現價：HK$2.70	潛在上升空間: +18.1%	目標價: HK$3.19→	新能源行業

落后　同步　**领先**

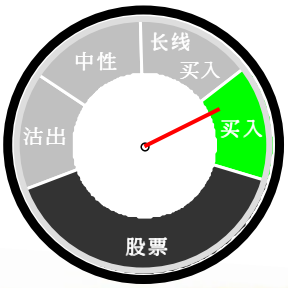
華能新能源 (958.HK)

年度業績發佈會紀要，維持"買入"評級

公司估值表

	2012	2013	2014	2015E	2016E
營業收入 (RMB m)	4,027	5,798	6,151	8,346	10,135
變化(%)	*26.0*	*44.0*	*4.1*	*35.7*	*21.4*
淨利潤 (RMB m)	558	888	1,121	1,635	2,381
變化(%)	*-45.5*	*59.1*	*22.8*	*45.8*	*45.7*
每股基本盈利 (RMB)	0.066	0.098	0.124	0.168	0.245
變動 (%)	*-45.5*	*48.8*	*26.1*	*35.5*	*45.7*
高於市場一致預期（%）				-7.2	7.8
市盈率 (x)	33	22	18.6	13.0	8.9
每股資產淨值 (RMB)	1.40	1.54	1.63	1.79	1.98
市淨率 (x)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
每股股息（RMB）	0.01	0.02	0.02	0.03	0.05
息率（%）	0.3	0.9	1.1	1.5	2.2

資料來源：公司資料、交銀國際



- 主要業績指標符合預期
- 公司加大在即將降價區的裝機數量
- 財務成本下降，生產成本費用可控
- 稍微調低盈利預測，維持買入評級

- **主要業績指標符合預期：**公司 2014 年實現收入 61.5 億元，同比增長 4.1%，歸屬母公司股東淨利潤 11.2 億元，同比增長 22.8%。收入低於預期主要是因為特許權建設收入大幅減少（該收入和成本相當，不影響利潤），而利潤高於預期主要是因為公司資產減值損失大幅減少，且有一家子公司收購並表。總體來說，公司業績在我們預期之內。

- **主要業務數據及預期：**2014 年公司完成 1300MW 風電項目並網發電，並實現 2037MW 風電項目的核准，2014 年底公司在建風電裝機 2GW，2015 年預期新增 1.8GW 裝機，光伏發電預期新增裝機 200MW。"十三五"期間年風電新增裝機可保持在年均 1.5GW 水平。2014 年風機利用小時 1875 小時，比上年同期下降 7.6%，2015 年公司預期利用小時為 2000 小時。

- **今年最新業務數據：** 1 月和 2 月公司總發電量分別同比增長 7.3%和 28%，3 月份截至目前增長 30%， 2014 年風電的限電率為 7.8%，今年目標為 7%。今年 1-2 月限電率 19.6%，好于上年同期的 21%。

- **關鍵財務數據：**2014 年公司維護保養費用下降 8%，但包括維保費在內的總體生產費用其實上升約 15%，主要是因為 2014 年增加了為提高風機穩定性的資本性支出，同時風機供應商的質保金抵消部分成本。按合同約定，2014 年計劃出質保期的風機 1.1GW，由於沒有達到合同約定，實際出質保期的風機只有 60MW，2015 年預期出質保期風機為 1.4GW。2014 年公司借款財務成本為 5.82%，由於降息等原因，2015 年公司預計財務成本可下降 0.5 個百分點。

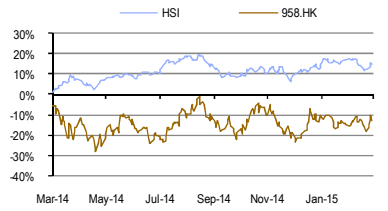
- **調整盈利預測：**根據最新信息我們小幅下調了 15/16 年的盈利預測，雖然我們調高這兩年風電裝機數量的預測，但擔心在降價區（2015 年以後新增裝機上網電價下調）加大裝機會影響風機利用效率，因此調低風機利用小時數。EPS 由之前的 0.184/0.258 元調整為 0.168/0.245 元，由於這種裝機策略對長期盈利能力有正面意義，因此維持公司 "買入"投資評級和 3.19 港元目標價。

股份資料

52 周高位 (HK$)	3.19
52 周低位 (HK$)	2.16
市值 (百万港币)	26,266
发行股数 (百万)	9,727.996
日成交量 (百万港币)	20.45
1 个月内变化 (%)	2.66
年初至今变化 (%)	7.57
50 天平均价 (HK$)	2.70
200 天平均价 (HK$)	2.67
14 天强弱指数	60.60

資料來源: Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源： Bloomberg

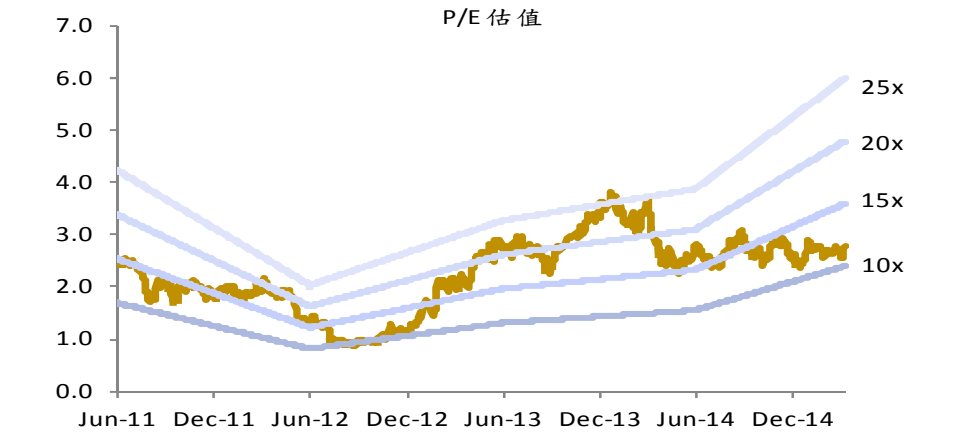
孫勝權
Louis.Sun@bocomgroup.com
Tel: (86) 21 6065 3606

