

## 华能新能源 (958.HK)

### 首4个月风电发电量合乎预期

#### 2019年4月份风电发电量同比下跌2.4%

公司上周五公布了同比下跌的2019年4月份发电量数据，与其他全国性风电发电商相似，例如龙源电力(916.HK；未评级)。华能新能源的全国风电发电量同比下跌2.4%至2,473吉瓦时，其中主要风电发电区域内蒙古和辽宁的风电发电量分别同比下跌4.1%和16.9%至523吉瓦时和367吉瓦时，而云南则同比微升1.9%至373吉瓦时。换言之，2019年首四个月全国风电发电量同比上升7.6%至10,085吉瓦时，相当于我们预测全年风电发电量的39.4%(见图表一)，与2018年的39.8%实际比率相若，合乎我们预期。另一方面，4月份全国太阳能发电量同比上升13.6%至140吉瓦时。公司4月份全国总发电量因此同比下降1.6%至2,614吉瓦时。

#### 维持盈利预测

我们维持对公司的盈利预测，并预料股东净利润将由2017年的人民币30.12亿上升至2020年的人民币44.15亿，复合年增长率达到13.6%。

#### 重申“买入”评级

按贴现现金流(DCF)分析，我们维持目标价于2.80港元(见图表二和三)，这对应6.8倍2019年市盈率和37.9%上升空间。我们重申“买入”评级。

#### 风险提示

(一)项目开发延误；(二)应收账款风险恶化；(三)并网电价大幅下跌。

#### 主要财务数据 (更新于2019年5月10日)

年结: 12月31日 (人民币百万元)	2016年 实际	2017年 实际	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测
收入	9,239	10,554	11,650	12,556	14,120
增长率(%) :	25.6	14.2	10.4	7.8	12.5
经营利润	4,908	5,651	5,896	6,907	7,775
增长率(%) :	19.2	15.1	4.3	17.2	12.6
股东净利润	2,659	3,012	3,086	3,801	4,415
增长率(%) :	43.0	13.3	2.5	23.1	16.2
经营利润率(%) :	53.1	53.5	50.6	55.0	55.1
股东净利润率(%) :	28.8	28.5	26.5	30.3	31.3
每股盈利(人民币)	0.27	0.29	0.29	0.36	0.42
每股股息(人民币)	0.04	0.04	0.04	0.05	0.06
每股资产净值(人民币)	2.07	2.40	2.59	2.99	3.41
市盈率(倍)	6.5	6.0	6.1	4.9	4.3
市净率(倍)	0.86	0.74	0.68	0.59	0.52

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

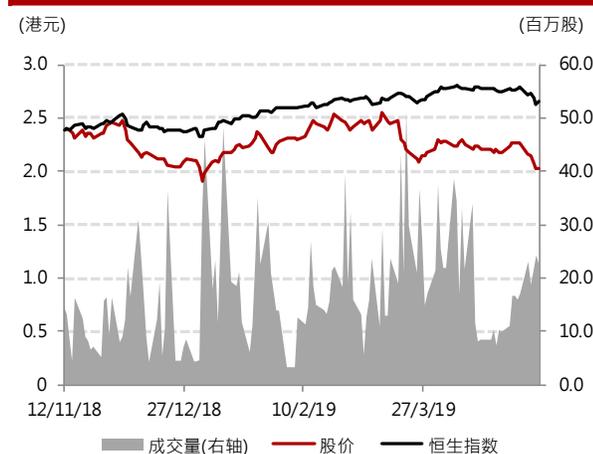
评级：买入；目标价：HK\$2.80

#### 公司基本资料 (更新至2019年5月10日)

最新价	2.03 (港元)
市值	21,450.06 (百万港元)
流通股比例(H股)	95.00 (%)
已发行总股本(H股)	5,031.22 (百万股)
52周价较高目前格区间	1.89-3.49 (港元)
3个月平均每日成交	47.49 (百万港元)
主要股东	中国华能集团 (占52.39%)

