

華能新能源 (958 HK)

靜候價值重估機遇

- ❖ **運營表現勝預期。**華能新能源發佈 2017 年全年發電表現，風電發電 21,191 吉瓦時，光伏發電 1,242 吉瓦時。風電、光伏、和總發電量分別錄得同比增長 15.0%，23.8% 以及 15.4%，較我們對公司預期分別高 3.8%，3.4%，3.8%。根據初步資料，公司透露全年限電水準已低於 9%，實現了管理層全年對限電改善所設目標。我們測算全年利用小時數進一步提升至超過 2,060 小時，在限電改善背景下運營效率明顯提高。我們認為華能新能源的運營表現略高於市場預期。
- ❖ **裝機增長低於指引。**公司透露 2017 年全年實現新增裝機約 500 兆瓦，低於管理層此前指引（中期報告指引為 6-700 兆瓦）。較低的新建項目增速主要是受到了中國中東南部地區在環保督查的背景下針對專案的環境要求明顯收緊所致。公司預期 2018 年將恢復其預定的項目擴張節奏。結合華能新能源過往新增裝機的歷史步調以及地方政府仍將維持較為嚴格的環境政策預期，我們預料 2018 年公司新增裝機規模將在 1 吉瓦左右。由於 2016 及 2017 年連續兩年風電裝機量均較低，我們認為公司未來的風電發電量增速將因此有所放緩。2017 年，公司在 5、6、7 及 10 月四個月份受到了不利因素以及非正常干擾影響帶來了明顯的發電量影響，我們認為這幾個月份較低的發電量基數可作為 2018 年發電量增速壓力的部分緩衝。
- ❖ **市場化交易電量占比約 30%。**針對市場化電量交易部分，管理層透露平均電價折扣約為 17-18%。我們測算市場化電量交易將對公司整體全年實現電價帶來約 5% 的影響，較我們此前預期的 2.5% 更高。公司目前的風電利用小時已顯著超過 2,000 小時，我們預料利用小時數的進一步增長將帶來更多的電力市場化交易，從而影響實現電價。此外，由於在 IV 類風資源區的實現裝機低於預期，我們預料 2018 及 2019 年的實現電價將呈略微下行趨勢。基於上述判斷，我們將公司 2017/2018/2019 年的每兆瓦時風電電價自人民幣 595/586/577 元分別下調 5.9%/3.6%/3.8% 至人民幣 560/565/555 元。
- ❖ **靜候價值重估機會。**基於電價調整，我們將 2017/2018/2019 年盈利預測分別自人民幣 32.0/38.3/43.6 億元下調 1.2%/4.0%/8.2% 至人民幣 31.6/36.7/40.0 億元。風電板塊政策驅動性明顯，但近期顯然缺少政策層面刺激，在目前較為活躍的市況下風電運營商股價顯得較為沉悶。我們預料在 2018 年 3 月全國人大會議後將會陸續有新的政策出臺，另外更進一步的市場催化劑將隨配額制及綠證將在 2018 年下半年進一步明確和細化。我們認為華能新能源目前股價對應 2018 年前瞻市盈率為 6.4 倍，估值吸引。**維持買入評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	7,357	9,239	10,385	11,151	12,027
淨利潤(百萬人民幣)	1,860	2,659	3,159	3,674	4,002
EPS (人民幣)	0.19	0.27	0.31	0.35	0.38
EPS 變動 (%)	54.2	43.0	12.7	12.8	8.9
市盈率 (x)	11.6	8.1	7.2	6.4	5.9
市帳率 (x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	1.4	1.9	2.0	2.3	2.6
權益收益率 (%)	10.5	13.2	12.7	13.1	12.7
淨財務杠杆率 (%)	266.4	250.2	189.0	173.7	162.8

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$3.14
(此目前目標價)	HK\$3.14
潛在升幅	+18.9%
當前股價	HK\$2.64

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	27,896
3 個月平均流通(百萬)	56.93
52 周內高/低(港元)	2.88/2.29
總股本(百萬)	9,728

資料來源：彭博

股東結構

華能集團	56.9%
摩根大通	3.0%
流通股	40.1%

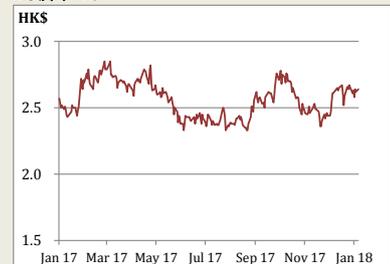
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	0.4%	-7.9%
3 月	-4.0%	-15.8%
6 月	7.4%	-11.1%

