

# 华电福新 (816 HK)

## 预料 19 财年业绩不俗；20 年前路面临阴霾

根据运营数据更新，我们将华电福新 2019 年盈利预测上调 1.6%。我们预计公司 2019 财年盈利同比增长 21.9%，是我们目前所覆盖的几家风电运营商里盈利增速最高的一家。受到新冠疫情的影响，我们认为公司 2020 年的运营表现具有较高的不确定性。尽管如此，由于目前估值已处于遇险资产区间，我们仍然认为公司价值被大幅低估。维持对公司买入评级，目标价维持每股 2.00 港元不变。

- **2019 财年预测盈利同比增长 21.9%**。我们将华电福新的 2019 年盈利预测轻微上调 1.6% 至人民币 24.31 亿元（除永续权益后），调整主要基于运营数据更新一集核电发电量信息等。盈利增长主要受水电业务强劲反弹，以及火电板块盈利复苏所致。我们认为公司在我们覆盖的风电企业中具备最高的 2019 年盈利增速。
- **水电发电量同比增长 63.4%**。2019 年水电业务发电量恢复正常。根据我们测算，利用小时数自 2018 年多年低位的 2,331 小时反弹至 3,775 小时。
- **火电盈利反弹**。2019 年火电业务发电量同比下跌 8.5%，主要受到水电较好的发电量使发电空间受到一定挤压。尽管如此，我们预期火电板块的盈利将呈显著反弹，主要受煤炭成本的下降所驱动。我们预期华电福新的单位燃料成本将在 2019 年同比下降 10%，而这将显著改善板块的盈利表现。
- **核电投资受三门核电二号机组拖累**。三门核电二号机组遭遇意外的泵故障导致停机。该机组的维护工作在 2019 年持续了较长时间。因此我们预期华电福新的核电投资收益将受显著拖累。尽管福清核电发电量创历史新高，我们预期核电投资收益将自 2018 年的人民币 8.68 亿下降至 2019 年人民币 7.79 亿元。
- **2020 年不确定性较高**。公司一月发电量同比下跌 18.5%，到二月份实现了同比增长 7.1%。前两个月合计发电量同比下降 7.3%。2020 年我们认为华电福新的运营表现将随着宏观经济因疫情阴霾而带来较高的不确定性。
- **估值已处于遇险资产之列**。公司目前的交易估值为 2019 年市帐率的 0.44 倍。我们认为市场目前对公司的估值已跌落遇险资产之列。尽管 2020 年前路略显崎岖，基于公司多元化的发电资产组合，我们并不认为公司将会遇到财务困境。维持对于公司的买入评级，目标价维持每股 2.00 港元不变。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	16,813	18,330	19,712	22,083	25,253
同比增长(%)	5.63	9.02	7.54	12.03	14.36
净收入(百万元人民币)	1,986	1,995	2,431	3,035	3,444
每股盈利(元人民币)	0.24	0.24	0.29	0.36	0.41
每股盈利变动(%)	1.7	0.4	21.9	24.8	13.5
市场平均盈利预测 (人民币)	N/A	N/A	0.28	0.34	0.39
市盈率(倍)	5.1	5.0	4.1	3.3	2.9
市帐率(倍)	0.5	0.5	0.44	0.39	0.36
股息率(%)	4.6	4.7	5.4	6.8	7.7
权益收益率(%)	10.2	9.5	10.6	11.9	12.2
净负债率(%)	287.2	205.2	207.7	203.5	187.4

