

华能新能源 (958 HK)

一季度盈利随运营杠杆明显增长

- ❖ 一季度业绩展现了很强的经营杠杆。华能新能源发布了基于中国会计准则的一季度业绩。运营收入同比增长 11.1% 至人民币 37.7 亿元，与公司整体发电量同比增长 11.2% 同步。总运营成本同比下降 2.0% 至人民币 18.05 亿元，显示公司实现了非常好的成本控制使得公司一季度运营杠杆明显提升。财务支出同比下跌 5.1% 至人民币 5.12 亿元，有效税率同比仅上升 0.7 个百分点至 11.8%，低于我们对于全年预期。公司一季度实现净利润 17.91 亿元，同比上涨 25.4%，占我们此前全年盈利预测的 53.0%。我们认为华能新能源一季度在运营及财务业绩表现均领先同业，表现强劲。
- ❖ 差异化布局是公司一季度业绩表现靓丽的主要原因。公司一季度风电发电量实现同比增长 11.3% 至 7,612 吉瓦时，在风电运营商同业明显受到去年同期高基数效应制约的同时，公司表现明显更加优异。内蒙古、贵州、和四川是一季度三个主要的发电量增长贡献区域，而其他运营区域的发电量表现则维持大致平稳。我们认为公司在西南地区独特的风电场布局将帮助公司对风电运营同业实现差异化经营，对公司来说能够分散风资源波动风险，使公司免于受到资产过于集中在三倍地区的制约。在电价方面，我们测算公司一季度实现电价每千瓦时人民币 0.492 元，同比处于持平状态，电价实现优于我们预期。
- ❖ 维持装机目标不变。尽管风电产业面临来自于 2019 年风电建设管理有关要求（征求意见稿）中所涉潜在政策不确定性，管理层仍然维持 2019 年新增装机 1.9 吉瓦规划。管理层预期有关政策在落地执行之前将需要对该征求意见稿作出更多的澄清和解释，而对于目前已经开工的项目，公司认为受到新政制约的可能性较小。此外，管理层也表示公司并不远将目前存量已获得补贴核准的项目自愿性转为评价项目。根据市场及企业端信息，我们认为政策最终的落地执行仍需要经历多方角力。
- ❖ 上调 2019 年盈利预测 7.1%。基于公司一季度的运营情况以及由于预期的实现电价，我们 1) 上调全年利用小时展望 30 小时至 2,270 小时，同时 2) 上调风电电价假设 1.5% 至每千瓦时人民币 0.471 元。我们据此将 2019-21 年的盈利预测分别上调 7.1%/5.8%/7.1% 至人民币 36.18/40.21/44.19 亿元。监管公司目前面临着潜在政策变化的制约，我们认为公司 2018-21 年净利润复合增长率将能够达到 12.7%，而公司目前的 2019 年 5.6 倍市盈率估值仍处于低估状态。维持买入评级，目标价维持每股 2.80 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	9,239	10,554	11,707	12,153	12,955
净利润 (百万人民币)	2,659	3,012	3,585	3,744	4,082
EPS (人民币)	0.27	0.29	0.34	0.35	0.39
EPS 变动 (%)	43.0	7.5	15.5	4.4	9.0
市盈率 (x)	8.1	7.5	6.5	6.2	5.7
市帐率 (x)	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
股息率 (%)	1.9	2.0	2.3	2.4	2.6
权益收益率 (%)	13.2	12.2	12.9	12.1	11.9
净财务杠杆率 (%)	250.2	185.5	176.5	154.2	138.5

资料来源：公司及招银国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$2.80
(此前目标价)	HK\$2.80
潜在升幅	+23.9%
当前股价	HK\$2.26

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国风电行业

市值(百万港元)	23,880
3 个月平均流通(百万)	46.36
52 周内高/低(港元)	3.53/1.89
总股本(百万)	5,031.2

资料来源：彭博

股东结构

华能集团	56.9%
流通股	43.1%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	2.8%	-0.1%
3 月	2.8%	-5.4%
6 月	17.9%	-2.1%
12 月	-32.9%	-32.1%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：www.hnr.com.cn

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	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
营运支出	(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)
雇员成本	(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

资料来源:公司及招银国际预测

资产负债表

年结: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

资料来源:公司及招银国际预测

现金流量表

年结: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

资料来源：公司及招银国际预测

主要指标

年结: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

资料来源：公司及招银国际预测

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 年证券交易法规则 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。