

**华电福新 (816 HK, HK\$1.94 目标价: HK\$2.24, 买入) — 2016 水电表现亮眼**

- ❖ **2016 年取得令人满意的发电表现。** 华电福新公布了 2016 发电表现，全年发电量达 41,298 吉瓦时，较 2015 年 37,180 吉瓦时实现同比增长 11.1%。水电业务是全年发电实现增长的最大亮点，在没有新增装机的基础上发电量实现同比增长 49%，达 14,090 吉瓦时。受水电挤压，火电发电量仅为 11,718 吉瓦时，同比减少 24.1%。风电业务板块的表现大致复合预期，发电量为 12,159 吉瓦时，较去年同期增长 34% 并比我们此前预期高 6.6%。我们预期水电利用小时高企将带来显著的净利润增长，部分整张将受火电的拖累有所抵消。我们预期华电福新将在 2016 年取得净利润增长 28.1% 至人民币 23.3 亿元。
- ❖ **火电业务板块：将逐渐从跷跷板效应中恢复。** 受丰沛的降雨量影响，我们预测火电的利用小时数在 2016 年将进一步下跌 18.9% 至 3,255 小时，跷跷板效应明显。基于水电利用小时正常化，以及福建省较为强劲的用电增长预期，我们预计火电业务板块将在 2017 年开始逐步恢复。尽管如此，由于受到电价调整同时煤炭价格飙升的影响，我们认为水电及火电板块合并运营利润在 2017 年仍将有所下跌，我们预测两板块合并运营利润将从 2016 年的人民币 23.8 亿下跌至 2017 年人民币 18.4 亿元。
- ❖ **风电及核电：双引擎驱动利润保持增长。** 基于业务发展更趋向资产质量甚于资产增速，管理层或在 2017 年放慢新增装机步伐。我们对于风电业务的关注也据此转向限电情况的改善。基于我们的敏感度模型测算，我们预测限电率每实现 1% 的改善将会对净利润产生 2% 正向影响。除此以外，在较为完善的特高压设施支持下，我们认为东北区域的限电相较其它地区会有明显改善。至于核电板块方面，我们认为福清核电将保持平稳高效运营，并在 2017 年新增两台核电机组加入发电序列，因此核电板块的运营利润分享将会实现显著增长。
- ❖ **维持「买入」评级。** 基于业务及预测数据的更新，我们将 2016 年的预测净利润下调 6.9% 至人民币 23.3 亿元，并将 2017, 2018 年净利润预测分别上调 2.3% 及 14.4% 至人民币 24.3 亿及人民币 30.6 亿元。基于市场风险回馈的系数的变化，我们将 DCF 目标价自每股 2.50 港元，下调至每股 2.24 港元，对应 2017 年预测市盈率 6.88 倍，对现价存 14.8% 上涨空间，**维持「买入」评级。**

**财务资料**

| (截至 12 月 31 日) | FY14A  | FY15A  | FY16E  | FY17E  | FY18E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额(百万元人民币)    | 13,895 | 15,347 | 15,900 | 17,170 | 19,279 |
| 净利润(百万元人民币)    | 1,867  | 1,821  | 2,333  | 2,428  | 3,058  |
| 每股收益(人民币)      | 0.23   | 0.22   | 0.28   | 0.29   | 0.36   |
| 每股收益变动(%)      | 21.5   | -7.5   | 28.2   | 4.1    | 26.0   |
| 市盈率(x)         | 7.4    | 8.0    | 6.3    | 6.0    | 4.8    |
| 市帐率(x)         | 1.0    | 0.9    | 0.8    | 0.7    | 0.6    |
| 股息率(%)         | 2.5    | 2.3    | 3.2    | 3.3    | 4.2    |
| 权益收益率(%)       | 12.4   | 11.1   | 12.7   | 12.0   | 13.5   |
| 净财务杠杆率(%)      | 323.8  | 317.1  | 328.6  | 326.5  | 314.2  |

来源: 公司及招银国际研究部

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

**华电福新 (816 HK)**

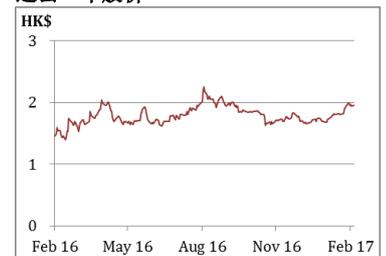
|                  |             |
|------------------|-------------|
| 评级               | 买入          |
| 收市价              | HK\$1.95    |
| 目标价              | HK\$2.24    |
| 市值(港币百万)         | 16,395      |
| 过去 3 月平均交易(港币百万) | 26.45       |
| 52 周高/低(港币)      | 2.30/1.39   |
| 发行股数(百万)         | 8408        |
| 主要股东             | 华电集团(62.8%) |

来源: 彭博

**股价表现**

|     | 绝对     | 相对     |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | 11.5%  | 6.2%   |
| 3 月 | 12.1%  | 4.3%   |
| 6 月 | -11.0% | -15.1% |

来源: 彭博

**过去一年股价**


来源: 彭博

**利润表**

| 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>  |

来源: 公司及招銀国际研究部预测

**资产负债表**

| 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>  |

来源: 公司及招銀国际研究部预测

**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>    |

来源: 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         |

来源: 公司及招銀國際研究部預測

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

|     |                                |
|-----|--------------------------------|
| 买入  | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| 持有  | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%       |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级                 |

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。