

买入 (维持)

0735.HK 中国电力新能源

港股通(深)

目标价: 6.51 港元

现价: 4.99 港元

新项目投产助业绩大幅增长

2017 年 04 月 08 日

预期升幅: 30.5%

市场数据

报告日期	2017.04.08
收盘价(港元)	4.99
股本(亿股)	11.87
总市值(亿港元)	59.21
股东净资产(亿元)	82.03
总资产(百万元)	238.59
每股净资产(元)	6.91

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,727	4,922	6,203	6,663
同比增长	96.56%	4.13%	26.02%	7.42%
股东净利润(百万元)	405	450	684	842
同比增长	273.78%	11.32%	51.84%	23.18%
经营利润率	23.76%	22.42%	23.66%	26.05%
净利润率	8.48%	9.21%	11.11%	12.72%
净资产收益率	4.84%	5.20%	7.21%	8.06%
每股收益(分)	34.09	37.95	57.63	70.99
市盈率	13.00	11.67	7.69	6.24
股息率	2.73%	3.00%	4.55%	5.61%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

深度报告_20141117
业绩点评_20150322
更新报告_20150417
会议摘要_20150424
事件点评_20151230
业绩点评_20160826

海外新能源研究

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.cn
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

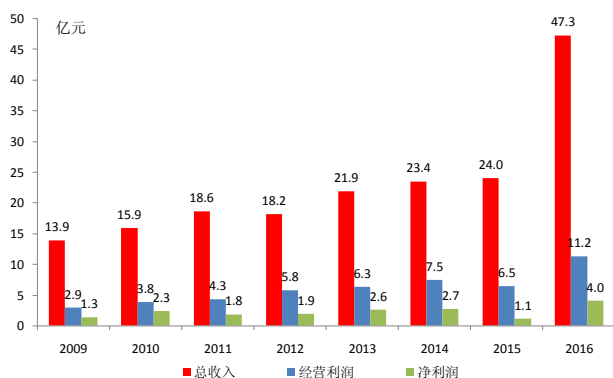
投资要点

- **新项目投产, 业绩大幅增长。**2016 年经营业绩: 营收 47.27 亿元, 同比增长 96.6%; 股东应占利润 4.05 亿元, 同比增长 273.8%; 每股盈利 0.34 元, 每股派息 0.1193 元。公司 2016 年业绩大幅增长, 主要是燃气、垃圾和光伏板块均有新增装机, 尤其是东莞二期 940MW 大容量燃气机组的投产。
- **全年新投产控股装机 1.08GW, 发电量飙升。**公司 2016 年新投产项目 9 个, 新增装机容量 1,077.23MW, 同比增长 40.6%。装机量的提升助全年发电量同比飙升 73.9%。我们预计 2017 年公司仍将有多个垃圾发电项目在年中投产; 另外一个 400WM 天然气项目预计将在 2017 年底投产。
- **多元化清洁能源发电组合均衡发展。**公司拥有风电、水电、燃气发电、垃圾发电、光伏发电等项目。我们认为, 多元化的发电组合均衡发展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。
- **核电重组持续推进中, 公司有望成为新的清洁能源巨头。**我们认为原有的各项发电业务依然会保留在 735.HK 体内并继续发展, 核电最终注入也是大概率事件, 公司有望将成为一个新的清洁能源巨头。
- **维持“买入”投资评级, 目标价 6.51 港元。**我们预测公司 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.43、0.65、0.80 港元。我们综合给予中电新能源未来 12 个月内 6.51 港元的目标价。目标价约相当于 2017-2019 年 PE 为 15.2、10.0、8.1 倍, 故重申其“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 项目建设低于预期; 限电率提升; 核电业务重组低于预期。

