

风电龙头再创高峰



香港股市 | 新能源 | 风电

2018年7月26日

全国限电问题获得改善·国企风电龙头明显受惠

在政府有效协调资源和电网持续建设下，全国限电问题在近年已经获得改善。全国平均弃风率已经由 2016 年的 17% 下跌至 2017 年的 12%。作为国企风电龙头，华能新能源可明显受惠。

扩容持续·效率改善

我们预期华能新能源的风电总装机容量和风电利用小时将分别由 2017 年的 10,687 兆瓦和 2,082 小时上升至 2020 年的 12,318 兆瓦和 2,297 小时，复合年增长率达到 4.8% 和 3.3%。

三年股东净利润复合年增长率达到 17.9%

在预期经营利润率上升而财务支出减少下，我们预计股东净利润将由 2017 年的 30.12 亿人民币上升至 2020 年的 49.30 亿人民币，复合年增长率达到 17.9%。

首次覆盖，给予「买入」评级，目标价 3.83 港元

按贴现现金流(DCF)分析，我们定下 3.83 港元目标价，这对应 8.9 倍 2018 年市盈率和 35.3% 上升空间。我们首次覆盖，给予「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

年结: 12月31日 (人民币百万元)	2016年 实际	2017年 实际	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
收入	9,239	10,554	11,465	12,288	13,088
增长率 (%) :	25.6	14.2	8.6	7.2	6.5
经营利润	4,908	5,651	6,398	6,964	7,543
增长率 (%) :	19.2	15.1	13.2	8.8	8.3
股东净利润	2,659	3,012	3,654	4,267	4,930
增长率 (%) :	43.0	13.3	21.3	16.8	15.5
经营利润率 (%) :	53.1	53.5	55.8	56.7	57.6
股东净利润率 (%) :	28.8	28.5	31.9	34.7	37.7
每股盈利 (人民币)	0.27	0.29	0.35	0.40	0.47
每股股息 (人民币)	0.04	0.04	0.05	0.06	0.07
每股资产净值 (人民币)	2.07	2.40	2.68	3.09	3.57
P/E (倍)	8.5	7.9	6.6	5.7	5.0
P/B (倍)	1.12	0.97	0.87	0.75	0.65

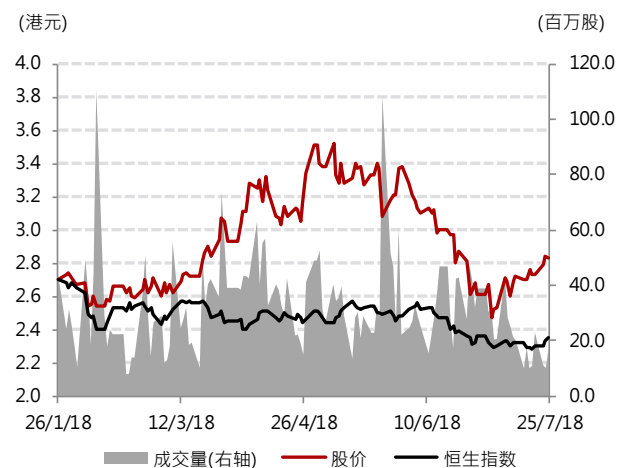
资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测

股票资料 (更新至2018年7月25日)

现价：	2.83 (港元)
总市值：	29,903.29 (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周价格区间：	2.29-3.53 (港元)
3个月内日均成交额：	94.01 (百万港元)
主要股东：	中国华能集团 (占52.4%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

业务简介

华能新能源是大型国企中国华能集团旗下的全国性风电场运营商；与华能国际电力 (902.HK) 保持姊妹公司关系。公司于 2011 年 6 月在香港主板上市。

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

kf.chow@ztsc.com.hk

目录

(一) 企业概况：国企风电龙头	4
华能集团旗下的全国性风电场运营商.....	4
公司高管简介.....	5
(二) 行业分析：行业基本面持续改善	6
弃风率不断下降.....	6
政策前景渐转乐观.....	7
(三) 公司分析：保持扩容，改善效率	8
全国布局扩建装机容量.....	8
风电及太阳能项目示范.....	8
(四) 盈利预测与评级：首次给予「买入」	10
盈利攀升，利润率改善.....	10
首次覆盖，给予「买入」评级，目标价 3.83 港元.....	12
(五) 风险因素	14
行业与营运风险.....	14
历史建议和目标价	15
公司及行业评级定义	16
重要声明	17

