

## 华能新能源 (958 HK)

### 主业发展良好，业绩低于预期源于非经常性因素

- ⊕ **业绩要点：**2017 年公司实现营业收入 105.54 亿元（人民币，下同），同比增长 14.2%，归属母公司股东净利润 30.12 亿元，同比增长 13.3%。每股盈利 0.2938 元，公司建议每股派发股息 0.043 元，分红比例约 14.6%，比过往水平略低。
- ⊕ **净利润低于预期：**公司营业收入仅比我们预期高约 1.4%，而构成主要业务成本的折旧摊销、人工费用以及维保费用基本和我们预期一致。公司净利润比我们预期低 6.3% 或 2.04 亿元，主要影响因素包括：1) 公司利息支出和我们预期基本一致，但汇兑亏损同比增加 1.18 亿元；2) 其他经营开支同比增加 65.7% 或 2.46 亿元；3) 所得税率由 16 年的 6.9% 提高到 10.2%。另外，公司其他收入金额比我们预期高约 1 亿元。
- ⊕ **核心业务保持稳定增长：**公司年初时已公布了发电数据，而本次业绩公告中显示，公司平均上网电价为 0.570 元人民币/千瓦时，比上年同期仅小幅下降 1.6%，比我们预期值少下降约 2 个百分点。这说明公司市场交易电量的电价折让幅度可控。而新增投资方面，风电新增装机 461.6 兆瓦，比我们预期值低约 90 兆瓦，光伏新增装机 45 兆瓦，比我们预期低约 25 兆瓦。
- ⊕ **关键财务数据：**17 年底公司应收帐款同比增加 55.6% 或 25.79 亿元，这说明国家发电补贴拖欠问题有所加重。17 年投资支出仅 36.7 亿元，比上年减少 42.5 亿元。而 17 年公司 H 股配售融资后，负债率下降，年底净债务负债率为 65.8%，同比下降 5.2 个百分点。我们预期 18 年投资支出会有大幅增长。
- ⊕ **盈利预测与估值：**我们认为 17 年公司主业发展良好，尤其是毛利率略好于我们预期。虽然投资减少将影响公司今年主业增速，但盈利能力的提高和负债率的降低都有利于公司长期发展。公司将于 3 月 26 日下午举办业绩说明会，目前我们仍维持 3.14 港元的目标价以及买入评级。

孙胜权

[louis.sun@bocomgroup.com](mailto:louis.sun@bocomgroup.com)  
(86) 21 6065 3606

图表 1: 公司 2017 年损益表数据

千人民币	2017 年	2016 年	变化(%)
营业收入	10,554,355	9,238,583	14.2
其他收入淨額	468,859	321,698	45.7
折舊和攤銷	-3,798,454	-3,462,334	9.7
員工成本	-514,005	-402,972	27.6
維修保養	-191,260	-188,879	1.3
行政費用	-247,567	-223,301	10.9
其他經營開支	-620,985	-374,770	65.7
<b>營業利潤</b>	<b>5,650,943</b>	<b>4,908,025</b>	<b>15.1</b>
<b>營業利潤率 (%)</b>	<b>53.5</b>	<b>53.1</b>	
財務收入	57,283	137,329	-58.3
財務費用	-2,295,563	-2,132,759	7.6
財務費用淨額	-2,238,280	-1,995,430	12.2
應占聯營公司和一家合營公司虧損	-4,998	-3,066	63.0
除稅前利潤	3,407,665	2,909,529	17.1
所得稅	-346,343	-201,515	71.9
所得稅率 (%)	10.2	6.9	
<b>淨利潤(含少數股東權益)</b>	<b>3,061,322</b>	<b>2,708,014</b>	<b>13.0</b>
<b>淨利潤率 (%)</b>	<b>29.0</b>	<b>29.3</b>	
<b>淨利潤(不含少數股東權益)</b>	<b>3,011,736</b>	<b>2,658,863</b>	<b>13.3</b>
少數股東損益	49,586	49,151	0.9

