

买入 (维持)

中国电力新能源 (0735.HK)

目标价: 0.86 港元
现价 : 0.47 港元

业绩符合预期, 清洁能源装机量快速提升

预期升幅: 83.0%

主要财务指标

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	2,344	3,156	5,239	6,759
同比增长	7.17%	34.60%	66.02%	29.01%
净利润 (百万元)	275	540	765	1,162
同比增长	6.77%	96.41%	41.77%	51.87%
经营利润率	31.81%	35.47%	28.68%	30.81%
净利润率	11.93%	17.27%	14.71%	17.27%
净资产收益率	3.57%	6.00%	7.92%	10.94%
每股收益 (分)	2.36	4.56	6.47	9.83
市盈率	15.79	8.17	5.77	3.80
股息率	2.17%	0.00%	0.00%	0.00%

市场数据

报告日期 2015.03.22

收盘价(港元)	0.47
股本(百万股)	11,826
总市值(亿港元)	55.58
净资产(百万元)	7,827
总资产(百万元)	18,796
每股净资产(元)	0.66

数据来源: Wind

数据来源: 公司资料、兴证香港

相关报告

首发深度报告_20141117

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)(755) 2382-6005
(852) 3509-5999
luhj@xyzq.com.hk

投资要点

- **2014 年全年业绩基本符合预期。**中国电力新能源(0735.HK)于3月20日公告2014年全年业绩: 营业收入23.44亿元人民币(下同), 比上年同期增长7.2%; 经营利润7.46亿元, 同比增长18.6%; 税前利润3.77亿元, 比上年同期增长22.1%; 净利润11.48亿元, 比上年同期增长21.7%; 股东应占净利润为人民币2.78亿元, 比上年同期增长6.8%; 每股盈利为0.024元; 建议每股派发末期股息0.81分。公司业绩基本符合我们之前的预期(我们预测营收24.08亿元, 股东净利润2.84亿元, EPS为0.024元)。
- **2014 年, 风电装机量提升, 水电发电量大幅增加。**截至2014年年底, 公司控股运营的发电装机容量为2,560.0MW, 权益装机容量2,534.44MW。2014年, 公司新增装机量主要体现在风电新增装机554.5兆瓦, 另还有46.5兆瓦风电在建。2014年全国风况不佳, 风机利用小时数明显下降, 不考虑试运行的2个新建风电场, 公司的风力发电量同比下降4.22%。2014年福建水况较好, 加上2013年投产的重庆梅溪河电站全年发电, 因此公司水电发电量大幅提升41.3%至22.69亿千瓦时。
- **多元化的清洁能源供应商。**中国电力新能源是五大发电集团之一的中国电力投资集团旗下的清洁能源海外上市平台, 也是香港上市的国内第一家新能源企业。中电新能源致力于发展清洁能源, 拥有多元化的清洁能源发电组合, 包括风电、水电、燃气发电、垃圾发电、光伏发电等项目。多元化的发电组合可创造协同效益, 也有助于抵抗单一发电种类在不景气下的发电量波动风险。此外, 多元化发电资产组合也使公司受惠于政府鼓励开发不同类型清洁能源项目的各项优惠政策。
- **政策助力清洁能源可持续发展, 中电新能源长期受惠。**在我国能源结构转型发展的历史背景下, 政府对风电、光伏、垃圾发电等可再生能源出台了一系列的优惠政策, 治理特高压输电通道建设将大幅度改善西部弃风弃光限电现象, 而即将推出的可再生能源配额考核政策将彻底改变我国风电、光伏行业的发展态势。面临我国大力发展可再生能源的历史机遇, 致力于发展清洁能源的中电新能源必将长期受惠于这一历史过程。

