

华电福新 (816 HK)

水电复苏，煤价下降

概要。华电福新 2019 年一季度发电量同比增长 1.5%，增长主要受水电板块发电量复苏驱动。基于中国会计准则下期间净利润同比增长 13.3%，但归属股东净利润受永续权益分派增加使盈利增长有所抵消。我们认为公司目前的业务运营表现符合预期，并且盈利增长能见度较高，我们预期火电燃料成本下降将为公司带来额外的盈利增长。

- **一季度净利润同比增长 13.3%。**华电福新录得中国会计准则下运营收入人民币 44.28 亿元，同比增长 1.5%与发电量增长速度一致。运营成本同比下跌 1.2%至人民币 27.79 亿元，我们认为成本下降主要来源于火电板块煤炭燃料成本下跌。主要开支方面与 2018 年一季度相比大致保持稳定，而有效税率则随收入结构改变同比上涨了 6.2 个百分点。基于中国会计准则净利润为人民币 7.47 亿元，同比上涨 13.3%。若扣除永续权益分派，我们测算归属股东净利润为人民币 6.33 亿元，同比增长 4.8%。
- **运营表现仍按预期轨道行进。**一季度，1) 水电板块呈显著反弹，发电量同比增长 61.2%，而火电板块则受水电恢复发电量同比下跌 26.5%，但水火合并发电量同比仍然实现发电增量为 3.8%；2) 风电发电量同比下跌 7.0%，主要由于一季度北方地区风资源条件弱于去年同期；3) 分布式业务发电同同比也下跌 5.5%，我们预期新投运的分布式机组仍需要时间来逐步增加发电量产出。我们认为水电业务的恢复仍然是 2019 年的业务关键，并且目前公司的运营表现仍在我们对于全年的业务预期的轨道上稳定运行。
- **火电业务板块或将在 2019 年带来惊喜。**管理层透露火电单位燃料成本较去年同期降低了 15.2%至每兆瓦时人民币 228.7 元，目前显著低于我们对于全年燃料成本每兆瓦时人民币 241.0 元预期。在过去的 2017/18 年，火电业务板块受到煤炭成本高企的影响处于盈亏平衡线上，我们预期煤炭价格的回落将使 2019 年火电板块获得利润反转，为华电福新带来显著的利润贡献。
- **维持买入评级。**2019 年，我们认为华电福新具备较高的盈利增长能见度，其增长将主要来源于水电板块的复苏以及火电板块的利润反转。基于目前 5.4 倍 2019 年预测市盈率，我们认为公司的估值水平显著落后于公司的盈利增速。我们对公司维持买入评级，目标价维持每股 2.00 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	16,813	18,330	19,518	23,211	27,333
同比增长(%)	5.63	9.02	6.48	18.92	17.76
净收入(百万元人民币)	1,986	1,995	2,331	2,708	3,163
每股盈利(元人民币)	0.24	0.24	0.28	0.32	0.38
每股盈利变动(%)	1.7	0.4	16.8	16.2	16.8
市盈率(倍)	6.3	6.2	5.4	4.6	4.0
市帐率(倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
股息率(%)	3.8	3.8	4.2	4.8	5.7
权益收益率(%)	10.2	9.5	10.2	10.8	11.4
不良贷款率(%)	287.2	205.2	208.5	208.3	193.1

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (上调)

目标价	HK\$2.00
(此前目标价)	HK\$2.00)
当前股价	HK\$1.68
潜在升幅	+19.0%

中国风电行业

萧小川

(852)39000849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	14,125
3 月平均流通量(百万港元)	6.64
52 周内股价高/低(港元)	2.32/1.30
总股本(百万)	8,408

资料来源：彭博

股东结构

华电集团	62.8%
流通股	37.2%

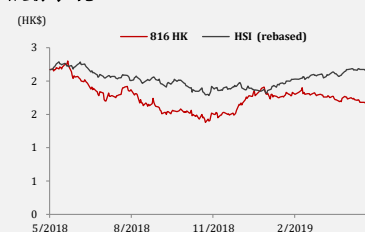
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.5%	-4.8%
3-月	-8.2%	-14.8%
6-月	10.5%	-2.7%
12-月	-26.6%	-26.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

近期报告

1. [华电福新\(816 HK\)-“水电及火电板块复苏将成 19 年关键”-2019 年 3 月 27 日](#)
2. [华电福新\(816 HK\)-“艰难时刻即将过去”-2018 年 11 月 2 日](#)
3. [华电福新\(816 HK\)-“尽管水电大幅拖累，但盈利仍然维持平稳”-2018 年 8 月 30 日](#)

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民)	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
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

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	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)	0	-	-	-
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

资产负债表

年结:12月31日(百万人民)	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

主要比率

年结: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)					
每股盈利(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

资料来源:公司及招銀国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

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) 39000888

传真: (852) 39000800

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风险。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。