

新能源行業

收盤價	目標價	潛在漲幅
港元 3.13	港元 3.86↓	+23.32%

2018年6月12日

## 華能新能源 (958 HK)

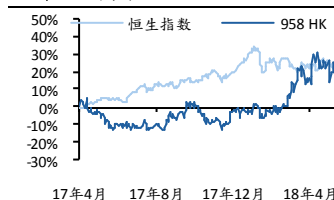
### 5月發電量增速下滑明顯，調低盈利預測及目標價

- 發電數據概要：**2018年5月份，公司總發電量22.64億千瓦時，同比增長4.2%（上月增速20%），其中風力發電21.40億千瓦時，同比增長4.3%，光伏發電1.24億千瓦時，同比增長2.6%。公司今年1-5月累計發電量121.02億千瓦時，同比增長16.6%，其中風力發電115.11億千瓦時，同比增長16.7%，光伏發電5.91億千瓦時，同比增長14.1%。
- 風力發電數據簡析：**5月份公司棄風率約7.0%，同比下降約2.5個百分點，風機利用小時數約為203，同比增加約1個小時。1-5月累計棄風率約7.6%，同比下降約3.0個百分點，累計利用小時達到約1093，同比增加約122小時。5月份中國北方風況較差，導致公司裝機量較大的內蒙古、遼寧、山東等地區的發電量同比明顯下降，而南方的雲南、貴州、四川等地發電量大增，避免了公司總體發電量下滑。公司的風電裝機佈局南北兼顧，和同業公司相比更顯均衡，平抑風資源的波動。
- 趨勢預測：**由於風資源問題，公司5月份發電量增速未能維持之前的強勁勢頭，同時6月份我國風力發電進入常規淡季，因此我們預計公司2季度總體發電量同比增速會比1季度下降約5個百分點。但和同業主要公司相比，我們預計公司2季度業績仍將領先。
- 盈利預測與估值：**基於最新判斷，我們將2018/19年每股基本盈利預測調低5.3%/3.8%至0.358/0.389元人民幣。我們調低公司目標價至3.86港元（原4.09港元），相當於我們2018/19年預測市盈率8.8倍/8.1倍，及2018年市賬率1.20倍。重申買入評級。

### 個股評級

#### 買入

### 1年股價表現



資料來源：彭博

### 股份資料

52周高位(港元)	3.53
52周低位(港元)	2.29
市值(港元百萬)	33073.25
日均成交量(百萬)	35.14
年初至今變化(%)	18.1
200天平均價(港元)	2.7

資料來源：彭博

### 孫勝權

louis.sun@bocomgroup.com

(86) 21 6065 3606

### 財務資料一覽

年結 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(百萬人民幣)	9,239	10,554	11,900	12,705	14,246
同比增長(%)	25.6	14.2	12.8	6.8	12.1
淨利潤(百萬人民幣)	2,659	3,012	3,780	4,107	4,838
每股盈利(人民幣)	0.273	0.285	0.358	0.389	0.458
同比增長(%)	43.0	4.3	25.5	8.7	17.8
前EPS預測值(人民幣)			0.378	0.404	0.471
調整幅度(%)			-5.3	-3.8	-2.8
市盈率(倍)	9	9	7.2	6.6	5.6
每股帳面值(人民幣)	2.07	2.33	2.63	2.95	3.33
市賬率(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	1.74	1.68	2.09	2.57	3.03

