

买入 (维持)

华能新能源 (0958.HK)

目标价: 3.45 港元

现价 : 2.79 港元

2015 年风电加速投产

预期升幅: 23.6%

主要财务指标

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	6,151	8,248	10,103	11,695
同比增长 (%)	6.10%	34.08%	22.50%	15.75%
净利润 (百万元)	1,121	1,656	2,287	2,628
同比增长 (%)	26.30%	47.70%	38.15%	14.89%
经营利润率	54.69%	53.60%	54.88%	54.42%
净利润率	18.32%	20.07%	22.64%	22.47%
净资产收益率	6.64%	7.95%	9.90%	10.33%
每股收益 (元)	0.12	0.18	0.25	0.29
市盈率	17.95	12.13	8.78	7.64
股息率	0.90%	1.65%	2.27%	2.61%

数据来源: 公司资料, 兴证香港

市场数据

报告日期 2015.03.20

收盘价(港元)	2.79
总股本(亿股)	90.45
流通股本(亿股)	34.94
总市值(亿港元)	252.34
流通市值(亿港元)	97.48
净资产(亿元)	161.01
总资产(亿元)	741.38
每股净资产(元)	1.78

数据来源: Wind

相关报告

业绩点评_20140321
调研纪要_20140708
业绩点评_20140814
首发深度报告_20141023

投资要点

- **2014 年全年业绩符合预期。** 华能新能源 (0958.HK) 于 3 月 17 日公告 2014 年全年业绩: 收入 61.51 亿元人民币 (下同), 比上年同期增长 4.1%; 除税前利润 12.32 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%; 公司权益股东应占净利润为人民币 11.21 亿元, 比上年同期增长 22.8%; 每股盈利为 0.1239 元; 于 2014 年 12 月 31 日, 每股净资产为人民币 1.78 元。公司业绩完全符合我们之前的预期 (预测营收 61.58 亿元, 股东净利润 10.52 亿元, EPS 为 0.12 元)。
- **全年风况不佳影响发电量。** 2014 年全国风况普遍不佳, 公司完成总发电量 12,177.8 吉瓦时, 同比增长 9.3%。其中风电发电量 11,675.2 吉瓦时, 同比增长 4.79%, 这是在风电运营装机同比增长约 20% 的基础上得到的; 太阳能发电量 502.7.0 吉瓦时。全年风电利用小时数为 1,875 小时, 同比下降 7.6%, 风电限电率从去年同期 10.8% 下降到 7.8%; 太阳能利用小时数为 1,420 小时, 公司光伏业务增长迅速, 有望成为新的增长点。
- **2014 年风电装机量低于预期, 风电项目布局继续优化。** 2014 年公司风电新增总装机量 1,460.5 兆瓦, 累计总装机容量达 8,011.4 兆瓦, 同比增长 22.3%。其中新增光伏装机 155 兆瓦, 新增风电装机 1,305.5 兆瓦, 低于之前指引 1.5GW。公司新增风电项目绝大部分分部在云南、四川、贵州、山西、广东等高效益地区, 而限电率较高的地区的装机占比继续下降, 从 2011 年的 57.4% 持续下降到 2014 年的 41.3%。
- **2015 年加速限电地区项目投产, 计划投产风电 1.8GW。** 2015 计划新投产项目已经完成核准、设备招标等准备工作。2014 年当年新增核准 2,037.5MW 项目, 76% 分布在非降价地区, 为公司未来发展做好项目储备。截至 2014 年年底, 公司在建风电项目总量 2.0GW, 其中 1,061MW 处于已降价地区, 占 53%。2015 年计划新投产风电项目 1.8GW, 处于已降价区域 1.30GW, 占比 68%, 而 2016 年之后的计划投产项目, 将重点在非降价的 1-3 类地区。预计 2015 年之后公司每年维持 1.5GW 左右的装机量水平。