资料来源：公司资料、彭博、招银国际证券预测

### 买入 (维持)

目标价	HK\$2.00
(此前目标价)	HK\$2.00)
潜在升幅	+52.7%
当前股价	HK\$1.31

### 中国风电行业

#### 萧小川

(852)39000849

robinxiao@cmbi.com.hk

#### 公司数据

市值(百万港元)	11,267
3 月平均流通量(百万港元)	9.6
52 周内股价高/低(港元)	1.79/1.26
总股本(百万)	2,570

资料来源：彭博

#### 股东结构

华电集团	62.8%
流通股	37.2%

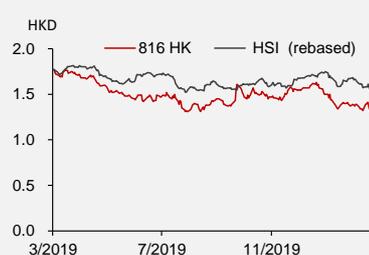
资料来源：港交所

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.7%	16.6%
3-月	-11.5%	1.9%
6-月	-2.8%	10.6%
12-月	-21.1%	-4.8%

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

## 财务分析

### 利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>销售收入</b>	<b>16,813</b>	<b>18,330</b>	<b>19,712</b>	<b>22,083</b>	<b>25,253</b>
水电	2,518	1,693	2,659	2,602	2,677
火电	4,896	6,116	5,731	5,427	5,922
风电	6,401	7,083	7,281	8,107	8,565
其它业务	2,997	3,437	4,041	5,946	8,089
销售成本	(9,435)	(10,975)	(10,720)	(12,463)	(14,972)
<b>毛利</b>	<b>7,377</b>	<b>7,355</b>	<b>8,992</b>	<b>9,620</b>	<b>10,281</b>
其它净收入	210	343	225	225	225
行政费用	(512)	(422)	(518)	(580)	(662)
人员成本	(1,383)	(1,599)	(1,723)	(2,006)	(2,253)
其它费用	(832)	(867)	(1,037)	(1,044)	(1,187)
<b>息税前收益</b>	<b>4,861</b>	<b>4,809</b>	<b>5,939</b>	<b>6,214</b>	<b>6,404</b>
融资成本净额	(2,800)	(2,991)	(2,786)	(3,000)	(3,179)
合资及联营企业	742	940	761	1,136	1,432
<b>税前利润</b>	<b>2,802</b>	<b>2,758</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
所得税	(337)	(285)	3,914	4,350	4,657
非控制股东权益	(348)	(204)	(626)	(587)	(675)
永续权益分派	(131)	(274)	(400)	(368)	(346)
<b>净利润</b>	<b>1,986</b>	<b>1,995</b>	<b>(456)</b>	<b>(361)</b>	<b>(192)</b>

### 现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>净利润</b>	<b>1,986</b>	<b>1,995</b>	<b>2,431</b>	<b>3,035</b>	<b>3,444</b>
折旧和摊销	4,335	4,759	4,838	5,375	5,865
运营资金变动	-4,071	-821	928	(124)	822
其它	5,788	374	(1,311)	(204)	(91)
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>8,038</b>	<b>6,306</b>	<b>6,887</b>	<b>8,082</b>	<b>10,041</b>
资本开支	(7,083)	(4,558)	(9,971)	(9,814)	(7,339)
联营公司	(684)	(795)	(1,412)	(1,596)	(1,805)
其它	(1,583)	0	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(9,350)</b>	<b>(5,352)</b>	<b>(11,383)</b>	<b>(11,410)</b>	<b>(9,143)</b>
股份发行	1,833	5,104	-	-	-
净借贷	2,614	(4,132)	5,445	5,357	2,178
股息	(429)	(467)	(478)	(547)	(683)
其它	(3,499)	4	152	160	168
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>520</b>	<b>508</b>	<b>5,120</b>	<b>4,970</b>	<b>1,663</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(792)</b>	<b>1,462</b>	<b>623</b>	<b>1,642</b>	<b>2,560</b>
年初现金及现金等价物	2,895	2,122	623	1,642	2,560
汇兑	18	14	3,598	4,221	5,863
年末现金及现金等价物	<b>2,122</b>	<b>3,598</b>	-	-	-
受限制现金	5	6	4,221	5,863	8,423
<b>资产负债表现金</b>	<b>2,127</b>	<b>3,604</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>

