

买入 (维持)**中国电力新能源 (0735.HK)**
目标价: 1.00 港元
现价 : 0.65 港元
装机量快速提升, 业绩进入高速增长长期**预期升幅: 53.8%****主要财务指标****市场数据**

| 报告日期 | 2015.04.17 |
|----------|------------|
| 收盘价(港元) | 0.65 |
| 股本(百万股) | 11,826 |
| 总市值(亿港元) | 76.87 |
| 净资产(百万元) | 7,827 |
| 总资产(百万元) | 18,796 |
| 每股净资产(元) | 0.66 |

数据来源: Wind

| 会计年度 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2,344 | 2,955 | 5,639 | 6,534 |
| 同比增长 | 7.17% | 26.02% | 90.88% | 15.87% |
| 净利润(百万元) | 275 | 496 | 726 | 1,074 |
| 同比增长 | 6.77% | 80.62% | 46.28% | 47.87% |
| 经营利润率 | 31.81% | 36.06% | 25.80% | 30.15% |
| 净利润率 | 11.93% | 16.98% | 12.97% | 16.51% |
| 净资产收益率 | 3.57% | 5.48% | 7.78% | 10.17% |
| 每股收益(分) | 2.36 | 4.20 | 6.14 | 9.08 |
| 市盈率 | 21.94 | 12.35 | 8.44 | 5.71 |
| 股息率 | 1.56% | 1.62% | 2.37% | 3.50% |

数据来源: 公司资料, 兴证香港

相关报告
 首发深度报告_20141117
 业绩点评_20150322

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)

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

- **维持“买入”投资评级, 目标价 1.00 港元, 较现价有 53.8% 的上升空间。**中国电力新能源是领先的多元化清洁能源供应商, 受益于我国能源结构调整带来的历史发展机遇, 公司清洁能源装机容量持续提升, 未来 3 年经营业绩有望高速增长。我们预测 2015-2017 年公司营业收入分别为 29.6 亿、56.4 亿和 65.3 亿元, 股东净利润分别为 4.96 亿、7.26 亿和 10.74 亿元, 对应每股基本收益分别折合港币 5.26、7.70 和 11.38 港仙。考虑到公司的业绩增速和行业估值情况, 我们综合给予中电新能源未来 12 个月内 1.00 港元的目标价。目标价约相当于 2015-2017 年 PE 为 19.0、13.0、8.8 倍, 目标价较现价 0.65 港元约有 53.8% 的上升空间, 维持其“买入”的投资评级。
- **新增风电装机于 2015 年贡献业绩。**2014 年公司新增风电装机 554.5 兆瓦, 累计风电装机至 1,383 兆瓦, 另有 46.5 兆瓦风电装机今年并网。这新增的 600 兆瓦风电装机将在 2015 年贡献主要业绩增长。2014 年全国风况不佳, 风机利用小时数明显下降, 不包括试运行的 2 个新建风电场前提下, 公司的风力发电量同比下降 4.22%。考虑到新增装机和今年风况的好转, 我们预测 2015 年风力发电量达 26.4 亿千瓦时, 同比增长达 84.5%。
- **东莞燃气发电二期 2015 年投产, 燃气发电装机量爆增。**2015 年, 装机总容量为 920MW 的东莞燃气发电二期, 共两台燃气机组预计将于 2015 年 11 月投产运营, 燃气发电装机量同比爆增 255%。东莞燃气二期是燃气热电联产项目, 我们预计利用小时数至少可达 3,500 小时。燃气价格方面, 按最新广东省转发国家发改委《关于理顺非居民用天然气价格的通知》, 广东省天然气门站价 2.88 元/立方米, 省管网公司销售门站价 3.12 元/立方米。因公司的项目用气量大, 相信购气上具有一定价格优惠。当前原油价持续在低位调整, 天然气价格未来仍存下调预期。另外, 按国家发改委去年底发布的《关于规范天然气发电上网电价管理有关问题的通知》, 对新投产的天然气热电联产发电机组上网实行标杆电价政策, 即燃气上网电价不超过当地燃煤发电上网标杆电价或当地电网企业平均购电价格每千瓦时 0.35 元, 具体电价水平由省级价格主管部门综合考虑后确定。