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

- **维持买入评级，目标价 3.45 港元，较现价有 23.7% 的上升空间。** 华能新能源是我国第二大风电运营商，目前控股装机量达 8GW。受益于我国能源结构调整带来的历史发展机遇，风电装机容量快速提升，未来 3 年公司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 82.5 亿、101.0 亿、117.0 亿元，每股收益为 0.23、0.32 和 0.37 港元，考虑到公司的业绩增速和行业估值情况，我们综合给予华能新能源未来 12 个月内 3.45 港元的目标价。目标价约相当于 2015-2017 年 PE 为 15.0、10.9、9.5 倍，目标价较现价 2.79 港元约有 23.7% 的上升空间，故维持其“买入”的投资评级。

图表 1 华能新能源 2014 年全年业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币, 千元)		同比变动	点评
	2014年	2013年		
营业收入	6,151,073	5,908,787	4.1%	1、运营项目装机容量增加，2、利用小时数下降 政府补助及供应商赔偿金收入增加
其他收入净额	167,651	79,035	112.1%	
总收入	6,318,724	5,987,822		
运营开支				
折旧和摊销	(2,270,303)	(1,961,796)	15.7%	新增运营项目装机容量增加
服务特许权建造成本	(33,394)	(355,362)		
员工成本	(260,056)	(210,899)	23.3%	职工人数不断增多，更多项目投入运营
维修保养	(86,186)	(93,284)	-7.6%	
行政费用	(187,147)	(151,403)	23.6%	
其他经营开支	(135,861)	(422,224)	-67.8%	去年计提CDM应收减值损失2.3亿，今年转回0.55亿
经营利润	3,345,777	2,792,854	19.8%	
财务收入	77,513	211,391		借款总额增加费用支出2.33亿元，去年有证券出售收益，今年无。
财务费用	(2,189,199)	(1,991,751)	9.9%	
联营利润或亏损	(1,677)	(3,003)	-44.2%	
税前利润	1,232,414	1,009,491	22.1%	
所得税开支	(85,650)	(67,142)	27.6%	税前利润增长，以及税率结构性提高所致
净利润	1,146,764	942,349	21.7%	
本公司拥有人	1,121,029	912,900	22.8%	
少数股东权益	25,735	29,449		
基本EPS(分)	12.39	10.66	16.2%	

资料来源：公司资料，兴证香港

2014 业绩发布会 Q&A (2015. 3. 19)

1、年初到现在风力发电增长多少？

今年看发电量情况，1 月份同比上涨 7.3%，2 月同比上涨 28%，3 月份到目前发电量同比增长 30%。

2、公司对 2015 年对风电利用小时的预期？

今年全年利用小时，预计 2,000 小时左右。

3、2015 年新增风电装机 1.8GW，多少是上半年能投产的？

风电大约 0.6GW 在上半年投产，剩下 1.2GW 中，0.6GW 三季度投产，剩下的在四季度投产。

4、2015 年之后的风电装机计划？

2015 年之后，公司根据容量储备和对风资源的分析，每年计划 1.5GW 投产左右。“十三五”期间国家风电发展前景很大，从 1 亿千瓦到 2 个亿千瓦。

5、如何看风电上网电价的下调？

随着风电规模化开发、技术进步，成本必然下降，所以风电上网电价有降价趋势。2016年，国家对1-3类地区下降2分钱，但是国家还是大力支持风电新能源发展，保证有投资的积极性和投资回报。另外，这次降价的幅度和时点都好于之前预期。

6、今年东北与华北的交易电量及公司占比？

2014年东北送华北总量60亿千瓦时，公司成交8.2亿千瓦时，占13.7%。目前看今年2015年东北富余电量送华北还将保持在60亿度。

7、如果电改后，风电参与竞价交易，可再生能源补贴是否还有？

电改涉及了竞价上网和交易等问题，风电目前还不包括竞价上网，部分地区存在大用户直供和火电交易的情况，但只存在试点阶段。公司也在尝试与大用户直供，以减少风力限电。参与跨地区交易的风电也是有可再生能源补贴的，只不过是基础电价的不同而已。

