

华能新能源 (958 HK)

配额制将驱动潜在价值重估机遇

- ❖ **因一次性损益影响，净利润略低于预期。** 华能新能源公布了 2017 财年业绩。收入同比增长 14.2% 至 105.54 亿元人民币，主要由风电发电量同比实现 15.0% 增长至 21,191 亿千瓦时所驱动。其他净收入增长 45.7% 至 4.69 亿元人民币，主要源于政府补助和风机供应商补偿收入增加所致。2017 年运营费用支出为人民币 53.72 亿元，尽管与我们的预测相符，但其中还包括了山东长岛风电 27.2MW 项目拆除所带来的一次性损失 2.04 亿人民币。财务费用净额比我们的估计高 13.9%，主要是由于公司新建产能增长放缓导致利息资本化程度较我们预期更低。2017 年公司实现纯利为人民币 30.12 亿元，较我们此前预估低 4.7%。如果将山东长岛项目损失回拨，我们测算核心净利润为人民币 32.16 亿元，表明核心盈利符合我们预期。
- ❖ **风力利用小时持续增加。** 2017 年华能新能源录得风力利用小时同比增加 116 小时至 2,082 小时。管理层解释，利用小时数增长的来源有三项，包括 1) 通过技改提质增效增加存量风电项目利用小时数 19 小时；2) 限电率降低带来利用小时增加 56 小时；3) 新建项目效率较高带来利用小时增加 43 小时。对于 2018 年运营展望，公司的风电利用小时数指引为 2180 小时，而限电率则从 2017 年的 8.3% 进一步改善至 2018 年的 5.0%。在电力市场电量销售方面，公司销售电量参与市场销售的比例为 30.8%，市场化销售平均电价折扣为 17.3%。基于最近新颁布的可再生能源配额制政策将为新能源带来更多的电力消纳空间，我们预计公司将可能进一步参与更多的市场化电量交易，以获取更多的边际收益。
- ❖ **2018 年装机容量维持温和增长。** 华能新能源在 2017 年新增装机方面仅实现 462 兆瓦的风电和 45MW 的光伏装机。对于 2018 年新增装机指引，管理层给予的新增装机仅为计划实现并网 450MW 风电和 100MW 光伏装机，显著低于市场预期。管理层解释，2016/17 年的容量增长缓慢是暂时性的，主要是由于能源局和地方政府对部分区域因电力消纳形式及可再生能源配额要求收紧当地的装机规划，以避免区域性限电风险增加（我们推测主要集中在西南区域）。对于 2019 年及以后的新增装机规模，管理层认为每年 1-1.5 吉瓦的新增装机增，以公司目前的规模和负债水平将较为适宜。
- ❖ **上调目标价至每股 3.52 港元。** 我们预计华能新能源 2018 年的风电发电量将同比增长 9.2%，基于 1) 利用小时数增加 4.7%，以及 2) 有效装机容量增长 4.3%。根据公司给予的新增装机指引，我们将 2018/19 年盈利预测分别下调 6.7/10.0% 至人民币 35.70/39.26 亿元，同时我们的 DCF 目标价则相应提高至每股 3.52 元。我们的目标价对应 2018 年市盈率和市净率分别为 10.4 倍以及 1.1 倍。我们认为计能源局刚刚颁布的可再生能源配额制政策将为华能新能源存量风电资产的运营效率提升带来更多潜力，我们预计公司将因此获得较为强烈的价值重估机会。**重申买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	9,239	10,554	11,445	12,031	13,023
净利润 (百万人民币)	2,659	3,012	3,570	3,926	4,383
EPS (人民币)	0.27	0.29	0.34	0.37	0.41
EPS 变动 (%)	43.0	7.5	15.0	10.0	11.7
市盈率 (x)	9.0	8.4	7.3	6.6	6.0
市帐率 (x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	1.7	1.7	2.1	2.3	2.5
权益收益率 (%)	13.2	12.2	12.9	12.6	12.6
净财务杠杆率 (%)	250.2	185.5	176.3	152.5	130.8

数据源：公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$3.52
(前目标价)	HK\$3.14
潜在升幅	+20.5%
当前股价	HK\$2.92

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

风电行业

市值(百万港元)	31,066
3 个月平均流通(百万)	73.43
52 周内高/低(港元)	2.96/2.29
总股本(百万)	10,576

数据源：彭博

股东结构

华能集团	56.9%
流通股	43.1%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	9.7%	13.1%
3 月	8.8%	6.2%
6 月	10.1%	1.3%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：www.hnr.com.cn

