

華電福新 (816 HK, HK\$1.78 目標價: HK\$2.14, 買入) — 2017 年缺乏業績催化劑

❖ **2016 業績低於市場預期。**華電福新發佈了 2016 年全年業績。銷售收入錄得人民幣 159 億，按年增長 3.4%，符合我們預期。在收入結構方面，則與我們的預期有所不同，主要是因為公司在火電和風電業務板塊實現了比我們預期更高的電價，與此同時煤炭貿易銷售較去年減少了 50.8%。運營利潤方面，公司錄得人民幣 53.5 億元，同比增長 11.8%，符合我們預期，但淨財務支出，少數股東權益分配以及聯營公司利潤分享方面則出乎意料，導致淨利潤（除永續債利息分配後）為人民幣 19.1 億，僅增長 4.7%。公司 2016 年淨利潤較我們預期低 18.2%。公司宣佈期末股息人民幣 5.1 分，對現價意味 3.2% 股息收益率。

❖ **火電板塊持續受壓。**我們相信火電板塊將會是華電福新 2017 年業務運營所面臨的主要挑戰。面對快速攀升的煤價，公司通過增加進口煤炭的採購，使 2016 年煤炭成本控制較好，入廠標煤單價僅上升 0.8%，但我們也觀察到 2017 年 1 季度煤炭價格仍然快速增長。管理層透露火電板塊 2016 年遭受淨虧損人民幣 1.6 億元，我們預期在煤炭價格高企，成本無法通過電價向下游傳導的情形下，火電利潤壓力將在 2017 年持續。綜合福建省降水恢復正常，我們認為火電部門的業績表現很可能抵消其它業務部門所帶來的增長。

❖ **大型化燃氣發電機組將成為未來業務發展重點。**管理層將燃氣發電列為未來專案開發的重點。公司 2017 年將在廣東省增城有一個大型化燃氣機組發電項目獲批，設計容量高達 1.2 吉瓦，與以往公司所開發的小型分散式燃氣機組有所不同。在其它電源新增容量方面，管理層計畫 2017 年新增 7-800 兆瓦風電項目，100 兆瓦水電項目，以及核電聯營福清 4 號和三門 1 號機投運。資本開支強度在 2016 年降低至人民幣 68 億，管理層計畫 2017 年資本開支人民幣 80 億。我們相信新增機組將緩解火電板塊所帶來的利潤增長壓力。

❖ **目標價下調至每股 2.14 港元。**我們將 2017 及 2018 年的盈利預測分別下調 17.7% 及 19.3% 至人民幣 20.0 億及 24.7 億。根據我們最新的 DCF 估值，火電部門估值將因盈利壓力有所下滑，而風電部門則因投資強度下降而在板塊估值有所提升。我們據此將華電福新的目標價自每股 2.24 港元下調至每股 2.14 港元。基於我們對公司內在價值的判斷，**維持買入評級。**

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

華電福新 (816 HK)

評級	買入
收市價	HK\$1.78
目標價	HK\$2.14
市值 (港幣百萬)	14,966
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	29.68
52 周高/低 (港幣)	2.30/1.59
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	-6.8%	-7.6%
3 月	7.8%	-3.8%
6 月	-7.3%	-10.6%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬元人民幣)	15,347	15,917	16,496	18,238	20,614
淨利潤 (百萬元人民幣)	1,821	1,908	2,000	2,467	2,841
每股收益 (人民幣)	0.22	0.23	0.24	0.29	0.34
每股收益變動 (%)	-7.5	4.8	4.8	23.4	15.1
市盈率(x)	7.32	6.98	6.66	5.40	4.69
市帳率(x)	0.81	0.74	0.68	0.62	0.56
股息率 (%)	2.5	3.2	3.4	4.2	67.9
權益收益率 (%)	11.1	10.6	10.2	11.4	11.9
淨財務杠杆率 (%)	317.1	318.7	316.3	304.6	295.7

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	15,393	15,917	16,496	18,238	20,614
水電	2,627	4,037	2,873	2,873	2,941
火電	5,272	3,589	4,374	4,674	5,722
風電	4,012	5,291	5,951	6,990	7,848
其它業務	3,481	3,000	3,299	3,701	4,103
銷售成本	(8,522)	(8,009)	(9,054)	(9,913)	(11,322)
毛利	6,870	7,908	7,442	8,324	9,292
其它淨收入	155	180	145	145	106
行政費用	(456)	(512)	(499)	(551)	(622)
人員成本	(1,194)	(1,329)	(1,456)	(1,643)	(1,840)
其它費用	(589)	(896)	(622)	(683)	(765)
息稅前收益	4,786	5,351	5,010	5,592	6,171
融資成本淨額	(2,589)	(2,825)	(2,960)	(3,158)	(3,342)
合資及聯營企業	428	630	913	1,186	1,318
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,625	3,156	2,962	3,620	4,147
所得稅	(406)	(534)	(504)	(652)	(788)
非控制股東權益	(316)	(600)	(344)	(386)	(403)
永續中期票據持有人	(81)	(115)	(115)	(115)	(115)
淨利潤	1,822	1,908	2,000	2,467	2,841

