

华能新能源 (958 HK)

上半年业绩预览

- ❖ 我们测算上半年净利润增长 **16.8%**。参考公司过往上下半年成本分布，我们测算公司上半年的运营利润将实现同比上涨 14.2% 至 38.67 亿人民币，而净利润则实现同比上涨 16.2% 至 23.73 亿人民币。我们的测算将下列因素置入考虑：1) 资产素质改善，同时增速并非由新增装机驱动，2) 财务成本预料同比上升 30 个基点，以及 3) 我们预计有效税率将同比提升 2.2 个百分点。
- ❖ 上半年业绩回顾：风电发电量同比增长 **14.8%**。公司上半年风电和光伏发电分别录得 12,906 吉瓦时以及 703 吉瓦时，对应分别实现同比增长 14.8% 及 19.6%。风光合并发电量实现同比增长 15.0%。我们认为发电量增长主要由较好的风资源条件所驱动。由于公司策略性的风电场布局，限电率与同业相比一直处于较低水平。对于具体风电发电量增速贡献及分布，根据我们的月度数据跟踪，内蒙古、山东、辽宁、山西、陕西 5 省在 1-4 月份贡献较大。我们认为公司上半年的发电量表现领先于我们全年风电发电增速 11.3% 的预测。
- ❖ 市场化电力交易折扣及补贴应收将是关注重点。对于上半年业绩及下半年展望，由于公司目前有较多的装机布局处在水电资源较为丰沛的地区面临与水电竞争，我们预料市场关注将聚焦于公司的实现电价水平。上半年中国来水偏枯，但情况已在 2 季度末明显好转，较强的水资源条件或将对下半年公司的发电量及实现电价带来影响。除电价折扣以外，我们认为市场仍对公司的补贴应收状况尤为重视。截止 2018 年 1 季度末，公司累积应收款达 87.4 亿人民币。补贴回收将对公司的现金流及负债率产生明显影响，我们相信补贴款的回收状况也将成为左右公司价值重估的重要推手。
- ❖ 维持买入评级，目标价更新为 **3.91 港元**。我们对于公司 2018E-20E 年度盈利展望维持稳定。基于目前市场对于公司估值分别为 2018E/19E 市盈率 6.6 倍 / 5.9 倍，我们认为公司的估值水平显著低于行业领先企业。我们对于公司的 DCF 估值更新至 2019 年，目标价调整至每股 3.91 港元，对应 2019 年预测市盈率 9.9 倍。维持买入评级。
- ❖ 风险因素：降杠杆。由于中央政府目前对于国有企业推行降杠杆，我们预期华能新能源将跟随母公司华能集团步伐对目前较高的负债率进行主动调整。截止 1 季度末，公司资产负债率为 69.6%，仅略低于国资委公布的 70% 的重点控制线。我们认为降杠杆将成为公司实现价值重估的主要阻力，但该阻力有望随补贴款回收逐步减轻。

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	12,358	13,538
净利润 (百万人民币)	2,659	3,012	3,760	4,177	4,834
EPS (人民币)	0.27	0.29	0.36	0.40	0.46
EPS 变动 (%)	43.0	7.5	21.1	11.1	15.7
市盈率 (x)	8.6	8.0	6.6	5.9	5.1
市帐率 (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	1.8	1.8	2.3	2.5	2.9
权益收益率 (%)	13.2	12.2	13.5	13.3	13.5
净财务杠杆率 (%)	250.2	185.5	174.7	149.7	126.0

数据来源：公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$3.91
(前目标价)	HK\$4.00
潜在升幅	+46.4%
当前股价	HK\$2.67

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)	35,926
3 个月平均流通(百万)	96.45
52 周内高/低(港元)	3.52/2.29
总股本(百万)	10,576

数据来源：彭博

股东结构

华能集团	56.9%
流通股	43.1%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	3.7%	6.6%
3 月	-16.3%	-6.2%
6 月	9.3%	17.5%

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

财务摘要

利润表

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

数据来源: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)	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

数据来源: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)	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

数据来源:公司及招银国际预测

主要指标

年结: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

数据来源: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 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。