

## 華電福新(816 HK) 最具多元化的清潔電力供應商

**多元化的清潔電力運營商。**華電福新是華電集團旗下唯一的清潔能源上市平臺。公司電力運營序列中有多元化的電源組合，具備風電、水電、火電、太陽能光伏、生物質能以及由天然氣驅動的分佈式能源項目。截止 2015 年末，公司合併運營機組容量 13.85 吉瓦，其中，以裝機容量達 6.41 吉瓦的風電為首。除運營機組之外，華電福新還參股投資了福建和浙江的核電項目。

**業務發展倚重於福建。**華電福新有超過 47.5% 的運營機組位於福建。在過往的數年，公司的發電量隨福建省的高經濟增速水漲船高。儘管 2015 年福建的用電量增速出現明顯放緩，我們認為福建省的用電量需求基本面沒有發生本質變化。我們預測福建用電量將在 2016 年恢復 5% 的增速，同時福建對浙江的電力輸出也將提升華電福新在福建的發電潛力。

**風電將是主要的增長動力。**我們將華電福新主要視為一家風電運營商，因為 1) 風電將是公司未來新增裝機的主要來源；2) 以發電量和業務收入為考量，來自風電的貢獻占比將與日俱增。從 16-18 年，我們預期華電福新將實現年均新增風電裝機 1.0 吉瓦，我們同時認為風電利用小時改善在即。

**核電投資收益令人振奮。**華電福新擁有福清核電 39% 的股權；擁有三門核電 10% 股權。自 2014-2019 年，預期兩個核電項目將以每年 1 台機組的節奏投運（其中福清核電投運 4 台，三門核電投運 2 台），我們認為這將快速提升聯營公司投資收益，我們預期核電投資收益將自 2015 年的人民幣 3.19 億元增長至 2018 年的人民幣 10.2 億元，年均複合增長率達 47.3%

**首次覆蓋，給予買入評級，目標價 2.54 港元。**我們預測華電福新 2016 年淨利潤增長 25% 至人民幣 22.83 億元，對應 EPS 人民幣 0.27 元。通過 DCF 分類加總估值，我們求得公司每股公允價值為 2.54 港元。以目前股價 1.80 港元交易水準，華電福新目前的 16 年預測市盈率 and 市帳率僅為 5.7 倍和 0.7 倍，屬火電同業平均水準，處風電同業最低水準。首次覆蓋華電福新，我們給予買入評級，目標價 2.54 港元，對現價有 41.1% 的增長空間。

### 財務資料

| (年結 12 月 31 日) | FY14A  | FY15A  | FY16E  | FY17E  | FY18E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業額 (百萬元人民幣)   | 13,895 | 15,347 | 15,524 | 17,244 | 20,146 |
| 淨利潤 (百萬元人民幣)   | 1,867  | 1,821  | 2,283  | 2,480  | 2,674  |
| 每股收益 (人民幣)     | 0.2    | 0.2    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| 每股收益變動 (%)     | 21.5   | (7.5)  | 25.4   | 8.6    | 7.8    |
| 市盈率(x)         | 6.7    | 7.2    | 5.7    | 5.3    | 4.9    |
| 市帳率(x)         | 0.9    | 0.8    | 0.7    | 0.6    | 0.6    |
| 股息率 (%)        | 2.8    | 2.6    | 3.2    | 3.5    | 3.8    |
| 權益收益率 (%)      | 12.4   | 11.1   | 12.5   | 12.2   | 11.9   |
| 淨財務杠杆率 (%)     | 323.8  | 317.1  | 325.6  | 350.9  | 371.2  |

來源: 公司及招銀國際研究部

## 買入 (首次覆蓋)

|      |          |
|------|----------|
| 目標價  | HK\$2.54 |
| 潛在升幅 | +41.1%   |
| 當前股價 | HK\$1.80 |

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

### 新能源

|               |           |
|---------------|-----------|
| 市值(百萬港元)      | 15,134    |
| 3月平均流通量(百萬港元) | 23.93     |
| 52周高/低(港元)    | 3.64/1.18 |
| 發行股數(百萬)      | 8,408     |

資料來源: 彭博

### 股東結構

|          |       |
|----------|-------|
| 華電集團-內資股 | 62.8% |
| 流通股數-H股  | 30.6% |

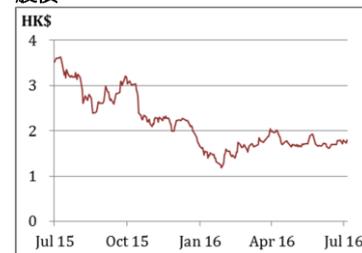
資料來源: SEC

### 股價表現

|     | 絕對回報   | 相對回報   |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | 3.6%   | -3.6%  |
| 3-月 | -12.6% | -14.4% |
| 6-月 | 6.1%   | -3.8%  |