图表目录

图表 1：华能新能源之发电量概览	4
图表 2：不同风电厂运营商的风电总装机容量比较	4
图表 3：公司发展历程	5
图表 4：全国平均弃风率.....	6
图表 5：不同风电厂运营商在主要限电地区的风电装机容量分布	6
图表 6：不同风电厂运营商的风电利用小时比较	7
图表 7：主要运营假设	8
图表 8：辽宁彰北风电场.....	9
图表 9：辽宁铁岭大兴风电场	9
图表 10：辽宁彰北风电场的控制室	9
图表 11：辽宁铁岭大兴风电场的控制室	9
图表 12：辽宁彰武光伏发电站	9
图表 13：辽宁分公司沈阳集控中心	9
图表 14：收入与经营利润预测	10
图表 15：股东净利润预测	10
图表 16：净负债率	10
图表 17：财务报表 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元).....	11
图表 18：同业估值比较	12
图表 19：贴现现金流估值	12
图表 20：每股股权价值的敏感性分析.....	13

(一) 企业概况：国企风电龙头

华能集团旗下的全国性风电场运营商

风电场分布全国不同地区

华能新能源股份有限公司 (“华能新能源”) 是大型国企中国华能集团旗下的新能源企业，主力经营风力发电场。华能新能源与华能国际电力 (902.HK) 保持姊妹公司关系；后者主要经营火力发电厂。公司于 2011 年 6 月在香港主板上市。业务成立可以追溯至华能集团于 1999 年发展首个风电项目；该项目位于广东省汕头市的南澳岛。公司目前 99% 以上的收入来自电力销售。

华能新能源在全国经营不同风电场。按发电量计算，风电分别占 2017 年全年和 2018 年上半年的 94.5% 和 94.8% 之总发电量，其余 5.5% 和 5.2% 则来自太阳能发电。内蒙古、云南、辽宁、山东和山西是主要风电发电区，分别占 2018 年上半年的 18.9%、15.5%、13.3%、8.4% 和 6.7% 之总发电量 (见图表 1)。

与其他主要国企风电商比较，华能新能源的风电总装机容量低于龙源电力(916.HK)，但高于大唐新能源(1798.HK) (见图表 2)。

图表 1：华能新能源之发电量概览

业务及地区	2015年		2016年		2017年		2018年上半年	
	总发电量 (兆瓦时)	占比 (%)	总发电量 (兆瓦时)	占比 (%)	总发电量 (兆瓦时)	占比 (%)	总发电量 (兆瓦时)	占比 (%)
风电	13,851,505	94.4	18,432,500	94.8	21,191,299	94.5	12,906,457	94.8
- 内蒙古	3,133,981	21.4	4,284,749	22.0	4,679,903	20.9	2,566,075	18.9
- 云南	2,124,726	14.5	2,686,241	13.8	3,123,417	13.9	2,112,364	15.5
- 辽宁	2,174,851	14.8	2,572,317	13.2	2,946,416	13.1	1,806,182	13.3
- 山东	1,679,158	11.4	1,764,391	9.1	1,757,763	7.8	1,142,090	8.4
- 山西	1,141,231	7.8	1,284,526	6.6	1,423,831	6.3	909,013	6.7
- 四川	463,644	3.2	968,273	5.0	1,319,413	5.9	763,025	5.6
- 贵州	1,049,341	7.2	1,178,490	6.1	1,270,628	5.7	791,832	5.8
- 广东	704,901	4.8	993,551	5.1	1,068,443	4.8	474,061	3.5
- 新疆	320,575	2.2	802,944	4.1	924,720	4.1	524,957	3.9
- 吉林	181,318	1.2	444,689	2.3	754,088	3.4	463,055	3.4
- 河北	586,689	4.0	676,450	3.5	743,606	3.3	466,979	3.4
- 陕西	137,469	0.9	511,689	2.6	713,091	3.2	517,318	3.8
- 上海	119,295	0.8	199,822	1.0	195,472	0.9	105,067	0.8
- 浙江	34,327	0.2	64,367	0.3	139,239	0.6	74,568	0.5
- 广西	0	0.0	0	0.0	131,268	0.6	189,873	1.4
太阳能	817,562	5.6	1,002,569	5.2	1,242,528	5.5	703,106	5.2
合计	14,669,068	100.0	19,435,069	100.0	22,433,827	100.0	13,609,563	100.0

