

華電福新能源 (816 HK)

上半年業績預覽

❖ 2018 年上半年發電量同比增長 4.5%。華電福新 2018 年上半年風電和太陽能光伏板塊分別實現發電量 8,940 吉瓦時以及 822 吉瓦時，同比分別增長 25.4% 和 27.9%。水電和燃煤發電則處於明顯的蹣跚板效應當中：水電發電量 2,375 吉瓦時，同比下降 55.1%；燃煤火電發電量 8,432 吉瓦時，同比上升 28.8%。上半年公司各個板塊累計發電 21,749 吉瓦時，發電量同比增長 4.5%，低於我們此前對於全年發電量增長 7% 的判斷。對於上半年的運營表現，我們認為風電和光伏兩個板塊在限電率大幅改善的基礎上運營表現非常亮眼，然而公司整體表現則受到福建省水資源偏枯所拖累，抵消了新能源業務部門的強勁增長。

❖ 我們預計公司將會對運營目標進行顯著修訂。2018 年上半年的水資源較差顯著改變了公司的電源發電量結構。我們預計管理層很可能會在中期業績發佈時對全年經營目標進行顯著調整，目標調整將集中在火電、水電及風電三個業務部門。具體而言，根據上半年運營情況，我們預計全年計畫中 1) 水電利用小時數將從 3,700 下調至 2,600 小時；2) 燃煤火電利用小時數從 4,000 增加到 4,450；以及 3) 風電利用小時數從 2,000 增加到 2,200 小時。

❖ 新增裝機仍計畫進行。公司較早前制定了雄心勃勃的產能增加目標。管理層透露，新增產能將按計畫進行投放。對於關鍵的新增裝機具體狀態，我們認為 1) 天津和廣東兩個共計 350 兆瓦分散式天然氣項目已於 18 年上半年投運；2) 古田溪水電站 100 兆瓦擴建工程將於 18 年 3 季度投運；3) 邵武 3 期 1 號機 660MW 的燃煤電廠將於 3 季度初投運。除此上述新增發電裝機之外，管理層透露 1) 2018 年風電裝機目標維持 500 兆瓦不變，2) 光伏裝機則受 531 光伏新政影響有所下調，以及 3) 廣東增城 1.2 吉瓦燃氣專案建設仍在按計畫推進。綜合上述新增產能，我們預期華電福新將在 2019 年在發電量和盈利均實現顯著增長。

❖ 預計上半年的盈利為人民幣 13.6 億元。由於水電板塊的疲弱表現抵消了風電發電量的強勁增長，我們預測華電福新上半年業績同比持平，為人民幣 13.6 億元（同比下跌 2.2%），對應去年同期盈利僅維持穩定。然而，根據我們對風電，燃煤，分散式天然氣和大型燃機項目預測偏向樂觀，我們將公司 2018-20E 的盈利預測自人民幣 21.0/23.8/26.8 億分別上調 5.2/ 34.8/ 34.0% 至人民幣 22.2/32.1/35.4 億元（較市場一致預測差異分別為-8.9/13.2/7.8%）。我們的 DCF 目標價參考更新後的市場指標進行了調整，從每股 2.38 港元下調至至每股 2.22 港元。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	15,917	16,813	18,691	22,260	25,590
淨利潤 (百萬人民幣)	1,908	1,986	2,216	3,215	3,535
EPS (人民幣)	0.23	0.24	0.26	0.38	0.42
EPS 變動 (%)	7.19	1.7	11.6	45.1	9.9
市盈率 (x)	6.6	6.5	5.8	4.0	3.7
市帳率 (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
股息率 (%)	3.3	3.6	3.9	5.6	6.1
權益收益率 (%)	10.6	10.2	10.5	13.5	13.2
淨財務杠杆率 (%)	318.7	287.2	284.5	276.6	264.4

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$2.22
(此前目標價)	HK\$2.38)
潛在升幅	24.0%
當前股價	HK\$1.79

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	15,050
3 個月平均流通(百萬)	19.65
52 周內高/低(港元)	2.44/1.59
總股本(百萬)	8,408

資料來源：彭博

股東結構

華電集團	62.8%
流通股	37.2%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-4.3%	-0.6%
3 月	-16.4%	-9.9%
6 月	-10.5%	2.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: KPMG

公司網站: www.hdfx.com.cn

- ❖ **核電電價下調影響有限。**我們認為，儘管福清核電的電價自 2017 年 7 月起被當地物價局電價下調影響，但公司的核電投資業務仍然表現良好。福清核電在 1 季度為華電福新貢獻了 1.94 億元人民幣的淨利潤，管理層預計福清核電將在 2 季度實現穩定貢獻。對於 2018 全年，我們預計福清核電將有 4 台核電機組實現全年貢獻，其中 3 個將按計劃進行換料大修。除了福清核電以外，三門核電也帶來好消息，三門核電 1 號機組自 2018 年 6 月 30 日已實現首次裝料開始發電。我們預計三門核電 1 號及 2 號機組將分別於 2018 年 3 季度和 4 季度末進入商業運營。

財務摘要

利潤表

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

資料來源：公司資料，招銀國際預測

資產負債表

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

資料來源：公司資料，招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
淨利潤	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

資料來源：公司資料，招銀國際預測

主要指標

	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

資料來源：公司資料，招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	：股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的 “主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。