圖表 1: 公司關鍵業務數據及預測

		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015E	2016E
风力	当年新增核准（兆瓦）	1,653	1,550	1,986.1			
	年底装机量（兆瓦）	4,903.9	5,457.4	6,220.9	7,526.4	9,326.4	1,0826.4
	其中：当年新装	1,381.9	553.5	763.5	1,305.5	1,800	1,500
	利用小时	1,962	1,774	2,029	1,875	1,990	1,950
	电价（含税，元）	0.596	0.605	0.594	0.598	0.597	0.594
光伏	年底装机量（兆瓦）			330	485.5	635.5	785.5
	其中：当年新装			330	155.5	150	150
	利用小时			1,500	1,460	1,480	1,480
	电价（含税，元）			0.955	0.95	0.90	0.88
折旧和摊销（百万元）		1,169.3	1,612	1,931.5	2,253.7	2,781.2	3,267.5

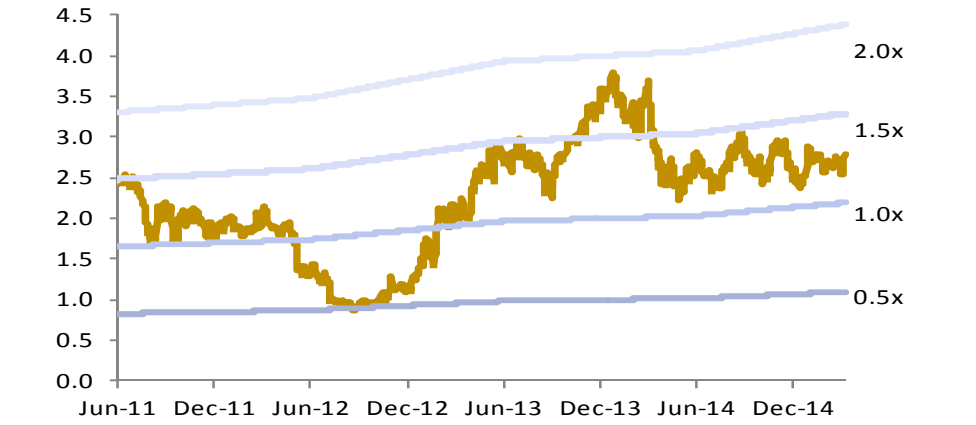
資料來源：公司數據、交銀國際

圖表 2: 華能新能源 PE Band



資料來源：交銀國際

圖表 3: 華能新能源 PB Band



資料來源：交銀國際

交銀國際
香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓
總機: +852 3710 3328 | 傳真: +852 3798 0133 | www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%
長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%
中性: 預期股價波幅在±20%之間
沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上
同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間
落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部主管

		@bocomgroup.com
鄭子豐 CFA, CPA, CA	(852) 2977 9393	raymond.cheng

策略

洪灝 CFA	(852) 2977 9384	hao.hong

銀行/網絡新金融

楊青麗	(852) 2977 9212	yangqingli
李珊珊 CFA	(86) 10 8800 9788 - 8058	lishanshan
萬麗 CFA	(86) 10 8800 9788 - 8051	Wanli

非必需品消費

黃文嫣	(852) 2977 9391	phoebe.wong
朱曉潔	(852) 2977 9205	anita.chu

必需品消費

王惟穎	(852) 2977 9221	summer.wang
吳效宇	(852) 2977 9386	shawn.wu

醫藥生物

劉一賀	(852) 2977 9387	milo.liu

保險及證券

李文兵	(852) 2977 9389	liwenbing
張雨璠	(852) 2977 9250	yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD	(86) 10 8800 9788 - 8039	yuan.ma
穀馨瑜 CPA	(86) 10 8800 9788 - 8045	conniegu

有色金屬及礦業

李浩	(852) 2977 9243	jovi.li

宏觀經濟

李苗獻	(86) 10 8800 9788 - 8043	miaoxian.li

油氣/燃氣

吳菲	(852) 2977 9392	fei.wu
劉旭彤	(852) 2977 9390	xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM	(852) 2977 9235	alfred.lau
謝騏聰 CFA, FRM	(852) 2977 9220	philip.tse
過璐璐	(852) 2977 9211	luella.guo

新能源

孫勝權	(86) 21 6065 3606	louis.sun

電訊/中小盤

李志武	(852) 2977 9209	lizhiwu

科技

謝劍英	(852) 2977 9216	miles.xie

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA	(852) 2977 9380	geoffrey.cheng
周雲飛	(852) 2977 9381	fay.zhou

汽車

姚煒	(86) 21 6065 3675	wei.yao

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點;及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係; iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認： i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之 30 個日曆日前處置/買賣該等證券; ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員;iii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、哈爾濱銀行股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司、四川發展(控股)有限責任公司、奧星生命科技有限公司及北京汽車股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海複星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾 1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾 1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告 (包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。 任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。 未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii) 直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料， 考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為准。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。