

華電福新 (816 HK)

水電復蘇，煤價下降

概要。華電福新 2019 年一季度發電量同比增長 1.5%，增長主要受水電板塊發電量復蘇驅動。基於中國會計準則下期間淨利潤同比增長 13.3%，但歸屬股東淨利潤受永續權益分派增加使盈利增長有所抵消。我們認為公司目前的業務運營表現符合預期，並且盈利增長能見度較高，我們預期火電燃料成本下降將為公司帶來額外的盈利增長。

- **一季度淨利潤同比增長 13.3%。**華電福新錄得中國會計準則下運營收入人民幣 44.28 億元，同比增長 1.5%與發電量增長速度一致。運營成本同比下跌 1.2%至人民幣 27.79 億元，我們認為成本下降主要來源於火電板塊煤炭燃料成本下跌。主要開支方面與 2018 年一季度相比大致保持穩定，而有效稅率則隨收入結構改變同比上漲了 6.2 個百分點。基於中國會計準則淨利潤為人民幣 7.47 億元，同比上漲 13.3%。若扣除永續權益分派，我們測算歸屬股東淨利潤為人民幣 6.33 億元，同比增長 4.8%。
- **運營表現仍按預期軌道行進。**一季度，1) 水電板塊呈顯著反彈，發電量同比增長 61.2%，而火電板塊則受水電恢復發電量同比下跌 26.5%，但水火合併發電量同比仍然實現發電增量为 3.8%；2) 風電發電量同比下跌 7.0%，主要由於一季度北方地區風資源條件弱於去年同期；3) 分布式業務發電同比也下跌 5.5%，我們預期新投運的分布式機組仍需要時間來逐步增加發電量產出。我們認為水電業務的恢復仍然是 2019 年的業務關鍵，並且目前公司的運營表現仍在我們對於全年的業務預期的軌道上穩定運行。
- **火電業務板塊或將在 2019 年帶來驚喜。**管理層透露火電單位燃料成本較去年同期降低了 15.2%至每兆瓦時人民幣 228.7 元，目前顯著低於我們對於全年燃料成本每兆瓦時人民幣 241.0 元預期。在過去的 2017/18 年，火電業務板塊受到煤炭成本高企的影響處於盈虧平衡線上，我們預期煤炭價格的回落將使 2019 年火電板塊獲得利潤反轉，為華電福新帶來顯著的利潤貢獻。
- **維持買入評級。**2019 年，我們認為華電福新具備較高的盈利增長能見度，其增長將主要來源於水電板塊的復蘇以及火電板塊的利潤反轉。基於目前 5.4 倍 2019 年預測市盈率，我們認為公司的估值水平顯著落後於公司的盈利增速。我們對公司維持買入評級，目標價維持每股 2.00 港元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	16,813	18,330	19,518	23,211	27,333
同比增長(%)	5.63	9.02	6.48	18.92	17.76
淨收入(百萬元人民幣)	1,986	1,995	2,331	2,708	3,163
每股盈利(元人民幣)	0.24	0.24	0.28	0.32	0.38
每股盈利變動(%)	1.7	0.4	16.8	16.2	16.8
市盈率(倍)	6.3	6.2	5.4	4.6	4.0
市帳率(倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
股息率(%)	3.8	3.8	4.2	4.8	5.7
權益收益率(%)	10.2	9.5	10.2	10.8	11.4
不良貸款率(%)	287.2	205.2	208.5	208.3	193.1

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (上調)

目標價	HK\$2.00
(此前目標價)	HK\$2.00)
當前股價	HK\$1.68
潛在升幅	+19.0%

中國風電行業

蕭小川

(852)39000849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	14,125
3 月平均流通量(百萬港元)	6.64
52 周內股價高/低(港元)	2.32/1.30
總股本(百萬)	8,408

資料來源：彭博

股東結構

華電集團	62.8%
流通股	37.2%

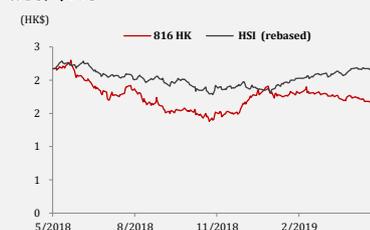
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.5%	-4.8%
3-月	-8.2%	-14.8%
6-月	10.5%	-2.7%
12-月	-26.6%	-26.1%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

近期報告

1. [華電福新\(816 HK\)-“水電及火電板塊復蘇將成 19 年關鍵”-2019 年 3 月 27 日](#)
2. [華電福新\(816 HK\)-“艱難時刻即將過去”-2018 年 11 月 2 日](#)
3. [華電福新\(816 HK\)-“儘管水電大幅拖累，但盈利仍然維持平穩”-2018 年 8 月 30 日](#)

