

**華電福新 (816 HK, HK\$1.94 目標價: HK\$2.24, 買入) — 2016 水電表現亮眼**

- ❖ **2016 年取得令人滿意的發電表現。**華電福新公佈了 2016 發電表現，全年發電量達 41,298 吉瓦時，較 2015 年 37,180 吉瓦時實現同比增長 11.1%。水電業務是全年發電實現增長的最大亮點，在沒有新增裝機的基礎上發電量實現同比增長 49%，達 14,090 吉瓦時。受水電擠壓，火電發電量僅為 11,718 吉瓦時，同比減少 24.1%。風電業務板塊的表現大致複合預期，發電量為 12,159 吉瓦時，較去年同期增長 34% 並比我們此前預期高 6.6%。我們預期水電利用小時高企將帶來顯著的淨利潤增長，部分整張將受火電的拖累有所抵消。我們預期華電福新將在 2016 年取得淨利潤增長 28.1% 至人民幣 23.3 億元。
- ❖ **火電業務板塊：將逐漸從蹣跚板效應中恢復。**受豐沛的降雨量影響，我們預測火電的利用小時數在 2016 年將進一步下跌 18.9% 至 3,255 小時，蹣跚板效應明顯。基於水電利用小時正常化，以及福建省較為強勁的用電增長預期，我們預計火電業務板塊將在 2017 年開始逐步恢復。儘管如此，由於受到電價電價調整同時煤炭價格飆升的影響，我們認為水電及火電板塊合併運營利潤在 2017 年仍將有所下跌，我們預測兩板塊合併運營利潤將從 2016 年的人民幣 23.8 億下跌至 2017 年人民幣 18.4 億元。
- ❖ **風電及核電：雙引擎驅動利潤保持增長。**基於業務發展更趨向資產品質甚於資產增速，管理層或在 2017 年放慢新增裝機步伐。我們對於風電業務的關注也據此轉向限電情況的改善。基於我們的敏感度模型測算，我們預測限電率每實現 1% 的改善將會對淨利潤產生 2% 正向影響。除此以外，在較為完善的特高壓設施支持下，我們認為東北區域的限電相較其它地區會有明顯改善。至於核電板塊方面，我們認為福清核電將保持平穩高效運營，並在 2017 年新增兩台核電機組加入發電序列，因此核電板塊的運營利潤分享將會實現顯著增長。
- ❖ **維持「買入」評級。**基於業務及預測資料的更新，我們將 2016 年的預測淨利潤下調 6.9% 至人民幣 23.3 億元，並將 2017, 2018 年淨利潤預測分別上調 2.3% 及 14.4% 至人民幣 24.3 億及人民幣 30.6 億元。基於市場風險回饋的係數的變化，我們將 DCF 目標價自每股 2.50 港元，下調至每股 2.24 港元，對應 2017 年預測市盈率 6.88 倍，對現價存 14.8% 上漲空間，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	15,900	17,170	19,279
淨利潤 (百萬元人民幣)	1,867	1,821	2,333	2,428	3,058
每股收益 (人民幣)	0.23	0.22	0.28	0.29	0.36
每股收益變動 (%)	21.5	-7.5	28.2	4.1	26.0
市盈率(x)	7.4	8.0	6.3	6.0	4.8
市帳率(x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率 (%)	2.5	2.3	3.2	3.3	4.2
權益收益率 (%)	12.4	11.1	12.7	12.0	13.5
淨財務杠杆率 (%)	323.8	317.1	328.6	326.5	314.2

來源: 公司及招銀國際研究部

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

**華電福新 (816 HK)**

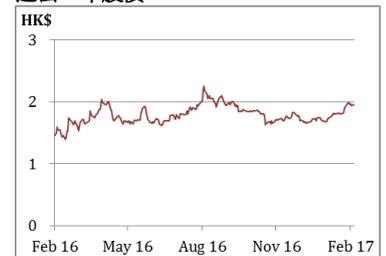
評級	買入
收市價	HK\$1.95
目標價	HK\$2.24
市值 (港幣百萬)	16,395
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	26.45
52 周高/低 (港幣)	2.30/1.39
發行股數 (百萬)	8408
主要股東	華電集團(62.8%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	11.5%	6.2%
3 月	12.1%	4.3%
6 月	-11.0%	-15.1%

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

**利潤表**

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>銷售收入</b>	<b>13,895</b>	<b>15,347</b>	<b>15,900</b>	<b>17,170</b>	<b>19,279</b>
水電	2,404	2,627	4,041	2,762	2,790
火電	7,138	5,272	3,222	4,314	4,661
風電	3,153	3,967	5,101	6,018	7,060
其它業務	1,200	3,481	3,536	4,075	4,768
銷售成本	(7,365)	(8,502)	(8,439)	(9,665)	(10,704)
<b>毛利</b>	<b>6,530</b>	<b>6,845</b>	<b>7,461</b>	<b>7,504</b>	<b>8,575</b>
其它淨收入	237	155	158	158	158
行政費用	(405)	(453)	(466)	(503)	(564)
人員成本	(1,052)	(1,192)	(1,274)	(1,343)	(1,489)
其它費用	(369)	(589)	(441)	(473)	(526)
<b>息稅前收益</b>	<b>4,942</b>	<b>4,765</b>	<b>5,437</b>	<b>5,344</b>	<b>6,154</b>
融資成本淨額	(2,344)	(2,569)	(2,578)	(2,903)	(3,145)
合資及聯營企業	84	428	696	1,038	1,332
特殊項目	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>2,681</b>	<b>2,623</b>	<b>3,556</b>	<b>3,479</b>	<b>4,341</b>
所得稅	(534)	(405)	(533)	(522)	(651)
非控制股東權益	(280)	(316)	(574)	(414)	(517)
永續中期票據持有人	0	(81)	(115)	(115)	(115)
<b>淨利潤</b>	<b>1,867</b>	<b>1,821</b>	<b>2,333</b>	<b>2,428</b>	<b>3,058</b>

