

# 华电福新能源 (816 HK)

## 2018 略显平淡，期待 2019 恢复强势

- ❖ **2018 年发电量温和增长。**我们近期在华电福新发布了 2018 年运营表现后与管理层进行了交流。公司的风电、光伏、火电及燃气分布式业务板块录得发电量同比增长分别为 14.0%、20.0%、16.6%及 20.0%，然而水电业务板块经历了显著的发电量下跌，同比下降了 36.4%，大致抵消了其他几个业务板块的发电增量，使公司整体发电量仅同比增长 4.6%。我们认为公司的多电源策略较高的防守性地位开始显现，在自然资源呈现较大波动的背景下，公司的业务整体能够有效对冲清洁能源受自然条件波动所带来的业绩影响。除了公司的水电业务和燃气分布式发电量较我们的预期分别低 3.9%及高 7.1%以外，我们认为公司的整体业务运营表现符合我们的预测。
- ❖ **水电板块将成为 2019 年关键。**自 2017 年 4 季度起福建省来水极枯，使公司 2018 年大部分时间均受到了来水不足影响。基于更新后的全年度业务运营数据，我们测算公司 2018 年水电利用小时数仅 2,271 小时，远低于正常年份的 3,600 小时。根据我们的数据跟踪，公司 2018 年 4 季度水电发电量实现同比增长 102.9%，我们认为这释放了积极信号显示来水明显恢复。展望 2019 年，尽管我们认为降雨量影响将或多或少有所持续，我们仍然认为公司的水电业务板块将会呈现强势反弹。我们预期公司的水电利用小时数将回升至 3,300 小时，而水电回暖将会成为公司 2019 年盈利增长的主要动力。
- ❖ **预测风电发电量 2019 年将同比增长 8.2%。**公司风电板块 2018 年实现发电量同比增长 14.0%。我们判断增长主要归因于 1) 2018 年 1-4 月风资源条件较好，2) 限电率呈显著改善，以及 3) 仅 2.8%增量贡献来自装机容量增加。我们测算公司 2018 年风电利用小时数同比增长 211 小时至 2,151 小时，同时限电率在 9-10%区间。展望 2019 年，我们预期公司的限电率将有进一步 2-3 个百分点的改善空间，同时有效装机比例将增加 6.0%，两者合并将为公司的风电业务带来 8.2%的发电增量。
- ❖ **福建省的用电量增长强劲，将对盈利增长形成有力支持。**对于福建省内的发电及用电形势，1) 我们预期火电机组的盈利能力将有望随着煤价回落合理水平明显改善，2) 我们对福建省的用电量维持较高增速保持乐观。基于上述两点，我们认为公司过往水电和火电板块利润相互挤压的跷跷板效应将在 2019 年明显弱化，呈“水强火不弱”局面。
- ❖ **2018 年盈利增速略显平淡；期待 2019 恢复强势。**我们将公司 2018-20 年每股盈利预测分别下调 6.4/13.1/8.5%至人民币 0.25/0.32/0.36 元，以反应风电和核电投资的市场电价折扣高于预期。我们认为公司 2018 年盈利将温和增长 6.7%，并且公司盈利增速将随水电业务恢复而明显加快。我们维持对公司目标价每股 2.09 港元不变，维持买入评级。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	15,917	16,813	18,300	21,189	23,703
净利润(百万人民币)	1,908	1,986	2,265	3,095	3,302
EPS (人民币)	0.23	0.24	0.27	0.37	0.39
EPS 变动 (%)	7.19	1.7	14.1	36.6	6.7
市盈率 (x)	5.6	5.5	4.6	3.4	3.3
市帐率 (x)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
股息率 (%)	3.9	4.3	4.9	6.7	6.8
权益收益率 (%)	10.6	10.2	10.7	13.0	12.5
净财务杠杆率 (%)	318.7	287.2	255.8	252.5	245.4

资料来源：公司资料，招银国际预测

### 买入(维持)

目标价	HK\$2.09
(此目前目标价)	HK\$2.09)
潜在升幅	17.4%
当前股价	HK\$1.78

#### 萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

#### 风电行业

市值(百万港元)	14,966
3 个月平均流通(百万)	8.50
52 周内高/低(港元)	2.44/1.30
总股本(百万)	8,408

数据来源：彭博

#### 股东结构

华电集团	62.8%
流通股	37.2%

数据来源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-1.1%	-5.7%
3 月	20.5%	12.7%
6 月	-5.9%	-0.1%

