

華電福新能源 (816 HK)

2018 略顯平淡，期待 2019 恢復強勢

- ❖ **2018 年發電量溫和增長。**我們近期在華電福新發布了 2018 年運營表現後與管理層進行了交流。公司的風電、光伏、火電及燃氣分布式業務板塊錄得發電量同比增長分別為 14.0%、20.0%、16.6%及 20.0%，然而水電業務板塊歷經了顯著的發電量下跌，同比下降了 36.4%，大致抵消了其他幾個業務板塊的發電增量，使公司整體發電量僅同比增長 4.6%。我們認為公司的多電源策略較高的防守性地位開始顯現，在自然資源呈現較大波動的背景下，公司的業務整體能夠有效對沖清潔能源受自然條件波動所帶來的業績影響。除了公司的水電業務和燃氣分布式發電量較我們的預期分別低 3.9%及高 7.1%以外，我們認為公司的整體業務運營表現符合我們的預測。
- ❖ **水電板塊將成為 2019 年關鍵。**自 2017 年 4 季度起福建省來水極枯，使公司 2018 年大部分時間均受到了來水不足影響。基於更新後的全年度業務運營數據，我們測算公司 2018 年水電利用小時數僅 2,271 小時，遠低於正常年份的 3,600 小時。根據我們的數據跟踪，公司 2018 年 4 季度水電發電量實現同比增長 102.9%，我們認為這釋放了積極信號顯示來水明顯恢復。展望 2019 年，儘管我們認為降雨量影響將或多或少有所持續，我們仍然認為公司的水電業務板塊將會呈現強勢反彈。我們預期公司的水電利用小時數將回升至 3,300 小時，而水電回暖將會成為公司 2019 年盈利增長的主要動力。
- ❖ **預測風電發電量 2019 年將同比增長 8.2%。**公司風電板塊 2018 年實現發電量同比增長 14.0%。我們判斷增長主要歸因於 1) 2018 年 1-4 月風資源條件較好，2) 限電率呈顯著改善，以及 3) 僅 2.8%增量貢獻來自裝機容量增加。我們測算公司 2018 年風電利用小時數同比增長 211 小時至 2,151 小時，同時限電率在 9-10%區間。展望 2019 年，我們預期公司的限電率將有進一步 2-3 個百分點的改善空間，同時有效裝機比例將增加 6.0%，兩者合併將為公司的風電業務帶來 8.2%的發電增量。
- ❖ **福建省的用電量增長強勁，將對盈利增長形成有力支持。**對於福建省內的發電及用電形勢，1) 我們預期火電機組的盈利能力將有望隨著煤價回落合理水平明顯改善，2) 我們對福建省的用電量維持較高增速保持樂觀。基於上述兩點，我們認為公司過往水電和火電板塊利潤相互擠壓的蹣跚板效應將在 2019 年明顯弱化，呈“水強火不弱”局面。
- ❖ **2018 年盈利增速略顯平淡；期待 2019 恢復強勢。**我們將公司 2018-20 年每股盈利預測分別下調 6.4/13.1/8.5%至人民幣 0.25/0.32/0.36 元，以反應風電和核電投資的市場電價折扣高於預期。我們認為公司 2018 年盈利將溫和增長 6.7%，並且公司盈利增速將隨水電業務恢復而明顯加快。我們維持對公司目標價每股 2.09 港元不變，維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	15,917	16,813	18,300	21,189	23,703
淨利潤 (百萬人民幣)	1,908	1,986	2,265	3,095	3,302
EPS (人民幣)	0.23	0.24	0.27	0.37	0.39
EPS 變動 (%)	7.19	1.7	14.1	36.6	6.7
市盈率 (x)	5.6	5.5	4.6	3.4	3.3
市帳率 (x)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
股息率 (%)	3.9	4.3	4.9	6.7	6.8
權益收益率 (%)	10.6	10.2	10.7	13.0	12.5
淨財務杠杆率 (%)	318.7	287.2	255.8	252.5	245.4

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$2.09
(此目前目標價)	HK\$2.09)
潛在升幅	17.4%
當前股價	HK\$1.78

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	14,966
3 個月平均流通(百萬)	8.50
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	-1.1%	-5.7%
3 月	20.5%	12.7%
6 月	-5.9%	-0.1%

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

- ❖ **福建省跨區送電至相鄰省份刷新紀錄新高。**根據新聞報道，國家電網福建公司 2018 年售電量實現 200.3 太瓦時，同比增長 10.45%。除福建省內電力需求強勁以外，管理層透露福建省年度跨區送電量到周邊省份截止 2018 年 12 月中已刷新歷史新高，達至少 16.5 太瓦時，其中顯著的送電部分用於核電外送。展望 2019 年，我們認為福建省用電量將維持領先於全國平均約 2 個百分點，同時跨區送電量將維持穩定水平。上述兩者將為華電福新創造良好的用電環境以消納公司的水電、火電、以及核電投資所生產的電量。
- ❖ **2019 年公司火電業務板塊將有望隨煤炭價格回落有所改善。**根據國家發改委發布的福建省電煤價格指數，福建省動力煤價格 2018 年同比上漲約 4.6%。管理層透露火電業務板塊的盈利水平在年內有所改善，基於 1) 市場電價交易折扣從每兆瓦時人民幣 43 元明顯收窄至 13 元左右，以及 2) 火電利用小時數明顯上升。我們測算公司 2018 年火電利用小時數自 2017 年 4,171 小時增長 531 小時至 2018 年 4,702 小時。2019 年，公司還有 2 台 660 兆瓦新建火電機組投入運營，我們預期在水電恢復背景下，火電利用小時將回落至 4,370 小時，同時管理層預期煤炭價格回落將成為火電部門恢復盈利水平的決定性因素。

