華電福新 (816 HK, HK$1.81 目標價: HK$2.50, 買入) — 水漲船高

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

華電福新 (816 HK)

評級	買入
收市價	HK$1.81
目標價	HK$2.50
市值 (港幣百萬)	15,218
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	43.32
52 周高/低 (港幣)	2.44/1.18
發行股數 (百萬)	8408
主要股東	華電集團(62.8%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-1.6%	-0.2%
3 月	-5.7%	-9.1%
6 月	6.5%	-2.3%

來源:彭博

過去一年股價

來源:彭博

- **前三季度錄得高額水電利用小時。**華電福新前三季度水電利用小時數帶來意外驚喜。根據我們測算，利用小時數超過 4,530 小時，已超過我們此前對於水電板塊全年 4,300 利用小時預期。前 9 個月水電發電量錄得 11,362 吉瓦時，較去年同期大幅增長 79.1%。超高的水電利用小時主要歸因於厄爾尼諾效應所帶來豐沛的降雨以及活躍的颱風影響。我們預期水電利用小時數在 2016 年全年可達 5,200 小時，並將顯著提升華電福新的盈利水準，因水電較其它業務板塊相比具有較高的毛利水準。

- **火電面臨更高壓力。**靚麗的水電業績擠壓了火電利用小時。雖然三季度火電發電量僅錄得輕微下跌 2.8%，但前 9 個月發電量則按年下跌 30.2%。此外，波動向上的煤炭價格也為火電業務帶來更多的不確定性，目前環渤海動力煤價格指數以較年初水準上漲了 59%。基於對國內煤價穩定於目前反彈高點直到年末的預期，我們將華電福新全年火電板塊的單位燃料成本從降低 10%修正為增加 8%，我們認為這將增加公司火電板塊的利潤壓力。對於面臨壓力的火電板塊，管理層透露計畫放慢部分新專案的投產節奏，我們同時觀察到福建省其它火電項目也較原時間計畫有所放慢。我們認為火電板塊的壓力在水電利用小時恢復正常及新增產能延後釋放的情形可獲一定緩解。

- **風電核電穩步增長。**風電發電量前三季度增長 39.1%，並與同期錄得風電利用小時數為 1,260 小時。風電發電量增長與裝機量增長相一致。截止 16 年 6 月末，公司裝機容量為 7,015 兆瓦，較去年同期增長 40.4%。核電投資方面，福清核電 3 號機組將是我們 4 季度的關注重點，該機組已經在 10 月 24 日起具備商業運營條件。我們估測福清 3 號機組將在 2016 年滿發運營至少 1400 小時。

- **重申買入。**基於 1）超高額水電利用小時；2）更高的火電板塊不確定性；3）穩定增長的風電核電業績；以及 4）福建省高於全國平均的 GDP 及用電量增長，我們分別將 2016-18 年的淨利潤調整 8.6%,-11.3% 和-10% 至人民幣 25.05 億、23.73 億以及 26.76 億，並將 DCF 目標價自 2.67 港元降低至 2.50 港元。基於目前股價為我們 2016 年預測市盈率的 5.3 倍，及 3.5%的預測股息率，我們認為華電福新價值低估。**維持「買入」評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬元人民幣)	13,895	15,347	16,286	17,230	19,396
淨利潤 (百萬元人民幣)	1,867	1,821	2,505	2,374	2,674
每股收益 (人民幣)	0.23	0.22	0.30	0.28	0.32
每股收益變動 (%)	21.5	-7.5	37.6	-5.2	12.7
市盈率(x)	6.7	7.2	5.3	5.5	4.9
市帳率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	2.8	2.6	3.5	3.4	3.8
權益收益率 (%)	12.4	11.1	13.5	11.6	11.8
淨財務槓杆率 (%)	323.8	317.1	320.4	322.6	343.2

來源: 公司及招銀國際研究部

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**

來源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

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**

來源: 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 : 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室　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。報告所載資料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，並可能會受標的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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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責任。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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資訊，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。