- **当前在建项目 1 吉瓦，清洁能源发电装机容量将持续快速提升。**按公司已开工的在建项目，未来几年内公司每年都将有一个装机容量高速增长的发电板块。2014 年公司风电新增装机 554.5MW，在建 46.5 兆瓦在 2015 年投产；2015 年东莞燃气发电二期装机总容量 920MW 投产，燃气发电装机容量同比增长 255.6%；垃圾发电在建 24 兆瓦，预计 2016 年垃圾发电业务日处理垃圾量增加 4,800 吨至 7,500 吨，垃圾处理量同比增长 177.8%；光伏项目在建 40 兆瓦，预期每年约有 50-100MW 的新增装机量；老挝 728MW 水电项目预期于 2018 年建成投产。
- **项目储备充足，奠定未来增长基础。**中电新能源的清洁能源发电项目储备高达 5,909 兆瓦，包括风电 1,075 兆瓦，燃气发电 3,420 兆瓦，水电 748 兆瓦，光伏发电 430 兆瓦，垃圾发电 236 兆瓦。未来公司将通过自建与收购并行方式持续提升公司装机规模。
- **维持“买入”投资评级，目标价 0.86 港元，较现价有 83.0% 的上升空间。**中国电力新能源是领先的多元化清洁能源供应商，受益于我国能源结构调整带来的历史发展机遇，公司清洁能源装机容量持续提升，未来 3 年经营业绩有望快速增长。我们预测 2015-2017 年公司营业收入分别为 31.6 亿、48.4 亿和 63.4 亿元，股东净利润分别为 5.39 亿、7.65 亿和 11.62 亿元，对应每股基本收益分别折合港币 5.75、8.15 和 12.38 港仙。考虑到公司的业绩增速和行业估值情况，我们综合给予中电新能源未来 12 个月内 0.86 港元的目标价。目标价约相当于 2014-2016 年 PE 为 15.0、1.6、7.0 倍，目标价较现价 0.47 港元约有 83.0% 的上升空间，故维持其“买入”投资评级。

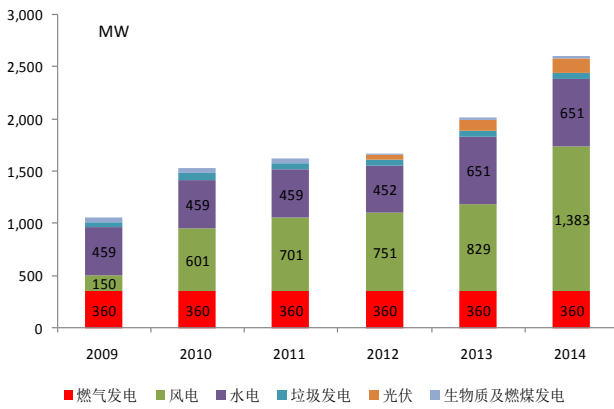
图表 1、中国电力新能源 2014 年业绩主要财务指标变动情况

	单位(千元)			点评
	2014年	2013年	同比变动	
营业收入	2,144,306	1,968,580	8.9%	增长主要来自福建区域水情好及电价调增，梅溪河水电、内蒙风电等新投产项目带来增量利润、昆明环保列入可再生能源目录执行新电价以及东莞天然气项目的电量增发。
电费调整	200,075	218,950	-8.6%	
	2,344,381	2,187,530	7.2%	
其他收入	42,893	37,194	15.3%	
其他收益，净额	35,206	409		
燃料成本	(657,364)	(638,909)	2.9%	东莞天然气发电同比增发
雇员成本	(182,103)	(187,381)	-2.8%	加强人工成本控制和在建项目人工成本资本化
折旧及摊销	(537,305)	(484,680)	10.9%	新投产项目增加
维修及护理	(62,570)	(59,805)	4.6%	企业进入维修高峰周期，同时加大环保设备开支
金融资产公允价值变动	(2,406)	1,560		
其他营业开支	(235,091)	(226,992)	3.6%	
经营溢利	745,641	628,926	18.6%	
财务成本	(393,989)	(313,849)	25.5%	新项目带来贷款增加所致
联营公司业绩	(803)	(464)	73.1%	
合营公司业绩	26,061	20,366	28.0%	
除税前溢利	376,910	334,979	12.5%	
所得税	(97,279)	(57,702)	68.6%	部分子公司税收优惠期到期所致
年内溢利	279,631	277,277	0.8%	
应占溢利				
本公司权益股东	274,791	257,379	6.8%	
非控股权益	4,840	19,898		
基本EPS(元)	0.024	0.022	9.1%	