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售收入	15,917	16,813	18,118	20,709	23,993
水电	4,037	2,518	1,606	2,386	2,715
火电	3,589	4,896	5,962	6,465	7,252
风电	5,291	6,401	7,186	7,758	8,279
其它业务	3,000	2,997	3,365	4,100	5,746
銷售成本	(8,009)	(9,435)	(10,781)	(11,945)	(14,136)
毛利	7,908	7,377	7,337	8,763	9,857
其它淨收入	180	210	233	180	180
行政費用	(512)	(512)	(477)	(543)	(628)
人員成本	(1,329)	(1,383)	(1,559)	(1,711)	(1,953)
其它費用	(896)	(832)	(774)	(834)	(959)
息稅前收益	5,351	4,861	4,759	5,856	6,497
融資成本淨額	(2,825)	(2,800)	(2,938)	(3,088)	(3,392)
合資及聯營企業	630	742	1,035	1,089	1,179
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	3,156	2,802	2,855	3,857	4,284
所得稅	(534)	(337)	(300)	(521)	(600)
非控制股東權益	(600)	(348)	(177)	(331)	(345)
永續中期票據分派	(115)	(115)	(153)	(211)	(211)
可續期債券分派	-	(16)	(106)	(106)	(106)
淨利潤	1,908	1,986	2,119	2,688	3,022

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	93,048	95,915	103,157	110,394	117,153
固定資產	78,612	81,191	85,067	90,444	95,282
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	10,451	12,004	13,641
其它非流動資產	5,448	5,107	6,090	6,283	6,455
流動資產	9,795	11,325	13,291	13,180	15,429
現金及現金等價物	2,954	2,127	3,218	3,089	4,253
應收賬款	5,052	6,992	7,892	7,791	8,789
預付款	1,501	1,919	1,833	1,909	1,978
其它流動資產	288	287	348	391	410
流動負債	26,036	25,366	27,076	27,163	28,916
應付賬款	1,569	1,081	1,449	1,657	1,919
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
永續票據	1,994	3,988	5,982	5,982	5,982
淨資產總額	18,040	19,436	21,088	23,299	25,717
股東權益	18,040	19,436	21,088	23,299	25,717

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(百萬人民幣)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
淨利潤	1,953	1,986	2,119	2,688	3,022
折舊和攤銷	4,008	4,335	4,832	5,260	5,803
運營資金變動	(4,227)	(4,071)	992	(1,150)	(551)
其它	7,600	5,788	(905)	(117)	(96)
經營活動所得現金流	9,334	8,038	7,038	6,682	8,178
資本開支	(6,375)	(7,083)	(8,708)	(10,634)	(10,637)
聯營公司	(763)	(684)	(2,261)	(1,553)	(1,637)
其它	(3,115)	(1,583)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(10,253)	(9,350)	(10,969)	(12,187)	(12,274)
股份發行	57	1,834	1,994	-	-
淨借貸	5,816	2,614	3,464	5,808	5,808
股息	(339)	(429)	(467)	(477)	(605)
其它	(3,749)	(3,499)	(313)	79	40
融資活動所得現金淨額	1,786	520	4,678	5,410	5,243
現金增加淨額	867	(792)	747	(95)	1,148
年初現金及現金等价物	2,031	2,895	2,122	2,869	2,774
匯兌	(8)	18	-	-	-
年末現金及現金等价物	2,890	2,122	2,869	2,774	3,921
受限制現金	64	5	350	316	332
資產負債表現金	2,954	2,127	3,218	3,089	4,253

資料來源:公司資料,招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
水电	25.4	15.0	8.9	11.5	11.3
火电	22.6	29.1	32.9	31.2	30.2
风电	33.3	38.1	39.7	37.5	34.5
其它业务	18.8	17.8	18.6	19.8	23.9
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	41.8	43.2	41.8
稅前利率	20.1	16.7	15.8	18.6	17.9
淨利潤率	12.3	11.8	11.7	13.0	12.6
有效稅率	16.7	12.0	10.5	13.5	14.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
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	0.1
平均存貨周轉天數	5.7	6.0	6.6	6.5	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	50.2	51.4	50.2
債務 / 股本比率 (%)	2.9	2.6	2.4	2.4	2.4
淨負債 / 股東權益比率 (%)	318.7	287.2	257.3	258.2	253.1
回報率 (%)					
資本回報率	10.6	10.2	10.0	11.5	11.8
資產回報率	1.9	1.9	1.8	2.2	2.3
每股數據(人民幣)					
	0.23	0.24	0.25	0.32	0.36
每股股息(人民幣)	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08
每股賬面價值(人民幣)	2.15	2.31	2.51	2.77	3.06

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。