資料來源: 彭博

### 股價



資料來源: 彭博

審計師: 毕马威

公司網站: [www.hdfx.com.cn](http://www.hdfx.com.cn)

## 目錄

|                |    |
|----------------|----|
| 公司簡介 .....     | 3  |
| 業務發展聚焦福建 ..... | 5  |
| 業務亮點 .....     | 8  |
| 財務分析 .....     | 17 |
| 財務報表 .....     | 22 |
| 估值 .....       | 24 |
| 風險 .....       | 27 |

## 公司簡介

華電福新能源股份有限公司（下稱華電福新）是中國華電集團（華電集團）旗下唯一上市之清潔能源發展平臺。公司運營多元化電源設備，包括水電、火電、風電、太陽能、天然氣分佈式能源以及生物質能。截止 2015 年末，華電福新擁有並表裝機容量 13.85 吉瓦；其中風電裝機占比最高，達 6.41 吉瓦，項目分佈全國各地；火電與水電裝機分列第二及第三，分別有 3.6 吉瓦以及 2.5 吉瓦。公司也是中國分佈式能源發展的先鋒，積極開發天然氣冷熱電三聯供分佈式項目，在 15 年末並表運營 495 兆瓦，並樹立廣州大學城項目作為分佈式項目開發的良好示範。

自華電福新於 2004 年在福建省成立以後，公司業務發展持續專注于福建。截止 15 年 12 月，公司 47.5% 在籍裝機電源設備位於福建省，此外，公司還在福建省擁有非常重要的核電投資。隨著未來數年更多的火電及核電機組在福建投入運營，福建省將繼續成為華電福新最重要的電力生產及銷售市場。

圖 1：華電福新運營多元化的電源設備（截止 2015 年 12 月，單位：兆瓦）

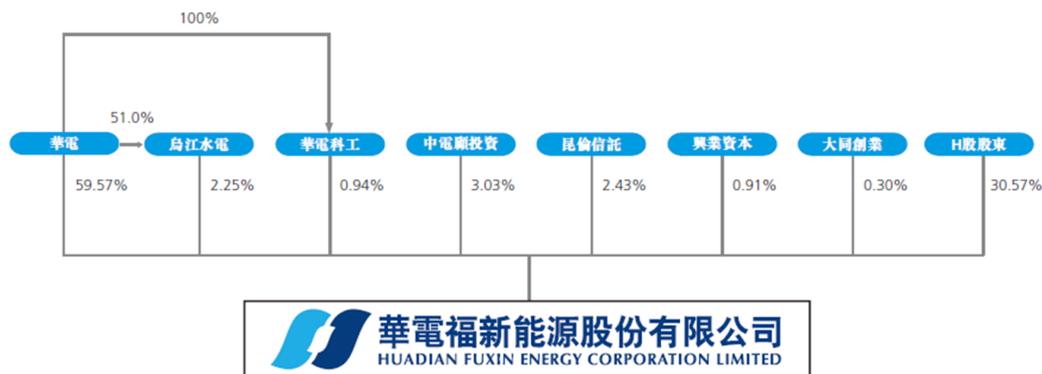


資料來源：公司資料、招銀國際研究

## 股權結構

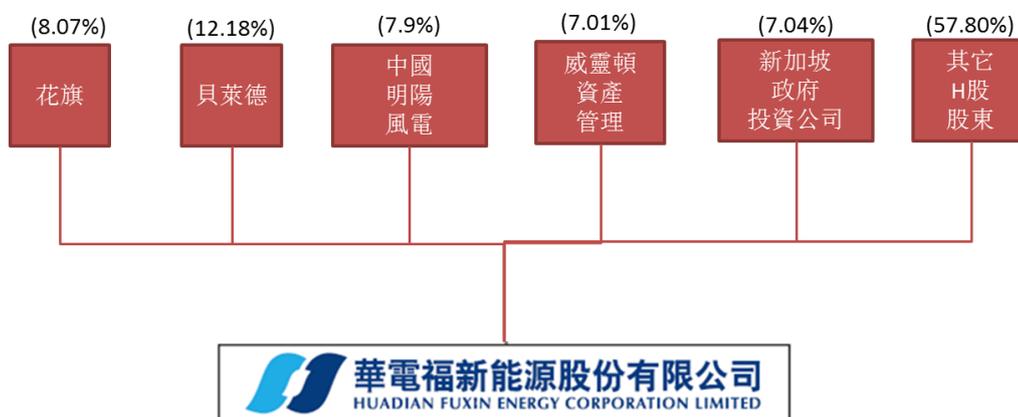
華電福新於 2012 年在香港聯交所上市。華電集團是公司的控股股東，含華電集團附屬機構在內合計內資股持股超過 60%，華電福新目前在聯交所發行 H 股占比 30.57%。作為華電集團旗下最主要的清潔能源以及海外項目發展平臺，華電福新成功吸引了港股市場許多海外長期投資者對於中國清潔能源市場的興趣。根據港交所的股權資訊披露，公司 H 股的主要投資者包括花旗集團、貝萊德、明陽風電、威靈頓資產管理以及新加坡政府投資公司，它們合計持有 42.2% 的 H 股，其餘 57.8% 的 H 股由其它公眾投資者持有。

