招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

华电福新能源 (816 HK)

艰难时刻即将过去

- **今年前三季度净利润持平。**华电福新于今年前三季度录得 133.18 亿元人民币收入，同比增长 10.3%。由于福建水力资源缺乏，以及煤炭成本居高不下，以中国会计准则计算的经营利润同比下降 9.7%至 24.11 亿元人民币。虽然经营利润下跌，但我们认为华电福新于三季度有两方面值得关注，包括公司 1）财务开支控制得宜，以及 2）因风电场在所得税减免优惠期内贡献甚多，令公司有效税率显著下降。前三季度的净利润平稳维持在 20.79 亿元人民币。撇除对永久中期票据和可续期公司债券持有人的利润分配，我们推算公司今年首三季度的纯利为 18.99 亿元人民币，意味第三季录得 4.71 亿元人民币的净利润。我们认为华电福新今年前三季度业绩胜过我们预期，纯利已接近我们此前的全年预测的 20.58 亿元人民币。
- **水电板块将于第四季度复苏。**风电为公司带来主要收入贡献，抵消了因来水偏枯及煤炭成本高企，导致公司水电及火电板块表现欠佳而所造成的盈利压力。展望于第四季度及 2019 年，我们预计降雨量将恢复正常，令水电业务逐步复苏。这将有助华电福新释放风电业务强劲表现所带来的盈利增长。至于燃煤发电，根据煤炭价格将保持高企预期，我们推算该板块将维持在盈亏平衡水平。根据最新营运情况，我们将 2018 年公司的风电、水电、燃煤的预测利用小时数分别调整至 2,170 / 2,200 / 4,830。
- **首三季度取得 16.6 亿元人民币的可再生能源补贴。**管理层披露指，自 9 月以来公司加速回收可再生能源补贴，补贴应收账款余额仅由上半年末数额增加 0.7%至首三季度的 72.7 亿元人民币。由于华电福新的风电装机的补贴覆盖率高达 83.4%，我们预计补贴应收账款余额将在第四季度见顶，并由 2019 年起逐渐减少。
- **盈利增长潜力将于 2019 年释放。**我们认为华电福新的艰难时刻即将自 2019 年起结束，因水电复苏将显著释放公司的增长潜力。除水电复苏外，我们亦对华电福新 2018 年的各项新建发电产能感到乐观（水电：100 兆瓦、燃煤发电：660 兆瓦、风电：4-500 兆瓦、分布式天然气：350 兆瓦、三门核电投资：2 吉瓦）。我们预计华电福新将在 2019 年实现 36.6%的盈利增长。
- **上调 2018 年盈利预测 10.1%，重申买入。**基于前三季度的运营和财务更新，我们将华电福新的 2018-20 预测每股盈利从 0.24 / 0.33 / 0.38 元人民币上调 10.1 / 10.5 / 2.3%至每股 0.27 / 0.37 / 0.39 元。华电福新现价为 4.6 / 3.4 倍 2018-19 年预测市盈率，我们认为公司估值大幅落后于同业，2018-19 年预测股息收益率为 4.9 / 6.7%。我们维持目标价每股 2.09 港元，重申买入评级。

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	18,300	21,189	23,703
净利润 (百万人民币)	1,908	1,986	2,265	3,095	3,302
EPS (人民币)	0.23	0.24	0.27	0.37	0.39
EPS 变动 (%)	7.19	1.7	14.1	36.6	6.7
市盈率 (x)	5.6	5.5	4.6	3.4	3.3
市帐率 (x)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
股息率 (%)	3.9	4.3	4.9	6.7	6.8
权益收益率 (%)	10.6	10.2	10.7	13.0	12.5
净财务杠杆率 (%)	318.7	287.2	255.8	252.5	245.4

数据来源：公司资料，招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK$2.09
(此前目标价	HK$2.09)
潜在升幅	42.2%
当前股价	HK$1.47

萧小川
电话：(852) 3900 0849
邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

风电行业

市值(百万港元)	12,360
3 个月平均流通(百万)	6.82
52 周内高/低 (港元)	2.44/1.30
总股本 (百万)	8,408

数据源：彭博

股东结构

华电集团	62.8%
流通股	37.2%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-10.8%	-0.7%
3 月	-23.8%	-15.4%
6 月	-38.4%	-24.3%