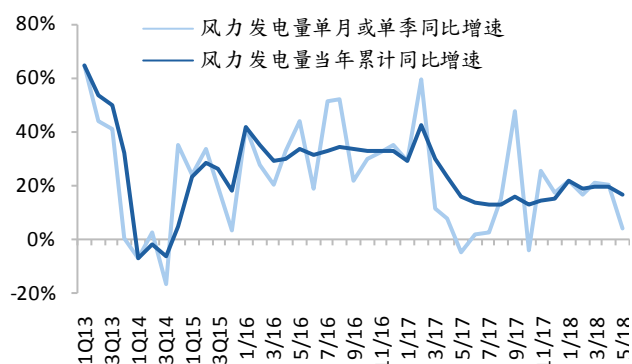
資料來源：公司資料，交銀國際預測

圖表 1: 公司 2018 年 5 月發電資料

業務板塊及地區分佈	2018年5月發電量(兆瓦時)	2018年5月同比變化率(%)	2018年4月同比變化率(%)	2018年3月同比變化率(%)	2018年累計發電量(兆瓦時)	年累計發電量同比變化率(%)
<b>風電業務</b>	<b>2,140,173.1</b>	<b>4.3</b>	<b>20.4</b>	<b>20.9</b>	<b>11,511,019.8</b>	<b>16.7</b>
其中：內蒙古	451,570.2	-15.4	15.3	23.6	2,262,647.3	9.9
雲南	337,763.5	46.0	27.6	-0.6	1,936,369.7	15.0
山東	151,615.0	-23.3	46.8	64.9	1,017,387.8	19.8
遼寧	317,352.1	-5.3	34.4	67.3	1,597,655.4	21.4
山西	125,774.9	-6.3	12.3	21.5	828,511.9	29.7
貴州	162,846.8	41.3	5.8	-9.3	706,115.6	9.9
廣東	61,879.9	10.4	-28.8	-23.0	405,085.1	-9.1
河北	64,894.0	-15.9	20.1	19.2	419,881.2	16.8
新疆	103,576.3	20.0	-13.4	32.0	448,217.0	22.6
上海	13,855.3	-22.0	18.6	23.3	95,719.8	4.0
吉林	91,994.3	-17.3	36.6	59.2	409,003.7	36.7
陝西	89,716.6	67.4	67.5	82.5	450,261.3	59.7
四川	123,877.7	46.6	-14.2	-24.9	705,664.0	-3.4
浙江	11,260.1	29.6	-1.5	16.0	65,367.4	38.8
廣西	32,196.4	261.3	139.7	198.0	163,132.6	205.3
<b>太陽能業務</b>	<b>123,853.0</b>	<b>2.6</b>	<b>12.5</b>	<b>17.7</b>	<b>591,223.7</b>	<b>14.1</b>
<b>合計</b>	<b>2,264,026.1</b>	<b>4.2</b>	<b>20.0</b>	<b>20.7</b>	<b>12,102,243.5</b>	<b>16.6</b>

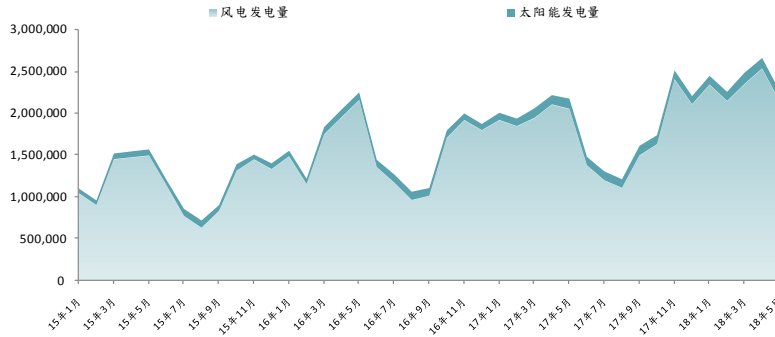
資料來源: 公司資料, 交銀國際

圖表 2: 公司風力發電量單月及當年累計同比增速變化 (%)



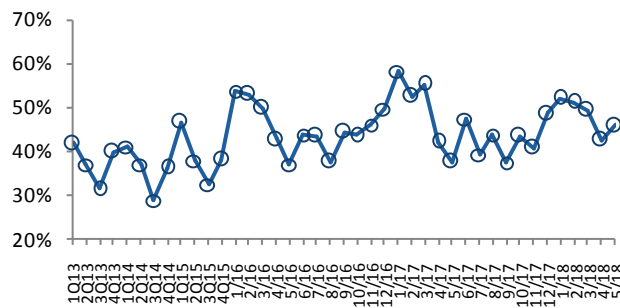
資料來源: 公司資料, 交銀國際

圖表 3: 公司月度發電量構成 (兆瓦時)