资料来源：彭博

#### 价格及成交量走势 (更新至2019年5月10日)



资料来源：彭博

#### 分析师

周健锋 (Patrick Chow)

[kf.chow@ztsc.com.hk](mailto:kf.chow@ztsc.com.hk)

+852 2359 1849

图表 1：主要运营假设

年结: 12月31日	2016年实际	2017年实际	2018年实际	2019年预测	2020年预测	2017-2020年 复合年增长率 (%)
<b>风电</b>						
总装机容量 (兆瓦)						
- 年结	10,252	10,687	11,033	12,468	13,839	9.0
- 同比增长 (%)	5.5	4.2	3.2	13.0	11.0	
发电量 (吉瓦时)	18,433	21,191	23,563	25,594	28,921	10.9
- 同比增长 (%)	33.1	15.0	11.2	8.6	13.0	
加权平均利用小时	1,966	2,082	2,234	2,281	2,322	3.7
- 同比增长 (%)	4.5	5.9	7.3	2.1	1.8	
<b>光伏</b>						
总装机容量 (兆瓦)						
- 年结	835	880	932	959	983	3.8
- 同比增长 (%)	33.6	5.4	5.9	3.0	2.5	
发电量 (吉瓦时)	1,003	1,243	1,410	1,457	1,501	6.5
- 同比增长 (%)	22.6	23.9	13.5	3.3	3.0	
加权平均利用小时	1,528	1,590	1,642	1,650	1,658	1.4
- 同比增长 (%)	(4.0)	4.1	3.3	0.5	0.5	

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图表 2：贴现现金流估值

年结: 12月31日 (人民币百万元)	2019预测	2020预测	2021预测	2022预测	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测	2027预测	2028预测
息税前利润	6,953	7,831	8,543	9,226	9,937	10,533	11,165	11,723	12,192	12,558
加：折旧及摊销	4,076	4,576	4,480	4,306	4,128	3,894	3,674	3,433	3,178	2,913
减：税费	(683)	(793)	(909)	(1,030)	(1,165)	(1,297)	(1,443)	(1,591)	(1,738)	(1,879)
营运资金变动	(781)	737	466	503	542	575	609	639	665	685
资本开支	(11,475)	(10,972)	(10,862)	(10,558)	(10,234)	(9,763)	(9,314)	(8,801)	(8,238)	(7,637)
<b>自由现金流</b>	<b>(1,909)</b>	<b>1,379</b>	<b>1,719</b>	<b>2,448</b>	<b>3,208</b>	<b>3,942</b>	<b>4,690</b>	<b>5,403</b>	<b>6,059</b>	<b>6,640</b>
永续增长率	1.0%									
贝塔系数	0.70									
无风险收益率	4.0%									
风险溢价	15.0%									
权益成本	14.5%									
债务成本	5.5%									
债务/权益	70.0%									
税率	25.0%									
加权平均资本成本	7.2%									
股权价值 (港币百万元)	29,546									
每股价值 (港元)	2.80									
目标价 (港元)	2.80 (四舍五入·精确至0.01)									

资料来源：中泰国际研究部预测

图表 3：每股股权价值的敏感性分析

港币		永续增长率 (%)				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
加权平均资金成本 (%)	6.5%	2.99	3.51	4.12	4.86	5.76
	6.9%	2.44	2.89	3.42	4.04	4.79
	7.2%	1.95	2.34	2.80	3.33	3.97
	7.6%	1.50	1.85	2.24	2.71	3.25
	8.0%	1.10	1.41	1.75	2.15	2.62

资料来源：中泰国际研究部预测

图表 4 : 财务报表 (年结: 12 月 31 日 ; 人民币百万元)

