

华电福新能源 (816 HK)

上半年业绩预览

❖ 2018 年上半年发电量同比增长 4.5%。华电福新 2018 年上半年风电和太阳能光伏板块分别实现发电量 8,940 吉瓦时以及 822 吉瓦时，同比分别增长 25.4% 和 27.9%。水电和燃煤发电则处于明显的跷跷板效应当中：水电发电量 2,375 吉瓦时，同比下降 55.1%；燃煤火电发电量 8,432 吉瓦时，同比上升 28.8%。上半年公司各个板块累计发电 21,749 吉瓦时，发电量同比增长 4.5%，低于我们此前对于全年发电量增长 7% 的判断。对于上半年的运营表现，我们认为风电和光伏两个板块在限电率大幅改善的基础上运营表现非常亮眼，然而公司整体表现则受到福建省水资源偏枯所拖累，抵消了新能源业务部门的强劲增长。

❖ 我们预计公司将会对运营目标进行显著修订。2018 年上半年的水资源较差显著改变了公司的电源发电量结构。我们预计管理层很可能在中期业绩发布时对全年经营目标进行显著调整，目标调整将集中在火电、水电及风电三个业务部门。具体而言，根据上半年运营情况，我们预计全年计划中 1) 水电利用小时数将从 3,700 下调至 2,600 小时；2) 燃煤火电利用小时数从 4,000 增加到 4,450；以及 3) 风电利用小时数从 2,000 增加到 2,200 小时。

❖ 新增装机仍计划进行。公司较早前制定了雄心勃勃的产能增加目标。管理层透露，新增产能将按计划进行投放。对于关键的新增装机具体状态，我们认为 1) 天津和广东两个共计 350 兆瓦分布式天然气项目已于 18 年上半年投运；2) 古田溪水电站 100 兆瓦扩建工程将于 18 年 3 季度投运；3) 邵武 3 期 1 号机 660MW 的燃煤电厂将于 3 季度初投运。除此上述新增发电装机之外，管理层透露 1) 2018 年风电装机目标维持 500 兆瓦不变，2) 光伏装机则受 531 光伏新政影响有所下调，以及 3) 广东增城 1.2 吉瓦燃气项目建设仍在按计划推进。综合上述新增产能，我们预期华电福新将在 2019 年在发电量和盈利均实现显著增长。

❖ 预计上半年的盈利为人民币 13.6 亿元。由于水电板块的疲弱表现抵消了风电发电量的强劲增长，我们预测华电福新上半年业绩同比持平，为人民币 13.6 亿元（同比下跌 2.2%），对应去年同期盈利仅维持稳定。然而，根据我们对风电，燃煤，分布式天然气和大型燃机项目预测偏向乐观，我们将公司 2018-20E 的盈利预测自人民币 21.0/23.8/26.8 亿分别上调 5.2/ 34.8/ 34.0% 至人民币 22.2/32.1/35.4 亿元（较市场一致预测差异分别为 -8.9/13.2/7.8%）。我们的 DCF 目标价参考更新后的市场指标进行了调整，从每股 2.38 港元下调至至每股 2.22 港元。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	18,691	22,260	25,590
净利润(百万人民币)	1,908	1,986	2,216	3,215	3,535
EPS (人民币)	0.23	0.24	0.26	0.38	0.42
EPS 变动 (%)	7.19	1.7	11.6	45.1	9.9
市盈率 (x)	6.6	6.5	5.8	4.0	3.7
市帐率 (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
股息率 (%)	3.3	3.6	3.9	5.6	6.1
权益收益率 (%)	10.6	10.2	10.5	13.5	13.2
净财务杠杆率 (%)	318.7	287.2	284.5	276.6	264.4

数据来源：公司资料，招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$2.22
(此前目标价)	HK\$2.38)
潜在升幅	24.0%
当前股价	HK\$1.79

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

风电行业

市值(百万港元)	15,050
3 个月平均流通(百万)	19.65
52 周内高/低(港元)	2.44/1.59
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	-4.3%	-0.6%
3 月	-16.4%	-9.9%
6 月	-10.5%	2.3%

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

- ❖ **核电电价下调影响有限。**我们认为，尽管福清核电的电价自 2017 年 7 月起被当地物价局电价下调影响，但公司的核电投资业务仍然表现良好。福清核电在 1 季度为华电福新贡献了 1.94 亿元人民币的净利润，管理层预计福清核电将在 2 季度实现稳定贡献。对于 2018 全年，我们预计福清核电将有 4 台核电机组实现全年贡献，其中 3 个将按计划进行换料大修。除了福清核电以外，三门核电也带来好消息，三门核电 1 号机组自 2018 年 6 月 30 日已实现首次装料开始发电。**我们预计三门核电 1 号及 2 号机组将分别于 2018 年 3 季度和 4 季度末进入商业运营。**