数据源：彭博

股价表现

数据源：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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售收入	**15,917**	**16,813**	**18,300**	**21,189**	**23,703**
水電	4,037	2,518	1,545	2,314	2,529
火電	3,589	4,896	5,859	6,317	7,086
風電	5,291	6,401	7,486	8,341	8,901
其它業務	3,000	2,997	3,409	4,217	5,187
銷售成本	(8,009)	(9,435)	(10,713)	(11,944)	(13,573)
毛利	**7,908**	**7,377**	**7,587**	**9,244**	**10,131**
其它淨收入	180	210	206	180	180
行政費用	(512)	(512)	(481)	(556)	(621)
人員成本	(1,329)	(1,383)	(1,559)	(1,694)	(1,936)
其它費用	(896)	(832)	(780)	(852)	(948)
息稅前收益	**5,351**	**4,861**	**4,973**	**6,323**	**6,806**
融資成本淨額	(2,825)	(2,800)	(2,938)	(3,083)	(3,392)
合資及聯營企業	630	742	1,009	1,073	1,162
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	**3,156**	**2,802**	**3,044**	**4,312**	**4,576**
所得稅	(534)	(337)	(350)	(582)	(641)
非控制股東權益	(600)	(348)	(169)	(318)	(317)
永續中期票據分派	(115)	(115)	(115)	(153)	(211)
可续期债券分派	-	(16)	(106)	(106)	(106)
淨利潤	**1,908**	**1,986**	**2,265**	**3,095**	**3,302**

数据来源：公司资料，招银国际预测

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**	**103,185**	**110,415**	**117,218**
固定資產	78,612	81,191	85,112	90,493	95,385
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	10,433	11,975	13,599
其它非流動資產	5,448	5,107	6,092	6,285	6,459
流動資產	**9,795**	**11,325**	**13,423**	**13,717**	**16,048**
現金及現金等價物	2,954	2,127	3,270	3,445	4,977
應收賬款	5,052	6,992	7,971	7,971	8,683
預付款	1,501	1,919	1,833	1,910	1,979
其它流動資產	288	287	348	391	410
流動負債	**26,036**	**25,366**	**27,090**	**27,201**	**28,893**
應付賬款	1,569	1,081	1,464	1,695	1,896
其它應付	9,913	8,715	10,202	8,862	9,132
借貸	14,239	15,382	15,228	16,441	17,655
其它流動負債	316	188	197	203	210
非流動負債	**53,878**	**55,406**	**59,107**	**63,775**	**68,444**
借貸	52,283	53,779	57,285	61,850	66,416
融資租賃	252	226	328	354	380
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**
永續票据	**1,994**	**3,988**	**5,982**	**5,982**	**5,982**
淨資產總額	**18,040**	**19,436**	**21,234**	**23,819**	**26,425**
股東權益	**18,040**	**19,436**	**21,234**	**23,819**	**26,425**

数据来源：公司资料，招银国际预测

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
净利润	**1,953**	**1,986**	**2,265**	**3,095**	**3,302**
折舊和攤銷	4,008	4,335	4,787	5,257	5,749
運營資金變動	(4,227)	(4,071)	927	(1,227)	(327)
其它	7,600	5,788	(907)	(117)	(98)
經營活動所得現金流	**9,334**	**8,038**	**7,072**	**7,007**	**8,626**
資本開支	(6,375)	(7,083)	(8,708)	(10,634)	(10,637)
聯營公司	(763)	(684)	(2,243)	(1,542)	(1,625)
其它	(3,115)	(1,583)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	**(10,253)**	**(9,350)**	**(10,951)**	**(12,176)**	**(12,262)**
股份發行	57	1,834	1,994	-	-
净借貸	5,816	2,614	3,464	5,808	5,808
股息	(339)	(429)	(467)	(510)	(696)
其它	(3,749)	(3,499)	(313)	78	42
融資活動所得現金淨額	**1,786**	**520**	**4,677**	**5,377**	**5,153**
現金增加淨額	**867**	**(792)**	**798**	**208**	**1,518**
年初現金及現金等價物	2,031	2,895	2,122	2,920	3,128
匯兌	(8)	18	-	-	-
年末現金及現金等價物	**2,890**	**2,122**	**2,920**	**3,128**	**4,646**
受限制現金	64	5	350	317	331
資產負債表現金	**2,954**	**2,127**	**3,270**	**3,445**	**4,977**

数据来源：公司资料，招银国际预测

主要指标

年結:12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合（%）					
水電	25.4	15.0	8.4	10.9	10.7
火電	22.6	29.1	32.0	29.8	29.9
風電	33.3	38.1	40.9	39.4	37.6
其它業務	18.8	17.8	18.6	19.9	21.9
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	42.6	44.5	43.5
稅前利率	20.1	16.7	16.6	20.4	19.3
淨利潤率	12.3	11.8	12.4	14.6	13.9
有效稅率	16.7	12.0	11.5	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	0.5
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	6.5	6.3	5.9
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	50.9	52.6	51.7
債務 / 股本比率（%）	2.9	2.6	2.4	2.4	2.4
净負債/股東權益比率（%）	318.7	287.2	255.8	252.5	245.4
回報率（%）					
資本回報率	10.6	10.2	10.7	13.0	12.5
資產回報率	1.9	1.9	1.9	2.5	2.5
每股數據(人民幣)					
每股盈利（人民幣）	0.23	0.24	0.27	0.37	0.39
每股股息（人民幣）	0.05	0.06	0.06	0.08	0.09
每股賬面價值（人民幣）	2.15	2.31	2.53	2.83	3.14

数据来源：公司资料，招银国际预测

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之分析员，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着区别，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 年证券交易法规则 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。