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	16,813	18,330	19,518	23,211	27,333
水電	2,518	1,693	2,492	2,602	2,677
火電	4,896	6,116	5,573	6,555	8,002
風電	6,401	7,083	7,446	8,107	8,565
其它業務	2,997	3,437	4,007	5,946	8,089
銷售成本	(9,435)	(10,975)	(11,200)	(13,860)	(17,082)
毛利	7,377	7,355	8,317	9,351	10,251
其它淨收入	210	343	225	225	225
行政費用	(512)	(422)	(513)	(609)	(717)
人員成本	(1,383)	(1,599)	(1,799)	(2,163)	(2,578)
其它費用	(832)	(867)	(849)	(1,001)	(1,170)
息稅前收益	4,861	4,809	5,381	5,803	6,011
融資成本淨額	(2,800)	(2,991)	(2,910)	(3,073)	(3,195)
合資及聯營企業	742	940	1,127	1,242	1,512
稅前利潤	2,802	2,758	3,598	3,972	4,328
所得稅	(337)	(285)	(450)	(536)	(628)
非控制股東權益	(348)	(204)	(362)	(368)	(346)
永續權益分派	(131)	(274)	(456)	(361)	(192)
淨利潤	1,986	1,995	2,331	2,708	3,163

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
淨利潤	1,986	1,995	2,331	2,708	3,163
折舊和攤銷	4,335	4,759	4,980	5,536	6,187
運營資金變動	-4,071	-821	988	(717)	570
其它	5,788	374	(1,305)	(199)	(79)
經營活動所得現金流	8,038	6,306	6,993	7,328	9,840
資本開支	(7,083)	(4,558)	(9,971)	(9,814)	(7,339)
聯營公司	(684)	(795)	(1,547)	(1,633)	(1,832)
其它	(1,583)	0	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(9,350)	(5,352)	(11,518)	(11,447)	(9,171)
股份發行	1,833	5,104	-	-	-
淨借貸	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
融資活動所得現金淨額	520	508	5,120	4,993	1,737
現金增加淨額	(792)	1,462	595	874	2,406
年初現金及現金等價物	2,895	2,122	3,598	4,193	5,066
匯兌	18	14	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,122	3,598	4,193	5,066	7,472
受限現金	5	6	9	9	9
資產負債表現金	2,127	3,604	4,202	5,075	7,481

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	95,915	96,146	104,171	110,353	113,490
固定資產	81,191	80,930	85,925	90,210	91,370
預付租金	1,428	1,428	1,545	1,660	1,770
合資及聯營公司投資	8,190	8,985	10,531	12,164	13,997
其它非流動資產	5,107	4,805	6,169	6,319	6,353
流動資產	11,325	12,157	12,515	13,880	15,737
現金及現金等價物	2,127	3,604	4,202	5,075	7,481
應收賬款	6,992	5,970	6,103	6,489	5,824
預付款	1,919	2,154	1,845	1,906	1,922
其它流動資產	287	430	365	410	510
流動負債	25,366	19,345	24,043	24,943	25,423
應付帳款	1,081	1,104	1,269	1,509	1,777
其它應付	8,715	7,220	7,796	7,330	7,082
借貸	15,382	10,868	14,780	15,900	16,355
其它流動負債	188	153	198	204	209
非流動負債	55,406	55,857	57,535	61,840	63,632
借貸	53,779	54,096	55,603	59,814	61,526
融資租賃	226	291	309	332	341
其它非流動負債	1,401	1,470	1,624	1,694	1,764
少數股東權益	3,043	3,047	3,199	3,359	3,527
永續票據	3,988	8,970	8,970	8,970	8,970
淨資產總額	19,436	21,086	22,939	25,122	27,675
股東權益	19,436	21,086	22,939	25,122	27,675

主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
水電	15.0	9.2	12.8	11.2	9.8
火電	29.1	33.4	28.6	28.2	29.3
風電	38.1	38.6	38.2	34.9	31.3
其它業務	17.8	18.8	20.5	25.6	29.6
合計	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
稅前利率	16.7	15.0	18.4	17.1	15.8
淨利潤率	11.8	10.9	11.9	11.7	11.6
有效稅率	12.0	10.3	12.5	13.5	14.5
資產負債比率					
流動比率(x)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
速動比率(x)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.6
現金比率(x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
平均存貨周轉天數	6.0	8.2	6.4	6.1	6.5
平均應收款周轉天數	151.8	118.9	114.1	102.0	77.8
平均應付周轉天數	42.8	37.9	42.2	40.4	38.5
債務/股本比率(%)	2.6	2.0	2.0	2.0	1.9
淨負債/股東權益比率(%)	287.2	205.2	208.5	208.3	193.1
回報率(%)					
資本回報率	10.2	9.5	10.2	10.8	11.4
資產回報率	1.9	1.8	2.0	2.2	2.4
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.24	0.24	0.28	0.32	0.38
每股股息(人民幣)	0.06	0.06	0.06	0.07	0.08
每股賬面價值(人民幣)	2.31	2.51	2.73	2.99	3.29

資料來源:公司及招銀國際證券預測

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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市:行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市:行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市:行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

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)39000888

傳真:(852)39000800

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，並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，並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责任。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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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。接收本報告之行為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。