测市盈率/市帐率的4.7倍/0.5倍，而2019-21年预测每股盈利复合增长率为21.1%。我们认为华电福新股价仍然明显低估。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	16,813	18,330	19,850	23,101	26,627
同比增长(%)	5.63	9.02	8.30	16.37	15.26
净利润(百万人民币)	1,986	1,995	2,400	2,988	3,523
EPS(人民币)	0.24	0.24	0.29	0.36	0.42
EPS变动(%)	1.7	0.4	20.3	24.5	17.9
市盈率(x)	5.6	5.6	4.6	3.7	3.2
市帐率(x)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
股息率(%)	4.2	4.3	4.9	6.0	7.1
权益收益率(%)	10.2	9.5	10.4	11.7	12.4
净财务杠杆率(%)	287.2	205.2	207.7	204.6	187.2

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入(维持)

目标价	HK\$2.00
(此前目标价)	HK\$2.00
潜在升幅	+37.9%
当前股价	HK\$1.45

中国风电行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	12,192
3月平均流通量(百万港元)	7
52周内股价高/低(港元)	1.92/1.294
总股本(百万)	2,570

资料来源：彭博

股东结构

华电集团	62.8%
流通股	37.2%

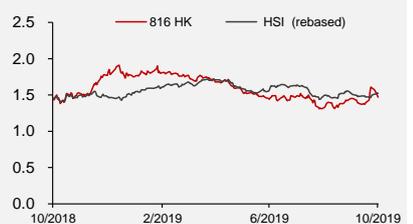
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.0%	-1.1%
3-月	-2.7%	4.7%
6-月	-13.7%	-3.2%
12-月	1.4%	-3.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

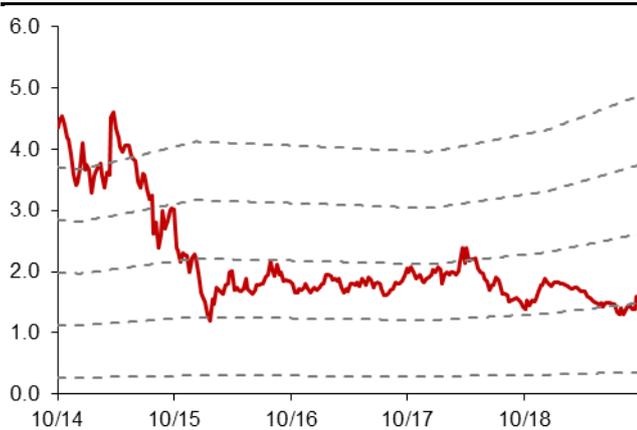
审计师：毕马威

图 12: 华电福新三季度/前九月运营表现

公司及业务板块	3Q18			3Q19			9M18			9M19			FY18A		FY19E	
	发电量 (GWh)	发电量 (GWh)	同比 (%)	9M18/ FY18 (%)	9M19/ FY19E (%)											
华电福新 - 816 HK	11,381	12,629	11.0%	33,131	36,668	10.7%	44,574	48,184	74.3%	76.1%						
风电	3,488	3,249	-6.8%	12,429	12,208	-1.8%	16,869	17,298	73.7%	70.6%						
光伏	430	473	10.2%	1,253	1,324	5.7%	1,613	1,625	77.7%	81.5%						
水电	1,699	3,222	89.6%	4,075	8,678	113.0%	5,791	10,171	70.4%	85.3%						
煤电	4,940	4,671	-5.4%	13,372	11,741	-12.2%	17,514	15,456	76.4%	76.0%						
燃气分布式	783	984	25.6%	1,882	2,614	38.9%	2,621	3,468	71.8%	75.4%						
其它	41	30	-25.8%	120	103	-14.2%	166	166	72.2%	61.9%						