- **垃圾发电项目储备丰富，新建项目收入确认会计规则或改变。**截至 2014 年年底，公司正式投运的垃圾项目 2 个，垃圾发电装机容量 54MW，日处理垃圾 2,700 吨。已开工在建项目 24 兆瓦(海口二期)，日处理垃圾 1,200 吨。根据公司公告的储备项目和进展情况，我们预计到 2016 年年底，公司的垃圾发电运营项目有望新增 4 个，装机容量新增 48MW，日处理垃圾量增加 4,800 吨至 7,500 吨，垃圾处理量同比增长 177.8%。另外对于新建的垃圾发电 BOT 项目，公司有可能按照行业惯例确认收入，即在项目建造期间按照完工百分比法确认建造收入，提前确认项目的部分投资收益。
- **水电大项目稳步推进。**当前公司共控股运营着 6 个水力发电厂，控股装机容量 651MW，权益装机 595.8MW。2013 年投产的重庆梅溪河水电及并购的盈江水电现均已进入稳定运营阶段。目前公司水电储备项目包括装机量 40MW 梅溪河二级三级电站和装机量高达 728MW 的老挝波诺水电项目。老挝项目当前处于前期准备阶段，预计在 2018 年之后建成投产，是公司远期的业绩增长点。
- **光伏装机量快速提升。**截至 2014 年年底，公司共运营着 4 个光伏电站，控股装机容量 100MW。当前公司在建光伏项目 40 兆瓦，预计 2015 年并网。公司光伏项目储备量达 430MW，未来每年预计有 50-100MW 的新增装机量。
- **中电投集团资产注入或成为公司增长的外延动力。**中国电力新能源是五大发电集团之一的中国电力投资集团旗下的清洁能源海外上市平台，也是香港上市的国内第一家新能源企业。中电投集团注册资本金人民币 120 亿元，在全国唯一同时拥有水电、火电、核电、新能源资产，是国家三大核电开发建设运营商之一。中电投集团截至 2014 年发电总装机量为 96.7 吉瓦，其中清洁能源装机占比 38.47%，在五大发电集团中居首，但资产项目分布较为分散。如果中电投集团未来将各发板块发电资产整合，比如部分清洁能源资产注入到 735.HK 平台，这将为中电新能源带来巨大的外延增长动力。
- **多元化的发电组合创造协同效益。**中电新能源致力于发展清洁能源，拥有多元化的清洁能源发电组合，包括风电、水电、燃气发电、垃圾发电、光伏发电等项目。多元化的发电组合可创造协同效益，也有助于抵抗单一发电种类在不利年景下的发电量波动风险。此外，多元化发电资产组合也使公司受惠于政府鼓励开发不同类型清洁能源项目的各项优惠政策。
- **政策助力清洁能源可持续发展，中电新能源长期受惠。**在我国能源结构转型发展的历史背景下，政府对风电、光伏、垃圾发电等可再生能源出台了一系列的优惠政策，治霾特高压输电通道建设将大幅度改善西部弃风弃光限电现象，而即将推出的可再生能源配额考核政策将彻底改变我国风电、光伏行业的发展态势。面临我国大力发展可再生能源的历史机遇，致力于发展清洁能源的中电新能源必将长期受惠于这一历史过程。

风险因素

市场风险

在建发电项目进展不及预期。

风力发电业务风况资源不佳，弃风弃光限电现象改善不及预期。

水电业务方面水文资源不佳。

系统风险

宏观经济下行，用电端需求大幅下滑。

附表

| 资产负债表 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位: 百万元 | | | | | |
| 现金及等价物 | 1,735 | 776 | 1,749 | 1,294 | 1,222 |
| 应收帐款 | 652 | 653 | 567 | 812 | 941 |
| 存货 | 102 | 100 | 133 | 262 | 307 |
| 其他流动资产 | 534 | 699 | 842 | 1,022 | 1,224 |
| 总流动资产 | 3,022 | 2,228 | 3,291 | 3,390 | 3,694 |
| 固定资产 | 11,619 | 13,317 | 17,312 | 20,601 | 24,722 |
| 无形资产 | 1,052 | 1,060 | 1,060 | 1,060 | 1,060 |
| 其他非流动资产 | 4,882 | 4,419 | 5,371 | 5,626 | 6,101 |
| 总资产 | 17,554 | 18,796 | 23,742 | 27,288 | 31,883 |
| 银行借款 | 1,168 | 1,554 | 1,932 | 2,407 | 3,002 |
| 应付帐款 | 33 | 17 | 21 | 42 | 49 |
| 其他流动负债 | 1,864 | 1,329 | 1,604 | 3,031 | 3,544 |
| 总流动负债 | 3,064 | 2,901 | 3,557 | 5,480 | 6,595 |
| 递延税负债 | 69 | 66 | 82 | 161 | 189 |
| 银行及其他借款 | 5,469 | 6,659 | 9,655 | 10,717 | 12,700 |
| 其他 | 1,441 | 1,343 | 1,301 | 1,527 | 1,794 |
| 负债总额 | 10,043 | 10,969 | 14,595 | 17,885 | 21,278 |
| 股本 | 1,047 | 1,074 | 1,074 | 1,074 | 1,074 |
| 储备 | 713 | 175 | 1,490 | 1,740 | 2,935 |
| 每股净资产(元) | 0.64 | 0.67 | 0.77 | 0.79 | 0.89 |
| 营运资金 | (42) | (673) | (266) | (2090) | (2902) |
| 少数股东权益 | 196 | 24 | 29 | 35 | 42 |
| 本公司权益拥有人应占权益 | 7,316 | 7,803 | 9,118 | 9,367 | 10,563 |
| 现金流量表 | | | | | |
| 单位: 百万元 | | | | | |
| EBITDA | 1,114 | 1,283 | 1,705 | 2,286 | 2,959 |
| 融资成本(收入) | (314) | (394) | (420) | (505) | (555) |
| 营运资金变化 | (95) | (226) | (73) | (510) | (355) |
| 所得税 | (79) | (49) | (84) | (122) | (180) |
| 营运现金流 | 1,050 | 1,066 | 1,641 | 1,789 | 2,613 |
| 资本开支 | (1,732) | (2,772) | (4,434) | (3,104) | (3,259) |
| 其他投资活动 | (46) | 34 | 73 | 80 | 86 |
| 投资活动现金流 | (1,778) | (2,738) | (4,361) | (3,024) | (3,173) |
| 已付利息 | (429) | (414) | (479) | (570) | (627) |
| 其他融资活动 | 278 | 1,998 | 3,433 | 1,471 | 1,295 |
| 融资活动现金流 | (151) | 1,585 | 2,954 | 902 | 668 |
| 现金变化 | (958) | (136) | 150 | (455) | (72) |
| 汇兑调整 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 期初持有现金 | 2,693 | 1,735 | 1,599 | 1,749 | 1,294 |
| 期末持有现金 | 1,735 | 1,599 | 1,749 | 1,294 | 1,222 |