资料来源：公司资料、兴证香港

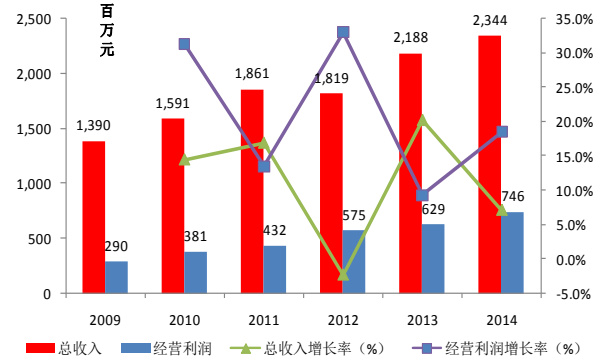
公司运营数据

图表 2、公司控股装机容量稳步增长



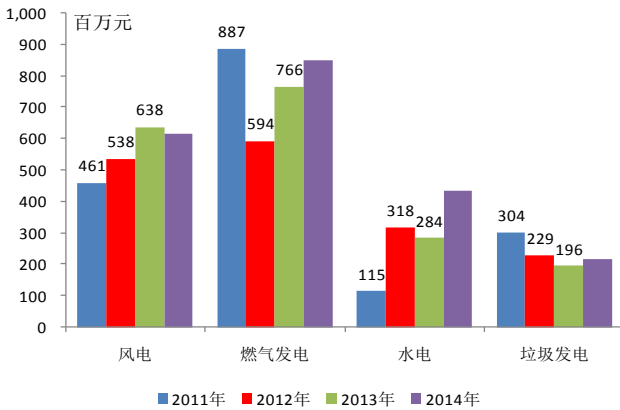
资料来源: 公司资料、兴证香港

图表 3、公司的主营收入和经营利润



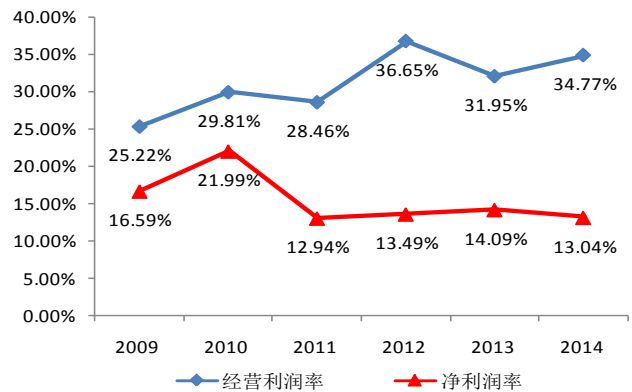
资料来源: 公司资料、兴证香港

图表 4、主要发电种类的售电收入



资料来源: 公司资料、兴证香港

图表 5、经营利润率、净利率



资料来源: 公司资料、兴证香港

同类公司估值比较

图表 6、同类公司估值比较

港股清洁能源类上市企业

股票代码	公司名称	HKD		ROE (2013)	EPS			PE		
		股价	市值(亿)		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
0956.HK	新天绿色能源	1.68	62.41	7.97%	0.16	0.20	-	14.26	10.64	8.38
0816.HK	华电福新	3.37	283.35	13.48%	0.40	0.48	0.65	11.25	8.43	6.91
0916.HK	龙源电力	8.17	656.57	6.79%	0.55	0.63	0.61	21.72	14.65	12.78
1798.HK	大唐新能源	1.08	78.56	2.61%	0.05	0.08	0.11	-	-	-
0579.HK	京能清洁能源	3.09	212.30	11.62%	0.39	0.46	-	11.57	7.80	6.66
0958.HK	华能新能源	2.79	252.34	6.04%	0.23	0.32	0.36	12.13	8.78	7.64
	平均			8.08%				14.19	10.06	8.47
0735.HK	中国电力新能源	0.47	54.0	3.57%	0.06	0.08	0.12	8.17	5.77	3.80