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	7,357	9,239	10,385	11,151	12,027
风电	6,740	8,482	9,448	10,110	10,844
光伏	617	757	937	1,042	1,183
其它净收入	435	322	298	316	337
營運支出	-3,676	-4,652	-5,174	-5,543	-6,071
折旧和摊销	-2,735	-3,462	-3,875	-4,139	-4,529
雇員成本	-370	-403	-457	-501	-565
修理和维护	-109	-189	-208	-222	-243
管理费用	-189	-223	-260	-279	-301
其它运营费用	-272	-375	-374	-401	-433
息税前收益	4,116	4,908	5,509	5,925	6,293
融资成本净额	-2,073	-1,995	-1,964	-1,989	-2,085
合资及联营企业	-3	-3	-3	-3	-3
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	2,041	2,910	3,546	4,195	4,567
所得税	-141	-202	-322	-446	-484
非控制股东权益	-40	-49	-64	-75	-82
净利润	1,860	2,659	3,159	3,674	4,002

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	74,901	76,749	79,617	84,852	90,659
固定资产	68,658	72,107	73,464	78,635	84,172
预付租金	317	351	365	378	390
合资及联营公司投资	109	106	104	101	99
其它非流动资产	5,817	4,185	5,684	5,738	5,998
流动资产	7,652	8,696	9,437	13,614	14,432
现金及现金等价物	4,504	2,570	4,048	8,180	8,826
应收账款	2,900	4,635	3,986	3,961	4,085
预付款	122	1,415	1,319	1,319	1,319
其它流动资产	126	75	85	89	92
流动负债	28,533	30,517	27,503	30,773	32,725
应付账款	18,727	22,563	21,112	22,500	23,952
其它应付	496	435	430	430	430
借贷	9,250	7,440	5,911	7,793	8,293
其它流动负债	60	80	50	50	50
非流动负债	35,395	33,933	36,160	38,132	39,721
借贷	30,677	28,372	31,668	33,750	35,928
融资租赁	2,018	1,583	1,153	723	293
其它非流动负债	231	215	223	219	221
少数股东权益	827	857	887	917	947
净资产总额	17,798	20,137	24,826	28,026	31,476
股东权益	17,798	20,137	24,826	28,026	31,476

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	1,860	2,659	3,159	3,674	4,002
折旧和摊销	2,745	3,471	3,883	4,147	4,537
运营资金变动	1,389	(4,870)	(808)	1,892	360
其它	813	1,301	(670)	320	(160)
经营活动所得现金流	7,682	7,338	4,811	10,978	8,315
资本开支	(13,512)	(6,889)	(5,220)	(9,296)	(10,052)
联营公司	999	(481)	(1,516)	(73)	(279)
其它	(73)	(279)	(299)	-	-
投资活动所得现金净额	(12,514)	(7,370)	(6,737)	(9,369)	(10,331)
股份发行	32	(28)	1,928	-	-
净借贷	4,567	1,035	1,410	3,040	3,201
股息	(195)	(292)	(399)	(474)	(551)
其它	(2,626)	(2,574)	30	30	30
融资活动所得现金净额	1,778	(1,858)	1,744	3,264	2,711
现金增加净额	(3,054)	(1,889)	1,478	4,132	647
年初现金及现金等价物	6,385	3,470	2,570	4,048	8,180
汇兑	139	85	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,470	1,665	4,048	8,180	8,826
受限制现金	27	34	30	30	30
3月以上定存	1,034	905	-	-	-
资产负债表现金	3,470	1,665	4,048	8,180	8,826

資料來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
风电	91.6	91.8	91.0	90.7	90.2
光伏	8.4	8.2	9.0	9.3	9.8
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	56.0	53.1	53.0	53.1	52.3
税前利率	27.7	31.5	34.1	37.0	36.9
净利润率	25.3	28.8	30.4	32.4	32.4
有效税率	6.9	6.9	9.1	10.6	10.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.27	0.28	0.36	0.44	0.44
速动比率 (x)	0.27	0.28	0.36	0.44	0.44
现金比率 (x)	0.16	0.09	0.24	0.27	0.27
平均应收款周转天数	150	149	152	130	122
债务 / 股本比率 (%)	265	243	185	192	183
净负债/股东权益比率 (%)	266	250	189	174	163
回报率 (%)					
资本回报率	10.4	13.2	12.7	13.1	12.7
资产回报率	2.3	3.1	3.6	3.8	3.8
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币, 分)	0.19	0.27	0.31	0.35	0.38
每股股息 (人民币)	0.03	0.04	0.04	0.05	0.06
每股账面价值 (人民币)	1.83	2.07	2.35	2.65	2.98

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。