

華電福新能源 (816 HK)

儘管水電大幅拖累，但盈利仍然維持平穩

- ❖ **盈利略微增長 0.9%**。華電福新 2018 年上半年錄得收入同比增長 10.8% 至人民幣 88.52 億元。除風電業務部門外，其餘各個分部收入情況符合我們預期。風電業務部門有 33.2% 售電量參與了市場電量交易，電價折扣率為 26.1%，導致風電收入低於我們預期。營業費用支出處於良好控制，同時財務費用僅增加 4.1%，優於我們的預估。聯營公司利潤分享穩定增長 12.6%，上半年貢獻為 4.86 億人民幣。由於水力發電的貢獻減少，有效稅率同比下降 1.2 個百分點至 9.9%。扣除永續和可續期債券支付後，淨利潤為人民幣 14.28 億元，同比增長 0.9%，較我們的預估高 8.9%。我們的測算差異主要由於所得稅和少數股東權益分派低於預期。
- ❖ **儘管水電大幅拖累，盈利維持平穩**。公司水電和煤電業務分別受到降雨偏枯和煤炭價格高企的影響。風電和光伏發電大幅增長則吸收了這些不利的影響，使盈利能夠維持平穩。管理層將全年水電利用小時指引從常態 3,600 小時左右，下調至 2,350 小時，並將煤電利用小時提高至 2015 年煤電利用小時高點 4,720 小時。除此以外，管理層也將全年風電利用小時展望上調約 5% 至 2,100 小時以上，而光伏發電小時數則預計為 1,380 小時以上。根據指引修訂後，我們預計下半年水電將繼續疲軟，但其他業務分部的較好表現將彌補水力發電的損失。我們認為華電福新 2018 年盈利表現將維持平穩。
- ❖ **增長前景將於 2019 年獲得釋放**。公司在 2018 年上半年增加了 141.8 兆瓦風電項目和 119.4 兆瓦分布式天然氣產能。管理層表示新增產能將根據既定計劃推進，包括 18 年 8 月新增 100 兆瓦水電擴建產能，下半年和 2019 年分別增加 660 兆瓦邵武三期火電，350 兆瓦風電項目，100 兆瓦光伏項目，2019 年在廣東增城投運 1.2 吉瓦燃機項目，以及 2 台聯營核電機組將在 18 年底投運。基於：1) 水電業務將恢復相對正常，2) 可門港開將放進口煤炭落地使煤炭成本有所降低，3) 新增產能貢獻，以及 4) 福建電力消費保持快速增長比全國平均水平更快，我們預計華電福新將在 2019 年釋放較快業務增長。
- ❖ **目標價下調至每股 2.09 港元**。我們將 2018-20E 的盈利預測從人民幣 22.16 / 32.15 / 35.35 億元分別下調 5.0 / 9.0 / 2.5% 至人民幣 2,104 / 2,866 / 3,350 百萬元，以反映水電較低利用小時以及較低的風電平均實現電價。我們的 DCF 目標價也從 2.22 港元調整至 2.09 港元。我們預計 2019 年的盈利增長將達到 36.3%，符合我們對於公司 2019 年盈利增長獲得釋放的判斷。**維持買入評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬元人民幣)	15,917	16,813	18,691	22,260	25,590
淨利潤 (百萬元人民幣)	1,908	1,986	2,216	3,215	3,535
EPS (人民幣)	0.23	0.24	0.26	0.38	0.42
EPS 變動 (%)	7.19	1.7	11.6	45.1	9.9
市盈率 (x)	6.6	6.5	5.8	4.0	3.7
市帳率 (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
股息率 (%)	3.3	3.6	3.9	5.6	6.1
權益收益率 (%)	10.6	10.2	10.5	13.5	13.2
淨財務杠杆率 (%)	318.7	287.2	284.5	276.6	264.4

數據來源：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\$2.22)
潛在升幅	29.0%
當前股價	HK\$1.62

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	14,125
3 個月平均流通(百萬)	13.52
52 周內高/低(港元)	2.44/1.59
總股本(百萬)	8,408

數據源：彭博

股東結構

華電集團	62.8%
流通股	37.2%

數據源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-8.9%	-7.4%
3 月	-14.7%	-9.6%
6 月	-10.3%	-1.1%

