

华电福新 (816 HK, HK\$1.78 目标价: HK\$2.14, 买入) — 2017年缺乏业绩催化剂

- ❖ **2016 业绩低于市场预期。**华电福新发布了 2016 年全年业绩。销售收入录得人民币 159 亿, 按年增长 3.4%, 符合我们预期。在收入结构方面, 则与我们的预期有所不同, 主要是因为公司在火电和风电业务板块实现了比我们预期更高的电价, 与此同时煤炭贸易销售较去年减少了 50.8%。运营利润方面, 公司录得人民币 53.5 亿元, 同比增长 11.8%, 符合我们预期, 但净财务支出, 少数股东权益分配以及联营公司利润分享方面则出乎意料, 导致净利润(除永续债利息分配后)为人民币 19.1 亿, 仅增长 4.7%。公司 2016 年净利润较我们预期低 18.2%。公司宣布期末股息人民币 5.1 分, 对现价意味 3.2% 股息收益率。
- ❖ **火电板块持续受压。**我们相信火电板块将会是华电福新 2017 年业务运营所面临的主要挑战。面对快速攀升的煤价, 公司通过增加进口煤炭的采购, 使 2016 年煤炭成本控制较好, 入厂标煤单价仅上升 0.8%, 但我们也观察到 2017 年 1 季度煤炭价格仍然快速增长。管理层透露火电板块 2016 年遭受净亏损人民币 1.6 亿元, 我们预期在煤炭价格高企, 成本无法通过电价向下游传导的情形下, 火电利润压力将在 2017 年持续。综合福建省降水恢复正常, 我们认为火电部门的业绩表现很可能抵消其它业务部门所带来的增长。
- ❖ **大型化燃气发电机组将成为未来业务发展重点。**管理层将燃气发电列为未来项目开发的重点。公司 2017 年将在广东省增城有一个大型化燃气机组发电项目获批, 设计容量高达 1.2 吉瓦, 与以往公司所开发的小型分布式燃气机组有所不同。在其它电源新增容量方面, 管理层计划 2017 年新增 7-800 兆瓦风电项目, 100 兆瓦水电项目, 以及核电联营福清 4 号和三门 1 号机投运。资本开支强度在 2016 年降低至人民币 68 亿, 管理层计划 2017 年资本开支人民币 80 亿。我们相信新增机组将缓解火电板块所带来的利润增长压力。
- ❖ **目标价下调至每股 2.14 港元。**我们将 2017 及 2018 年的盈利预测分别下调 17.7% 及 19.3% 至人民币 20.0 亿及 24.7 亿。根据我们最新的 DCF 估值, 火电部门估值将因盈利压力有所下滑, 而风电部门则因投资强度下降而在板块估值有所提升。我们据此将华电福新的目标价自每股 2.24 港元下调至每股 2.14 港元。基于我们对公司内在价值的判断, **维持买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万元人民币)	15,347	15,917	16,496	18,238	20,614
净利润(百万元人民币)	1,821	1,908	2,000	2,467	2,841
每股收益(人民币)	0.22	0.23	0.24	0.29	0.34
每股收益变动(%)	-7.5	4.8	4.8	23.4	15.1
市盈率(x)	7.32	6.98	6.66	5.40	4.69
市帐率(x)	0.81	0.74	0.68	0.62	0.56
股息率(%)	2.5	3.2	3.4	4.2	67.9
权益收益率(%)	11.1	10.6	10.2	11.4	11.9
净财务杠杆率(%)	317.1	318.7	316.3	304.6	295.7

来源: 公司及招银国际研究部

萧小川
(852) 3900 0849
robinoxiao@cmbi.com.hk

华电福新 (816 HK)

评级	买入
收市价	HK\$1.78
目标价	HK\$2.14
市值(港币百万)	14,966
过去 3 月平均交易(港币百万)	29.68
52 周高/低(港币)	2.30/1.59
发行股数(百万)	8408
主要股东	华电集团(62.8%)

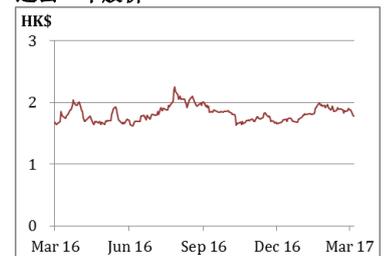
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-6.8%	-7.6%
3 月	7.8%	-3.8%
6 月	-7.3%	-10.6%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	15,393	15,917	16,496	18,238	20,614
水電	2,627	4,037	2,873	2,873	2,941
火電	5,272	3,589	4,374	4,674	5,722
風電	4,012	5,291	5,951	6,990	7,848
其它業務	3,481	3,000	3,299	3,701	4,103
銷售成本	(8,522)	(8,009)	(9,054)	(9,913)	(11,322)
毛利	6,870	7,908	7,442	8,324	9,292
其它淨收入	155	180	145	145	106
行政費用	(456)	(512)	(499)	(551)	(622)
人員成本	(1,194)	(1,329)	(1,456)	(1,643)	(1,840)
其它費用	(589)	(896)	(622)	(683)	(765)
息稅前收益	4,786	5,351	5,010	5,592	6,171
融資成本淨額	(2,589)	(2,825)	(2,960)	(3,158)	(3,342)
合資及聯營企業	428	630	913	1,186	1,318
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,625	3,156	2,962	3,620	4,147
所得稅	(406)	(534)	(504)	(652)	(788)
非控制股東權益	(316)	(600)	(344)	(386)	(403)
永續中期票據持有人	(81)	(115)	(115)	(115)	(115)
淨利潤	1,822	1,908	2,000	2,467	2,841