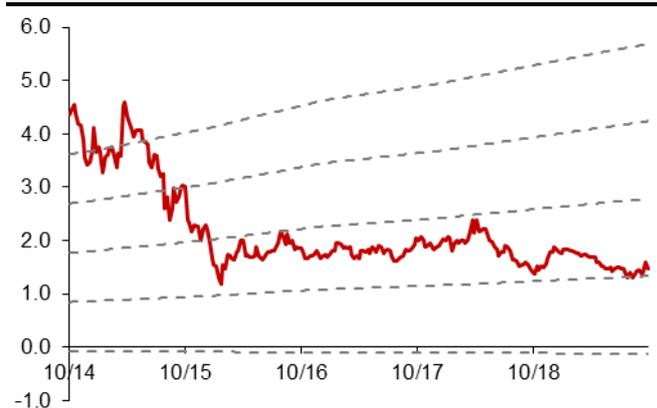
资料来源：公司资料，招银国际预测

图 13: 12-月前瞻市盈率



资料来源：彭博，招银国际证券

图 14: 12-月前瞻市净率



资料来源：彭博，招银国际证券

财务分析

利润表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	16,813	18,330	19,850	23,101	26,627
水电	2,518	1,693	2,859	2,602	2,677
火电	4,896	6,116	5,539	6,445	7,295
风电	6,401	7,083	7,446	8,107	8,565
其它业务	2,997	3,437	4,007	5,946	8,089
销售成本	(9,435)	(10,975)	(10,761)	(13,271)	(16,105)
毛利	7,377	7,355	9,090	9,830	10,522
其它净收入	210	343	225	225	225
行政费用	(512)	(422)	(522)	(606)	(698)
人员成本	(1,383)	(1,599)	(1,769)	(2,132)	(2,302)
其它费用	(832)	(867)	(1,044)	(1,090)	(1,248)
息税前收益	4,861	4,809	5,980	6,226	6,498
融资成本净额	(2,800)	(2,991)	(2,909)	(3,066)	(3,181)
合资及联营企业	742	940	680	1,136	1,432
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	2,802	2,758	3,751	4,296	4,750
所得税	(337)	(285)	(469)	(580)	(689)
非控制股东权益	(348)	(204)	(426)	(368)	(346)
永续权益分派	(131)	(274)	(456)	(361)	(192)
净利润	1,986	1,995	2,400	2,988	3,523

现金流量表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
净利润	1,986	1,995	2,400	2,988	3,523
折旧和摊销	4,335	4,759	4,970	5,483	6,053
运营资金变动	(4,071)	(821)	855	(527)	834
其它	5,788	374	(1,306)	(201)	(84)
经营活动所得现金流	8,038	6,306	6,919	7,744	10,327
资本开支	(7,083)	(4,558)	(9,971)	(9,814)	(7,339)
联营公司	(684)	(795)	(1,351)	(1,596)	(1,805)
其它	(1,583)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(9,350)	(5,352)	(11,323)	(11,410)	(9,143)
股份发行	1,833	5,104	-	-	-
净借贷	2,614	(4,132)	5,445	5,357	2,178
股息	(429)	(467)	(478)	(540)	(672)
其它	(3,499)	4	152	160	168
融资活动所得现金净额	520	508	5,120	4,977	1,674
现金增加净额	(792)	1,462	716	1,311	2,857
年初现金及现金等价物	2,895	2,122	3,598	4,314	5,624
汇兑	18	14	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,122	3,598	4,314	5,624	8,482
受限制现金	5	6	9	9	9
资产负债表现金	2,127	3,604	4,323	5,633	8,491

资产负债表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	95,915	96,146	103,987	110,186	113,434
固定资产	81,191	80,930	85,936	90,273	91,567
预付租金	1,428	1,428	1,545	1,660	1,770
合资及联营公司投资	8,190	8,985	10,336	11,932	13,736
其它非流动资产	5,107	4,805	6,170	6,321	6,360
流动资产	11,325	12,157	12,790	14,374	16,379
现金及现金等价物	2,127	3,604	4,323	5,633	8,491
应收账款	6,992	5,970	6,268	6,435	5,544
预付款	1,919	2,154	1,845	1,906	1,925
其它流动资产	287	430	355	399	419
流动负债	25,366	19,345	24,065	24,936	25,377
应付账款	1,081	1,104	1,290	1,502	1,731
其它应付	8,715	7,220	7,796	7,330	7,082
借贷	15,382	10,868	14,780	15,900	16,355
其它流动负债	188	153	198	204	209
非流动负债	55,406	55,857	57,535	61,840	63,632
借贷	53,779	54,096	55,603	59,814	61,526
融资租赁	226	291	309	332	341
其它非流动负债	1,401	1,470	1,624	1,694	1,764
少数股东权益	3,043	3,047	3,199	3,359	3,527
永续票据	3,988	8,970	8,970	8,970	8,970
股东权益	19,436	21,086	23,008	25,456	28,307
净资产总额	26,467	33,102	35,177	37,785	40,804