资料来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2：不同风电场运营商的风电总装机容量比较

年份	龙源电力(916.HK)		华能新能源(958.HK)		大唐新能源(1798.HK)	
	装机总容量 (兆瓦)	同比增长 (%)	装机总容量 (兆瓦)	同比增长 (%)	装机总容量 (兆瓦)	同比增长 (%)
2014年	13,543	13.7	7,526	21.0	5,916	3.4
2015年	15,765	16.4	9,720	29.2	7,029	18.8
2016年	17,369	10.2	10,252	5.5	8,345	18.7
2017年	18,395	5.9	10,687	4.2	8,647	3.6

资料来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3：公司发展历程

年份	主要事件
1999	第一个风电项目位于广东省汕头市的南澳岛，启动建设
2002	公司的前身华能新能源产业控股有限公司成立，成为华能集团旗下发展新能源项目的平台
2010	华能新能源产业控股有限公司重组之后，成立“华能新能源”
2011	公司于香港主板上市
2012至今	公司不断扩容

资料来源：公司资料，中泰国际研究部

公司高管简介

董事长。林刚先生，53 岁，为公司的董事长及执行董事。林先生拥有丰富电力行业工作经验。他于 2012 年 2 月加入公司，并获委任为执行董事。林先生毕业于华北电力学院热能动力工程专业，研究生，工学硕士，并于北大光华管理学院取得 EMBA 学位。

总经理。曹世光先生，49 岁，为公司的总经理及执行董事。曹先生拥有多年电力行业工作经验。他于 2017 年 1 月加入公司，并于 2017 年 3 月获委任为执行董事。曹先生毕业于华北电力大学北京研究生部电力系统及其自动化专业，研究生，工学硕士，并获哈尔滨工业大学电力系统及其自动化专业博士研究生。

总会计师。文明刚先生，48 岁，为公司的总会计师及执行董事。他于 2017 年 10 月加入公司，并于 2018 年 3 月获委任为执行董事。文先生毕业于南开大学会计学专业，研究生，经济学硕士。

(二)行业分析：行业基本面持续改善

弃风率不断下降

全国限电问题获得改善，有利风电行业发展

与其他新能源行业一样，中国风电行业在过去面对严重限电问题。然而，在政府有效协调资源和电网建设持续下，全国限电问题在近年已经获得改善。全国平均弃风率已经由 2016 年的 17% 下跌至 2017 年的 12% (见图表 4)。在严重限电地区中，内蒙古、吉林、黑龙江、甘肃及新疆的平均弃风率分别由 2016 年的 21%、30%、19%、43% 和 38% 下跌至 2017 年的 15%、21%、14%、33% 和 29%。

我们预期限电问题可持续获得改善，有利风力发电行业未来发展。

图表 4：全国平均弃风率

%	2015年	2016年	2017年	2018年第一季
中国(全国)	15	17	12	9
其中:				
- 河北	10	9	7	3
- 山西	2	9	6	1
- 内蒙古	18	21	15	21
- 辽宁	10	13	8	2
- 吉林	32	30	21	8
- 黑龙江	21	19	14	9
- 甘肃	39	43	33	20
- 宁夏	13	13	5	3
- 新疆	32	38	29	22