损益表	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
	实际	实际	实际	预测	预测
收入	9,239	10,554	11,650	12,556	14,120
其他收入净额	322	469	388	404	421
经营开支	(4,652)	(5,372)	(6,142)	(6,053)	(6,767)
经营利润	4,908	5,651	5,896	6,907	7,775
财务收入	137	57	66	57	69
财务费用	(2,133)	(2,296)	(2,256)	(2,411)	(2,556)
应占联营和合营公司利润	(3)	(5)	(11)	(12)	(12)
税前利润	2,910	3,408	3,695	4,542	5,276
所得税	(202)	(346)	(567)	(683)	(793)
税后利润	2,708	3,061	3,128	3,859	4,483
少数股东权益	(49)	(50)	(42)	(58)	(67)
股东净利润	2,659	3,012	3,086	3,801	4,415
息税折旧摊销前利润	8,489	9,486	9,908	11,029	12,408
息税前利润	5,042	5,703	5,951	6,953	7,831
每股盈利 (人民币)	0.27	0.29	0.29	0.36	0.42
每股股息 (人民币)	0.04	0.04	0.04	0.05	0.06

现金流量表	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
	实际	实际	估计	预测	预测
经营活动现金流	7,338	7,681	5,981	13,520	9,817
净利润	2,659	3,012	3,086	3,801	4,415
折旧与摊销	3,447	3,783	3,957	4,076	4,576
营运资本变动	(844)	(1,643)	(1,160)	781	(737)
其它	2,076	2,529	98	4,863	1,562
投资活动现金流	(7,370)	(4,191)	(3,286)	(9,732)	(9,465)
资本性支出净额	(7,877)	(5,117)	(3,745)	(11,475)	(10,972)
其它	507	927	460	1,743	1,506
自由现金流	1,254	5,665	6,756	(1,909)	1,379
融资活动现金流	(1,858)	(2,527)	(2,925)	(2,640)	(2,589)
股本变动	35	1,909	0	0	0
净债务变动	1,277	(1,157)	421	886	1,145
已派股息	(292)	(433)	(441)	(465)	(528)
其它	(2,878)	(2,846)	(2,906)	(3,061)	(3,206)
净现金流	(1,889)	963	(230)	1,149	(2,237)

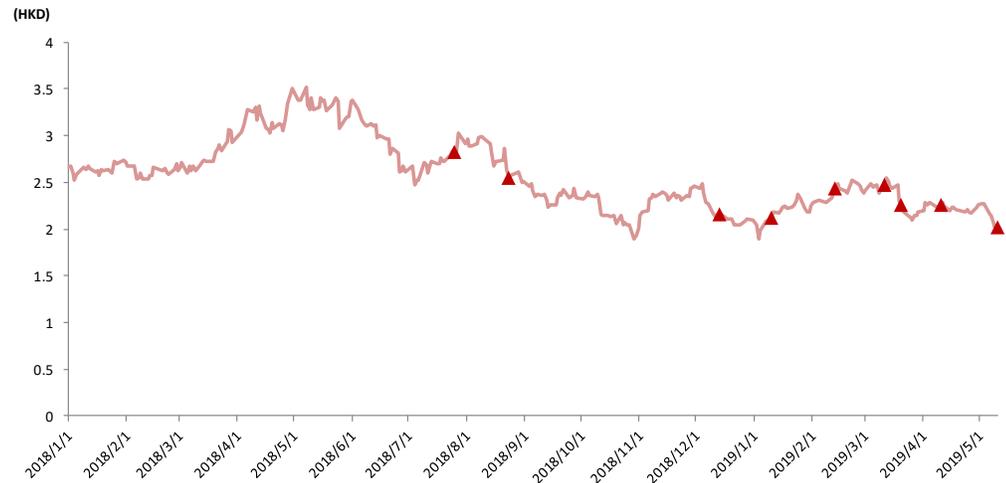
资产负债表	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
	实际	实际	实际	预测	预测
总资产	85,445	86,349	88,671	97,386	104,512
流动资产	8,696	11,242	14,582	15,134	15,033
现金及银行存款	2,570	2,503	3,415	4,643	2,467
受限制存款	34	52	68	60	64
应收账款	4,635	7,214	9,968	9,417	11,296
预付账款、按金及其他应收账款	1,415	1,396	1,069	942	1,130
存货	33	52	44	50	56
其它流动资产	8	25	18	22	20
非流动资产	76,749	75,107	74,089	82,252	89,479
固定资产净额	72,107	71,406	70,812	78,745	85,777
租赁预付款	351	357	269	377	386
无形资产	654	621	589	561	530
联营及合营公司的投资	106	254	201	207	214
其它非流动资产	3,531	2,469	2,218	2,362	2,573
总负债	64,451	60,907	60,458	64,934	67,510
流动负债	30,517	27,086	29,031	32,093	34,686
短期借款	22,563	20,353	21,614	23,855	25,503
融资租赁承担	435	352	472	641	656
应付账款	7,440	6,253	6,817	7,393	8,288
其它流动负债	80	127	128	205	238
非流动负债	33,933	33,821	31,427	32,841	32,824
长期借款	28,372	29,451	28,611	27,256	26,753
融资租赁承担	1,583	1,231	730	1,281	1,312
其它非流动负债	3,978	3,138	2,086	4,303	4,759
权益总额	20,994	25,442	28,214	32,452	37,002
股东权益	20,137	24,602	27,408	31,589	36,072
少数股东权益	857	840	805	863	931
权益及负债总额	85,445	86,349	88,671	97,386	104,512
净现金/(负债)	(48,365)	(47,301)	(46,811)	(46,468)	(49,789)