8、2014年限电率？2015年的展望？今年1-3月限电率情况？如果实行配额制、特高压建成，风电合理限电比例到多少？

2014年整个公司限电率在7.8%。

今年1-2月份看，由于大风季节和东北供热高峰和春节多因素影响，公司1月限电是11.7%，2月份是27.2%，总体19.6%，比去年21%略有下降。

今年限电率相信会继续下降，如果配额制出台、特高压输送，这个比例会继续下降，但比例多少是一个动态的，限电率会越来越低，但应该不会是零。

9、公司2014年维护成本有所下降的原因？

利润表中维修是一个单独科目。如果单纯看维修费用下降8%，实际上是通过技术改造提供了设备稳定性，故资本化的技改支出是增加的。其次，与华锐签订的风机设备合同中，有12个子公司可用合同的质保金对华锐的风机维护整改。整个看，生产成本包括维修费用和材料费用，两者相加实际上同比增加了15%。

10、当前多少风机出了质保期，比例是多少？

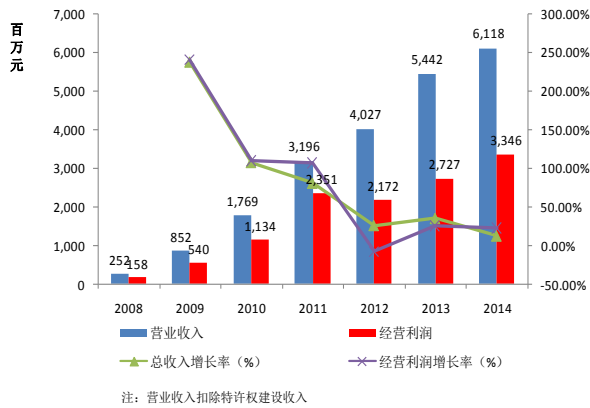
公司按合同数据，2014年应该有110万千瓦风机出质保期，但由于约定和实际情况有差距，公司严格执行合同中的技术条款，实际上出质保的并未达到这么多，实际上出质保期的只有6万千瓦。若按合同，2015年期间还有140万千瓦装机出质保。今年公司将严格界定出质保的条件，预计今年的的维修费用比按出质保期比例预算量会低的。

