

华电福新 (816 HK, HK\$1.81 目标价: HK\$2.50, 买入) — 水涨船高

- ❖ **前三季度录得高额水电利用小时。**华电福新前三季度水电利用小时数带来意外惊喜。根据我们测算，利用小时数超过 4,530 小时，已超过我们此前对于水电板块全年 4,300 利用小时预期。前 9 个月水电发电量录得 11,362 吉瓦时，较去年同期大幅增长 79.1%。超高的水电利用小时主要归因于厄尔尼诺效应所带来丰沛的降雨以及活跃的台风影响。我们预期水电利用小时数在 2016 年全年可达 5,200 小时，并将显著提升华电福新的盈利水平，因水电较其它业务板块相比具有较高的毛利水平。
- ❖ **火电面临更高压力。**靓丽的水电业绩挤压了火电利用小时。虽然三季度火电发电量仅录得轻微下跌 2.8%，但前 9 个月发电量则按年下跌 30.2%。此外，波动向上的煤炭价格也为火电业务带来更多的不确定性，目前环渤海动力煤价格指数以较年初水平上涨了 59%。基于对国内煤价稳定于目前反弹高点直到年末的预期，我们将华电福新全年火电板块的单位燃料成本从降低 10% 修正为增加 8%，我们认为这将增加公司火电板块的利润压力。对于面临压力的火电板块，管理层透露计划放慢部分新项目的投产节奏，我们同时观察到福建省其它火电项目也较原时间计划有所放慢。我们认为火电板块的压力在水电利用小时恢复正常及新增产能延后释放的情形可获一定缓解。
- ❖ **风电核电稳步增长。**风电发电量前三季度增长 39.1%，并与同期录得风电利用小时数为 1,260 小时。风电发电量增长与装机量增长相一致。截止 16 年 6 月末，公司装机容量为 7,015 兆瓦，较去年同期增长 40.4%。核电投资方面，福清核电 3 号机组将是我们 4 季度的关注重点，该机组已经在 10 月 24 日起具备商业运营条件。我们估测福清 3 号机组将在 2016 年满发运营至少 1400 小时。
- ❖ **重申买入。**基于 1) 超高额水电利用小时；2) 更高的火电板块不确定性；3) 稳定增长的风电核电业绩；以及 4) 福建省高于全国平均的 GDP 及用电量增长，我们分别将 2016-18 年的净利润调整 8.6%、-11.3% 和 -10% 至人民币 25.05 亿、23.73 亿以及 26.76 亿，并将 DCF 目标价自 2.67 港元降低至 2.50 港元。基于目前股价为我们 2016 年预测市盈率的 5.3 倍，及 3.5% 的预测股息率，我们认为华电福新价值低估。**维持「买入」评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(百万元人民币)	13,895	15,347	16,286	17,230	19,396
净利润(百万元人民币)	1,867	1,821	2,505	2,374	2,674
每股收益(人民币)	0.23	0.22	0.30	0.28	0.32
每股收益变动(%)	21.5	-7.5	37.6	-5.2	12.7
市盈率(x)	6.7	7.2	5.3	5.5	4.9
市帐率(x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率(%)	2.8	2.6	3.5	3.4	3.8
权益收益率(%)	12.4	11.1	13.5	11.6	11.8
净财务杠杆率(%)	323.8	317.1	320.4	322.6	343.2

来源: 公司及招银国际研究部

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

华电福新 (816 HK)

评级	买入
收市价	HK\$1.81
目标价	HK\$2.50
市值(港币百万)	15,218
过去 3 月平均交易(港币百万)	43.32
52 周高/低(港币)	2.44/1.18
发行股数(百万)	8408
主要股东	华电集团(62.8%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-1.6%	-0.2%
3 月	-5.7%	-9.1%
6 月	6.5%	-2.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售收入	13,895	15,347	16,286	17,230	19,396
Hydro	2,404	2,627	3,741	2,727	2,754
Coal-fired	7,138	5,272	3,746	4,211	4,809
Wind	3,153	3,967	5,271	6,233	7,218
Others	1,200	3,481	3,528	4,060	4,615
銷售成本	(7,365)	(8,502)	(8,588)	(9,722)	(10,988)
毛利	6,530	6,845	7,698	7,509	8,408
其它淨收入	237	155	158	158	158
行政費用	(405)	(453)	(477)	(504)	(567)
人員成本	(1,052)	(1,192)	(1,274)	(1,348)	(1,505)
其它費用	(369)	(589)	(451)	(475)	(529)
息稅前收益	4,942	4,765	5,653	5,340	5,965
融資成本淨額	(2,344)	(2,569)	(2,507)	(2,876)	(3,294)
合資及聯營企業	84	428	659	941	1,145
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,681	2,623	3,805	3,404	3,815
所得稅	(534)	(405)	(571)	(511)	(572)
非控制股東權益	(280)	(316)	(615)	(405)	(454)
永續中期票據持有人	0	(81)	(115)	(115)	(115)
淨利潤	1,867	1,821	2,505	2,374	2,674

