

華電福新能源 (816 HK)

艱難時刻即將過去

- ❖ **今年前三季度淨利潤持平。**華電福新於今年前三季度錄得 133.18 億元人民幣收入，同比增長 10.3%。由於福建水力資源缺乏，以及煤炭成本居高不下，以中國會計準則計算的經營利潤同比下降 9.7% 至 24.11 億元人民幣。雖然經營利潤下跌，但我們認為華電福新於三季度有兩方面值得關注，包括公司 1) 財務開支控制得宜，以及 2) 因風電場在所得稅減免優惠期內貢獻甚多，令公司有效稅率顯著下降。前三季度的淨利潤平穩維持在 20.79 億元人民幣。撇除對永久中期票據和可續期公司債券持有人的利潤分配，我們推算公司今年前三季度的純利為 18.99 億元人民幣，意味第三季錄得 4.71 億元人民幣的淨利潤。我們認為華電福新今年前三季度業績勝過我們預期，純利已接近我們此前的全年預測的 20.58 億元人民幣。
- ❖ **水電板塊將於第四季度復蘇。**風電為公司帶來主要收入貢獻，抵消了因來水偏枯及煤炭成本高企，導致公司水電及火電板塊表現欠佳而所造成的盈利壓力。展望於第四季度及 2019 年，我們預計降雨量將恢復正常，令水電業務逐步復蘇。這將有助華電福新釋放風電業務強勁表現所帶來的盈利增長。至於燃煤發電，根據煤炭價格將保持高企預期，我們推算該板塊將維持在盈虧平衡水準。根據最新營運情況，我們將 2018 年公司的風電、水電、燃煤的預測利用小時數分別調整至 2,170 / 2,200 / 4,830。
- ❖ **首三季度取得 16.6 億元人民幣的可再生能源補貼。**管理層披露指，自 9 月以來公司加速回收可再生能源補貼，補貼應收賬款餘額僅由上半年末數額增加 0.7% 至首三季度的 72.7 億元人民幣。由於華電福新的風電裝機的補貼覆蓋率高達 83.4%，我們預計補貼應收賬款餘額將在第四季度見頂，並由 2019 年起逐漸減少。
- ❖ **盈利增長潛力將於 2019 年釋放。**我們認為華電福新的艱難時刻即將自 2019 年起結束，因水電復蘇將顯著釋放公司的增長潛力。除水電復蘇外，我們亦對華電福新 2018 年的各項新建發電產能感到樂觀（水電：100 兆瓦、燃煤發電：660 兆瓦、風電：4-500 兆瓦、分散式天然氣：350 兆瓦、三門核電投資：2 吉瓦）。我們預計華電福新將在 2019 年實現 36.6% 的盈利增長。
- ❖ **上調 2018 年盈利預測 10.1%，重申買入。**基於前三季度的運營和財務更新，我們將華電福新的 2018-20 預測每股盈利從 0.24 / 0.33 / 0.38 元人民幣上調 10.1 / 10.5 / 2.3% 至每股 0.27 / 0.37 / 0.39 元。華電福新現價為 4.6 / 3.4 倍 2018-19 年預測市盈率，我們認為公司估值大幅落後於同業，2018-19 年預測股息收益率為 4.9 / 6.7%。我們維持目標價每股 2.09 港元，重申買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	15,917	16,813	18,300	21,189	23,703
淨利潤 (百萬人民幣)	1,908	1,986	2,265	3,095	3,302
EPS (人民幣)	0.23	0.24	0.27	0.37	0.39
EPS 變動 (%)	7.19	1.7	14.1	36.6	6.7
市盈率 (x)	5.6	5.5	4.6	3.4	3.3
市帳率 (x)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
股息率 (%)	3.9	4.3	4.9	6.7	6.8
權益收益率 (%)	10.6	10.2	10.7	13.0	12.5
淨財務杠杆率 (%)	318.7	287.2	255.8	252.5	245.4

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$2.09
(此目前目標價)	HK\$2.09)
潛在升幅	42.2%
當前股價	HK\$1.47

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	12,360
3 個月平均流通(百萬)	6.82
52 周內高/低(港元)	2.44/1.30
總股本(百萬)	8,408

資料來源：彭博

股東結構

華電集團	62.8%
流通股	37.2%

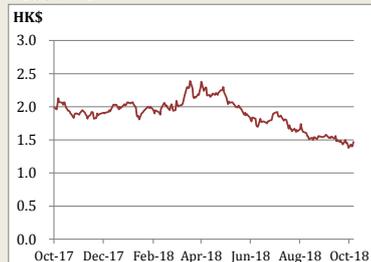
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-10.8%	-0.7%
3 月	-23.8%	-15.4%
6 月	-38.4%	-24.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：KPMG

