

跟踪报告



國元(香港)
GY(HK)

2015-3-20 星期五

华能新能源 (958. HK) 评级: 强烈推荐

2015 年新增装机 2GW, 业绩持续高增长

投资要点:

2014 年盈利 11.2 亿人民币, 同比增长 22.8%:

期内实现收入 61.5 亿人民币, 同比增长 4%, 归属股东净利润约 11.2 亿人民币, 同比增长 22.8%, 每股盈利 0.1239 元, 每股净资产人民币 1.66 元, 公司业绩略超市场预期。期内公司盈利增长大大超过收入增长, 主要因为 2014 年经营开支中服务特许权建造成本仅为 3339 万元, 较同期 (2013 年为 3.55 亿元) 大幅减少所致, 该特许权建造成本主要为太阳能项目。且 2014 年公司风机新增出质保期的容量只有 60MW, 风机维护技改支出资本化造成费用化的维护费用同比下降带来利润增加。

2015 年预计新增装机 2GW:

2014 年公司新增装机 1460.5MW, 其中风电 1305.5MW, 太阳能 155MW, 2015 年公司计划新增装机 2GW, 其中风电 1.8GW, 太阳能 200MW。在 1.8GW 风电项目中, 计划 600W 在 2015 年 6 月份前投产, 600MW 在 3 季度投产, 余下将在 4 季度投产。国家十三五能源规划新增装机 100GW, 预计 2016-2020 年风电前景仍向好, 公司计划在十三五期间每年新增装机 1.5GW 左右。

预计 2015 年风电利用小时数 2000 小时:

2014 年公司风电利用小时数为 1875 小时, 较 2013 年 2029 小时下降 7.6%。2014 年风电小时数下降主要风速下降, 2015 年截止目前发电量同比增长达到 30%, 风资源已明显改善。2014 年整体限电率为 7.8%, 预计 2015 年限电也将持续改善, 截止 2014 年底公司核准项目达到 2037.5MW, 80%均处于非限电地区。预计 15 年公司风电利用小时有望达到 2000 小时。

风电电价下调对公司盈利影响甚微:

公司 2014 年核准的项目中有 76% 的项目位于未下调电价的第四类风资源区中, 在第四批国家核准项目有 70% 的项目均位于四类风资源区。目前国家正计划下发第五批核准项目, 公司第五批预案中近 85% 的项目也位于四类风资源区。因此 2016 年风电电价下调对公司盈利影响甚微。

给予强烈推荐评级, 目标价 3.6 港元:

我们给予公司目标价 3.6 港元, 相当于 2015 年和 2016 年 19 和 16 倍 PE, 目标价较现价有 29% 上升空间, 给予强烈推荐评级。

跟踪报告日期: 2015. 3. 20

目标价: HK\$ 3.6

现价: HK\$ 2.79

预计升幅: 29%

股本数据

总股本(亿股) 97.28

总市值(亿港元) 271.4

52 周高/低 (HK\$) 3.11/2.23

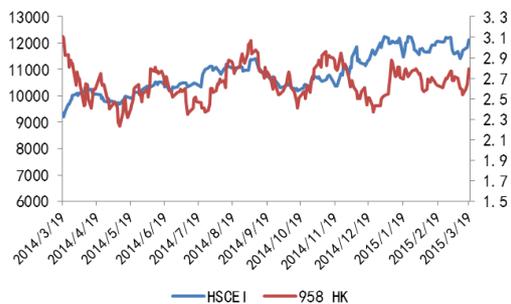
每股净值(人民币元) 1.66

所属行业: 新能源

主要股东

中国华能集团公司 61.3%

52 周行情图 (Vs 恒生中国指数)



相关报告

相关报告 1 首发报告 20130902

2 更新报告 20140324/0820

国元证券(香港)研究部

姓名: 杨义琼

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 6065

电邮: yangyq@gyzq.com.hk

截止 12 月 31 日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业额(人民币百万元)	4,027	5,798	6,151	8,842	10,676
变动(%)	26.0%	44.0%	6.1%	43.7%	20.7%
净利润(人民币百万元)	558	888	1,121	1,487	1,757
变动(%)	-45.5%	59.1%	26.3%	32.6%	18.2%
每股盈利(人民币分)	6.61	10.37	12.39	15.28	18.06
市盈率@2.79港元(倍)	33.8	21.5	18.0	14.6	12.4
每股股息(分)	1.5	2.0	2.0	2.6	3.1
股息现价比率(%)	0.67%	0.90%	0.90%	1.16%	1.38%

估值

H股风电运营商

名称	代码	交易货币	股价	PE			PB		
				2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
新天绿色能源	956 HK	HKD	1.67	14.08	10.50	8.27	0.65	0.61	0.59
京能清洁能源	579 HK	HKD	3.12	11.53	7.77	6.58	1.32	1.15	1.03
龙源电力	916 HK	HKD	8.23	21.85	14.73	12.85	1.60	1.48	1.35
大唐新能源	1798 HK	HKD	1.11	N/A	21.39	13.49	0.68	0.66	0.63
华电福新	816 HK	HKD	3.44	11.58	8.68	7.11	1.53	1.33	1.14
协合新能源	182 HK	HKD	0.53	14.44	7.22	6.42	0.86	0.76	0.69
中电新能源	735 HK	HKD	0.47	14.67	7.80	6.44	0.56	0.50	0.48
行业平均		HKD		14.69	11.16	8.74	1.03	0.93	0.84
华能新能源	958 HK	HKD	2.79	18.01	14.60	12.36	1.35	1.25	1.15