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	90,041	93,048	98,470	103,636	110,543
固定資產	76,255	78,612	82,000	85,303	88,136
預付租金	1,237	1,482	1,492	1,615	1,734
合資及聯營公司投資	6,742	7,506	9,000	10,600	14,434
其它非流動資產	5,806	5,448	5,977	6,117	6,238
流動資產	8,250	9,795	9,912	11,252	11,289
現金及現金等價物	2,453	2,954	3,664	4,466	3,815
應收賬款	3,606	5,052	3,920	4,333	4,898
預付款	1,767	1,501	1,856	1,906	1,948
其它流動資產	424	288	472	547	628
流動負債	27,860	26,036	25,468	26,611	27,738
應付賬款	2,528	1,569	1,980	2,189	2,474
其它應付	12,149	9,913	8,127	8,127	8,127
借貸	12,903	14,239	15,030	15,966	16,803
其它流動負債	280	316	331	329	335
非流動負債	49,281	53,878	58,328	61,875	65,114
借貸	47,572	52,283	56,543	60,063	63,211
融資租賃	454	252	389	344	362
其它非流動負債	1,254	1,343	1,396	1,468	1,541
少數股東權益	2,673	2,895	2,982	2,780	3,071
永續中期票據	1,994.00	1,994	1,994	1,994	1,995
淨資產總額	16,483	18,040	19,610	21,628	23,914

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)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	4,765	5,384	5,010	5,592	6,171
折舊和攤銷	3,237	3,949	4,317	4,687	5,155
運營資金變動	1,083	-84	-945	-329	-402
稅務開支	(579)	(509)	(478)	(625)	(760)
其它	(68)	(215)	(200)	(200)	-
經營活動所得現金流	8,438	8,525	7,704	9,124	10,164
資本開支	(12,942)	(6,786)	(8,010)	(8,010)	(8,010)
聯營公司	(1,920)	(867)	(1,391)	(1,600)	(3,834)
其它	(1,564)	(1,606)	(879)	(1,650)	(1,650)
投資活動所得現金淨額	(16,426)	(9,259)	(10,280)	(11,260)	(13,494)
股份發行	2,085	-	-	-	-
淨借貸	8,389	4,886	6,137	4,406	4,005
股息	(339)	(459)	(450)	(555)	(639)
其它	(3,437)	(2,799)	(2,640)	(919)	(696)
融資活動所得現金淨額	6,697	1,628	3,047	2,931	2,670
現金增加淨額	(1,292)	894	471	795	(660)
年初現金及現金等價物	3,291	1,996	2,890	3,361	4,157
匯兌	(3)	0	0	0	0
年末現金及現金等價物	1,996	2,890	3,361	4,157	3,497
受限制現金	422	64	303	309	318
資產負債表現金	2,418	2,954	3,664	4,466	3,815

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
水電	17.1	25.4	17.4	15.8	14.3
火電	34.3	22.6	26.5	25.6	27.8
風電	26.1	33.2	36.1	38.3	38.1
其它業務	22.6	18.8	20.0	20.3	19.9
合計	101.0	102.0	100.0	100.0	101.0
盈利能力比率					
毛利率	45.6	50.8	46.0	46.4	45.6
稅前利率	17.1	19.8	18.0	19.8	20.1
淨利潤率	11.8	12.0	12.1	13.5	13.8
有效稅率	15.5	16.9	17.0	18.0	19.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
速動比率 (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
現金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
平均存貨周轉天數	9.4	5.7	10.0	10.5	10.7
平均應收款周轉天數	85.5	115.9	86.7	86.7	86.7
平均應付周轉天數	110.3	73.2	81.1	81.8	80.5
債務 / 股本比率 (%)	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8
淨負債/股東權益比率 (%)	3.2	3.2	3.2	3.0	3.0
回報率 (%)					
資本回報率	11.1	10.6	10.2	11.4	11.9
資產回報率	1.9	1.9	1.8	2.1	2.3
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.22	0.23	0.24	0.29	0.34
每股股息 (人民幣)	0.04	0.05	0.05	0.07	1.08
每股賬面價值 (人民幣)	1.96	2.15	2.33	2.57	2.84

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责任。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。