招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招 商 银 行 全 资 附 属 机 构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

華電福新（816 HK）

預料 19 財年業績不俗；20 年前路面臨陰霾

買入（維持）

目標價	HK$2.00
(此前目標價	HK$2.00)
潛在升幅	+52.7%
當前股價	HK$1.31

根據運營數據更新，我們將華電福新 2019 年盈利預測上調 1.6%。我們預計公司 2019 財年盈利同比增長 21.9%，是我們目前所覆蓋的幾家風電運營商裡盈利增速最高的一家。受到新冠疫情的影響，我們認為公司 2020 年的運營表現具有較高的不定性。儘管如此，由於目前估值已處於遇險資產區間，我們仍然認為公司價值被大幅低估。維持對公司買入評級，目標價維持每股 2.00 港元不變。

- **2019 財年預測盈利同比增長 21.9%。**我們將華電福新的 2019 年盈利預測輕微上調 1.6%至人民幣 24.31 億元（除永續權益後），調整主要基於運營數據更新一集核電發電量信息等。盈利增長主要受水電業務強勁反彈，以及火電板塊盈利復蘇所致。我們認為公司在我們覆蓋的風電企業中具備最高的 2019 年盈利增速。
- **水電發電量同比增長 63.4%。**2019 年水電業務發電量恢復正常。根據我們測算，利用小時數自 2018 年多年低位的 2,331 小時反彈至 3,775 小時。
- **火電盈利反彈。**2019 年火電業務發電量同比下跌 8.5%，主要受到水電較好的發電量使發電空間受到一定擠壓。儘管如此，我們預期火電板塊的盈利將呈顯著反彈，主要受煤炭成本的下降所驅動。我們預期華電福新的單位燃料成本將在 2019 年同比下降 10%，而這將顯著改善板塊的盈利表現。
- **核電投資受三門核電二號機組拖累。**三門核電二號機組遭遇意外的泵故障導致停機。該機組的維護工作在 2019 年持續了較長時間。因此我們預期華電福新的核電投資收益將受顯著拖累。儘管福清核電發電量創歷史新高，我們預期核電投資收益將自 2018 年的人民幣 8.68 億下降至 2019 年人民幣 7.79 億元。
- **2020 年不確定性較高。**公司一月發電量同比下跌 18.5%，到二月份實現了同比增長 7.1%。前兩個月合計發電量同比下降 7.3%。2020 年我們認為華電福新的運營表現將隨著宏觀經濟因疫情陰霾而帶來較高的不確定性。
- **估值已處於遇險資產之列。**公司目前的交易估值為 2019 年市帳率的 0.44 倍。我們認為市場目前對公司的估值已跌落遇險資產之列。儘管 2020 年前路略顯崎嶇，基於公司多元化的發電資產組合，我們並不認為公司將會遇到財務困境。維持對於公司的買入評級，目標價維持每股 2.00 港元不變。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	16,813	18,330	19,712	22,083	25,253
同比增長(%)	5.63	9.02	7.54	12.03	14.36
淨收入(百萬元人民幣)	1,986	1,995	2,431	3,035	3,444
每股盈利(元人民幣)	0.24	0.24	0.29	0.36	0.41
每股盈利變動(%)	1.7	0.4	21.9	24.8	13.5
市場平均盈利預測（人民幣）	N/A	N/A	0.28	0.34	0.39
市盈率(倍)	5.1	5.0	4.1	3.3	2.9
市帳率(倍)	0.5	0.5	0.44	0.39	0.36
股息率(%)	4.6	4.7	5.4	6.8	7.7
權益收益率(%)	10.2	9.5	10.6	11.9	12.2
淨負債率(%)	287.2	205.2	207.7	203.5	187.4

資料來源：公司資料、彭博、招銀國際證券預測

中國風電行業

蕭小川
(852)39000849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	11,267
3 月平均流通量(百萬港元)	9.6
52 周內股價高/低(港元)	1.79/1.26
總股本(百萬)	2,570

資料來源：彭博

股東結構

華電集團	62.8%
流通股	37.2%

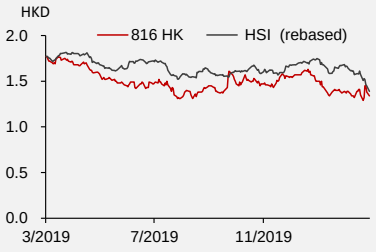
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.7%	16.6%
3-月	-11.5%	1.9%
6-月	-2.8%	10.6%
12-月	-21.1%	-4.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

財務分析

利潤表

年結:12 月 31 日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	**16,813**	**18,330**	**19,712**	**22,083**	**25,253**
水電	2,518	1,693	2,659	2,602	2,677
火電	4,896	6,116	5,731	5,427	5,922
風電	6,401	7,083	7,281	8,107	8,565
其它業務	2,997	3,437	4,041	5,946	8,089
銷售成本	(9,435)	(10,975)	(10,720)	(12,463)	(14,972)
毛利	**7,377**	**7,355**	**8,992**	**9,620**	**10,281**
其它淨收入	210	343	225	225	225
行政費用	(512)	(422)	(518)	(580)	(662)
人員成本	(1,383)	(1,599)	(1,723)	(2,006)	(2,253)
其它費用	(832)	(867)	(1,037)	(1,044)	(1,187)
息稅前收益	**4,861**	**4,809**	**5,939**	**6,214**	**6,404**
融資成本淨額	(2,800)	(2,991)	(2,786)	(3,000)	(3,179)
合資及聯營企業	742	940	761	1,136	1,432
稅前利潤	**2,802**	**2,758**	-	-	-
			3,914	**4,350**	**4,657**
所得稅	(337)	(285)			
非控制股東權益	(348)	(204)	(626)	(587)	(675)
永續權益分派	(131)	(274)	(400)	(368)	(346)
淨利潤	**1,986**	**1,995**	(456)	(361)	(192)