主要比率

12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
水电	15.0	9.2	14.4	11.3	10.1
火电	29.1	33.4	27.9	27.9	27.4
风电	38.1	38.6	37.5	35.1	32.2
其它业务	17.8	18.8	20.2	25.7	30.4
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	45.1	42.0	46.9	43.5	40.4
税前利率	16.7	15.0	18.9	18.6	17.8
净利润率	11.8	10.9	12.1	12.9	13.2
有效税率	12.0	10.3	12.5	13.5	14.5
资产负债比率					
流动比率(x)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
速动比率(x)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
现金比率(x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
平均存货周转天数	6.0	8.2	6.1	5.9	5.4
平均应收款周转天数	151.8	118.9	115.3	101.7	76.0
平均应付周转天数	42.8	37.9	44.7	42.0	39.8
债务/股本比率(%)	2.6	2.0	2.0	2.0	1.9
净负债/股东权益比率(%)	287.2	205.2	207.7	204.6	187.2
回报率(%)					
资本回报率	10.2	9.5	10.4	11.7	12.4
资产回报率	1.9	1.8	2.1	2.4	2.7
每股数据(人民币)					
每股盈利	0.24	0.24	0.29	0.36	0.42
每股股息	0.06	0.06	0.06	0.08	0.09
每股账面价值	2.31	2.51	2.74	3.03	3.37

资料来源：公司及招银国际证券预测

华能新能源 (958 HK)

意外私有化，报价约为1倍市盈率

华能新能源在19年上半年业绩公布后宣布了令人惊讶的私有化计划，此后股价上涨了37.9%。华能集团提出以每股3.17港元的价格收购华能新能源发行的所有H股。我们测算华能集团的报价相当于0.97倍的19财年预测市净率。私有化要约必须获得至少90%的接受和至少75%的独立股东投票批准。基于公司2.98港元的收盘价，我们认为市场大致反应了成功私有化的预期。考虑到华能新能源长期交易价格均低于1倍市盈率，我们认为私有化将为投资者提供出路。我们将公司目标价从2.47港币上调至3.17港币，以反应私有化交易成功前景。维持持有评级。

- **私有化的关键时间点。** 华能集团及华能新能源与10月3日公布私有化邀约及报价，邀约价格为每股3.17港元。公司将1) 在21天内寄发私有化邀约综合文件，预期截止日为2019年10月24日，以及2) 在寄发综合文件后60天内，完成邀约所列示的条件，及在2019年12月23日或以前明确私有化结果。
- **私有化成功概率较高。** 结合华能新能源的股权融资历史，我们认为公司的私有化方案很有可能获得成功。公司上市后共计有4轮股权融资，分别在2011年IPO/2013年10月/2014年12月/2017年5月以每股作价2.50/2.71/2.50/2.61港元进行募资。我们认为大多数独立股东将满意华能集团的私有化报价。基于华能新能源股价长期低于1倍净资产价值，同时将面临日益增加的国内政策风险，我们认为私有化将对投资人将仍是一个有利可图的出路。
- **三季度风电发电量同比下跌6.9%。** 公司上半年净利强劲的发电量表现后，由于华北地区风资源情况不佳，公司在三季度运营业绩有所放缓。3季度风电发电量为3,771吉瓦时，同比下跌6.9%。光伏发电380吉瓦时，同比增长8.5%。前九月发电量共计录得19,347吉瓦时，同比增长7.4%，大致符合我们对于公司19年全年发电量增长预期。我们认为市场目前对于公司的运营表现并不敏感，注意力将全数集中于公司的私有化退市进程。
- **主要风险：私有化失败。** 市场已大致反应了私有化成功预期，若私有化失败，我们预期估值将跌回至约5倍/0.6倍市盈率及市净率水平。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	10,554	11,650	12,625	13,529	15,556
同比增长(%)	14.2	10.4	8.4	7.2	15.0
净利润(百万人民币)	3,012	3,086	4,116	4,259	4,928
EPS(人民币)	0.29	0.29	0.39	0.40	0.47
EPS变动(%)	7.5	-0.6	33.4	3.5	15.7
市盈率(x)	9.1	9.2	6.9	6.7	5.8
市帐率(x)	1.2	1.0	0.91	0.82	0.73
股息率(%)	1.6	1.6	2.2	2.3	2.6
权益收益率(%)	12.2	11.3	13.3	12.3	12.6
净财务杠杆率(%)	189.9	175.7	159.6	158.3	139.2

