

華電福新(816 HK, HK\$2.13 目標價: HK\$2.54, 買入) — 清潔能源引領上半年增長

- ❖ **淨利潤增長 20.9%。**華電福新發佈了令人滿意的中期業績。銷售收入錄得人民幣 81.83 億，同比增長 8.7%，上半年銷售增長的主要來自水電和風電這兩項可再生能源，營收分別錄得同比增長 125.8%及 39.5%，填補了火電板塊 48.3%的銷售下滑。經營利潤按年增長 33%至人民幣 34.07 億元，主要歸因于高毛利業務部門營收所佔比重增加，淨利潤(除永續債分派后)則錄得人民幣 13.88 億元，帶來同比 20.9%的淨利潤增長。
- ❖ **上半年水資源異常豐沛。**受厄爾尼諾現象影響，福建省上半年降雨量異常豐沛。華電福新的水電利用小時高達 3,172 小時，較 15 年同期及正常年份分別高 165%及 101%。對於下半年水電板塊，管理層展望水電小時數與 15 年下半年持平。據此，我們將 16 年全年水電利用小時預期從 4,000 小時調高至 4,200 小時。
- ❖ **火電發展步伐將放慢。**由於水電表現優異，火電發電量相反則受到了擠壓。火電利用小時數大幅下跌至 1,337.3 小時，較福建全省平均水平為低。管理層預期火電利用小時數有望在下半年獲得改善，基於水電表現逐漸恢復正常水平，積極的電力市場交易，以及更多對於浙江的外送電量。有鑒於目前福建省內的電力供應過剩狀態，火電板塊的新建產能步伐將延遲 1 年。
- ❖ **風電業務穩步增長。**上半年風電利用小時數錄得 936 小時，較全國平均高 20 小時。同期風電發電量增長 32.1%至 6,407 吉瓦時。發電量增長主要歸因于新建產能，公司于 16 年 6 月末合併風電裝機已達 7,015 兆瓦，較去年同期高 40.4%。管理層表示發電量中有 11.3%電量參與了市場電交易，此部分電價折扣為 24.5%，並強調無意增加全年市場電量規模。我們測算全年市場電對於公司風電實現電價將有 2.5%的影響。
- ❖ **提升目標價至 2.67 港元。**基於 1) 更高的水電利用小時及實現電價；2) 風電市場電交易帶來的電價折扣，以及早於預期的風電項目併網時點；3) 略低於預期的投資收益；4) 市場情緒的變化帶來風險溢價的降低及更高的 beta 值，我們分別將 2016-18 年的淨利潤調高 1.1%、7.8% 和 11.1% 至人民幣 23.07 億、26.75 億以及 29.71 億，並將 DCF 目標價自 2.54 港元提升至 2.67 港元。**維持「買入」評級。**

華電福新 (816 HK)

評級	買入
收市價	HK\$2.13
目標價	HK\$2.67
市值 (港幣百萬)	17,825
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	30.5
52 周高/低 (港幣)	3.2/1.19
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	18.3%	13.0%
3 月	26.0%	8.7%
6 月	38.3%	17.1%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

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	15,665	17,230	19,396
淨利潤 (百萬元人民幣)	1,867	1,821	2,307	2,675	2,971
每股收益 (人民幣)	0.23	0.22	0.27	0.32	0.35
每股收益變動 (%)	21.5	-7.5	26.7	15.9	11.1
市盈率(x)	7.8	8.5	6.7	5.8	5.2
市帳率(x)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
股息率 (%)	2.4	2.2	2.8	3.2	3.6
權益收益率 (%)	12.4	11.1	12.6	13.0	12.9
淨財務槓杆率 (%)	323.8	317.1	323.8	321.2	337.6

