

華電福新能源 (816 HK)

水電及火電板塊復蘇將成 19 年關鍵

❖ **2018 年淨利潤略低於預期。**華電福新發布了 2018 年業績。收入錄得人民幣 183.3 億，同比增長 9.0%，增速快於發電量增長的 4.7%，主要由於水電和火電均在 2018 年實現電價上升。主要的開支均大致符合預期，運營利潤錄得人民幣 48.1 億元，同比略微降低 1.1%。財務成本同比上升 5.6% 至人民幣 30.7 億元，仍然維持較好控制。由於收入結構發生變化，所得稅支出低於我們預期。聯營公司利潤分享錄得人民幣 9.4 億，較我們預期低 9.2%，主要源於核電投資收益低於預期。公司實現 2018 年歸屬普通股權益股東淨利潤人民幣 19.95 億，同比僅上漲 0.4%，略低於我們此前預期約 5.9%。公司宣布派發末期股息每股人民幣 5.68 分，股息派發率為 23.9%，同時對應股息回報率約 3.8%。

❖ **水電及火電板塊展望樂觀。**我們預期水電業務部門將在 2019 年明顯恢復，並且水電增發將不必對公司的火電板塊發電量造成過多的擠壓效應。基於對 2019 年前三個月的觀察，管理層預期全年的水電利用小時數將從 2018 年 2,311 小時增加至 3,500 小時，同時火電業務部門的利用小時減幅將小於水電小時增量，自 2018 年 4,865 小時降至 4,400 小時。此外，基於對煤價將呈下行趨勢預期，管理層認為火電板塊的盈利水平將出現明顯改善。我們測算 2019 年水電發電量將從多年低位同比上漲 53%，水電恢復將使公司整體的盈利顯著增長。

❖ **2019 年風電板塊將維持溫和增長。**管理層將 2019 年風電板塊利用小時目標定於 2,150 小時，較去年同比上升 22 小時，主要基於限電率將自去年基礎進一步下降 2 個百分點至 7% 預期。我們認為風電板塊發電量將在 2019 年溫和增長 2.5%，其中 1.5% 來自有效裝機量增加，其餘部分來自於風資源及限電改善。在風電新增裝機方面，管理層計劃 19 年新增裝機 500 兆瓦，並為此準備了人民幣 34 億元資本開支預算。在 2020-21 年，公司計劃每年新增 800 兆瓦風電項目。公司目前持有約 3.2 吉瓦已獲電價核准的風電項目儲備，其中 1.1 吉瓦來自海上風電項目。

❖ **可再生能源補貼加速回收，但需付出一定代價。**公司於 2018 年回收了約 30 億可再生能源補貼應收，同時通過發行 ABS 及 ABN 獲得了額外 35 億元人民幣回款。公司成功抑制了應收款規模的快速擴張，並使用富餘的資金降低了約 41 億元人民幣總體負債規模。ABS 及 ABN 工具似乎已成為了有效的金融手段以協助公司加速補貼款的回流，但我們相信這些工具將顯著增加公司的財務成本。根據管理層透露，ABS 及 ABN 工具的利率水平介於 4.6-5.1%，我們測算公司 2019 年將需要為這 35 億人民幣規模的加速補貼回款付出超過人民幣 1.65 億元代價。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	16,813	18,330	19,518	23,211	27,333
淨利潤 (百萬人民幣)	1,986	1,995	2,331	2,708	3,163
EPS (人民幣)	0.24	0.24	0.28	0.32	0.38
EPS 變動 (%)	1.7	0.4	16.8	16.2	16.8
市盈率 (x)	6.3	6.3	5.4	4.6	4.0
市帳率 (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
股息率 (%)	3.7	3.8	4.2	4.8	5.7
權益收益率 (%)	10.2	9.5	10.2	10.8	11.4
淨財務杠杆率 (%)	287.2	205.2	208.5	208.3	193.1

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$2.00
(此前目標價)	HK\$2.09)
潛在升幅	18.3%
當前股價	HK\$1.69