资料来源：国家能源局，中泰国际研究部

公司在主要限电地区之风电装机总容量占比最低

相比主要国企同业，华能新能源在中国主要限电地区(包括：河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、甘肃、宁夏和新疆)之风电装机容量占其总风电装机容量的比例最低。截至 2017 年 12 月 31 日，华能新能源在上述地区之占比为 50.8%，低于龙源电力的 59.7% 及大唐新能源的 76.3% 占比(见图表 5)。换言之，按地缘分析的角度，华能新能源受到限电的影响相对较低，下行风险因此相对较少。

图表 5：不同风电厂运营商在主要限电地区的风电装机容量分布

风电装机总容量的占比(%) (截至2017年12月31日)	龙源电力 (916.HK)	华能新能源 (958.HK)	大唐新能源 (1798.HK)
主要限电地区	59.7	50.8	76.3
- 河北	6.4	3.6	1.1
- 山西	4.5	6.4	7.2
- 内蒙古	14.3	21.3	34.2
- 辽宁	5.5	12.2	4.3
- 吉林	3.0	3.4	7.5
- 黑龙江	6.7	0.0	5.8
- 甘肃	7.0	0.0	9.8
- 宁夏	3.9	0.0	6.3
- 新疆	8.4	3.9	0.0
其他地区	40.3	49.2	23.7

资料来源：公司资料，中泰国际研究部

公司的风电利用小时最高

事实上，相比主要国企同业，华能新能源的风电利用小时最高。华能新能源的 2016 年和 2017 年加权平均风电利用小时为 1,966 小时和 2,082 小时，均分别低于龙源电力的 1,901 小时及 2,035 小时和大唐新能源的 1,755 小时及 1,905 小时(见图表 6)。

图表 6：不同风电厂运营商的风电利用小时比较

加权平均风电利用小时	龙源电力 (916.HK)	华能新能源 (958.HK)	大唐新能源 (1798.HK)
2014年	1,980	1,875	1,803
2015年	1,888	1,882	1,745
2016年	1,901	1,966	1,755
2017年	2,035	2,082	1,905

资料来源：公司资料，中泰国际研究部

政策前景渐转乐观

“风电项目竞争配置方案”有利主要国企风电商

国家能源局于今年 5 月刊出“国家能源局关于 2018 年度风电建设管理有关要求的通知”加上附件“风电项目竞争配置指导方案”的政策文件。文件发出后，市场曾担心政策增加风电行业竞争，影响利润。我们却认为相关政策长远上利好主要国企风电商。

该文件的首要重点为消纳可再生能源电力，并提出对尚未印发 2018 年度风电建设方案的省之新增项目和从 2019 年起各省的新增项目，推行竞争方式配置风电项目之年度开发规模指标和确定上网电价。此外，配置的项目建成后必须达到最低保障收购年利用小时数（或弃风率不超过 5%）。文件也列出多项竞争要素，例如(一)企业能力：包括投资能力、业绩、技术能力、企业诚信履约情况评价；(二)设备先进性：包括风电机组选型、风能利用系数、动态功率曲线保障、风电机组认证情况；(三)技术方案：包括充分利用资源条件、优化技术方案、利用小时测算、智能化控制运行维护、退役及拆除方案、经济合理性。

在上述严格要求下，我们认为相比民营风电商，主要国企风电商，例如华能新能源，长远在项目竞争过程中相对更容易脱颖而出，因为(一)行业经验丰富、(二)技术水平较高、(三)资本实力较强。

另外，由于风电商需要竞争上网电价，设备制造商将受到下调产品价格压力以获得订单。我们相信风电商最终相对不受竞争上网电价的影响。

主要国企风电商可受惠最近出台的“电力市场化交易”政策文件

国家发改委及国家能源局近期发出“关于积极推进电力市场化交易，进一步完善交易机制的通知”的政策文件；其首要重点为加快推进电力市场化交易及完善直接交易机制。文件提出在 2018 年向煤炭、钢铁、有色和建材四个行业电力用户开放用电计划，参与市场化交易；并电量价格形成机制。