报告正文

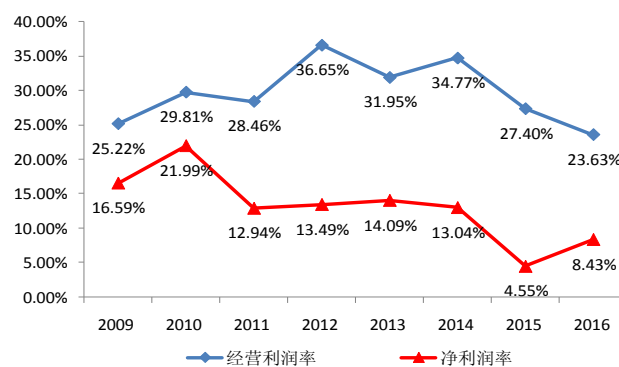
- **新项目投产，业绩大幅增长。**中国电力新能源(0735.HK)3月23日公告2016年经营业绩：其中营业收入为人民币(下同)47.27亿元，同比增长96.6%；股东应占利润4.05亿元，同比增长273.8%；每股盈利0.34元，去年同期为0.09元，建议派发末期股息每股0.1193元。公司2016年业绩大幅增长，主要是燃气、垃圾和光伏发电板块均有新增装机投运，尤其是东莞二期940MW大容量燃气发电机组的投产，显著提升发电量。

图 1、主营收入、经营利润和净利润



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

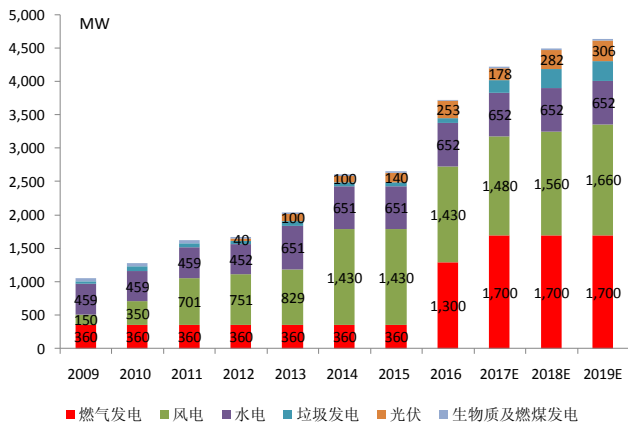
图 2、经营利润率和净利润率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

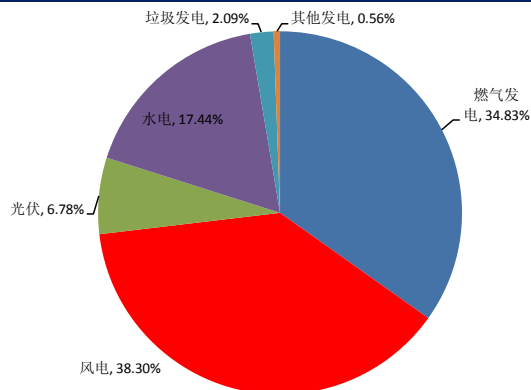
- **全年新投产控股装机 1.08GW，发电量飙升。**公司2016年投产项目9个，新增装机容量1,077.23MW，尤其是东莞燃气二期940MW，装机容量较大，其余为垃圾发电和光伏发电项目。装机量大幅提升致使全年发电量飙升73.9%。当前在建项目18个，总计915.64MW，其中1个燃气项目400MW，垃圾发电项目9个180WM，其余为风电、光伏和生物质项目。我们预计2017年将有多个垃圾发电项目在年中投产；天然气项目年底投产，2018年开始贡献业绩。