11、公司的融资成本，降息对公司成本的影响？

利率的下降，为高杠杆的公司提供了很好的资金环境，对公司成本控制有利，公司实际利率将进一步下降，2014年实际融资成本5.8%，争取2015年再降50个BP。

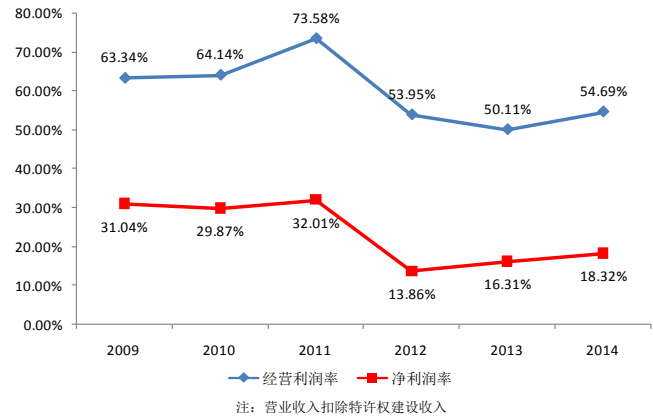
公司运营数据

图表 2、营收和经营利润



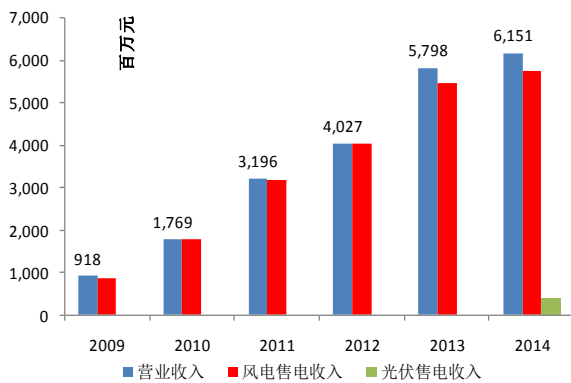
资料来源：公司资料、兴证香港

图表 3、经营利润率和净利润率



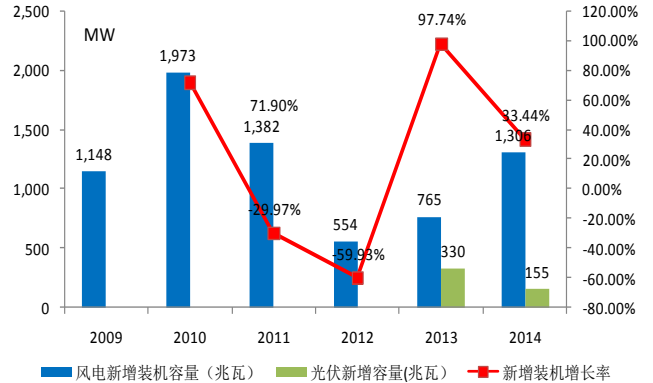
资料来源：公司资料、兴证香港

图表 4、风电和光伏售电收入



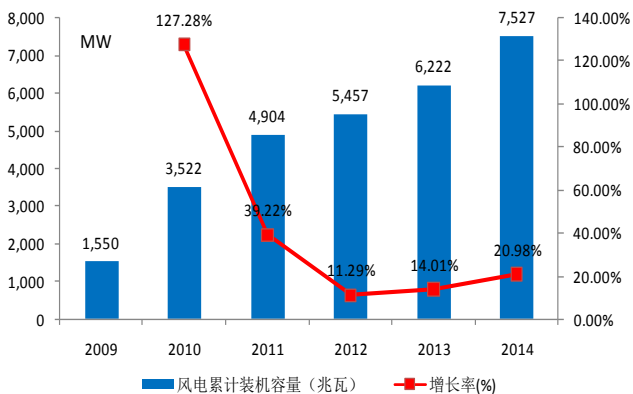
资料来源：公司资料、兴证香港

图表 5、新增风电和光伏装机容量



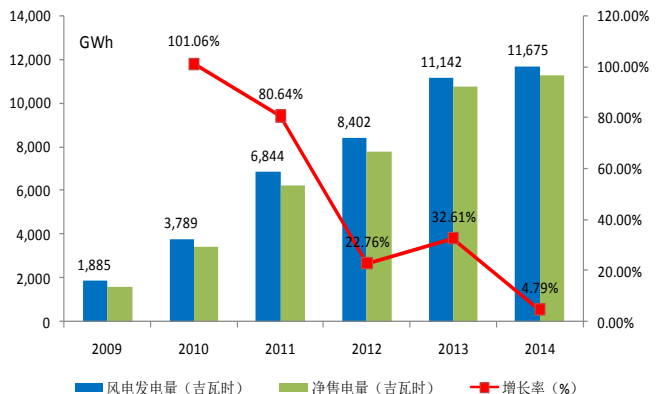
资料来源：公司资料、兴证香港

图表 6、公司累计风电装机容量



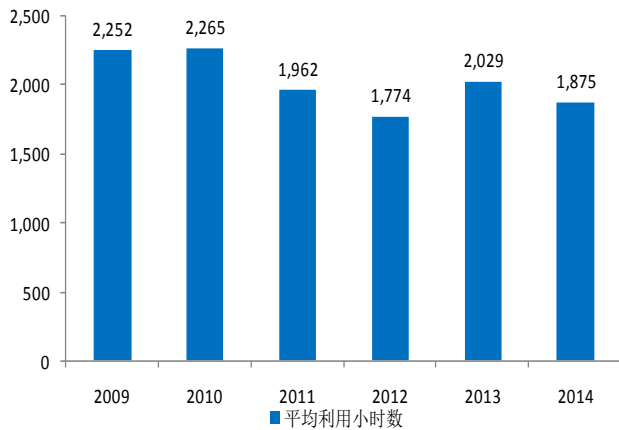
资料来源：公司资料、兴证香港

图表 7、风电发电量和售电量



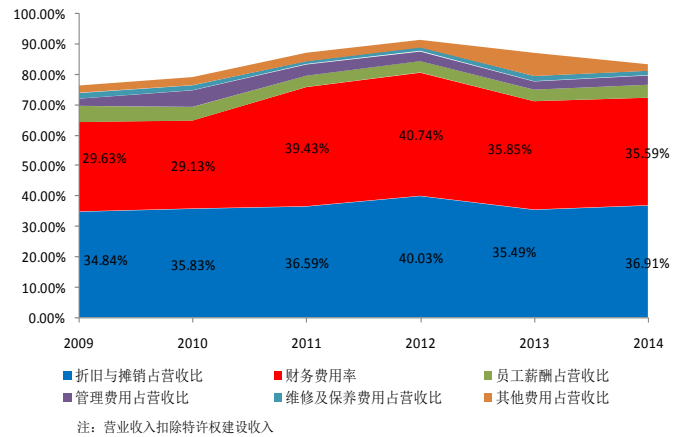