来源: 公司及招銀国际研究部预测

资产负债表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	90,041	93,048	98,470	103,636	110,543
固定資產	76,255	78,612	82,000	85,303	88,136
預付租金	1,237	1,482	1,492	1,615	1,734
合資及聯營公司投資	6,742	7,506	9,000	10,600	14,434
其它非流動資產	5,806	5,448	5,977	6,117	6,238
流動資產	8,250	9,795	9,912	11,252	11,289
現金及現金等價物	2,453	2,954	3,664	4,466	3,815
應收賬款	3,606	5,052	3,920	4,333	4,898
預付款	1,767	1,501	1,856	1,906	1,948
其它流動資產	424	288	472	547	628
流動負債	27,860	26,036	25,468	26,611	27,738
應付賬款	2,528	1,569	1,980	2,189	2,474
其它應付	12,149	9,913	8,127	8,127	8,127
借貸	12,903	14,239	15,030	15,966	16,803
其它流動負債	280	316	331	329	335
非流動負債	49,281	53,878	58,328	61,875	65,114
借貸	47,572	52,283	56,543	60,063	63,211
融資租賃	454	252	389	344	362
其它非流動負債	1,254	1,343	1,396	1,468	1,541
少數股東權益	2,673	2,895	2,982	2,780	3,071
永續中期票據	1,994.00	1,994	1,994	1,994	1,995
淨資產總額	16,483	18,040	19,610	21,628	23,914

来源: 公司及招銀国际研究部预测

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	4,765	5,384	5,010	5,592	6,171
折舊和攤銷	3,237	3,949	4,317	4,687	5,155
運營資金變動	1,083	-84	-945	-329	-402
稅務開支	(579)	(509)	(478)	(625)	(760)
其它	(68)	(215)	(200)	(200)	-
經營活動所得現金流	8,438	8,525	7,704	9,124	10,164
資本開支	(12,942)	(6,786)	(8,010)	(8,010)	(8,010)
聯營公司	(1,920)	(867)	(1,391)	(1,600)	(3,834)
其它	(1,564)	(1,606)	(879)	(1,650)	(1,650)
投資活動所得現金淨額	(16,426)	(9,259)	(10,280)	(11,260)	(13,494)
股份發行	2,085	-	-	-	-
淨借貸	8,389	4,886	6,137	4,406	4,005
股息	(339)	(459)	(450)	(555)	(639)
其它	(3,437)	(2,799)	(2,640)	(919)	(696)
融資活動所得現金淨額	6,697	1,628	3,047	2,931	2,670
現金增加淨額	(1,292)	894	471	795	(660)
年初現金及現金等價物	3,291	1,996	2,890	3,361	4,157
匯兌	(3)	0	0	0	0
年末現金及現金等價物	1,996	2,890	3,361	4,157	3,497
受限制現金	422	64	303	309	318
資產負債表現金	2,418	2,954	3,664	4,466	3,815

来源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
水電	17.1	25.4	17.4	15.8	14.3
火電	34.3	22.6	26.5	25.6	27.8
風電	26.1	33.2	36.1	38.3	38.1
其它業務	22.6	18.8	20.0	20.3	19.9
合計	101.0	102.0	100.0	100.0	101.0
盈利能力比率					
毛利率	45.6	50.8	46.0	46.4	45.6
稅前利率	17.1	19.8	18.0	19.8	20.1
淨利潤率	11.8	12.0	12.1	13.5	13.8
有效稅率	15.5	16.9	17.0	18.0	19.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
速動比率 (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
現金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
平均存貨周轉天數	9.4	5.7	10.0	10.5	10.7
平均應收款周轉天數	85.5	115.9	86.7	86.7	86.7
平均應付周轉天數	110.3	73.2	81.1	81.8	80.5
債務 / 股本比率 (%)	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8
淨負債 / 股東權益比率 (%)	3.2	3.2	3.2	3.0	3.0
回報率 (%)					
資本回報率	11.1	10.6	10.2	11.4	11.9
資產回報率	1.9	1.9	1.8	2.1	2.3
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.22	0.23	0.24	0.29	0.34
每股股息 (人民幣)	0.04	0.05	0.05	0.07	1.08
每股賬面價值 (人民幣)	1.96	2.15	2.33	2.57	2.84

来源: 公司及招銀國際研究部預測

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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个人。