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
<b>非流動資產</b>	<b>76,186</b>	<b>89,356</b>	<b>97,618</b>	<b>104,997</b>	<b>111,950</b>
固定資產	66,074	75,589	82,645	88,215	93,164
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	7,620	9,074	10,751
其它非流動資產	4,599	5,787	5,986	6,216	6,420
<b>流動資產</b>	<b>9,749</b>	<b>8,189</b>	<b>8,183</b>	<b>9,106</b>	<b>10,649</b>
現金及現金等價物	3,959	2,418	2,092	2,605	3,498
應收賬款	3,492	3,599	3,778	4,080	4,581
預付款	1,854	1,748	1,866	1,950	2,024
其它流動資產	444	424	447	472	547
<b>流動負債</b>	<b>26,579</b>	<b>27,122</b>	<b>33,099</b>	<b>34,862</b>	<b>36,748</b>
應付賬款	2,915	2,528	2,703	2,747	2,892
其它應付	11,246	11,411	9,532	9,311	9,293
借貸	11,997	12,903	20,531	22,471	24,231
其它流動負債	421	280	333	333	332
<b>非流動負債</b>	<b>41,698</b>	<b>49,281</b>	<b>49,666</b>	<b>54,236</b>	<b>58,372</b>
借貸	39,830	47,572	47,907	52,433	56,539
融資租賃	678	454	434	407	365
其它非流動負債	1,190	1,254	1,325	1,396	1,468
<b>少數股東權益</b>	<b>2,646</b>	<b>2,673</b>	<b>2,699</b>	<b>2,726</b>	<b>2,754</b>
永續中期票據	-	1,994	1,994	1,994	1,994
<b>淨資產總額</b>	<b>15,013</b>	<b>16,476</b>	<b>18,343</b>	<b>20,285</b>	<b>22,732</b>
<b>股東權益</b>	<b>15,013</b>	<b>16,476</b>	<b>18,343</b>	<b>20,285</b>	<b>22,732</b>

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
<b>息稅前收益</b>	<b>4,942</b>	<b>4,765</b>	<b>5,437</b>	<b>5,344</b>	<b>6,154</b>
折舊和攤銷	2,667	3,237	3,949	4,309	4,730
運營資金變動	5	1,083	-149	-366	-506
稅務開支	(407)	(579)	(517)	(496)	(624)
其它	(33)	(68)	(215)	(200)	(200)
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>7,175</b>	<b>8,438</b>	<b>8,505</b>	<b>8,591</b>	<b>9,554</b>
資本開支	(16,549)	(12,942)	(11,026)	(9,900)	(9,700)
聯營公司	(892)	(1,920)	(877)	(1,454)	(1,677)
其它	3,436	(1,564)	(1,606)	(879)	(1,650)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(14,005)</b>	<b>(16,426)</b>	<b>(13,509)</b>	<b>(12,233)</b>	<b>(13,027)</b>
股份發行	2,305	2,085	0	0	0
淨借貸	9,169	8,389	7,939	6,435	5,820
股息	(366)	(339)	(467)	(486)	(612)
其它	(2,771)	(3,437)	(2,739)	(1,790)	(846)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>8,337</b>	<b>6,697</b>	<b>4,733</b>	<b>4,159</b>	<b>4,362</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>1,507</b>	<b>(1,292)</b>	<b>(271)</b>	<b>518</b>	<b>889</b>
年初現金及現金等價物	1,769	3,291	1,996	1,725	2,243
匯兌	15	(3)	0	0	0
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>3,291</b>	<b>1,996</b>	<b>1,725</b>	<b>2,243</b>	<b>3,132</b>
受限制現金	668	422	367	362	366
<b>資產負債表現金</b>	<b>3,959</b>	<b>2,418</b>	<b>2,092</b>	<b>2,605</b>	<b>3,497</b>

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
<b>銷售組合 (%)</b>					
水電	17.3	17.1	25.4	16.1	14.5
火電	51.4	34.4	20.3	25.1	24.2
風電	22.7	25.8	32.1	35.0	36.6
其它業務	8.6	22.7	22.2	23.7	24.7
<b>合計</b>	<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	48.7	45.6	47.9	44.6	45.3
稅前利率	19.3	17.1	22.4	20.3	22.5
淨利潤率	13.4	11.9	14.7	14.1	15.9
有效稅率	19.9	15.5	15.0	15.0	15.0
<b>資產負債比率</b>					
流動比率(x)	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
速動比率(x)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3
現金比率(x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
平均存貨周轉天數	11.2	9.5	9.8	9.6	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	119.1	105.5	100.1
債務 / 股本比率 (%)	297.7	288.4	299.2	301.4	295.4
淨負債/股東權益比率 (%)	323.8	317.1	328.6	326.5	314.2
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	12.4	11.1	12.7	12.0	13.5
資產回報率	2.2	1.9	2.2	2.1	2.5
<b>每股數據(人民幣)</b>					
每股盈利(人民幣)	0.23	0.22	0.28	0.29	0.36
每股股息(人民幣)	0.04	0.04	0.06	0.06	0.07
每股賬面價值(人民幣)	1.79	1.96	2.18	2.41	2.70

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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士。