

华电福新能源 (816 HK)

核电投资是上半年业绩亮点

❖ **上半年净利润与去年同期持平。** 华电福新发布中期业绩，销售收入同比下降 2.9%，与上半年发电量下降 3.8% 相符。发电量下降主要由于水电资源恢复正常，水电发电量同比下降 33.4%，而燃煤电力和风力发电增长则抵消了大部分水电发电量下降带来的影响。由于煤炭成本高昂，燃料成本大幅上涨 41.7%，而维修成本同比则下降 38.0%，低于我们的估计。上半年核电投资在贡献净利润超过 4.3 亿人民币，高于我们的预期。公司上半年实现净利润 13.99 亿元，同比增长 0.6%，在火电经营环境面临显著压力下净利实现高于我们预期。

❖ **煤炭成本控制量好。** 管理层披露煤炭单位燃料成本上半年同比上涨 46.6%，大幅度低于国家发改委发布的同期福建省电煤价格指数变化 55.4%，表明华电福新对于火电燃料成本进行了良好的控制。煤炭交易同比下降了 95.4%，我们推断这是属于煤炭成本控制的措施之一。上半年火电板块运营利润尚能维持在人民币 4.7 亿元，但在净利润方面则带来净亏损 1.3 亿。全年展望，管理层预计下半年煤炭燃料成本与上半年持平。我们基于此维持全年煤炭燃料成本上涨 28% 判断。

❖ **核电投资收益带来惊喜。** 核电投资上半年贡献了超过 4.3 亿人民币净利润，高于我们预期。尽管福清核电 2 号及 3 号机组面临电价下调影响，我们认为核电投资下半年仍然能够维持较为稳定可观的盈利贡献。管理层表示福清核电的控股股东中核集团正在与福建物价部门进行沟通，对于电价调整是否回溯尚无定论。电价回溯若落实，则将对福清核电过往历史盈利带来拨备损益。在新核电机组投运方面，管理层预期福清 4 号机最晚将在 10 月份投入商运，而三门核电 1 号机组将在年底前实现并网。

❖ **维持持有评级。** 根据中期业绩情况，我们将 2017/2018/2019 年度的核电投资收益分别上调 8.3%/8.7%/4.2% 至人民币 7.98/9.21/9.84 亿元。此外，由于水电和火电利润贡献下降，我们也将有效税率随之下调。基于上述调整，我们对于 2017/2018/2019 年度的盈利预测分别上调 9.6%/6.6%/6.6% 至人民币 18.76/22.29/25.07 亿元。**维持持有评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	15,347	15,917	16,697	18,079	19,628
净利润 (百万人民币)	1,821	1,908	1,876	2,229	2,507
EPS (人民币)	0.22	0.23	0.22	0.27	0.30
EPS 变动 (%)	-7.4	4.69	-1.7	18.8	12.5
市盈率 (x)	6.8	6.5	6.6	5.6	5.0
市帐率 (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	2.7	3.4	3.4	4.0	4.5
权益收益率 (%)	11.1	10.6	9.6	10.5	10.8
净财务杠杆率 (%)	317.1	318.7	319.2	309.1	305.1

数据来源：公司及招銀国际

持有(维持)

目标价	HK\$1.90
(此前目标价)	HK\$1.76)
潜在升幅	11.11%
当前股价	HK\$1.71

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

风电行业

市值(百万港元)	14,4662
3个月平均流通(百万)	18.55
52周内高/低(港元)	2.19/1.59
总股本(百万)	8,408

数据来源：彭博

股东结构

华能集团	62.8%
摩根大通	2.2%
流通股	35.0%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	-7.8%	-10.7%
3月	-9.8%	-16.7%
6月	-13.5%	-25.6%