资料来源：公司资料、兴证香港

图表 8、华能风机平均利用小时数



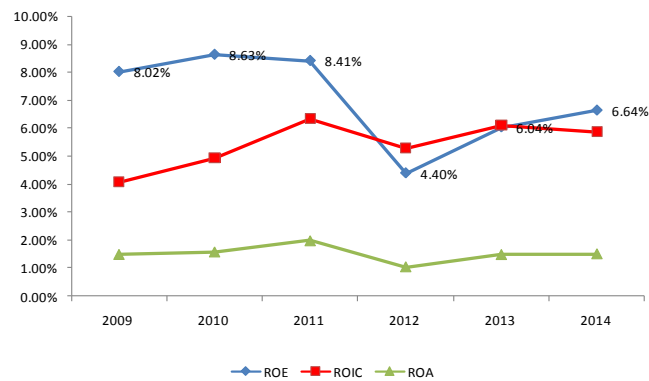
资料来源：公司资料、兴证香港

图表 9、风电运营各项费用开支占比



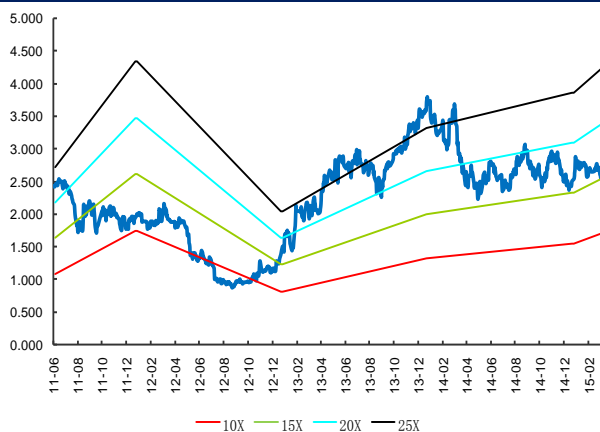
资料来源：公司资料、兴证香港

图表 10、资本回报率



资料来源：公司资料、兴证香港

图表 11、华能新能源历史 PE Band



资料来源：公司资料、兴证香港

图表 12、华能新能源历史 PB Band



资料来源：公司资料、兴证香港

风电运营行业公司估值比较

图表 13、同类公司估值比较

港股清洁能源类上市企业		HKD		ROE	PE					
股票代码	公司名称	股价	市值(亿)	(2013)	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
0735.HK	中国电力新能源	0.46	54.40	3.58%	0.06	0.07		14.68	7.81	6.44
	平均			7.68%				14.70	9.86	8.23
00958.HK	华能新能源	2.79	252.34	6.04%	0.23	0.32	0.36	12.13	8.78	7.64