数据来源：彭博

#### 股价表现



数据来源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：[www.hdfx.com.cn](http://www.hdfx.com.cn)

- ❖ **福建省跨区送电至相邻省份刷新纪录新高。**根据新闻报道，国家电网福建公司 2018 年售电量实现 200.3 太瓦时，同比增长 10.45%。除福建省内电力需求强劲以外，管理层透露福建省年度跨区送电量到周边省份截止 2018 年 12 月中已刷新历史新高，达至少 16.5 太瓦时，其中显著的送电部分用于核电外送。展望 2019 年，我们认为福建省用电量将维持领先于全国平均约 2 个百分点，同时跨区送电量将维持稳定水平。上述两者将为华电福新创造良好的用电环境以消纳公司的水电、火电、以及核电投资所生产的电量。
- ❖ **2019 年公司火电业务板块将有望随煤炭价格回落有所改善。**根据国家发改委发布的福建省电煤价格指数，福建省动力煤价格 2018 年同比上涨约 4.6%。管理层透露火电业务板块的盈利水平在年内有所改善，基于 1) 市场电价交易折扣从每兆瓦时人民币 43 元明显收窄至 13 元左右，以及 2) 火电利用小时数明显上升。我们测算公司 2018 年火电利用小时数自 2017 年 4,171 小时增长 531 小时至 2018 年 4,702 小时。2019 年，公司还有 2 台 660 兆瓦新建火电机组投入运营，我们预期在水电恢复背景下，火电利用小时将回落至 4,370 小时，同时管理层预期煤炭价格回落将成为火电部门恢复盈利水平的决定性因素。

## 财务摘要

### 利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售收入</b>	<b>15,917</b>	<b>16,813</b>	<b>18,118</b>	<b>20,709</b>	<b>23,993</b>
水电	4,037	2,518	1,606	2,386	2,715
火电	3,589	4,896	5,962	6,465	7,252
风电	5,291	6,401	7,186	7,758	8,279
其它业务	3,000	2,997	3,365	4,100	5,746
销售成本	(8,009)	(9,435)	(10,781)	(11,945)	(14,136)
<b>毛利</b>	<b>7,908</b>	<b>7,377</b>	<b>7,337</b>	<b>8,763</b>	<b>9,857</b>
其它净收入	180	210	233	180	180
行政费用	(512)	(512)	(477)	(543)	(628)
人员成本	(1,329)	(1,383)	(1,559)	(1,711)	(1,953)
其它费用	(896)	(832)	(774)	(834)	(959)
<b>息税前收益</b>	<b>5,351</b>	<b>4,861</b>	<b>4,759</b>	<b>5,856</b>	<b>6,497</b>
融资成本净额	(2,825)	(2,800)	(2,938)	(3,088)	(3,392)
合资及联营企业	630	742	1,035	1,089	1,179
特殊项目	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>3,156</b>	<b>2,802</b>	<b>2,855</b>	<b>3,857</b>	<b>4,284</b>
所得税	(534)	(337)	(300)	(521)	(600)
非控制股东权益	(600)	(348)	(177)	(331)	(345)
永续中期票据分派	(115)	(115)	(153)	(211)	(211)
可续期债券分派	-	(16)	(106)	(106)	(106)
<b>净利润</b>	<b>1,908</b>	<b>1,986</b>	<b>2,119</b>	<b>2,688</b>	<b>3,022</b>