来源: 公司及招銀國際研究部預測

资产负债表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	76,186	89,356	98,387	108,564	121,418
固定資產	66,074	75,589	83,411	91,740	102,498
預付租金	1,080	1,237	1,366	1,492	1,615
合資及聯營公司投資	4,433	6,742	7,594	8,980	10,526
其它非流動資產	4,599	5,787	6,016	6,352	6,779
流動資產	9,749	8,189	9,146	11,485	13,130
現金及現金等價物	3,959	2,418	2,953	4,916	5,810
應收賬款	3,492	3,599	3,869	4,094	4,608
預付款	1,854	1,748	1,877	2,002	2,164
其它流動資產	444	424	447	472	547
流動負債	26,579	27,122	31,434	35,440	37,917
應付賬款	2,915	2,528	2,769	2,757	2,909
其它應付	11,246	11,411	11,289	13,140	12,209
借貸	11,997	12,903	17,045	19,209	22,462
其它流動負債	421	280	332	334	336
非流動負債	41,698	49,281	52,891	59,442	69,260
借貸	39,830	47,572	51,134	57,628	67,386
融資租賃	678	454	433	417	406
其它非流動負債	1,190	1,254	1,325	1,396	1,468
少數股東權益	2,646	2,673	2,699	2,726	2,754
永續中期票據	-	1,994	1,994	1,994	1,994
淨資產總額	15,013	16,476	18,514	20,446	22,623
股東權益	15,013	16,476	18,515	20,446	22,623

来源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	4,942	4,765	5,653	5,340	5,965
折舊和攤銷	2,667	3,237	3,967	4,360	4,881
運營資金變動	5	1,083	-186	-386	-598
稅務開支	(407)	(579)	(555)	(485)	(545)
其它	(33)	(68)	(215)	(200)	(200)
經營活動所得現金流	7,175	8,438	8,665	8,629	9,502
資本開支	(16,549)	(12,942)	(11,810)	(12,710)	(15,660)
聯營公司	(892)	(1,920)	(851)	(1,386)	(1,546)
其它	3,436	(1,564)	(1,606)	(879)	(1,650)
投資活動所得現金淨額	(14,005)	(16,426)	(14,267)	(14,975)	(18,856)
股份發行	2,305	2,085	0	0	0
淨借貸	9,169	8,389	7,677	8,643	12,998
股息	(366)	(339)	(466)	(442)	(498)
其它	(2,771)	(3,437)	(1,074)	54	(2,229)
融資活動所得現金淨額	8,337	6,697	6,136	8,255	10,271
現金增加淨額	1,507	(1,292)	534	1,909	917
年初現金及現金等價物	1,769	3,291	1,996	2,530	4,439
匯兌	15	(3)	0	0	0
年末現金及現金等價物	3,291	1,996	2,530	4,439	5,356
受限制現金	668	422	422	477	454
資產負債表現金	3,959	2,418	2,952	4,916	5,810

來源:公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
水電	17.3	17.1	23.0	15.8	14.2
火電	51.4	34.4	23.0	24.4	24.8
風電	22.7	25.8	32.4	36.2	37.2
其它業務	8.6	22.7	21.7	23.6	23.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	48.7	45.6	48.2	44.5	44.2
稅前利率	19.3	17.1	23.4	19.8	19.7
淨利潤率	13.4	11.9	15.4	13.8	13.8
有效稅率	19.9	15.5	15.0	15.0	15.0
資產負債比率					
流動比率(x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
速動比率(x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
現金比率(x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
平均存貨周轉天數	11.2	9.5	9.5	9.5	9.9
平均應收款周轉天數	91.7	85.6	86.7	86.7	86.7
平均應付周轉天數	149.3	110.5	119.9	105.2	98.1
債務/股本比率(%)	297.7	288.4	295.8	307.2	329.9
淨負債/股東權益比率(%)	323.8	317.1	320.4	322.6	343.2
回報率 (%)					
資本回報率	12.4	11.1	13.5	11.6	11.8
資產回報率	2.2	1.9	2.3	2.0	2.0
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.23	0.22	0.30	0.28	0.32
每股股息(人民幣)	0.04	0.04	0.06	0.05	0.06
每股賬面價值(人民幣)	1.79	1.96	2.20	2.43	2.69

來源:公司及招銀國際研究部預測

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，请与我们联系。

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个人。