

未评级

## 华能新能源 (0958. HK)

### 风电装机快速扩张

#### 市场数据

报告日期	2014. 7. 8
收盘价(港元)	2.60
流通 H 股(亿股)	34.94
总股本(亿股)	90.29
H 股市值(亿港元)	90.84
总市值(亿港元)	234.75
净资产(亿元)	138.61
总资产(亿元)	597.97
每股净资产(元)	1.54

数据来源: Wind

#### 事件:

我们于 2014 年 7 月 1 日下午到华能新能源总部(北京)调研, 与公司证券部朱总和王经理就近期公司的经营状况做了沟通交流。

#### 我们的观点:

今年 1-4 月风况不佳, 5 月风况较好, 因去年的新增装机因素, 前 5 月累计发电量略增。今年公司认为维持 2GW 的装机目标可实现, 其中风电 1.8GW, 光伏 200MW, 公司风资源储备充足, 有 10GW 可开发的风资源, 已做过风速测试。目标至 2015 年底为累计装机 10GW(其中 1GW 光伏装机)。公司对海上风电项目持谨慎态度, 认为目前海上风电项目收益不具有较大吸引力, 公司还是主力开发陆上风电。公司光伏项目主要以光伏地面电站为主。今年投资的资本开支 150 亿, 自有资金 30 亿, 公司可能考虑发行一些债务票据或短期融资债务方式, 但没有股权方面的融资计划。我们认为长期看, 公司的制定的积极的装机目标, 装机增长较为确定, 唯短期可能因为风况不佳因素及限电率改善不及预期等利空影响而制约股价的表现。2013 年公司的 EPS 为人民币 0.1037 元, 2013 静态 PE 约为 20 倍。

#### 会议要点如下:

#### 公司基本情况

公司是中国五大发电集团之一——华能集团旗下新能源主力开发平台。华能新能源致力于新能源项目的投资、建设与经营, 以风电开发与运营为核心, 太阳能等其他可再生能源协同发展, 截至 2013 年年末, 公司累计装机量达 6,550.9MW, 其中光伏装机量为 330MW, 其余为风电装机。

华能新能源(0958. HK) 3 月 18 日公告 2013 年经营业绩, 其中营业收入为人民币 57.975 亿元, 同比增长 44%; 税前利润 9.171 亿元, 同比增长 52.6%; 股东应占利润 8.876 亿元, 同比增长 59.1%; 每股盈利 0.1037 元(2012 年 0.061 元), 董事会建议每股派息 0.02 元。尽管公告的 2013 年经营业绩快速增长, 但仍略逊于市场的前期预期。

#### 兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
(SFC: AZF126)

(852) 3509-5999  
(755)2382-6005  
luhj@xyzq.com.hk

### 1、公司 2014 年装机指引以及未来规划？

2014 年公司新增装机容量目标为 2GW，其中风电项目 1.8GW，太阳能项目 0.2GW。到 15 年希望达到 10GW 的总装机量，光伏占到 10%（1GW）。

今年 1.8GW 风电主要分布在四川、云南、贵州、广东，内蒙也有一些，还有一些在山西，都是限电情况比较好的区域。200MW 光伏主要是地面电站，包括收购和自建两部分的。今年上半年 70MW 光伏电站收购，在青海格尔木，剩下的主要在甘肃，西北。光伏都是地面电站，没有分布式项目。

公司未来的发展还是以风电为主，若有好的光伏项目也会去开发。

### 2、公司的风电项目的资源储备？

公司能看到有希望开发的项目但还没开工的资源 10GW 以上。这 10GW，是指做过了风资源研究，可以开发，但不代表有了核准计划。

核准后是随时可以可以建设，路条是拿到一个预批准，到最终核准后才可以开工建设。某些地方搞项目审批需要以获得路条为前期条件。

### 3、上半年的风况及新增装机情况？

今年第一季度风资源比去年差些，全年的话还不好预测。公司都是在四季度集中装机的，今年上半年完成了 100MW 新增装机。

目前在建的风电项目超过 2GW 了，有些项目今年是完不了，所以今年目标是 1.8GW 力争完成，按照目前进度可以完成这个目标。风电上公司没有收购项目的计划。

今年 140 亿千瓦时发电量指引，目前没有调整的计划，下周我们会公布今年上半年的发电情况。发电量一般讲上下半年比例大致是 55:45，上半年多一些，三季度风是比较差的。

### 4、弃风限电的情况介绍？

风电限电一个原因是供应大于需求，另一个是供电线路输送能力达不到。特高压理论上可以缓解这个情况，2013 年限电率已经有所改善，这个和输电线路建设有关系的，未来特高压还是看其规划和建设进度。