資料來源：公司資料、交銀國際

图表 2: 公司风电与光伏发电业务数据统计

地区分布	2016	2017	增长率(%)	2016	2017	增长率(%)	2016	2017	增长率(%)
	—— 累计装机容量 (兆瓦) ——			—— 利用小时数 (小时) ——			—— 发电量 (兆瓦时) ——		
<b>风电：</b>									
內蒙古	2,467.2	2,467.2	0.0	1,744	1,897	8.8	4,284,749.2	4,679,903	9.2
雲南	1,116.5	1,116.5	0.0	2,570	2,799	8.9	2,686,241.1	3,123,417	16.3
山東	1,002.2	975.0	-2.7	1,831	1,774	-3.1	1,764,391.4	1,757,763	-0.4
遼寧	1,402.5	1,408.5	0.4	1,934	2,137	10.5	2,572,316.8	2,946,416	14.5
山西	743.5	743.5	0.0	1,842	1,947	5.7	1,284,525.8	1,423,831	10.8
貴州	729.0	787.0	8.0	1,671	1,770	5.9	1,178,490.3	1,270,628	7.8
廣東	502.6	502.6	0.0	2,084	2,133	2.4	993,551.1	1,068,443	7.5
河北	361.5	411.5	13.8	1,952	2,057	5.4	676,450.2	743,606	9.9
新疆	447.5	447.5	0.0	2,152	2,066	-4.0	802,944.1	924,720	15.2
上海	108.0	108.0	0.0	1,850	1,810	-2.2	199,822.4	195,472	-2.2
吉林	396.0	396.0	0.0	1,571	1,904	21.2	444,688.9	754,088	69.6
陝西	358.5	458.5	27.9	2,501	1,989	-20.5	511,688.8	713,091	39.4
四川	493.5	591.0	19.8	2,765	2,643	-4.4	968,273.0	1,319,413	36.3
浙江	74.5	74.5	0.0	1,866	2,051	9.9	64,367.1	139,239	116.3
廣西	49.5	199.5	303.0		3,772			131,268	
<b>总计或平均</b>	<b>10,252.4</b>	<b>10,686.8</b>	<b>4.2</b>	<b>1,966</b>	<b>2,082</b>	<b>5.9</b>	<b>18,432,500.2</b>	<b>21,191,299</b>	<b>15.0</b>
<b>光伏：</b>	<b>835.0</b>	<b>880.0</b>	<b>5.4</b>	<b>1,528</b>	<b>1,590</b>	<b>4.0</b>	<b>1,002,569.2</b>	<b>1,242,528</b>	<b>23.9</b>

資料來源：公司資料、交銀國際

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来 12 个月的总回报**高于**相关行业。  
**中性：**预期个股未来 12 个月的总回报与相关行业**一致**。  
**沽出：**预期个股未来 12 个月的总回报**低于**相关行业。  
**无评级：**对于个股未来 12 个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。  
**同步：**分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现与大盘标竿指数**一致**。  
**落后：**分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。  
香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A 股市场的标竿指数为**MSCI 中国 A 股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股 50 (美元) 指数**。

2018年3月26日  
华能新能源 (958 HK)

### 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及 ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

### 有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、郑州银行股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、中粮肉食控股有限公司、河北翼辰实业集团股份有限公司、中国飞机租赁集团控股有限公司、东方证券股份有限公司、无锡市建设发展投资有限公司、国银金融租赁股份有限公司、凤凰医疗集团有限公司、光大证券股份有限公司、中国首控集团有限公司、佳源国际控股有限公司、泸州市兴泸水务(集团)有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、招商证券股份有限公司、山东省国际信托股份有限公司、广东康华医疗股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、HPC Holdings Limited、国泰君安证券股份有限公司、中原银行股份有限公司、四川能投发展股份有限公司及光年控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国宇华教育集团有限公司的股本证券逾1%。

### 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的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，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延误差、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。