图 3、各发电板块控股装机容量



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 4、2016 年底各发电板块控股装机百分比



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **多元化清洁能源发电组合均衡发展。**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。新增的东莞二期 940MW 项目是燃气热电联产项目，可供冷、热、电三联供，利用小时高达 4,293 小时，可媲美常规发电机组的利用小时。近 2 年西北风电限电较为严重，公司的风电项目弃风率达 42.7%，公司及时减少限电地区的风电项目建设。2016 年我国南方来水颇丰，水电业务板块则业绩良好。我们预计 2017-2018 年公司将有多项垃圾发电项目投产，公司多元化均衡发展态势可进一步得到增强。
- **核电重组持续推进中，公司有望成为新的清洁能源巨头。**2015 年 12 月 30 日，公司与国家电力投资集团(国家电投)签订谅解备忘录，国家电投附属公司国家核电技术有限公司(国家核电)将择机转让全部核电资产及业务至本公司。自公告已经过去一年多，尚未有新的进展，我们认为国家电投需要完成其内部重组并经过政府批准方可继续进行。我们对此的主要观点为：1、735.HK 平台作为国电投多元化清洁能源海外上市平台，原有的各项业务依然会保留在上市公司体内并继续发展。2、目前核电业务重组持续推进，但的确并无具体细节的内容披露，比如资产交易规模、价格、代价方式等等。我们认为，核电最终注入是大概率事件，加上自身原有的多个清洁能源板块的发展，以未来的业务和板块体量规模来估计，公司有望将成为一个新的清洁能源巨头。
- **维持“买入”投资评级，目标价 6.51 港元。**中国电力新能源是领先的多元化清洁能源供应商，公司的清洁能源装机容量持续提升。未来国家核电业务一旦注入，公司将升级为新的清洁能源巨头。

因为核电资产注入无法预估，我们暂不考虑核电资产注入的情形。根据我们最新的财务预测模型，我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 49.2 亿、62.0 亿和 66.6 亿元，股东净利润分别为 4.50 亿、6.83 亿和 8.42 亿元，每股基本收益为 0.38、0.58 和 0.71 元（若汇率 1 元=1.1263 港元，EPS 分别为 0.43、0.65、0.80 港元）。公司当前 PB 仅为 0.6 倍，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 6.51 港元的目标价。目标价约相当于 2017-2019 年 PE 为 15.2、10.0、8.1 倍，目标价较现价 4.99 港元约有 30.5% 的上升空间，故重申其“买入”的投资评级。

- **风险提示：**项目建设进度低于预期；上网电价下调；风、水等资源不佳；用电需求不振，限电率上升；核电业务重组低于预期。

表 1、中国电力新能源 2016 年业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币, 千元)		同比变动	点评
	2016年	2015年		
收入及电费调整	4,726,592	2,404,602	96.6%	燃气、垃圾和光伏发电具有装机增长, 尤其是东莞二期 940MW燃气发电机组投产, 显著提升发电量。
其他收入	66,130	45,946	43.9%	政府补助增加。
其他收益净额	72,914	6,921	953.5%	承包商拨回应付建筑成本作为违约赔偿7000万。
燃料成本	(2,147,329)	(603,827)	255.6%	东莞燃气二期投产, 用气量增长。
折旧及摊销	(835,980)	(677,378)	23.4%	新项目投产, 折旧增加。
雇员成本	(239,938)	(206,660)	16.1%	新项目投产, 雇员成本计入当期费用, 不再资本化。
维修及修护	(93,899)	(68,076)	37.9%	新机组投产带来维修支出增加。
其他经营开支	(425,291)	(254,348)	67.2%	
经营利润	1,123,199	647,180	73.6%	东莞燃气机组投产; 福建地区来水偏丰。
财务收入	46,515	28,694	62.1%	
财务费用	(550,322)	(488,137)	12.7%	新增项目贷款的财务费用增加所致。
应占联营公司利润	9,366	734	1176.0%	联营公司于东莞售热收入增加
应占合资公司利润	36,396	22,472	62.0%	合资的牛头山水电厂发电量大增。
税前利润	665,154	210,943	215.3%	
所得税开支	(264,504)	(103,480)	155.6%	
净利润	400,650	107,463	272.8%	
本公司拥有人	404,536	108,228	273.8%	
少数股东权益	(3,886)	(765)	408.0%	洪泽热电出现亏损
基本EPS (元)	0.3376	0.0913	269.8%	