數據源：彭博

股價表現



數據源：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	18,155	21,368	26,420
水電	4,037	2,518	1,671	2,386	2,715
火電	3,589	4,896	5,730	6,339	7,156
風電	5,291	6,401	7,344	8,159	8,645
其它業務	3,000	2,997	3,409	4,484	7,904
銷售成本	(8,009)	(9,435)	(10,607)	(12,113)	(15,615)
毛利	7,908	7,377	7,549	9,255	10,805
其它淨收入	180	210	180	180	180
行政費用	(512)	(512)	(477)	(560)	(692)
人員成本	(1,329)	(1,383)	(1,559)	(1,828)	(1,953)
其它費用	(896)	(832)	(773)	(859)	(1,051)
息稅前收益	5,351	4,861	4,919	6,187	7,290
融資成本淨額	(2,825)	(2,800)	(3,045)	(3,263)	(3,633)
合資及聯營企業	630	742	1,009	1,069	1,158
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	3,156	2,802	2,883	3,994	4,814
所得稅	(534)	(337)	(332)	(539)	(674)
非控制股東權益	600	348	189	331	345
永續中期票據分派	115	115	153	211	211
可續期債券分派	-	16	106	106	106
淨利潤	1,908	1,986	2,104	2,807	3,479

數據來源：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	103,147	110,313	116,803
固定資產	78,612	81,191	85,076	90,397	94,990
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	11,972	13,594
其它非流動資產	5,448	5,107	6,091	6,282	6,445
流動資產	9,795	11,325	14,587	15,247	18,867
現金及現金等價物	2,954	2,127	4,498	4,909	6,806
應收賬款	5,052	6,992	7,908	8,039	9,678
預付款	1,501	1,919	1,833	1,908	1,973
其它流動資產	288	287	348	391	410
流動負債	26,036	25,366	27,351	27,598	29,603
應付賬款	1,569	1,081	1,452	1,709	2,114
其它應付	9,913	8,715	10,202	8,862	9,132
借貸	14,239	15,382	15,499	16,823	18,147
其它流動負債	316	188	197	204	211
非流動負債	53,878	55,406	60,134	65,219	70,306
借貸	52,283	53,779	58,306	63,287	68,267
融資租賃	252	226	334	362	391
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	21,072	23,406	26,256
股東權益	18,040	19,436	21,072	23,406	26,253

數據來源：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	2,104	2,807	3,479
折舊和攤銷	4,008	4,335	4,823	5,316	6,048
運營資金變動	(4,227)	(4,071)	979	(1,331)	(1,047)
其它	7,600	5,788	(905)	(115)	(87)
經營活動所得現金流	9,334	8,038	7,001	6,677	8,393
資本開支	(6,375)	(7,083)	(8,708)	(10,634)	(10,637)
聯營公司	(763)	(684)	(2,243)	(1,539)	(1,622)
其它	(3,115)	(1,583)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(10,253)	(9,350)	(10,951)	(12,174)	(12,259)
股份發行	57	1,834	1,994	-	-
淨借貸	5,816	2,614	4,763	6,336	6,336
股息	(339)	(429)	(467)	(473)	(631)
其它	(3,749)	(3,499)	(313)	78	39
融資活動所得現金淨額	1,786	520	5,977	5,940	5,743
現金增加淨額	867	(792)	2,026	444	1,877
年初現金及現金等價物	2,031	2,895	2,122	4,148	4,592
匯兌	(8)	18	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,890	2,122	4,148	4,592	6,469
受限制現金	64	5	350	317	337
資產負債表現金	2,954	2,127	4,498	4,909	6,806

數據來源：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	9.2	11.2	10.3
火電	22.6	29.1	31.6	29.7	27.1
風電	33.3	38.1	40.5	38.2	32.7
其它業務	18.8	17.8	18.8	21.0	29.9
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	44.2	41.6
稅前利率	20.1	16.7	15.9	18.7	18.2
淨利潤率	12.3	11.8	11.6	13.1	13.2
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	0.6	0.6
速動比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
現金比率 (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
平均存貨周轉天數	5.7	6.0	6.6	6.3	5.3
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	50.8	52.3	50.0
債務 / 股本比率 (%)	2.9	2.6	2.5	2.5	2.4
淨負債 / 股東權益比率 (%)	318.7	287.2	257.5	257.3	248.3
回報率 (%)					
資本回報率	10.6	10.2	10.0	12.0	13.3
資產回報率	1.9	1.9	1.8	2.2	2.6
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.23	0.24	0.25	0.33	0.41
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	2.51	2.78	3.12

數據來源：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)發表于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載數據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，并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，并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责任。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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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)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 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。