在新能源方面，文件明确列出“促进清洁能源消纳”为要点之一，支持电力用户与水电、风电、太阳能发电、核电等清洁能源发电企业开展市场化交易。

我们认为相关政策可以长远推动风电使用。在政策层面上，主要国企风电商，例如华能新能源，可以受惠。

政策不利影响已经减退，前景渐转乐观

总的来说，我们认为市场经过一段时间后，已经较了解“风电项目竞争配置方案”政策文件的影响是选择性，主要国企风电商仍然是受惠者。加上“电力市场化交易”政策文件出台有利风电行业发展，我们认为政策不利影响已经减退，前景渐转乐观。

(三) 公司分析：保持扩容，改善效率

全国布局扩建装机容量

风电利用小时保持上升

我们预期公司保持全国布局，扩建装机容量，提升电力利用小时。我们预期风电总装机容量将由 2017 年的 10,687 兆瓦上升至 2020 年的 12,318 兆瓦，复合年增长率达到 4.8%(见图表 7)。风电利用小时也由 2017 年的 2,082 小时上升至 2020 年的 2,297 小时，复合年增长率达到 3.3%。

另外，公司同时发展太阳能发电业务，虽然规模相对很小。我们预期太阳能总装机容量将由 2017 年的 880 兆瓦上升至 2020 年的 957 兆瓦，复合年增长率达到 2.8%(见图表 7)。

图表 7：主要运营假设

年结: 12月31日	2016年	2017年	2018年预测	2019年预测	2020年预测	2017-2020年 复合年增长率 (%)
风电						
总装机容量 (兆瓦)						
- 年结	10,252	10,687	11,237	11,777	12,318	4.8
- 同比增长 (%)	5.5	4.2	5.2	4.8	4.6	
- 平均	9,376	10,178	10,675	11,188	11,702	4.8
- 同比增长 (%)	27.4	8.6	4.9	4.8	4.6	
发电量 (亿千瓦时)	18,433	21,191	23,337	25,191	26,877	8.2
- 同比增长 (%)	33.1	15.0	10.1	7.9	6.7	
加权平均利用小时	1,966	2,082	2,186	2,252	2,297	3.3
- 同比增长 (%)	4.5	5.9	5.0	3.0	2.0	
太阳能						
总装机容量 (兆瓦)						
- 年结	835	880	906	934	957	2.8
- 同比增长 (%)	33.6	5.4	3.0	3.0	2.5	
- 平均	656	781	798	822	842	2.5
- 同比增长 (%)	27.7	19.1	2.1	3.0	2.5	
发电量 (亿千瓦时)	1,003	1,243	1,278	1,323	1,363	3.1
- 同比增长 (%)	22.6	23.9	2.9	3.5	3.0	
加权平均利用小时	1,528	1,590	1,603	1,611	1,619	0.6
- 同比增长 (%)	(4.0)	4.1	0.8	0.5	0.5	

资料来源：公司资料，中泰国际研究部预测

风电及太阳能项目示范

辽宁省项目

我们早前参加公司的反向路演，参观了位于辽宁省的彰北风电场、铁岭大兴风电场、彰武光伏电站和沈阳集控中心，深感项目的高效率营运(见图表 8-13)。

图表 8：辽宁彰北风电场



资料来源：中泰国际研究部

图表 9：辽宁铁岭大兴风电场



资料来源：中泰国际研究部

图表 10：辽宁彰北风电场的控制室



资料来源：中泰国际研究部

图表 11：辽宁铁岭大兴风电场的控制室



资料来源：中泰国际研究部

图表 12：辽宁彰武光伏发电站



资料来源：中泰国际研究部

图表 13：辽宁分公司沈阳集控中心



资料来源：中泰国际研究部

(四) 盈利预测与评级：首次给予「买入」

盈利攀升，利润率改善

收入持续增长

在公司持续扩容下，我们预期收入和经营利润保持增长。收入和经营利润将分别由 2017 年的人民币 105.54 亿和 56.51 亿上升至 2020 年的人民币 130.88 亿和 75.43 亿，复合年增长率达到 7.4% 和 10.1% (见图表 14)。