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

附表

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
单位: 百万元				
现金及等价物	1,817	2,439	2,557	2,662
应收帐款	940	591	744	800
存货	105	246	310	333
其他流动资产	1,073	980	1,175	1,408
总流动资产	3,935	4,255	4,786	5,203
固定资产	17,330	20,796	22,875	25,163
无形资产	1,055	1,055	1,055	1,055
其他非流动资产	5,475	5,896	6,538	7,075
总资产	23,859	27,746	30,467	33,293
银行借款	2,572	3,230	3,685	4,230
应付帐款	35	36	45	49
其他流动负债	2,088	2,095	2,375	2,490
总流动负债	4,695	5,360	6,106	6,769
递延税负债	112	116	147	157
银行及其他借款	9,749	12,478	13,477	14,555
其他	1,030	1,074	1,181	1,299
负债总额	15,586	19,029	20,910	22,780
股本	1,077	1,077	1,077	1,077
储备	195	625	1,448	2,383
每股净资产(元)	6.91	7.28	7.97	8.76
营运资金	(759)	(1106)	(1320)	(1566)
少数股东权益	71	85	102	122
股东应占权益	8,203	8,633	9,456	10,390
现金流量表	2016E	2017E	2018E	2019E
单位: 百万元				
EBITDA	1,959	2,024	2,572	2,951
融资成本(收入)	(504)	(532)	(585)	(644)
营运资金变化	(171)	61	(388)	(293)
所得税	(265)	(151)	(230)	(282)
营运现金流	1,796	2,089	2,189	2,664
资本开支	(1,642)	(1,971)	(2,562)	(3,074)
其他投资活动	15	3	4	10
投资活动现金流	(1,627)	(1,968)	(2,558)	(3,065)
已付利息	(550)	(567)	(624)	(686)
其他融资活动	1,463	1,218	1,340	1,474
融资活动现金流	912	652	717	788
现金变化	817	622	118	105
汇兑调整	0	0	0	0
期初持有现金	1,000	1,817	2,439	2,557
期末持有现金	1,817	2,439	2,557	2,662

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
单位: 百万元				
收入	4,727	4,922	6,203	6,663
燃料成本	(2,147)	(2,167)	(2,826)	(2,826)
其他收入及收益	139	83	90	98
员工成本	(240)	(264)	(290)	(319)
折旧摊销	(836)	(921)	(1,105)	(1,215)
其他开支	(425)	(447)	(491)	(540)
经营利润	1,123	1,103	1,467	1,736
融资成本	(504)	(532)	(585)	(644)
税前利润	665	604	918	1,130
所得税	(265)	(151)	(230)	(282)
税后利润	401	453	689	847
少数股东权益	(4)	3	5	5
股东净利润	405	450	684	842
EBITDA	1,959	2,024	2,572	2,951
主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力				
经营利润率(%)	23.8%	22.4%	23.7%	26.1%
净利率(%)	8.5%	9.2%	11.1%	12.7%
营运表现				
员工成本/收入(%)	5.1%	5.4%	4.7%	4.8%
实际税率(%)	39.8%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率(%)	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
存货周转天数	8	13	16	18
应付账款天数	2	3	2	3
应收账款天数	110	59	49	45
财务状况				
负债/权益	188.4%	218.3%	218.8%	216.7%
收入/总资产	19.8%	17.7%	20.4%	20.0%
总资产/权益	2.88	3.18	3.19	3.17
盈利对利息倍数	2.04	1.95	2.35	2.53
总资产收益率	1.7%	1.6%	2.3%	2.5%
净资产收益率	4.8%	5.2%	7.2%	8.1%
估值比率(倍)				
PE	13.0	11.7	7.7	6.2
PB	0.6	0.6	0.6	0.5

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 报告发布日后的 12 个月内公司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:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn
			刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周 围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室			传真：(852) 3509-5900		

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司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）。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。