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	14,294
3 個月平均流通(百萬)	6.68
52 周內高/低(港元)	2.44/1.30
總股本(百萬)	8,408

數據源：彭博

股東結構

華電集團	62.8%
流通股	37.2%

數據來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-5.6%	-4.6%
3 月	-6.6%	-16.0%
6 月	10.4%	6.4%

數據源：彭博

股價表現



數據源：彭博

審計師：KPMG

公司網站：www.hdfx.com.cn

- ❖ **核電投資將維持穩定收益貢獻。**華電福新福清核電投資在 2018 年歷經 3.5 次換料大修，使整體的盈利分享低於我們此前測算。2019 年，我們預期福清項目 1#、3#、4#機組仍會有三次常規換料大修。三門核電投資方面，1#及 2#集資相繼於 2018 年 9 月及 11 月投產運營，這兩台機組目前在項目電價方面具有一定不確定性，仍有待政府部門對於 AP-1000 技術進行電價核定。管理層透露三門核電目前的暫行電價適用浙江省脫硫脫硝上網電價水平。福清核電及三門核電 2018 年分別為公司貢獻了人民幣 8.48 億及 2 千萬元利潤。我們測算這兩個項目將在 2019 年為公司貢獻人民幣 9.72 億元。
- ❖ **大型燃機項目將具備較好的盈利空間。**管理層對於公司的燃氣發電項目發展分享了更多的信息。廣東增城 1.2 吉瓦大型燃機項目計劃於 2020 年一季度投運。項目電價為度電 0.665 元人民幣，同時氣價方面已鎖定於每方 2.2 元人民幣，使得該項目具備較好的回報。對於分布式燃機項目，公司的短期關注是獲取合適的技術，並且在戰略區域實現項目占位。管理層相信在燃氣價格較其它能源形式變得更加具有市場競爭力之後，分布式燃機項目將具有較為廣闊的市場空間。公司計劃在大灣區進一步探索燃機項目的發展機會。
- ❖ **基於財務成本提升，調低 2019-20 年的盈利預測。**我們對公司的運營預測作輕微調整，同時對公司的財務成本支出展望作出較大改變，主要因 1) 公司發行的 35 億人民幣應收資產證券化產品將帶來較為明顯的利息支出，2) 90 億人民幣永續權益分派將降低股東盈利水平。我們將 2019/20E 每股盈利預測分別下調 13.3/14.0%。我們的 DCF 目標價也據此輕微下調，自每股 2.09 港元下調至每股 2.00 港元。我們的目標價對應 2019 年預測市盈率 6.2 倍，維持買入評級。

❖ 財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	16,813	18,330	19,518	23,211	27,333
水电	2,518	1,693	2,492	2,602	2,677
火电	4,896	6,116	5,573	6,555	8,002
风电	6,401	7,083	7,446	8,107	8,565
其它业务	2,997	3,437	4,007	5,946	8,089
销售成本	(9,435)	(10,975)	(11,200)	(13,860)	(17,082)
毛利	7,377	7,355	8,317	9,351	10,251
其它净收入	210	343	225	225	225
行政费用	(512)	(422)	(513)	(609)	(717)
人员成本	(1,383)	(1,599)	(1,799)	(2,163)	(2,578)
其它费用	(832)	(867)	(849)	(1,001)	(1,170)
息税前收益	4,861	4,809	5,381	5,803	6,011
融资成本净额	(2,800)	(2,991)	(2,910)	(3,073)	(3,195)
合资及联营企业	742	940	1,127	1,242	1,512
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	2,802	2,758	3,598	3,972	4,328
所得税	(337)	(285)	(450)	(536)	(628)
非控制股东权益	(348)	(204)	(362)	(368)	(346)
永续权益分派	(131)	(274)	(456)	(361)	(192)
净利润	1,986	1,995	2,331	2,708	3,163