图表 14：收入与经营利润预测

年结: 12月31日 (人民币百万元)	2016年	2017年	2018年 (预测)	2019年 (预测)	2020年 (预测)	复合 年增长率(%) (2017-2020年)
收入	9,239	10,554	11,465	12,288	13,088	7.4
- 同比增长(%)	25.6	14.2	8.6	7.2	6.5	
经营利润	4,908	5,651	6,398	6,964	7,543	10.1
- 同比增长(%)	19.2	15.1	13.2	8.8	8.3	
经营利润率 (%)	53.1	53.5	55.8	56.7	57.6	

资料来源：公司资料，中泰国际研究部预测

三年股东净利润复合年增长率达到17.9%

在预期营运效率改善和财务支出下跌下，我们预计股东净利润将由 2017 年的人民币 30.12 亿上升至 2018 年的人民币 36.54 亿、2019 年的人民币 42.67 亿和 2020 年的人民币 49.30 亿，三年复合年增长率达到 17.9% (见图表 15)。股东净利润率将由 2017 年的 28.5% 上升至 2018 年的 31.9%、2019 年的 34.7% 和 2020 年的 37.7%。

图表 15：股东净利润预测

年结: 12月31日 (人民币百万元)	2016年	2017年	2018年 (预测)	2019年 (预测)	2020年 (预测)	复合 年增长率(%) (2017-2020年)
股东净利润 (人民币百万元)	2,659	3,012	3,654	4,267	4,930	17.9
- 同比增长(%)	43.0	13.3	21.3	16.8	15.5	
每股盈利 (人民币)	0.27	0.29	0.35	0.40	0.47	16.7
- 同比增长(%)	43.0	7.5	19.5	15.0	15.5	
股东净利润率 (%)	28.8	28.5	31.9	34.7	37.7	

资料来源：公司资料，中泰国际研究部预测

财务状况改善，负债率下降

在预期利润率改善下，我们预计公司财务状况将改善。净负债率(净负债/股东权益)将由 2017 年的 192.3 下跌至 2018 年的 142.6%、2019 年的 108.4% 和 2020 年的 74.8% (见图表 16)。

图表 16：净负债率

年结: 12月31日 (人民币百万元)	2016年	2017年	2018年 (预测)	2019年 (预测)	2020年 (预测)
(净负债/股东权益) (%)					
净负债率	240.2	192.3	142.6	108.4	74.8

资料来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 17 : 财务报表 (年结: 12月31日; 人民币百万元)

利润表						现金流量表					
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	9,239	10,554	11,465	12,288	13,088	经营活动现金流	7,338	7,681	12,024	10,709	12,746
其他收入净额	322	469	478	482	504	净利润	2,659	3,012	3,654	4,267	4,930
经营开支	(4,652)	(5,372)	(5,545)	(5,805)	(6,048)	折旧与摊销	3,447	3,783	3,912	4,057	4,187
经营利润	4,908	5,651	6,398	6,964	7,543	营运资本变动	(844)	(1,643)	1,318	(422)	178
财务收入	137	57	55	64	63	其它	2,076	2,529	3,139	2,807	3,451
财务费用	(2,133)	(2,296)	(2,291)	(2,134)	(1,942)	投资活动现金流	(7,370)	(4,191)	(2,897)	(2,516)	(2,337)
应占联营和合营公司利润	(3)	(5)	(5)	(6)	(6)	资本性支出净额	(7,877)	(5,117)	(3,302)	(2,967)	(2,709)
税前利润	2,910	3,408	4,157	4,889	5,659	其它	507	927	405	451	372
所得税	(202)	(346)	(425)	(531)	(623)	自由现金流	1,254	5,665	5,316	8,004	8,277
税后利润	2,708	3,061	3,733	4,358	5,035	融资活动现金流	(1,858)	(2,527)	(8,735)	(8,930)	(6,729)
少数股东权益	(49)	(50)	(79)	(92)	(106)	股本变动	35	1,909	0	0	0
股东净利润	2,659	3,012	3,654	4,267	4,930	净债务变动	1,277	(1,157)	(5,353)	(5,618)	(3,503)
息税折旧摊销前利润	8,489	9,486	10,361	11,080	11,787	已派股息	(292)	(433)	(441)	(528)	(634)
息税前利润	5,042	5,703	6,448	7,023	7,600	其它	(2,878)	(2,846)	(2,941)	(2,784)	(2,592)
每股盈利(人民币)	0.27	0.29	0.35	0.40	0.47	净现金流	(1,889)	963	392	(738)	3,680
每股股息(人民币)	0.04	0.04	0.05	0.06	0.07						