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

财务摘要

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	16,697	18,079	19,628
水電	2,627	4,037	2,985	2,873	2,941
火電	5,272	3,589	4,524	4,746	5,142
風電	4,012	5,291	5,889	6,759	7,442
其它業務	3,481	3,000	3,299	3,701	4,103
銷售成本	(8,522)	(8,009)	(9,459)	(10,135)	(10,966)
毛利	6,870	7,908	7,238	7,943	8,663
其它淨收入	155	180	145	145	106
行政費用	(456)	(512)	(505)	(547)	(592)
人員成本	(1,194)	(1,329)	(1,444)	(1,546)	(1,728)
其它費用	(589)	(896)	(629)	(678)	(731)
息稅前收益	4,786	5,351	4,804	5,318	5,718
融資成本淨額	(2,589)	(2,825)	(2,963)	(3,161)	(3,348)
合資及聯營企業	428	630	882	1,012	1,137
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,625	3,156	2,723	3,169	3,506
所得稅	(406)	(534)	(408)	(475)	(526)
非控制股東權益	(316)	(600)	(324)	(350)	(358)
永續中期票據持有人	(81)	(115)	(115)	(115)	(115)
淨利潤	1,822	1,908	1,876	2,229	2,507

数据来源：公司及招銀國際預測

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	98,702	103,857	110,926
固定資產	76,255	78,612	82,312	85,735	88,855
預付租金	1,237	1,482	1,605	1,725	1,842
合資及聯營公司投資	6,742	7,506	8,979	10,457	14,164
其它非流動資產	5,806	5,448	5,806	5,940	6,065
流動資產	8,250	9,795	9,601	10,985	10,285
現金及現金等價物	2,453	2,954	3,430	4,424	3,248
應收賬款	3,606	5,052	3,967	4,296	4,664
預付款	1,767	1,501	1,793	1,842	1,886
其它流動資產	424	288	411	424	486
流動負債	27,860	26,036	25,498	26,598	27,627
應付賬款	2,528	1,569	2,004	2,169	2,355
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	337	336	341
非流動負債	49,281	53,878	58,342	61,886	65,128
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	1,411	1,479	1,555
少數股東權益	2,673	2,895	2,982	3,071	3,163
永續中期票據	1,994	1,994	1,994	1,994	1,994
淨資產總額	16,483	18,040	19,487	21,293	23,299
股東權益	16,483	18,040	19,486	21,293	23,299

数据来源：公司及招銀國際預測

现金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
净利润	1,822	1,908	1,999	2,467	2,841
折舊和攤銷	3,239	4,008	4,364	4,646	4,951
運營資金變動	518	(4,227)	(698)	(224)	(288)
其它	2,955	7,646	(289)	(52)	(35)
經營活動所得現金流	8,535	9,334	5,377	6,837	7,468
資本開支	(13,441)	(6,375)	(8,075)	(8,079)	(8,083)
聯營公司	(2,309)	(763)	(1,473)	(1,478)	(3,707)
其它	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(16,446)	(10,253)	(9,549)	(9,557)	(11,789)
股份發行	1,981	(13)	(124)	(239)	(334)
淨借貸	8,413	5,816	5,207	4,406	4,005
股息	(339)	(339)	(429)	(422)	(501)
其它	(3,404)	(3,679)	(246)	(36)	(30)
融資活動所得現金淨額	6,651	1,786	4,407	3,709	3,140
現金增加淨額	(1,261)	867	236	989	(1,181)
年初現金及現金等價物	3,295	2,031	2,890	3,126	4,115
匯兌	(3)	(8)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,031	2,890	3,126	4,115	2,934
受限制現金	422	64	304	309	314
資產負債表現金	2,453	2,954	3,430	4,424	3,248

数据来源:公司及招銀國際預測

主要指标

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
水電	17.1	25.4	17.9	15.9	15.0
火電	34.3	22.6	27.1	26.3	26.2
風電	26.1	33.2	35.3	37.4	37.9
其它業務	22.6	18.8	19.8	20.5	20.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	45.6	50.8	44.2	44.7	44.7
稅前利率	17.1	19.8	16.3	17.5	17.9
淨利潤率	11.8	12.0	11.2	12.3	12.8
有效稅率	15.5	16.9	15.0	15.0	15.0
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	8.5	8.1	8.6
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	78.5	79.3	79.2
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 (%)	316.8	318.7	319.2	309.1	305.1
回報率 (%)					
資本回報率	11.1	10.6	9.6	10.5	10.8
資產回報率	1.9	1.9	1.7	1.9	2.1
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.22	0.23	0.22	0.27	0.30
每股股息 (人民幣)	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07
每股賬面價值 (人民幣)	1.96	2.15	2.32	2.53	2.77

数据来源:公司及招銀國際預測

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。