主要财务指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
	实际	实际	实际	预测	预测
增长率(%)					
收入	25.6	14.2	10.4	7.8	12.5
经营利润	19.2	15.1	4.3	17.2	12.6
息税折旧摊销前利润	21.2	11.7	4.4	11.3	12.5
息税前利润	17.7	13.1	4.3	16.8	12.6
股东净利润	43.0	13.3	2.5	23.1	16.2
每股盈利	43.0	7.5	(0.6)	23.1	16.2
利润率(%)					
经营利润率	53.1	53.5	50.6	55.0	55.1
息税折旧摊销前利润率	91.9	89.9	85.0	87.8	87.9
息税前利润率	54.6	54.0	51.1	55.4	55.5
股东净利润率	28.8	28.5	26.5	30.3	31.3
净负债率(%)	240.2	192.3	170.8	147.1	138.0
其他(%)					
实际税率	6.9	10.1	15.3	15.0	15.0
派息比率	15.0	14.6	15.1	13.9	14.4
已动用资本回报率	4.8	5.1	5.2	5.8	6.3
平均净资产收益率	14.0	13.5	11.9	12.9	13.1
平均资产收益率	3.2	3.5	3.5	4.1	4.4
利息覆盖倍数(倍)	2.4	2.5	2.6	2.9	3.1

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

# 历史建议和目标价

股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2018/7/25	HK\$2.83	「买入」(首次覆盖)	HK\$3.83
2	2018/8/23	HK\$2.56	「买入」(维持)	HK\$3.22
3	2018/12/13	HK\$2.17	「买入」(维持)	HK\$3.22
4	2019/1/10	HK\$2.13	「买入」(维持)	HK\$3.22
5	2019/2/13	HK\$2.44	「买入」(维持)	HK\$3.22
6	2019/3/11	HK\$2.48	「买入」(维持)	HK\$3.22
7	2019/3/20	HK\$2.26	「买入」(维持)	HK\$2.80
8	2019/4/10	HK\$2.27	「买入」(维持)	HK\$2.80
9	2019/5/10	HK\$2.03	「买入」(维持)	HK\$2.80

资料来源：彭博；中泰国际研究部

# 公司及行业评级定义

## 公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

## 行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。