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售收入	9,239	10,554	11,445	12,031	13,023
风电	8,482	9,617	10,434	10,919	11,813
光伏	757	937	1,011	1,112	1,210
其它净收入	322	469	393	411	441
营运支出	(4,652)	(5,372)	(5,450)	(5,701)	(6,137)
折旧和摊销	(3,462)	(3,798)	(3,993)	(4,160)	(4,459)
雇员成本	(403)	(514)	(554)	(594)	(657)
修理和维护	(189)	(191)	(205)	(213)	(228)
管理费用	(223)	(248)	(286)	(301)	(326)
其它运营费用	(375)	(621)	(412)	(433)	(469)
息税前收益	4,908	5,651	6,388	6,741	7,326
融资成本净额	(1,995)	(2,238)	(2,261)	(2,205)	(2,209)
合资及联营企业	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	2,910	3,408	4,122	4,531	5,112
所得税	-202	-346	-480	-525	-639
减:非控制股东权益	49	50	73	80	89
净利润	2,659	3,012	3,570	3,926	4,383

数据来源:公司及招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	76,749	75,106	76,609	78,938	80,966
固定资产	72,107	71,406	72,161	74,478	76,448
预付租金	351	357	378	390	401
合资及联营公司投资	106	254	252	249	247
其它非流动资产	4,185	3,090	3,819	3,821	3,870
流动资产	8,696	11,242	10,063	13,649	16,934
现金及现金等价物	2,570	2,503	193	3,195	6,352
应收账款	4,635	7,214	8,376	8,958	9,085
预付款	1,415	1,396	1,373	1,373	1,373
其它流动资产	75	130	121	123	124
流动负债	30,517	27,086	24,892	26,771	27,471
应付账款	22,563	20,353	19,135	19,886	20,541
其它应付	435	352	300	300	300
借贷	7,440	6,253	5,336	6,465	6,509
其它流动负债	80	128	120	120	120
非流动负债	33,933	33,821	33,192	33,808	34,597
借贷	28,372	29,451	28,703	29,828	30,812
融资租赁	1,583	1,231	931	631	331
其它非流动负债	215	198	207	202	205
少数股东权益	857	840	870	900	930
净资产总额	20,137	24,601	27,717	31,107	34,902
股东权益	20,137	24,602	27,717	31,107	34,902

数据来源:公司及招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20A
息税前收益	2,659	3,012	3,570	3,926	4,383
折旧和摊销	3,471	3,621	4,001	4,168	4,467
运营资金变动	(4,870)	(3,792)	(2,068)	533	(95)
其它	1,301	(804)	411	(210)	105
经营活动所得现金流	7,338	2,037	5,914	8,417	8,859
资本开支	(6,889)	(3,036)	(4,747)	(6,462)	(6,414)
联营公司	(481)	1,061	(734)	(23)	(70)
其它	(23)	(70)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(7,370)	(1,974)	(5,482)	(6,485)	(6,483)
股份发行	(28)	1,852	-	-	-
净借贷	1,035	(1,566)	(2,318)	1,576	1,340
股息	(292)	(399)	(454)	(535)	(589)
其它	(2,574)	(17)	30	30	30
融资活动所得现金净额	(1,858)	(129)	(2,743)	1,070	781
现金增加净额	(1,889)	(67)	(2,310)	3,002	3,157
年初现金及现金等价物	3,470	2,570	2,503	193	3,195
汇兑	85	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,665	2,503	193	3,195	6,352
受限制现金	34	52	52	52	52
3月以上定存					
资产负债表现金	1,665	2,503	193	3,195	6,352

数据来源:公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
风电	91.8	91.1	91.2	90.8	90.7
光伏	8.2	8.9	8.8	9.2	9.3
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	53.1	53.5	55.8	56.0	56.3
税前利率	31.5	32.3	36.0	37.7	39.3
净利润率	28.8	28.5	31.2	32.6	33.7
有效税率	6.9	10.2	11.6	11.6	12.5
资产负债比率					
流动比率(x)	0.28	0.42	0.40	0.51	0.62
速动比率(x)	0.28	0.41	0.40	0.51	0.61
现金比率(x)	0.09	0.17	0.01	0.12	0.23
平均应收款周转天数	149	205	249	263	253
债务/股本比率(%)	243	176	167	155	143
净负债/股东权益比率(%)	250	186	176	153	131
回报率(%)					
资本回报率	13.2	12.2	12.9	12.6	12.6
资产回报率	3.1	3.5	4.1	4.2	4.5
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.27	0.29	0.34	0.37	41.48
每股股息(人民币)	0.04	0.04	0.05	0.06	6.22
每股账面价值(人民币)	2.07	2.33	2.62	2.94	3.30

数据来源:公司及招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。