资产负债表						重要指标					
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
总资产	85,445	86,349	87,303	86,150	88,962	增长率(%)					
流动资产	8,696	11,242	12,409	12,356	16,672	收入	25.6	14.2	8.6	7.2	6.5
现金及银行存款	2,570	2,503	4,037	3,379	7,119	经营利润	19.2	15.1	13.2	8.8	8.3
受限制存款	34	52	43	48	46	息税折旧摊销前利润	21.2	11.7	9.2	6.9	6.4
应收账款	4,635	7,214	6,879	7,373	7,853	息税前利润	17.7	13.1	13.1	8.9	8.2
预付账款、按金及其他应收账	1,415	1,396	1,376	1,475	1,571	股东净利润	43.0	13.3	21.3	16.8	15.5
存货	33	52	57	61	65	每股盈利	43.0	7.5	19.5	15.0	15.5
其它流动资产	8	25	16	21	19	利润率(%)					
非流动资产	76,749	75,107	74,894	73,794	72,290	经营利润率	53.1	53.5	55.8	56.7	57.6
固定资产净额	72,107	71,406	70,840	69,795	68,363	息税折旧摊销前利润率	91.9	89.9	90.4	90.2	90.1
租赁预付款	351	357	367	377	386	息税前利润率	54.6	54.0	56.2	57.2	58.1
无形资产	654	621	591	561	530	股东净利润率	28.8	28.5	31.9	34.7	37.7
联营及合营公司的投资	106	254	262	269	277	净负债率(%)	240.2	192.3	142.6	108.4	74.8
其它非流动资产	3,531	2,469	2,834	2,792	2,735	其他(%)					
总负债	64,451	60,907	58,049	52,447	50,118	实际税率	6.9	10.1	10.2	10.9	11.0
流动负债	30,517	27,086	27,137	21,973	22,861	派息比率	15.0	14.6	14.2	14.9	15.0
短期借款	22,563	20,353	18,618	13,503	13,503	已动用资本回报率	4.8	5.1	6.1	6.6	7.5
融资租赁承担	435	352	349	339	328	平均净资产收益率	14.0	13.5	13.8	14.0	14.0
应付账款	7,440	6,253	8,013	7,934	8,799	平均资产收益率	3.2	3.5	4.2	4.9	5.6
其它流动负债	80	127	157	197	231	利息覆盖倍数(倍)	2.4	2.5	2.8	3.3	3.9
非流动负债	33,933	33,821	30,912	30,474	27,257						
长期借款	28,372	29,451	25,833	25,330	21,826						
融资租赁承担	1,583	1,231	1,151	1,017	820						
其它非流动负债	3,978	3,138	3,928	4,127	4,611						
权益总额	20,994	25,442	29,253	33,703	38,844						
股东权益	20,137	24,602	28,334	32,693	37,728						
少数股东权益	857	840	919	1,010	1,116						
权益及负债总额	85,445	86,349	87,303	86,150	88,962						
净现金/(负债)	(48,365)	(47,301)	(40,414)	(35,454)	(28,210)						

资料来源：公司资料·中泰国际研究部预测

首次覆盖，给予「买入」评级，目标价3.83港元

估值低于港股同业

相比风电设备生产商，风力发电商的市盈率较低，因为后者的负债较高。公司方面，华能新能源的 2018 年市盈率为 6.6 倍，低于港股风力发电同业的 7.8 倍，估值吸引(见图表 18)。