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	15,665	17,230	19,396
水電	2,404	2,627	3,023	2,727	2,754
火電	7,138	5,272	3,975	4,211	4,809
風電	3,153	3,967	5,139	6,233	7,218
其它業務	1,200	3,481	3,528	4,060	4,615
銷售成本	(7,365)	(8,502)	(8,278)	(9,308)	(10,584)
毛利	6,530	6,845	7,387	7,922	8,812
其它淨收入	237	155	158	158	158
行政費用	(405)	(453)	(459)	(504)	(567)
人員成本	(1,052)	(1,192)	(1,274)	(1,348)	(1,505)
其它費用	(369)	(589)	(436)	(475)	(529)
息稅前收益	4,942	4,765	5,376	5,753	6,369
融資成本淨額	(2,344)	(2,569)	(2,509)	(2,878)	(3,291)
合資及聯營企業	84	428	651	941	1,145
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,681	2,623	3,518	3,816	4,222
所得稅	(534)	(405)	(528)	(572)	(633)
非控制股東權益	(280)	(316)	(568)	(454)	(502)
永續中期票據持有人	0	(81)	(115)	(115)	(115)
淨利潤	1,867	1,821	2,307	2,675	2,971

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	98,440	108,617	121,471
固定資產	66,074	75,589	83,468	91,797	102,555
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	7,588	8,974	10,520
其它非流動資產	4,599	5,787	6,018	6,354	6,782
流動資產	9,749	8,189	8,827	11,516	13,403
現金及現金等價物	3,959	2,418	2,780	4,947	6,083
應收賬款	3,492	3,599	3,722	4,094	4,608
預付款	1,854	1,748	1,878	2,003	2,165
其它流動資產	444	424	447	472	547
流動負債	26,579	27,122	31,329	35,440	37,917
應付賬款	2,915	2,528	2,663	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	18,354	20,531	22,949
股東權益	15,013	16,476	18,354	20,531	22,949

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(百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	4,942	4,765	5,376	5,753	6,369
折舊和攤銷	2,667	3,237	3,911	4,360	4,881
運營資金變動	5	1,083	(145)	(428)	(598)
稅務開支	(407)	(579)	(512)	(546)	(606)
其它	(33)	(68)	(215)	(200)	(200)
經營活動所得現金流	7,175	8,438	8,415	8,938	9,845
資本開支	(16,549)	(12,942)	(11,810)	(12,710)	(15,660)
聯營公司	(892)	(1,920)	(846)	(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)	(14,262)	(14,975)	(18,856)
股份發行	2,305	2,085	-	-	-
淨借貸	9,169	8,389	7,677	8,643	12,998
股息	(366)	(339)	(429)	(498)	(553)
其它	(2,771)	(3,437)	(1,036)	0	(2,274)
融資活動所得現金淨額	8,337	6,697	6,211	8,145	10,171
現金增加淨額	1,507	(1,292)	365	2,108	1,160
年初現金及現金等價物	1,769	3,291	1,996	2,361	4,469
匯兌	15	(3)	-	-	-
年末現金及現金等價物	3,291	1,996	2,361	4,469	5,629
受限制現金	668	422	419	477	454
資產負債表現金	3,959	2,418	2,780	4,946	6,083

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	19.3	15.8	14.2
火電	51.4	34.4	25.4	24.4	24.8
風電	22.7	25.8	32.8	36.2	37.2
其它業務	8.6	22.7	22.5	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	46.9	46.2
稅前利率	19.3	17.1	22.5	22.1	21.8
淨利潤率	13.4	11.9	14.7	15.5	15.3
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	0.4
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	9.9	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	119.7	110.0	101.9
債務 / 股本比率 (%)	297.7	288.4	297.9	306.1	326.0
淨負債/股東權益比率 (%)	323.8	317.1	323.8	321.2	337.6
回報率 (%)					
資本回報率	12.4	11.1	12.6	13.0	12.9
資產回報率	2.2	1.9	2.2	2.2	2.2
每股數據 (人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.23	0.22	0.27	0.32	0.35
每股股息 (人民幣)	0.04	0.04	0.05	0.06	0.07
每股賬面價值 (人民幣)	1.79	1.96	2.18	2.44	2.73

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。