资料来源：公司资料，招银国际预测

### 资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流动资产</b>	<b>93,048</b>	<b>95,915</b>	<b>103,157</b>	<b>110,394</b>	<b>117,153</b>
固定资产	78,612	81,191	85,067	90,444	95,282
预付租金	1,482	1,428	1,548	1,663	1,775
合资及联营公司投资	7,506	8,190	10,451	12,004	13,641
其它非流动资产	5,448	5,107	6,090	6,283	6,455
<b>流动资产</b>	<b>9,795</b>	<b>11,325</b>	<b>13,291</b>	<b>13,180</b>	<b>15,429</b>
现金及现金等价物	2,954	2,127	3,218	3,089	4,253
应收账款	5,052	6,992	7,892	7,791	8,789
预付款	1,501	1,919	1,833	1,909	1,978
其它流动资产	288	287	348	391	410
<b>流动负债</b>	<b>26,036</b>	<b>25,366</b>	<b>27,076</b>	<b>27,163</b>	<b>28,916</b>
应付账款	1,569	1,081	1,449	1,657	1,919
其它应付	9,913	8,715	10,202	8,862	9,132
借贷	14,239	15,382	15,228	16,441	17,655
其它流动负债	316	188	197	203	210
<b>非流动负债</b>	<b>53,878</b>	<b>55,406</b>	<b>59,107</b>	<b>63,775</b>	<b>68,444</b>
借贷	52,283	53,779	57,285	61,850	66,416
融资租赁	252	226	328	354	380
其它非流动负债	1,343	1,401	1,494	1,570	1,648
<b>少数股东权益</b>	<b>2,895</b>	<b>3,043</b>	<b>3,195</b>	<b>3,355</b>	<b>3,522</b>
<b>永续票据</b>	<b>1,994</b>	<b>3,988</b>	<b>5,982</b>	<b>5,982</b>	<b>5,982</b>
<b>净资产总额</b>	<b>18,040</b>	<b>19,436</b>	<b>21,088</b>	<b>23,299</b>	<b>25,717</b>
<b>股东权益</b>	<b>18,040</b>	<b>19,436</b>	<b>21,088</b>	<b>23,299</b>	<b>25,717</b>

资料来源：公司资料，招银国际预测

**现金流量表**

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
<b>净利润</b>	<b>1,953</b>	<b>1,986</b>	<b>2,119</b>	<b>2,688</b>	<b>3,022</b>
折旧和摊销	4,008	4,335	4,832	5,260	5,803
运营资金变动	(4,227)	(4,071)	992	(1,150)	(551)
其它	7,600	5,788	(905)	(117)	(96)
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>9,334</b>	<b>8,038</b>	<b>7,038</b>	<b>6,682</b>	<b>8,178</b>
资本开支	(6,375)	(7,083)	(8,708)	(10,634)	(10,637)
联营公司	(763)	(684)	(2,261)	(1,553)	(1,637)
其它	(3,115)	(1,583)	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(10,253)</b>	<b>(9,350)</b>	<b>(10,969)</b>	<b>(12,187)</b>	<b>(12,274)</b>
股份发行	57	1,834	1,994	-	-
净借贷	5,816	2,614	3,464	5,808	5,808
股息	(339)	(429)	(467)	(477)	(605)
其它	(3,749)	(3,499)	(313)	79	40
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>1,786</b>	<b>520</b>	<b>4,678</b>	<b>5,410</b>	<b>5,243</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>867</b>	<b>(792)</b>	<b>747</b>	<b>(95)</b>	<b>1,148</b>
年初现金及现金等价物	2,031	2,895	2,122	2,869	2,774
汇兑	(8)	18	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>2,890</b>	<b>2,122</b>	<b>2,869</b>	<b>2,774</b>	<b>3,921</b>
受限制现金	64	5	350	316	332
<b>资产负债表现金</b>	<b>2,954</b>	<b>2,127</b>	<b>3,218</b>	<b>3,089</b>	<b>4,253</b>

资料来源:公司资料,招银国际预测

**主要指标**

年结:12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售组合 (%)</b>					
水电	25.4	15.0	8.9	11.5	11.3
火电	22.6	29.1	32.9	31.2	30.2
风电	33.3	38.1	39.7	37.5	34.5
其它业务	18.8	17.8	18.6	19.8	23.9
<b>合计</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	50.9	45.1	41.8	43.2	41.8
税前利率	20.1	16.7	15.8	18.6	17.9
净利润率	12.3	11.8	11.7	13.0	12.6
有效税率	16.7	12.0	10.5	13.5	14.0
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
速动比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
平均存货周转天数	5.7	6.0	6.6	6.5	5.9
平均应收款周转天数	117.9	151.8	159.0	137.3	133.7
平均应付周转天数	73.3	42.8	50.2	51.4	50.2
债务 / 股本比率 (%)	2.9	2.6	2.4	2.4	2.4
净负债 / 股东权益比率 (%)	318.7	287.2	257.3	258.2	253.1
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	10.6	10.2	10.0	11.5	11.8
资产回报率	1.9	1.9	1.8	2.2	2.3
<b>每股数据(人民币)</b>					
	0.23	0.24	0.25	0.32	0.36
每股股息(人民币)	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08
每股账面价值(人民币)	2.15	2.31	2.51	2.77	3.06

资料来源:公司资料,招银国际预测

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。