图表 18：同业估值比较

公司	代号	股价 (当地 货币)	市值 (百万 港元)	年结	市盈率(倍)			市净率(倍)			股息率(%)			净负债/ 股东 权益(%) 年度 ₀
					年度 ₀	年度 ₁	年度 ₂	年度 ₀	年度 ₁	年度 ₂	年度 ₀	年度 ₁	年度 ₂	
風力發電														
龙源电力	916 HK	7.07	56,817	12/2017	13.3	10.0	8.9	1.19	0.98	0.90	1.5	2.0	2.2	136.2
新天绿色能源	956 HK	2.39	8,879	12/2017	8.2	6.4	5.6	0.89	0.80	0.73	5.0	5.9	6.5	160.1
大唐新能源	1798 HK	1.36	9,892	12/2017	14.0	7.2	6.0	0.91	0.70	0.64	1.5	3.0	3.7	324.0
平均					11.8	7.8	6.8	1.00	0.83	0.76	2.7	3.6	4.1	206.8
風電設備														
中国高速传动	658 HK	9.58	15,666	12/2017	30.0	18.8	17.2	1.24	1.15	1.09	1.7	1.9	2.1	33.2
金风科技	2208 HK	10.38	55,347	12/2017	10.7	9.5	8.7	1.41	1.28	1.16	2.2	2.4	2.6	60.0
平均					20.3	14.2	13.0	1.32	1.21	1.12	2.0	2.2	2.4	46.6
總平均					16.1	11.0	9.9	1.16	1.02	0.94	2.3	2.9	3.2	126.7
华能新能源	958 HK	2.83	29,903	12/2017	7.9	6.6	5.7	0.97	0.87	0.75	1.9	2.2	2.6	192.3

资料来源：彭博，中泰国际研究部预测(华能新能源)

贴现现金流估值

按贴现现金流(DCF)分析，我们定下 3.83 港元目标价，这对应 8.9 倍 2018 年市盈率和 35.3%上升空间。我们首次覆盖，给予「买入」评级(见图表 19-20)。

图表 19：贴现现金流估值

年结: 12月31日 (人民币百万元)	2018预测	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
息税前利润	6,448	7,023	7,600	7,549	7,700	7,854	8,011	8,107	8,204	8,303
加：折旧及摊销	3,912	4,057	4,187	3,881	3,563	3,271	3,003	2,735	2,491	2,269
减：税费	(425)	(531)	(623)	(650)	(696)	(745)	(798)	(848)	(901)	(958)
营运资金变动	(1,318)	422	(178)	(270)	(275)	(280)	(286)	(290)	(293)	(297)
资本开支	(3,302)	(2,967)	(2,709)	(2,734)	(2,733)	(2,732)	(2,731)	(2,708)	(2,686)	(2,664)
自由现金流	5,316	8,004	8,277	7,777	7,559	7,367	7,198	6,996	6,815	6,653
永续增长率	1.0%									
贝塔系数	1.10									
无风险收益率	4.0%									
风险溢价	15.0%									
权益成本	20.5%									
债务成本	5.5%									
债务/权益	70.0%									
税率	25.0%									
加权平均资本成本	9.0%									
股权价值 (港币百万元)	40,479									
每股价值 (港元)	3.83									
目标价 (港元)	3.83 (四舍五入，精确至0.01)									

资料来源：中泰国际研究部预测

图表 20 : 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 (%)	8.1%	4.31	4.61	4.96	5.36	5.83
	8.6%	3.80	4.06	4.36	4.70	5.09
	9.0%	3.35	3.57	3.83	4.12	4.45
	9.5%	2.93	3.13	3.35	3.60	3.89
	9.9%	2.56	2.73	2.92	3.14	3.39

资料来源：中泰国际研究部预测

(五) 风险因素

行业与营运风险

项目开发延误

如果公司开发项目进度延误，公司营业收入和盈利增长或会低于预期。

应收账款风险

收款延误将影响公司现金流收入。

并网电价下跌

若并网电价大幅下跌，盈利和股本回报将低于预期。

历史建议和目标价

股价表现及评级时间表



来源：彭博·中泰国际研究部·
附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2018/7/25	HK\$ 2.83	「买入」(首次评级)	HK\$3.83

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的建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。