财务摘要

利润表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售收入	15,917	16,813	18,691	22,260	25,590
水電	4,037	2,518	1,826	2,603	2,790
火電	3,589	4,896	5,695	6,197	6,997
風電	5,291	6,401	7,781	8,659	9,110
其它業務	3,000	2,997	3,389	4,801	6,693
銷售成本	(8,009)	(9,435)	(10,671)	(12,345)	(14,602)
毛利	7,908	7,377	8,020	9,916	10,987
其它淨收入	180	210	180	180	180
行政費用	(512)	(512)	(566)	(673)	(773)
人員成本	(1,329)	(1,383)	(1,574)	(1,786)	(1,991)
其它費用	(896)	(832)	(795)	(893)	(1,019)
息稅前收益	5,351	4,861	5,265	6,743	7,384
融資成本淨額	(2,825)	(2,800)	(3,065)	(3,299)	(3,633)
合資及聯營企業	630	742	887	977	1,060
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	3,156	2,802	3,087	4,421	4,811
所得稅	(534)	(337)	(401)	(597)	(674)
非控制股東權益	600	348	249	387	381
永續中期票據分派	115	115	115	115	115
可續期債券分派	-	16	106	106	106
淨利潤	1,908	1,986	2,216	3,215	3,535

数据来源：公司資料，招銀國際預測

资产负债表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	93,048	95,915	103,022	110,081	116,651
固定資產	78,612	81,191	85,037	90,317	95,053
預付租金	1,482	1,428	1,548	1,663	1,775
合資及聯營公司投資	7,506	8,190	10,347	11,822	13,376
其它非流動資產	5,448	5,107	6,089	6,279	6,447
流動資產	9,795	11,325	12,873	14,052	17,416
現金及現金等價物	2,954	2,127	2,551	3,379	5,659
應收賬款	5,052	6,992	8,142	8,374	9,373
預付款	1,501	1,919	1,832	1,907	1,974
其它流動資產	288	287	348	391	410
流動負債	26,036	25,366	27,394	27,670	29,537
應付賬款	1,569	1,081	1,495	1,781	2,047
其它應付	9,913	8,715	10,202	8,862	9,132
借貸	14,239	15,382	15,499	16,823	18,147
其它流動負債	316	188	197	204	211
非流動負債	53,878	55,406	60,134	65,219	70,306
借貸	52,283	53,779	58,306	63,287	68,267
融資租賃	252	226	334	362	391
其它非流動負債	1,343	1,401	1,494	1,570	1,648
少數股東權益	2,895	3,043	3,195	3,355	3,522
永續票據	1,994	3,988	3,988	3,988	3,988
淨資產總額	18,040	19,436	21,185	23,901	26,713
股東權益	18,040	19,436	21,185	23,901	26,713

数据来源：公司資料，招銀國際預測

现金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
净利润	1,953	1,986	2,216	3,215	3,535
折舊和攤銷	4,008	4,335	4,862	5,357	5,906
運營資金變動	(4,227)	(4,071)	789	(1,404)	(547)
其它	7,600	5,788	(904)	(113)	(92)
經營活動所得現金流	9,334	8,038	6,963	7,055	8,802
資本開支	(6,375)	(7,083)	(8,708)	(10,634)	(10,637)
聯營公司	(763)	(684)	(2,157)	(1,475)	(1,554)
其它	(3,115)	(1,583)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(10,253)	(9,350)	(10,866)	(12,109)	(12,191)
股份發行	57	1,965	221	221	221
淨借貸	5,816	2,614	4,763	6,336	6,336
股息	(339)	(429)	(467)	(499)	(723)
其它	(3,749)	(3,630)	(535)	(144)	(181)
融資活動所得現金淨額	1,786	520	3,981	5,914	5,652
現金增加淨額	867	(792)	78	860	2,263
年初現金及現金等價物	2,031	2,895	2,122	2,200	3,060
匯兌	(8)	18	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,890	2,122	2,200	3,060	5,323
受限制現金	64	5	351	319	335
資產負債表現金	2,954	2,127	2,551	3,379	5,659

数据来源:公司資料, 招銀國際預測

主要指标

	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
水電	25.4	15.0	9.8	11.7	10.9
火電	22.6	29.1	30.5	27.8	27.3
風電	33.3	38.1	41.6	38.9	35.6
其它業務	18.8	17.8	18.1	21.6	26.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	50.9	45.1	43.9	45.4	43.6
稅前利率	20.1	16.7	16.5	19.9	18.8
淨利潤率	12.3	11.8	11.9	14.4	13.8
有效稅率	16.7	12.0	13.0	13.5	14.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
速動比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
現金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
平均存貨周轉天數	5.7	6.0	6.4	6.0	5.5
平均應收款周轉天數	117.9	151.8	159.0	137.3	133.7
平均應付周轉天數	73.3	42.8	52.0	53.4	51.8
債務 / 股本比率 (%)	2.9	2.6	2.6	2.6	2.5
淨負債/股東權益比率 (%)	318.7	287.2	284.5	276.6	264.4
回報率 (%)					
資本回報率	10.6	10.2	10.5	13.5	13.2
資產回報率	1.9	1.9	1.9	2.6	2.6
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.23	0.24	0.26	0.38	0.42
每股股息 (人民幣)	0.05	0.06	0.06	0.09	0.09
每股賬面價值 (人民幣)	2.15	2.31	2.52	2.84	3.18

数据来源:公司資料, 招銀國際預測

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，请与我们联络。

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。