資料來源: 公司資料, 交銀國際

圖表 4: 公司非限電地區占總體風力發電量比例



資料來源: 公司資料, 交銀國際

圖表 5: 華能新能源關鍵業務資料及預測

	2015年	2016年	2017年	2018E	2019E	2020E
風力	當年新增核准 (兆瓦)	1,782	1,682	1,024		
	年底裝機量 (兆瓦)	9,720	10,225	10,687	11,367	12,367
	其中: 當年新裝	2,194	532	462	680	1,000
	利用小時	1,882	1,966	2,082	2,240	2,280
	發電量 (吉瓦小時)	13,851	18,433	21,191	23,878	25,688
	電價 (含稅, 人民幣)	0.595	0.563	0.554	0.548	0.543
光伏	年底裝機量 (兆瓦)	625	835	880	980	1,070
	其中: 當年新裝	140	210	45	100	90
	利用小時	1,591	1,528	1,590	1,600	1,600
	發電量 (吉瓦小時)	818	1,002	1,243	1,410	1,569
	電價 (含稅, 人民幣)	0.888	0.879	0.857	0.847	0.839
<b>總發電量 (吉瓦小時)</b>	<b>14,669</b>	<b>19,435</b>	<b>22,434</b>	<b>25,287</b>	<b>27,258</b>	<b>29,932</b>

資料來源: 公司資料, 交銀國際預測

圖表 6: 風電主要公司季度風力發電量增長情況

季度	同比 (%)				環比 (%)			
	大唐新能源	龍源電力	華能新能源	行業整體	大唐新能源	龍源電力	華能新能源	行業整體
1Q14	-12.0	8.8	-6.9	10.8	-18.0	-3.1	-6.1	-8.8
2Q14	-6.0	1.1	2.8	12.7	3.0	-2.4	12.0	11.0
3Q14	-13.4	-10.2	-16.9	1.9	-29.0	-25.4	-39.1	-28.2
4Q14	6.5	18.2	35.3	18.1	77.0	67.6	111.0	62.5
1Q15	8.6	17.5	23.6	24.7	-16.0	-3.7	-14.2	-3.7
2Q15	21.4	26.8	33.4	27.5	15.0	5.4	20.8	13.5
3Q15	-1.5	9.5	9.5	16.3	-42.0	-35.6	-45.4	-34.5
4Q15	-9.2	-4.9	3.4	8.1	63.0	45.6	82.6	51.0
1Q16	8.8	6.2	29.0	21.0	0.0	7.5	7.2	7.8
2Q16	4.6	10.8	33.0	27.3	10.5	10.0	24.6	19.4
3Q16	19.5	21.2	40.5	33.8	-33.9	-29.6	-42.4	-31.2
4Q16	27.1	29.9	32.4	37.7	73.7	56.1	72.0	55.4
1Q17	13.6	12.3	30.3	25.2	-10.5	-7.1	5.3	-2.0
2Q17	18.9	9.8	1.2	17.4	15.7	7.5	-3.0	11.9
3Q17	39.6	22.8	20.7	38.3	-22.4	-21.2	-31.2	-18.9
4Q17	29.3	16.8	13.3	29.5	60.9	48.5	61.4	45.6
1Q18	46.4	33.2	19.8	39.1	1.3	5.9	11.3	5.3

資料來源：公司資料、交銀國際

## 財務資料

### 損益表(百萬人民幣)

年結 12月 31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
營業收入	9,239	10,554	11,900	12,705	14,246
營業成本	(3,865)	(4,312)	(4,619)	(4,983)	(5,469)
<b>息稅折舊前利潤</b>	<b>8,323</b>	<b>9,397</b>	<b>10,734</b>	<b>11,482</b>	<b>12,875</b>
息稅折舊攤銷前利潤率(%)	90.1	89.0	90.2	90.4	90.4
折舊及攤銷	3,462	3,798	4,060	4,386	4,800
<b>息稅前利潤</b>	<b>4,905</b>	<b>5,646</b>	<b>6,674</b>	<b>7,096</b>	<b>8,075</b>
息稅前利潤率(%)	53.1	53.5	56.1	55.8	56.7
淨利息支出	1,995	2,238	2,296	2,289	2,373
稅前利潤	2,910	3,408	4,378	4,807	5,702
所得稅開支	202	346	526	624	777
淨利潤	2,708	3,061	3,852	4,183	4,925
少數股東權益	49	50	72	76	87
<b>歸屬於股東淨利潤</b>	<b>2,659</b>	<b>3,012</b>	<b>3,780</b>	<b>4,107</b>	<b>4,838</b>
淨利潤率(%)	29.3	29.0	32.4	32.9	34.6