资料来源：公司及招银国际证券预测

持有 (维持)

目标价	HK\$3.17
(此前目标价)	HK\$2.47
潜在升幅	+6.4%
当前股价	HK\$2.98

中国风电行业

萧小川
(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	31,488
3月平均流通量(百万港元)	93
52周内股价高/低(港元)	3.01/1.87
总股本(百万)	5,031

资料来源：彭博

股东结构

华能集团	52.4%
流通股	47.6%

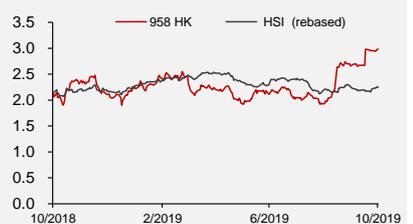
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	10.8%	9.6%
3-月	45.4%	56.5%
6-月	34.8%	51.2%
12-月	44.7%	38.4%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

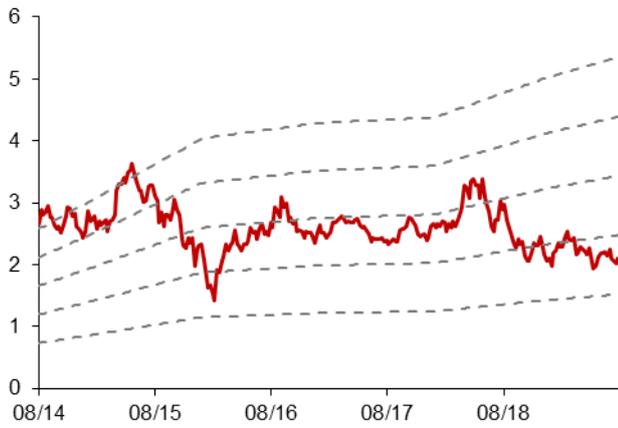
审计师：毕马威

图 15: 华能新能源三季度及前九月运营情况

公司及业务板块	3Q18			3Q19			9M18			9M19			FY18A		FY19E	
	发电量 (GWh)	发电量 (GWh)	同比 (%)	9M18/ FY18 (%)	9M19/ FY19E (%)											
华能新能源 - 958 HK																
发电量	4,399	4,151	-5.6%	18,008	19,347	7.4%	24,974	26,988	72.1%	71.7%						
风电	4,049	3,771	-6.9%	16,955	18,194	7.3%	23,563	25,472	72.0%	71.4%						
光伏	350	380	8.5%	1,053	1,153	9.5%	1,410	1,516	74.7%	76.0%						