現金流量表

年結:12 月 31 日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
淨利潤	**1,986**	**1,995**	**2,431**	**3,035**	**3,444**
折舊和攤銷	4,335	4,759	4,838	5,375	5,865
運營資金變動	-4,071	-821	928	(124)	822
其它	5,788	374	(1,311)	(204)	(91)
經營活動所得現金流	**8,038**	**6,306**	**6,887**	**8,082**	**10,041**
資本開支	(7,083)	(4,558)	(9,971)	(9,814)	(7,339)
聯營公司	(684)	(795)	(1,412)	(1,596)	(1,805)
其它	(1,583)	0	-	-	-
投資活動所得現金淨額	**(9,350)**	**(5,352)**	**(11,383**	**(11,410**	**(9,143)**
股份發行	1,833	5,104	-	-	-
淨借貸	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
融資活動所得現金淨額	**520**	**508**	**5,120**	**4,970**	**1,663**
現金增加淨額	**(792)**	**1,462**			
年初現金及現金等價物	2,895	2,122	**623**	**1,642**	**2,560**
匯兌	18	14	3,598	4,221	5,863
年末現金及現金等價物	**2,122**	**3,598**	-	-	-
受限制現金	5	6	**4,221**	**5,863**	**8,423**
資產負債表現金	**2,127**	**3,604**	9	9	9

資產負債表

年結:12 月 31 日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	**95,915**	**96,146**	**104,184**	**110,495**	**113,938**
固定資產	81,191	80,930	86,068	90,513	91,995
預付租金	1,428	1,428	1,545	1,660	1,770
合資及聯營公司投資	8,190	8,985	10,396	11,992	13,797
其它非流動資產	5,107	4,805	6,174	6,330	6,376
流動資產	**11,325**	**12,157**	**12,615**	**14,069**	**15,767**
現金及現金等價物	2,127	3,604	4,230	5,872	8,432
應收賬款	6,992	5,970	6,200	5,931	5,000
預付款	1,919	2,154	1,847	1,910	1,931
其它流動資產	287	430	339	357	403
流動負債	**25,366**	**19,345**	**24,056**	**24,870**	**25,287**
應付帳款	1,081	1,104	1,281	1,435	1,641
其它應付	8,715	7,220	7,796	7,330	7,082
借貸	15,382	10,868	14,780	15,900	16,355
其它流動負債	188	153	198	204	209
非流動負債	**55,406**	**55,857**	**57,535**	**61,840**	**63,632**
借貸	53,779	54,096	55,603	59,814	61,526
融資租賃	226	291	309	332	341
其它非流動負債	1,401	1,470	1,624	1,694	1,764
少數股東權益	**3,043**	**3,047**	**3,199**	**3,359**	**3,527**
永續票據	**3,988**	**8,970**	**8,970**	**8,970**	**8,970**
淨資產總額	**19,436**	**21,086**	**23,039**	**25,527**	**28,288**
股東權益	**26,467**	**33,102**	**35,208**	**37,856**	**40,785**

主要比率

年結:12 月 31 日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
水電	15.0	9.2	13.5	11.8	10.6
火電	29.1	33.4	29.1	24.6	23.5
風電	38.1	38.6	36.9	36.7	33.9
其它業務	17.8	18.8	20.5	26.9	32.0
合計	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率					
毛利率	45.1	42.0	46.8	44.6	41.6
稅前利率	16.7	15.0	19.9	19.7	18.4
淨利潤率	11.8	10.9	12.3	13.7	13.6
有效稅率	12.0	10.3	16.0	13.5	14.5
資產負債比率					
流動比率(x)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
速動比率(x)	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
現金比率(x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
平均存貨周轉天數	6.0	8.2	5.8	5.5	5.5
平均應收款周轉天數	151.8	118.9	114.8	98.0	72.3
平均應付周轉天數	42.8	37.9	44.6	42.8	40.6
債務/股本比率(%)	2.6	2.0	2.0	2.0	1.9
淨負債/股東權益比率(%)	287.2	205.2	207.7	203.5	187.4
回報率(%)					
資本回報率	10.2	9.5	10.6	11.9	12.2
資產回報率	1.9	1.8	2.1	2.4	2.7
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.24	0.24	0.29	0.36	0.41
每股股息(人民幣)	0.06	0.06	0.07	0.08	0.09
每股賬面價值(人民幣)	2.31	2.51	2.74	3.04	3.36

資料來源：公司及招銀國際證券

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市:行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市:行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市:行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

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)39000888 傳真:(852)39000800

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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際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。招銀國際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。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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)不時修訂之英國 2000 年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，未經招銀國際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。

對於在新加坡的收件人

本報告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司註冊號 201731928D）在新加坡分發。CMBISG 是在《財務顧問法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。 CMBISG 可根據《財務顧問條例》第 32C 條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構篇制的報告。 如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》（新加坡法例第 289 章）所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則 CMBISG 僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。 新加坡的收件人應致電（+65 6350 4400）聯繫 CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。