### 資產負債表(百萬人民幣)

截至 12月 31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>總資產</b>	<b>85,445</b>	<b>86,349</b>	<b>90,438</b>	<b>94,386</b>	<b>103,546</b>
<b>非流動資產</b>	<b>76,749</b>	<b>75,107</b>	<b>77,404</b>	<b>81,573</b>	<b>86,699</b>
固定資產淨值	72,107	71,406	73,904	78,273	83,615
無形資產	654	621	631	650	667
長期投資	77	75	75	75	75
預付土地租賃款項	29	179	179	179	179
其他非流動資產	3,883	2,826	2,615	2,396	2,163
<b>流動資產</b>	<b>8,696</b>	<b>11,242</b>	<b>13,033</b>	<b>12,813</b>	<b>16,847</b>
現金及短期投資	2,605	2,555	3,812	3,049	6,769
已抵押銀行存款	8	22	25	27	30
應收賬款	4,635	7,214	7,735	8,258	8,548
存貨	33	55	46	50	55
預付土地租賃款項	1,415	1,396	1,409	1,424	1,438
其它流動資產	0	0	5	6	8
<b>總負債</b>	<b>64,451</b>	<b>60,907</b>	<b>61,711</b>	<b>62,174</b>	<b>67,231</b>
<b>流動負債</b>	<b>30,517</b>	<b>27,086</b>	<b>25,298</b>	<b>22,963</b>	<b>24,997</b>
短期借款	22,563	20,353	18,015	15,153	16,408
應付帳款	7,440	6,253	6,691	7,211	7,907
其他流動負債	514	480	593	599	683
<b>長期負債</b>	<b>33,933</b>	<b>33,821</b>	<b>36,412</b>	<b>39,211</b>	<b>42,234</b>
可換股債券	1,583	1,231	1,231	1,231	1,231
長期借款	32,115	32,373	34,963	37,760	40,781
其他負債	235	216	218	220	222
<b>權益總額</b>	<b>20,994</b>	<b>25,442</b>	<b>28,727</b>	<b>32,212</b>	<b>36,315</b>
股本	9,728	10,567	10,567	10,567	10,567
儲備	10,409	14,035	17,248	20,657	24,672
少數股東權益	857	840	913	989	1,076

資料來源: 公司資料, 交銀國際預測

### 現金流量報表(百萬人民幣)

年結 12月 31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>經營活動現金流</b>	<b>7,338</b>	<b>7,681</b>	<b>10,296</b>	<b>10,859</b>	<b>12,582</b>
淨利潤	2,708	3,061	3,852	4,183	4,925
折舊及攤銷	3,462	3,798	4,060	4,386	4,800
營運資本變動	4	(608)	36	(1)	483
其他營運資產及負債變動	531	410	2,348	2,291	2,375
<b>投資活動現金流</b>	<b>(7,370)</b>	<b>(4,191)</b>	<b>(6,373)</b>	<b>(8,571)</b>	<b>(9,942)</b>
資本支出淨額	(7,877)	(5,117)	(6,568)	(8,776)	(10,158)
長期投資變動	16	61	0	0	0
其他資產變動	491	866	195	206	216
<b>融資活動現金流</b>	<b>(1,858)</b>	<b>(2,527)</b>	<b>(2,616)</b>	<b>(3,051)</b>	<b>1,079</b>
股本變動	0	1,909	0	0	0
負債變動	83,206	78,734	252	(65)	4,276
利息股息	(2,496)	(2,674)	(2,868)	(2,987)	(3,198)
其它長期資產變動	(82,568)	(80,495)	1	1	1
外匯變動影響	85	(126)	(50)	0	0
<b>現金及現金等價物變動</b>	<b>(1,889)</b>	<b>963</b>	<b>1,308</b>	<b>(763)</b>	<b>3,719</b>