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(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	95,915	96,146	104,171	110,353	113,490
固定资产	81,191	80,930	85,925	90,210	91,370
预付租金	1,428	1,428	1,545	1,660	1,770
合资及联营公司投资	8,190	8,985	10,531	12,164	13,997
其它非流动资产	5,107	4,805	6,169	6,319	6,353
流动资产	11,325	12,157	12,515	13,880	15,737
现金及现金等价物	2,127	3,604	4,202	5,075	7,481
应收账款	6,992	5,970	6,103	6,489	5,824
预付款	1,919	2,154	1,845	1,906	1,922
其它流动资产	287	430	365	410	510
流动负债	25,366	19,345	24,043	24,943	25,423
应付账款	1,081	1,104	1,269	1,509	1,777
其它应付	8,715	7,220	7,796	7,330	7,082
借贷	15,382	10,868	14,780	15,900	16,355
其它流动负债	188	153	198	204	209
非流动负债	55,406	55,857	57,535	61,840	63,632
借贷	53,779	54,096	55,603	59,814	61,526
融资租赁	226	291	309	332	341
其它非流动负债	1,401	1,470	1,624	1,694	1,764
少数股东权益	3,043	3,047	3,199	3,359	3,527
永续票据	3,988	8,970	8,970	8,970	8,970
净资产总额	19,436	21,086	22,939	25,122	27,675
股东权益	19,436	21,086	22,939	25,122	27,675

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(百万人民币)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
净利润	1,986	1,995	2,331	2,708	3,163
折旧和摊销	4,335	4,759	4,980	5,536	6,187
运营资金变动	(4,071)	(821)	988	(717)	570
其它	5,788	374	(1,305)	(199)	(79)
经营活动所得现金流	8,038	6,306	6,993	7,328	9,840
资本开支	(7,083)	(4,558)	(9,971)	(9,814)	(7,339)
联营公司	(684)	(795)	(1,547)	(1,633)	(1,832)
其它	(1,583)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(9,350)	(5,352)	(11,518)	(11,447)	(9,171)
股份发行	1,833	5,104	-	-	-
净借贷	2,614	(4,132)	5,445	5,357	2,178
股息	(429)	(467)	(478)	(524)	(609)
其它	(3,499)	4	152	160	168
融资活动所得现金净额	520	508	5,120	4,993	1,737
现金增加净额	(792)	1,462	595	874	2,406
年初现金及现金等价物	2,895	2,122	3,598	4,193	5,066
汇兑	18	14	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,122	3,598	4,193	5,066	7,472
受限制现金	5	6	9	9	9
资产负债表现金	2,127	3,604	4,202	5,075	7,481

資料來源：公司資料，招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
水电	15.0	9.2	12.8	11.2	9.8
火电	29.1	33.4	28.6	28.2	29.3
风电	38.1	38.6	38.2	34.9	31.3
其它业务	17.8	18.8	20.5	25.6	29.6
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	45.1	42.0	43.8	41.3	38.3
税前利率	16.7	15.0	18.4	17.1	15.8
净利润率	11.8	10.9	11.9	11.7	11.6
有效税率	12.0	10.3	12.5	13.5	14.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
速动比率 (x)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.6
现金比率 (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
平均存货周转天数	6.0	8.2	6.4	6.1	6.5
平均应收款周转天数	151.8	118.9	114.1	102.0	77.8
平均应付周转天数	42.8	37.9	42.2	40.4	38.5
债务 / 股本比率 (%)	2.6	2.0	2.0	2.0	1.9
净负债/股东权益比率 (%)	287.2	205.2	208.5	208.3	193.1
回报率 (%)					
资本回报率	10.2	9.5	10.2	10.8	11.4
资产回报率	1.9	1.8	2.0	2.2	2.4
每股数据(人民币)					
每股股息 (人民币)	0.24	0.24	0.28	0.32	0.38
每股股息 (人民币)	0.06	0.06	0.06	0.07	0.08
每股账面价值 (人民币)	2.31	2.51	2.73	2.99	3.29

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并無直接或間接關係。

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

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。報告所載數據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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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信息，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 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲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。