公司網站：www.hdfx.com.cn

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售收入	15,917	16,813	18,300	21,189	23,703
水電	4,037	2,518	1,545	2,314	2,529
火電	3,589	4,896	5,859	6,317	7,086
風電	5,291	6,401	7,486	8,341	8,901
其它業務	3,000	2,997	3,409	4,217	5,187
銷售成本	(8,009)	(9,435)	(10,713)	(11,944)	(13,573)
毛利	7,908	7,377	7,587	9,244	10,131
其它淨收入	180	210	206	180	180
行政費用	(512)	(512)	(481)	(556)	(621)
人員成本	(1,329)	(1,383)	(1,559)	(1,694)	(1,936)
其它費用	(896)	(832)	(780)	(852)	(948)
息稅前收益	5,351	4,861	4,973	6,323	6,806
融資成本淨額	(2,825)	(2,800)	(2,938)	(3,083)	(3,392)
合資及聯營企業	630	742	1,009	1,073	1,162
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	3,156	2,802	3,044	4,312	4,576
所得稅	(534)	(337)	(350)	(582)	(641)
非控制股東權益	(600)	(348)	(169)	(318)	(317)
永續中期票據分派	(115)	(115)	(115)	(153)	(211)
可續期債券分派	-	(16)	(106)	(106)	(106)
淨利潤	1,908	1,986	2,265	3,095	3,302

資料來源：公司資料，招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	93,048	95,915	103,185	110,415	117,218
固定資產	78,612	81,191	85,112	90,493	95,385
預付租金	1,482	1,428	1,548	1,663	1,775
合資及聯營公司投資	7,506	8,190	10,433	11,975	13,599
其它非流動資產	5,448	5,107	6,092	6,285	6,459
流動資產	9,795	11,325	13,423	13,717	16,048
現金及現金等價物	2,954	2,127	3,270	3,445	4,977
應收賬款	5,052	6,992	7,971	7,971	8,683
預付款	1,501	1,919	1,833	1,910	1,979
其它流動資產	288	287	348	391	410
流動負債	26,036	25,366	27,090	27,201	28,893
應付賬款	1,569	1,081	1,464	1,695	1,896
其它應付	9,913	8,715	10,202	8,862	9,132
借貸	14,239	15,382	15,228	16,441	17,655
其它流動負債	316	188	197	203	210
非流動負債	53,878	55,406	59,107	63,775	68,444
借貸	52,283	53,779	57,285	61,850	66,416
融資租賃	252	226	328	354	380
其它非流動負債	1,343	1,401	1,494	1,570	1,648
少數股東權益	2,895	3,043	3,195	3,355	3,522
永續票據	1,994	3,988	5,982	5,982	5,982
淨資產總額	18,040	19,436	21,234	23,819	26,425
股東權益	18,040	19,436	21,234	23,819	26,425

資料來源：公司資料，招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
淨利潤	1,953	1,986	2,265	3,095	3,302
折舊和攤銷	4,008	4,335	4,787	5,257	5,749
運營資金變動	(4,227)	(4,071)	927	(1,227)	(327)
其它	7,600	5,788	(907)	(117)	(98)
經營活動所得現金流	9,334	8,038	7,072	7,007	8,626
資本開支	(6,375)	(7,083)	(8,708)	(10,634)	(10,637)
聯營公司	(763)	(684)	(2,243)	(1,542)	(1,625)
其它	(3,115)	(1,583)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(10,253)	(9,350)	(10,951)	(12,176)	(12,262)
股份發行	57	1,834	1,994	-	-
淨借貸	5,816	2,614	3,464	5,808	5,808
股息	(339)	(429)	(467)	(510)	(696)
其它	(3,749)	(3,499)	(313)	78	42
融資活動所得現金淨額	1,786	520	4,677	5,377	5,153
現金增加淨額	867	(792)	798	208	1,518
年初現金及現金等價物	2,031	2,895	2,122	2,920	3,128
匯兌	(8)	18	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,890	2,122	2,920	3,128	4,646
受限制現金	64	5	350	317	331
資產負債表現金	2,954	2,127	3,270	3,445	4,977

資料來源：公司資料，招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
水電	25.4	15.0	8.4	10.9	10.7
火電	22.6	29.1	32.0	29.8	29.9
風電	33.3	38.1	40.9	39.4	37.6
其它業務	18.8	17.8	18.6	19.9	21.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	50.9	45.1	42.6	44.5	43.5
稅前利率	20.1	16.7	16.6	20.4	19.3
淨利潤率	12.3	11.8	12.4	14.6	13.9
有效稅率	16.7	12.0	11.5	13.5	14.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
速動比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
現金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
平均存貨周轉天數	5.7	6.0	6.5	6.3	5.9
平均應收款周轉天數	117.9	151.8	159.0	137.3	133.7
平均應付周轉天數	73.3	42.8	50.9	52.6	51.7
債務 / 股本比率 (%)	2.9	2.6	2.4	2.4	2.4
淨負債 / 股東權益比率 (%)	318.7	287.2	255.8	252.5	245.4
回報率 (%)					
資本回報率	10.6	10.2	10.7	13.0	12.5
資產回報率	1.9	1.9	1.9	2.5	2.5
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.23	0.24	0.27	0.37	0.39
每股股息 (人民幣)	0.05	0.06	0.06	0.08	0.09
每股賬面價值 (人民幣)	2.15	2.31	2.53	2.83	3.14

資料來源：公司資料，招銀國際預測

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。