### 財務比率

年結 12月 31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>利潤率(%)</b>					
毛利率	58.2	59.1	61.2	60.8	61.6
息稅折舊攤銷前利潤率	90.1	89.0	90.2	90.4	90.4
息稅前利潤率	53.1	53.5	56.1	55.8	56.7
淨利潤率	29.3	29.0	32.4	32.9	34.6
<b>盈利能力分析(%)</b>					
淨資產收益率	14.0	13.5	14.4	13.9	14.6
總資產收益率	3.2	3.6	4.4	4.5	5.0
ROIC	7.4	7.0	10.2	10.5	11.9
<b>償債能力</b>					
流動比率(倍)	0.28	0.42	0.52	0.56	0.67
速動比率(倍)	0.28	0.41	0.51	0.56	0.67
資產負債率(%)	75.4	70.5	68.2	65.9	64.9
淨債務負債率(%)	72.7	67.6	64.4	62.1	59.4
利息保障倍數	2.5	2.5	2.9	3.1	3.4
<b>成長能力(%)</b>					
收益增長率	25.6	14.2	12.8	6.8	12.1
年內(虧損)利潤增長率	43.0	13.3	25.5	8.7	17.8
息稅前利潤增長率	19.2	15.1	18.2	6.3	13.8
息稅折舊攤銷前利潤增長率	22.2	12.9	14.2	7.0	12.1
總資產增長率	3.5	1.1	4.7	4.4	9.7
<b>營運能力及其他</b>					
平均存貨周轉天數(天)	3.5	3.7	4.0	3.5	3.4
平均應收賬款周轉天數(天)	147.2	202.6	226.8	227.3	213.1
股息支付率(%)	16.3	15.1	15.0	17.0	17.0

## 交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓  
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

### 評級定義

#### 分析員個股評級定義：

**買入：**預期個股未來 12 個月的總回報**高於**相關行業。  
**中性：**預期個股未來 12 個月的總回報與相關行業**一致**。  
**沽出：**預期個股未來 12 個月的總回報**低於**相關行業。  
**無評級：**對於個股未來 12 個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

#### 分析員行業評級定義：

**領先：**分析員預期所覆蓋行業未來 12 個月的表現相對於大盤標竿指數**具吸引力**。  
**同步：**分析員預期所覆蓋行業未來 12 個月的表現與大盤標竿指數**一致**。  
**落後：**分析員預期所覆蓋行業未來 12 個月的表現相對於大盤標竿指數**不具吸引力**。  
香港市場的標竿指數為**恒生綜合指數**，A 股市場的標竿指數為 **MSCI 中國 A 股指數**，美國上市中概股的標竿指數為**標普美國中概股 50 (美元) 指數**。

2018年6月12日  
華能新能源 (958 HK)

## 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，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份。

## 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、國聯證券股份有限公司、鄭州銀行股份有限公司、盈健醫療集團有限公司、中糧肉食控股有限公司、河北翼辰實業集團股份有限公司、中國飛機租賃集團控股有限公司、東方證券股份有限公司、無錫市建設發展投資有限公司、國銀金融租賃股份有限公司、鳳凰醫療集團有限公司、光大證券股份有限公司、中國首控集團有限公司、佳源國際控股有限公司、瀘州市興瀘水務(集團)有限公司、中國郵政儲蓄銀行股份有限公司、招商證券股份有限公司、山東省國際信託股份有限公司、廣東康華醫療股份有限公司、中信建投證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、HPC Holdings Limited、國泰君安證券股份有限公司、中原銀行股份有限公司、四川能投發展股份有限公司、光年控股有限公司及安樂工程集團有限公司有投資銀行業務關係。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有東方證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有光大證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有國聯證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有國泰君安證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中國新華教育集團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)，表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，并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，并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、并可能不時進行買賣、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并提供投資銀行、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，惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有資訊，并可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、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協力廠商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資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而并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，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。