### 资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流动资产</b>	<b>95,915</b>	<b>96,146</b>	<b>104,184</b>	<b>110,495</b>	<b>113,938</b>
固定资产	81,191	80,930	86,068	90,513	91,995
预付租金	1,428	1,428	1,545	1,660	1,770
合资及联营公司投资	8,190	8,985	10,396	11,992	13,797
其它非流动资产	5,107	4,805	6,174	6,330	6,376
<b>流动资产</b>	<b>11,325</b>	<b>12,157</b>	<b>12,615</b>	<b>14,069</b>	<b>15,767</b>
现金及现金等价物	2,127	3,604	4,230	5,872	8,432
应收账款	6,992	5,970	6,200	5,931	5,000
预付款	1,919	2,154	1,847	1,910	1,931
其它流动资产	287	430	339	357	403
<b>流动负债</b>	<b>25,366</b>	<b>19,345</b>	<b>24,056</b>	<b>24,870</b>	<b>25,287</b>
应付账款	1,081	1,104	1,281	1,435	1,641
其它应付	8,715	7,220	7,796	7,330	7,082
借贷	15,382	10,868	14,780	15,900	16,355
其它流动负债	188	153	198	204	209
<b>非流动负债</b>	<b>55,406</b>	<b>55,857</b>	<b>57,535</b>	<b>61,840</b>	<b>63,632</b>
借贷	53,779	54,096	55,603	59,814	61,526
融资租赁	226	291	309	332	341
其它非流动负债	1,401	1,470	1,624	1,694	1,764
<b>少数股东权益</b>	<b>3,043</b>	<b>3,047</b>	<b>3,199</b>	<b>3,359</b>	<b>3,527</b>
<b>永续票据</b>	<b>3,988</b>	<b>8,970</b>	<b>8,970</b>	<b>8,970</b>	<b>8,970</b>
<b>净资产总额</b>	<b>19,436</b>	<b>21,086</b>	<b>23,039</b>	<b>25,527</b>	<b>28,288</b>
<b>股东权益</b>	<b>26,467</b>	<b>33,102</b>	<b>35,208</b>	<b>37,856</b>	<b>40,785</b>

### 主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>销售组合(%)</b>					
水电	15.0	9.2	13.5	11.8	10.6
火电	29.1	33.4	29.1	24.6	23.5
风电	38.1	38.6	36.9	36.7	33.9
其它业务	17.8	18.8	20.5	26.9	32.0
合计	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	45.1	42.0	46.8	44.6	41.6
税前利率	16.7	15.0	19.9	19.7	18.4
净利润率	11.8	10.9	12.3	13.7	13.6
有效税率	12.0	10.3	16.0	13.5	14.5
资产负债比率					
流动比率(x)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
速动比率(x)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
现金比率(x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
平均存货周转天数	6.0	8.2	5.8	5.5	5.5
平均应收款周转天数	151.8	118.9	114.8	98.0	72.3
平均应付周转天数	42.8	37.9	44.6	42.8	40.6
<b>债务/股本比率(%)</b>	<b>2.6</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>
净负债/股东权益比率(%)	287.2	205.2	207.7	203.5	187.4
回报率(%)					
资本回报率	10.2	9.5	10.6	11.9	12.2
资产回报率	1.9	1.8	2.1	2.4	2.7
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股盈利(人民币)	0.24	0.24	0.29	0.36	0.41
每股股息(人民币)	0.06	0.06	0.07	0.08	0.09
每股账面价值(人民币)	2.31	2.51	2.74	3.04	3.36

资料来源:公司及招银国际证券

## 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。

### 招银国际证券投资评级

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个月的潜在涨幅在-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

### 招银国际证券行业投资评级

**优于大市:** 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标  
**同步大市:** 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若  
**落后大市:** 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852)39000888

传真: (852)39000800

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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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作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义务。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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。