



公司报告

华能新能源 (958 HK)

2013年3月22日

公司评级: 买入

目标价: HK\$2.33

主要数据

股价 (HK\$)	2.05
上行空间 (%)	13.7%
52 周高/低(HK\$)	2.25 / 0.87
发行股数 (百万)	8,446.9
H 股	2,911.6
内资股	5,535.3
市值 (HK\$百万)	2,707.8
30-天平均成交额(HK\$百万)	44.1
大股东 (%):	
華能集團	65.5

来源: 公司和彭博

2012 财年收入组成 (%)

电力销售	100.0%
------	--------

来源: 公司

股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	1.0	5.2
3 个月	65.3	67.4
6 个月	107.1	91.8

*相对于恒指

来源: 彭博

1 年股价表现



来源: 彭博

分析员

李凯怡

电话: (852) 2147 8809

电邮: lisaalee@abci.com.hk

2013 年复苏

收入同比增加 26.0%至 Rmb4,026.9 百万,但是由于 CER 收入的大幅下跌,净利润同比减少 26.0%至 Rmb557.9 百万,低于市场预期 5.5%。但是由于更好的风电装机量的区域组合,集团仍然是我们在风能板块的首选。鉴于更快的装机量增长和更多的装机量位于南方区域,我们预计 2013-14 财年的业绩会有显著的提升。

预期风电装机量区域组合继续改善: 风电装机量同比增长 11.3%至 5,457MW, 低于管理层指引 8%。在 FY12 新增加的 553.5MW 装机量中, 贵州、广州、山东所占比例分别为 35.8%、17.9%、17.9%。上述三个区域均不存在弃风问题, FY12 这些地区的使用小时数比集团平均值 1,774 小时高 9.1%、32.9%、5.5%。在 2012 财年年底, 集团 31% 的风电装机量位于内蒙, 而 2011 财年为 35%。尽管 2012 财年, 集团并没有在内蒙新增加风电装机量, 但由于新装机量增长比较缓慢, 导致整体上装机量的区域组合改善并不明显。2013 财年, 我们预期装机量同比增长 18%到 6,457MW, 而区域组合进一步改善, 同时导致利用小时数上升, 这一增长会反映在 2013-14 财年的业绩中。我们假设 2013 财年, 利用小时数上升 4.3%至 1,850 小时。

由于 2012 年的低基数, 装机量增长将加速: 2012 年, 由于政府放缓了风电项目的审批, 中国新增风电装机量同比下跌 26.5%至 13.0GW。但是, “十二五”计划中关于中国风电装机量的目标 100GW 并没有改变, 2012 年的低基数反而预示着 2013-15 年中国风电装机量会加速增长/审批。2013-15 年, 我们预期年新增风电装机量达到 14-15GW。

估值: 由于 CER 价格从 2012 年的 EUR3.0/吨跌至目前的 EUR0.16/吨, 我们假设 2013-14 年 CER 的实际收入为零。WACC 为 7.3%, 我们用现金流折现模型得到其合理股价为 HK\$2.33/股, 即 1.25 倍 PB。维持买入评级。

风险因素: CER 应收的减值损失(达到 Rmb643.4 百万), 政策风险, 高杠杆但 ROAA 绝对值比较低。

业绩和估值

财年截至 31/12	FY10	FY11	FY12	FY13F	FY14F
收入 (HK\$ 百万)	1,768.5	3,195.9	4,026.9	4,819.4	5,830.4
同比变化 (%)	92.6%	80.7%	26.0%	19.7%	21.0%
净利润 (HK\$百万)	528.3	1,023.0	557.9	915.6	1,224.2
同比变化 (%)	99.8%	93.7%	-45.5%	64.1%	33.7%
FD EPS (HK\$)	0.0911	0.1211	0.0661	0.1084	0.1449
同比变化 (%)	99.8%	32.9%	-45.4%	64.0%	33.7%
NBV (HK\$/股)	0.9110	1.3415	1.3993	1.4927	1.6139
PE (x)	-	14.66	26.87	16.38	12.25
PB (x)	-	1.32	1.27	1.19	1.10
ROAA (%)	2.06%	2.41%	1.06%	1.52%	1.80%
ROAE (%)	13.43%	12.31%	4.82%	7.50%	9.33%
净负债率(%)	316.2%	163.2%	209.9%	211.6%	224.2%

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券



权益披露

分析员，李凯怡，作为本研究报告全部或部分的主要撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/该公司所发行的证券所作的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何及相关权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能向本报告提及的某些公司收取任何补偿或委托。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率
市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

基准指数指恒生指数

免责声明

该报告只为客户使用，并只在此情况下或许可分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183