资料来源: Bloomberg、Wind、兴证香港预测

风险因素

市场风险

新增发电装机量进展不及预期。

风力发电业务风况资源不佳，弃风弃光限电现象改善不及预期。

水电业务方面水文资源不佳。

燃气发电业务政策补贴不能及时到位。

系统风险

利率上行，融资成本上升。

附表

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
单位: 百万元					
现金及等价物	1,735	776	1,753	1,465	1,380
应收帐款	652	653	606	754	973
存货	102	100	143	242	318
其他流动资产	534	699	843	1,019	1,225
总流动资产	3,022	2,228	3,345	3,480	3,896
固定资产	11,619	13,317	17,312	20,601	24,722
无形资产	1,052	1,060	1,060	1,060	1,060
其他非流动资产	4,882	4,419	5,424	5,717	6,304
总资产	17,554	18,796	23,796	27,378	32,086
银行借款	1,168	1,554	1,932	2,407	3,002
应付帐款	33	17	23	39	51
其他流动负债	1,864	1,329	1,715	2,815	3,670
总流动负债	3,064	2,901	3,671	5,260	6,724
递延税负债	69	66	88	149	195
银行及其他借款	5,469	6,659	9,655	10,717	12,700
其他	1,441	1,343	1,301	1,527	1,794
负债总额	10,043	10,969	14,715	17,653	21,414
股本	1,047	1,074	1,074	1,074	1,074
储备	713	175	1,425	2,062	3,003
每股净资产(元)	0.64	0.67	0.77	0.82	0.90
营运资金	(42)	(673)	(326)	(1780)	(2827)
少数股东权益	196	24	29	35	42
本公司权益拥有人应占权益	7,316	7,803	9,052	9,689	10,630
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
单位: 百万元					
BBITDA	1,114	1,283	1,758	2,334	3,071
融资成本(收入)	(314)	(394)	(416)	(500)	(550)
营运资金变化	(95)	(226)	(120)	(388)	(471)
所得税	(79)	(49)	(91)	(128)	(195)
营运现金流	1,050	1,066	1,648	1,958	2,610
资本开支	(1,732)	(2,772)	(4,434)	(3,104)	(3,259)
其他投资活动	(46)	34	73	80	86
投资活动现金流	(1,778)	(2,738)	(4,361)	(3,024)	(3,173)
已付利息	(429)	(414)	(475)	(565)	(622)
其他融资活动	278	1,998	3,433	1,471	1,295
融资活动现金流	(151)	1,585	2,958	906	673
现金变化	(958)	(136)	154	(288)	(85)
汇兑调整	0	0	0	0	0
期初持有现金	2,693	1,735	1,599	1,753	1,465
期末持有现金	1,735	1,599	1,753	1,465	1,380

资料来源: 公司资料、兴证香港

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
单位: 百万元					
收入	2,188	2,344	3,156	5,239	6,759
燃料成本	(639)	(657)	(897)	(2,333)	(3,062)
其他收入及收益	38	78	61	68	79
员工成本	(187)	(182)	(209)	(230)	(253)
折旧摊销	(485)	(537)	(639)	(831)	(989)
其他开支	(227)	(235)	(282)	(333)	(366)
经营利润	629	746	1,119	1,503	2,083
融资成本	(314)	(394)	(416)	(500)	(550)
税前利润	335	377	727	1,027	1,557
所得税	(58)	(97)	(182)	(257)	(389)
税后利润	277	280	545	770	1,167
少数股东权益	20	5	5	5	5
归属于所有者的净利润	257	275	540	765	1,162
BBITDA	1,114	1,283	1,758	2,334	3,071

主要财务比率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
经营利润率(%)	28.8%	31.8%	35.5%	28.7%	30.8%
净利率(%)	12.7%	11.9%	17.3%	14.7%	17.3%
营运表现					
员工成本/收入(%)	8.6%	7.8%	6.6%	4.4%	3.7%
实际税率(%)	17.2%	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率(%)					
股息支付率(%)	0.0%	34.3%	0.0%	0.0%	0.0%
存货周转天数					
存货周转天数	18	17	15	15	16
应付账款天数					
应付账款天数	4	4	2	2	2
应收账款天数					
应收账款天数	131	109	98	79	60
财务状况					
负债/权益	133.7%	140.1%	162.0%	181.5%	200.6%
收入/总资产	12.5%	12.5%	13.3%	19.1%	21.1%
总资产/权益	2.34	2.40	2.62	2.82	3.01
盈利对利息倍数	1.73	1.80	2.36	2.66	3.35
总资产收益率	1.6%	1.5%	2.3%	2.8%	3.6%
净资产收益率	3.7%	3.6%	6.0%	7.9%	10.9%
估值比率(倍)					
PE	16.6	15.8	8.2	5.8	3.8
PB	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4

投资评级说明

行业评级报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级以报告发布日后的12个月内公司股票涨跌幅度衡量,投资建议的评级标准为:

买入: 涨幅大于15%

增持: 涨幅在5%~15%之间

中性: 涨幅在-5%~5%之间

减持: 涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中199号无限极广场32楼3201室

总机: (852) 35095999

传真: (852) 35095900

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第 [4] 类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。