资料来源: 公司资料、兴证香港

| 利润表 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | | | | | |
| 收入 | 2,188 | 2,344 | 2,955 | 5,639 | 6,534 |
| 燃料成本 | (639) | (657) | (750) | (2,781) | (2,951) |
| 其他收入及收益 | 38 | 78 | 61 | 68 | 79 |
| 员工成本 | (187) | (182) | (209) | (230) | (253) |
| 折旧摊销 | (485) | (537) | (639) | (831) | (989) |
| 其他开支 | (227) | (235) | (282) | (333) | (366) |
| 经营利润 | 629 | 746 | 1,065 | 1,455 | 1,970 |
| 融资成本 | (314) | (394) | (420) | (505) | (555) |
| 税前利润 | 335 | 377 | 669 | 975 | 1,439 |
| 所得税 | (58) | (97) | (167) | (244) | (360) |
| 税后利润 | 277 | 280 | 502 | 731 | 1,079 |
| 少数股东权益 | 20 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 归属于所有者的净利润 | 257 | 275 | 496 | 726 | 1,074 |
| EBITDA | 1,114 | 1,283 | 1,705 | 2,286 | 2,959 |
| 主要财务比率 | | | | | |
| 盈利能力 | | | | | |
| 经营利润率(%) | 28.8% | 31.8% | 36.1% | 25.8% | 30.1% |
| 净利率(%) | 12.7% | 11.9% | 17.0% | 13.0% | 16.5% |
| 营运表现 | | | | | |
| 员工成本/收入(%) | 8.6% | 7.8% | 7.1% | 4.1% | 3.9% |
| 实际税率(%) | 17.2% | 25.8% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 财务状况 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 0.0% | 34.3% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 存货周转天数 | 18 | 17 | 16 | 14 | 17 |
| 应付账款天数 | 4 | 4 | 2 | 2 | 3 |
| 应收账款天数 | 131 | 109 | 95 | 85 | 57 |
| 负债/权益 | 133.7% | 140.1% | 159.6% | 190.2% | 200.6% |
| 收入/总资产 | 12.5% | 12.5% | 12.4% | 20.7% | 20.5% |
| 总资产/权益 | 2.34 | 2.40 | 2.60 | 2.90 | 3.01 |
| 盈利对利息倍数 | 1.73 | 1.80 | 2.22 | 2.55 | 3.14 |
| 总资产收益率 | 1.6% | 1.5% | 2.1% | 2.7% | 3.4% |
| 净资产收益率 | 3.7% | 3.6% | 5.5% | 7.8% | 10.2% |
| 估值比率(倍) | | | | | |
| PE | 23.1 | 21.9 | 12.4 | 8.4 | 5.7 |
| PB | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |

投资评级说明

行业评级报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级以报告发布日后的12个月内公司股票涨跌幅度衡量,投资建议的评级标准为:

买入: 涨幅大于15%

增持: 涨幅在5%~15%之间

中性: 涨幅在-5%~5%之间

减持: 涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中199号无限极广场32楼3201室

总机: (852) 35095999

传真: (852) 35095900

【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。