弃风率去年是 10.7%，今年应该至少和去年持平的，不会比去年更差，1-5 月份弃风率和去年差不多。

## 5、公司风机供应商以及价格走势？

今年上半年没有新招标，现在项目采购的风机都是在 2013 年招标的。品牌以运达、明阳、金风、东汽为主。风机定价在 3800-4000/KW 左右，主力机型还是 1.5MW 的风机。

目前都是国产风机，早期公司有进口风机，当时成本较高，现在国内风机厂商技术、质量都比较成熟了。以前有部分华锐，但是 12 年之后新招标的就没有了。

## 6、风机的质保情况？

去年订的风机的质保期是 5 年。华锐风机在存量风机里占 30%，有一部分已经出质保期了。但是在签订协议时，不是到了年限风机厂就不管了，而是要达到很多条件风机才可以出质保的。

公司目前 6.5GW 里只有 200-300MW 出质保的。按购买年限可能到了，但是按条件还不能出质保。今年按合同约定（按时间算）有 1.5GW 出质保，明年也是这样，但是实际上能出质保的风机是远远低于这个数字的。

出了质保的维修费用是按千瓦单位算的，目前是 68 元/KW，质保期内按每千瓦的维护费用是 18 元/KW。（估算质保期内每 GW，年维修费用 1800 万，出质保就是 6800 万/年）。

## 7、出质保后公司采用什么方式维修维护？

公司风电场比较多，分布比较分散了，有些地区在组建自己的维修队伍，我们也在探讨自己维修还是外包的成本更低些。

## 8、风电的上网电价下调以及上网电价补贴？

目前并没有相关风电价格调整信息，公司也没有接到国家调价的征求意见。

风电的上网收入，一个是火电的上网电价，一个是可再生能源基金。资金来源不是电网，是通过电网结算的，上网电价是每月结算，可再生能源要求 3 各月一结算，现在公司很大一部分应收在这块，但是往往有滞后，之前拖的时间更长，12 年后规定按季度结算，结算时间比以前短了很多了。

新能源基金的拨款来源一个是财政部基金，另一个是在最终用户端用电端收取补偿基金。

## 9、公司风电场建造成本的分解？

公司目前建造风电厂业务 EPC 都是外包的，公司只做运营部分，目前公司没有自己的建筑安装队，但现场有项目经理在负责。

风电厂建造成本拆解的话，50%-60%是风机的成本，2013 年的 62%成本是设备，安装占到 7-8%，建筑（升压站、中控楼、变电站等）占到 17%，综合起来去年是 8200 元/KW 左右。

## 10、海上风电项目的进展？

公司有储备一些海上风电资源，有取得路条的，但是目前都还没有开发。今年 1.8GW 的装机规划里面不包含海上风电项目。

当前海上风电的电价，公司觉得收本收益还是不太满意，相对于陆上风电项目没有优势，目前技术上也不够成熟。如果海上风电建设成本是到 15 元/瓦的话，收益还是不错的，但是公司建设海上风电的成本要高于 15 元/千瓦。

海上风电的话主要还是看电价和成本了，公司开发新项目的回报率要求是 12%，目前国家给的电价是两个，潮间带 0.75 元/度，近海 0.85 元/度，建设成本还是比较高的，目前看回报率达不到 12%的。海上风电建设牵涉的部门很多，部门配合不够流畅。

## 11、集团公司风电和光伏项目注入？

集团的还有的风电项目大数约 1800MW。公司与他们不是在同一区域的，并不是实质意义上的竞争关系。公司对集团的项目收购有优先选择权，将来可能收购，但收购不好排计划，我们有专门的部门做相关研究，如果其资产质量不好，收购进来也不划算。

母公司也也有光伏项目，收购的话要看资产质量，不会盲目收购。

## 12、公司股权投资收益？

13 年卖股票华电福新和国电科环收益 1.5 亿元，都卖完了，目前公司没有持有上市公司股票。

## 13、资本开支及融资计划？

如果 2014 年做 1.8GW，需要 150 亿的资本开支，按照项目安排自有资金只需 30 亿，目前资金已经够了。

借款的利息率 5 年期为 6%，以前可以拿到一些低于基准的利率，一般的项目融资

以 15 年或以上的居多。债券以前发过，2014 年仍会考虑短期融资券，但未考虑股权融资，发债不会从海外发的，还是在国内融资。

#### 14、所得税税率情况？

税率的话与 2013 年变化不大，新投的风电项目是 3 免 3 减半，预计到 2016 年的实际所得税率会随着子公司 3 免 3 减半的到期而提高，但公司并未做过详细测算。

## 【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

## 【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。