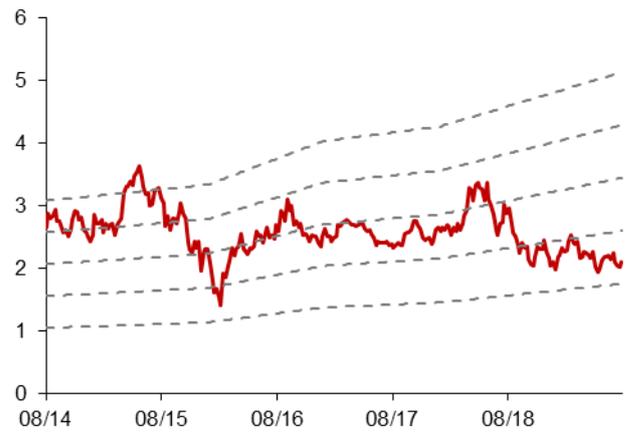
资料来源:公司资料,招银国际预测

图 16: 12-月前瞻市盈率



资料来源:彭博,招银国际证券

图 17: 12-月前瞻市净率



资料来源:彭博,招银国际证券

财务分析

利润表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	10,554	11,650	12,625	13,529	15,556
风电	9,617	10,611	11,530	12,408	14,401
光伏	937	1,039	1,094	1,121	1,155
其它净收入	469	388	385	427	489
营运支出	(5,372)	(6,142)	(5,929)	(6,574)	(7,606)
折旧和摊销	(3,798)	(3,973)	(4,076)	(4,519)	(5,191)
雇员成本	(514)	(652)	(704)	(811)	(978)
修理和维护	(191)	(265)	(253)	(284)	(333)
管理费用	(248)	(273)	(290)	(311)	(358)
其它运营费用	(621)	(980)	(606)	(649)	(747)
息税前收益	5,651	5,896	7,080	7,382	8,440
融资成本净额	(2,238)	(2,189)	(2,071)	(2,245)	(2,454)
合资及联营企业	(5)	(11)	(8)	(8)	(8)
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	3,408	3,695	5,001	5,128	5,977
所得税	(346)	(567)	(826)	(809)	(979)
减: 非控制股东权益	50	42	58	60	70
净利润	3,012	3,086	4,116	4,259	4,928

现金流量表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	3,012	3,086	4,116	4,259	4,928
折旧和摊销	3,804	3,977	4,081	4,524	5,247
运营资金变动	(3,792)	(1,780)	600	1,265	252
其它	(804)	(1,184)	966	(302)	(121)
经营活动所得现金流	2,220	4,099	9,763	9,747	10,306
资本开支	(3,219)	(3,298)	(11,353)	(14,866)	(9,001)
联营公司	1,061	250	468	339	(21)
其它	339	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(2,158)	(3,048)	(10,885)	(14,526)	(9,022)
股份发行	1,852	-	-	-	-
净借贷	(1,566)	40	1,694	7,057	2,578
股息	(399)	(454)	(465)	(617)	(639)
其它	(17)	275	30	30	30
融资活动所得现金净额	(129)	(140)	1,259	6,469	1,969
现金增加净额	(67)	912	136	1,690	3,252
年初现金及现金等价物	2,570	2,503	3,415	3,551	5,241
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,503	3,415	3,551	5,241	8,493
受限制现金	52	68	63	66	66

资产负债表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	75,107	74,089	80,904	90,917	94,703
固定资产	71,406	70,812	78,119	88,497	92,288
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	1,933	1,920
流动资产	11,242	14,582	15,531	17,940	21,451
现金及现金等价物	2,503	3,415	3,551	5,241	8,493
应收账款	7,214	9,968	10,574	11,284	11,539
预付款	1,396	1,069	1,276	1,276	1,276
其它流动资产	130	130	130	139	142
流动负债	27,086	29,031	32,237	37,543	39,188
借贷	20,353	21,614	23,576	26,886	28,181
融资租赁应付账款	352	472	300	300	130
其它应付	6,253	6,817	8,241	10,236	10,756
应付税款	128	128	120	120	120
非流动负债	33,821	31,427	32,304	35,749	37,080
借贷	29,451	28,611	28,815	32,861	34,444
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
净资产总额	25,442	28,214	31,895	35,566	39,886
少数股东权益	840	805	835	865	895
股东权益	24,602	27,408	31,059	34,701	38,991

主要比率

12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
风电	91.1	91.1	91.3	91.7	92.6
光伏	8.9	8.9	8.7	8.3	7.4
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	56.1	54.6	54.3
税前利率	32.3	31.7	39.6	37.9	38.4
净利润率	28.5	26.5	32.6	31.5	31.7
有效税率	-10.2	-15.3	-16.5	-15.8	-16.4
资产负债比率					
流动比率(x)	0.42	0.50	0.48	0.48	0.55
速动比率(x)	0.41	0.50	0.48	0.48	0.55
现金比率(x)	0.17	0.12	0.11	0.14	0.22
平均应收款周转天数	205	269	297	295	268
债务/股本比率(%)	180	178	164	168	157
净负债/股东权益比率(%)	190	176	160	158	139
回报率 (%)					
资本回报率	12.2	11.3	13.3	12.3	12.6
资产回报率	3.5	3.5	4.3	3.9	4.2
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.29	0.29	0.39	0.40	0.47
每股股息(人民币)	0.04	0.04	0.06	0.06	0.07
每股账面价值(人民币)	2.33	2.59	2.94	3.28	3.69

资料来源:公司及招银国际证券预测

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于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。

招银国际证券投资评级

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个月的潜在涨幅在-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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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。