数据来源: Bloomberg, 国元香港预测

投资风险

风速低于预期

风速低于预期, 风电并网消纳不及预期

装机不及预期

新增装机投产延后

维修费用大幅增加

出质保期的风机不断增加, 未来维修成本或大幅增加

財務報表摘要
損益表

人民幣百萬元，財務年度截至12月31日

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
收入	4,027	5,798	6,151	8,842	10,676
經營成本	(2,044)	(3,149)	(2,973)	(4,429)	(5,701)
經營利潤	2,172	2,727	3,346	4,598	5,178
其他收入	190	79	168	184	203
行政費用	(127)	(146)	(187)	(221)	(285)
財務開支	(1,641)	(1,951)	(2,189)	(3,017)	(3,310)
應占聯營公司利潤	0	0	0	0	0
其他開支	(104)	(420)	(136)	(518)	(678)
稅前盈利	631	984	1,232	1,649	1,948
所得稅	(30)	(67)	(86)	(112)	(133)
少數股東應占利潤	43	29	26	49	58
淨利潤	558	888	1,121	1,487	1,757
折舊及攤銷	(1,612)	(1,931)	(2,270)	(3,189)	(4,105)
EBITDA	3,694	4,788	5,524	7,670	9,161
增長					
總收入 (%)	26%	44%	6%	44%	21%
EBITDA (%)	28%	30%	15%	39%	19%

資產負債表

人民幣百萬元，財務年度截至12月31日

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
現金	3,768	4,318	7,786	5,957	7,310
應收賬款	3,303	2,908	3,160	4,435	5,355
存貨	4	4	13	6	8
其他流動資產	2,471	2,524	182	166	156
流動資產	9,546	9,754	11,141	10,564	12,828
固定資產	39,859	45,599	57,873	70,493	78,096
其他固定資產	4,294	4,445	5,123	5,199	5,265
非流動資產	44,153	50,044	62,997	75,692	83,362
總資產	53,699	59,798	74,138	86,256	96,190
流動負債	14,882	19,242	25,741	35,883	43,618
應付帳款	6,214	8,435	7,961	11,808	15,201
短期銀行貸款	8,276	10,389	17,306	23,506	27,806
其他短期負債	392	418	474	568	611
非流動負債	26,126	25,859	31,512	32,204	32,886
長期銀行貸款	22,005	22,606	26,842	27,513	28,173
其他負債	4,121	3,253	4,670	4,691	4,713
總負債	41,008	45,101	57,253	68,087	76,505
少數股東權益	871	836	784	816	853
股東權益	11,820	13,861	16,101	17,353	18,832
每股賬面值(元)	1.40	1.54	1.66	1.78	1.94
營運資金	(5,336)	(9,488)	(14,599)	(25,319)	(30,790)

財務分析

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
盈利能力					
毛利率 (%)	54%	47%	54%	52%	49%
EBITDA 利率 (%)	92%	83%	90%	87%	86%
淨利率 (%)	14%	15%	18%	17%	16%
營運表現					
SG&A/收入 (%)	3%	3%	3%	3%	3%
實際稅率 (%)	5%	7%	7%	7%	7%
股息支付率 (%)	23%	20%	17%	17%	17%
庫存周轉	1	0	0	0	0
應付賬款天數	262	242	242	242	242
應收賬款天數	299	183	183	183	183
ROE (%)	5%	6%	7%	9%	9%
ROA (%)	1%	2%	2%	2%	2%
財務狀況					
淨負債/股本	2.2	2.1	2.3	2.6	2.6
收入/總資產	0.07	0.10	0.08	0.10	0.11
總資產/股本	4.54	4.31	4.60	4.97	5.11
收入對利息倍數	2.5	3.0	2.8	2.9	3.2

現金流量表

人民幣百萬元，財務年度截至12月31日

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
EBITDA	3,694	4,788	5,524	7,670	9,161
融資成本	(940)	5,349	4,751	13,520	8,187
營運資金變化	388	(4,152)	(5,111)	(10,719)	(5,471)
所得稅	(30)	(67)	(86)	(112)	(133)
營運現金流	3,113	5,918	5,078	10,358	11,744
資本開支	(6,580)	(7,157)	(12,600)	(15,000)	(11,000)
其他投資活動	(1,775)	504	2,051	85	98
投資活動現金流	(8,355)	(6,653)	(10,549)	(14,915)	(10,902)
負債變化	4,265	2,713	11,154	6,871	4,960
股本變化	0	582	699	0	0
股息	127	181	195	253	299
其他融資活動	(2,888)	(2,112)	(3,108)	(4,397)	(4,748)
融資活動現金流	1,503	1,364	8,939	2,727	511
現金變化	(3,739)	630	3,468	(1,830)	1,353
期初持有現金	7,506	3,768	4,318	7,786	5,957
匯率變動	1	(80)	0	0	0
期末持有現金	3,768	4,318	7,786	5,957	7,310

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20% 以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5% 以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20% 以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任何責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元證券(香港)有限公司

香港干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>