资料来源: Bloomberg、Wind、兴证香港预测

风险因素

市场风险

新增风电或光伏装机量不达预期。

系统风险

风况资源不佳, 弃风限电现象改善不及预期。

风电上网价格下调。

附表

资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
单位: 百万元				
现金及等价物	7,786	6,507	6,853	7,049
应收帐款	3,160	3,124	3,064	3,116
存货	13	14	16	17
其他流动资产	182	511	424	373
总流动资产	11,141	10,156	10,357	10,555
固定资产	57,873	73,873	87,473	101,073
无形资产	696	588	662	649
其他非流动资产	4,427	4,065	4,117	4,249
总资产	74,138	88,682	102,609	116,527
银行借款	17,306	22,843	27,933	32,308
应付帐款	474	626	765	885
其他流动负债	7,961	7,536	7,977	7,825
总流动负债	25,741	31,005	36,675	41,017
递延收入	248	262	258	256
银行及其他借款	26,842	32,842	38,842	45,842
其他	4,423	3,754	3,723	3,968
负债总额	57,253	67,863	79,498	91,083
股本	9,728	9,029	9,029	9,029
储备	6,373	10,959	13,265	15,604
每股净资产(元)	1.78	2.21	2.47	2.73
营运资金	(14,599)	(20,849)	(26,318)	(30,462)
少数股东权益	784	830	817	810
本公司权益拥有人应占权益	16,101	19,988	22,294	24,634

现金流量表	2014E	2015E	2016E	2017E
单位: 百万元				
EBITDA	5,846	7,563	9,224	10,592
融资成本(收入)	(2,112)	(2,613)	(3,030)	(3,448)
营运资金变化	737	703	1,018	238
所得税	(86)	(127)	(201)	(262)
营运现金流	5,664	7,613	9,336	10,616
资本开支	(12,882)	(12,624)	(13,255)	(13,918)
其他投资活动	198	197	197	197
投资活动现金流	(12,684)	(12,427)	(13,058)	(13,721)
已付股息	195	331	457	526
其他融资活动	7,631	5,287	4,443	3,028
融资活动现金流	7,826	5,618	4,900	3,553
现金变化	737	703	1,018	238
汇兑调整	0	0	0	0
期初持有现金	3,768	3,768	3,768	3,768
期末持有现金	4,506	4,471	4,786	4,007

资料来源: 公司资料、兴证香港

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E
单位: 百万元				
收入	6,151	8,248	10,103	11,695
经营成本	(2,973)	(3,919)	(4,654)	(5,431)
其他收入及收益	168	92	95	101
职工薪酬	(260)	(338)	(440)	(572)
管理费用	(187)	(215)	(248)	(285)
其他开支	(2,526)	(3,366)	(3,967)	(4,575)
经营利润	3,346	4,421	5,544	6,364
融资成本	(2,189)	(2,692)	(3,102)	(3,524)
税前利润	1,232	1,808	2,514	2,916
所得税	(86)	(127)	(201)	(262)
税后利润	1,147	1,681	2,313	2,654
少数股东权益	26	26	26	26
归属于所有者的净利润	1,121	1,656	2,287	2,628
EBITDA	5,846	7,563	9,224	10,592

主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力				
营业利率	54.4%	53.6%	54.9%	54.4%
净利率(%)	18.2%	20.1%	22.6%	22.5%
营运表现				
SG&A/收入(%)	4.2%	4.1%	4.4%	4.9%
实际税率(%)	6.9%	7.0%	8.0%	9.0%
股息支付率(%)	16.1%	20.0%	20.0%	20.0%
营业收入增长率	6.10%	34.08%	22.50%	15.75%
经营利润增长率	22.68%	32.13%	25.42%	14.79%
净利润增长率	26.30%	47.70%	38.15%	14.89%
财务状况				
负债/权益	339.1%	326.0%	344.0%	358.0%
收入/总资产	8.3%	9.3%	9.8%	10.0%
总资产/权益	439.07%	425.97%	443.99%	457.97%
盈利对利息倍数	1.53	1.64	1.79	1.81
总资产收益率	1.5%	1.9%	2.2%	2.3%
净资产收益率	6.6%	8.0%	9.9%	10.3%
估值比率(倍)				
PE	18.0	12.1	8.8	0.0
PB	2.0	1.6	1.4	0.0

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 个月内公司股票的涨跌幅度衡量, 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。