圖 2：華電福新的股權結構



資料來源：公司資料

圖 3：華電福新在 H 股市場吸引長期投資者關注



資料來源：港交所、招銀國際研究

注：港交所信息截取日為 2016 年 7 月 15 日

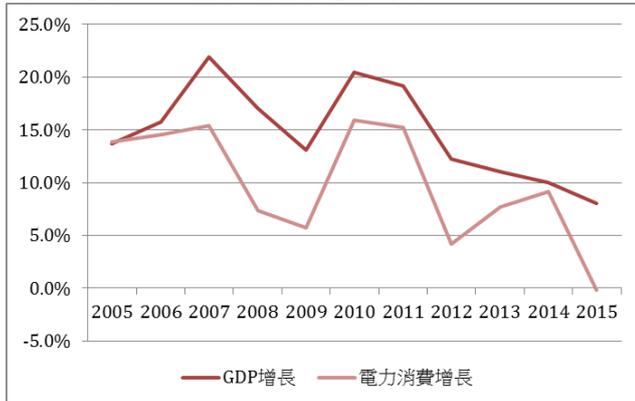
## 業務發展聚焦福建

華電福新擁有較多的業務運營聚焦於福建。截止自 2015 年 12 月，公司共有超過 47.5% 的合併運營裝機容量佈局於福建省，絕大部分福建省裝機來自於公司的火電和水電業務，因公司所有的火電和水電均位於福建省內。除目前已經運營的裝機容量以外，公司還有多項電源設備的重大投資，包括 1) 3,320 兆瓦的新建火電項目，這些新建項目將於 2018 年底前陸續投運；2) 至少 100 兆瓦的水電項目；以及 3) 對福清核電（6 台核電機組，合計容量超過 6 吉瓦）持有 39% 的項目權益。因此，福建省將持續成為華電福新業務拓展的重要市場。

### 快速經濟增長帶來卓越的歷史業務表現

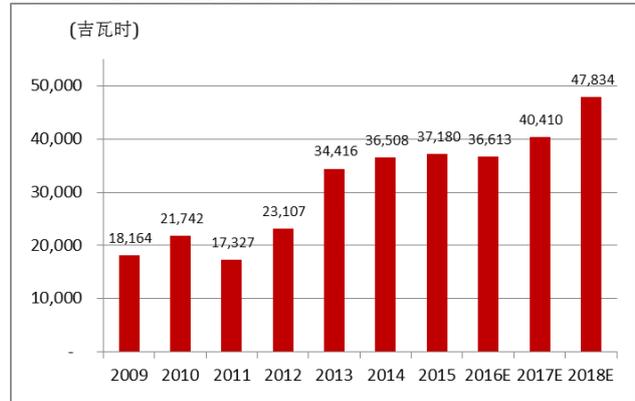
過往一段時間，福建省展現了相當強勁的經濟增長。根據國家統計局資料，福建的 GDP 自 2008 年的人民幣 1.082 萬億增長至 2015 年的人民幣 2.598 萬億，期間年均複合增長達 13.3%，顯著高於我國平均水準。用電量增長在伴隨經濟的快速發展，在同一期間錄得了年均複合增長率 8.1%。作為一家倚重於福建的獨立發電商，華電福新在這個階段實現了快速增長，總發電量自 2009 年的 18,164 吉瓦時增長至 2015 年的 37,180 吉瓦時，期間年均複合增長率達 12.7%，高於福建全省平均水準。

圖 4: 福建 GDP 增速對比用電量增長



資料來源: 國家統計局, 萬德資訊, 招銀國際研究

圖 5: 華電福新歷史及預測發電量



資料來源: 公司資料, 招銀國際預測

### 短期展望，福建電力市場將面臨壓力

儘管經濟增速猶在，公司的發電量增速卻在 2015 年出現了顯著下滑，主要原因在於福建省電力市場出現了明顯的供應過剩。此外，福建的用電量在 15 年也錄得 0.2% 的下降，較 GDP 增速 8% 的水準出現偏離。受此兩項因素影響，2015 年福建全省的平均電源利用小時數減少 11%，其中，火力發電受到了最大的衝擊，平均利用小時數按年下跌 20.2%。究其原因，主要是由於更多的新增電源實現並網，尤其是火電和核電。

圖 6: 發電增速區域平緩伴隨裝機電源仍然快速增加



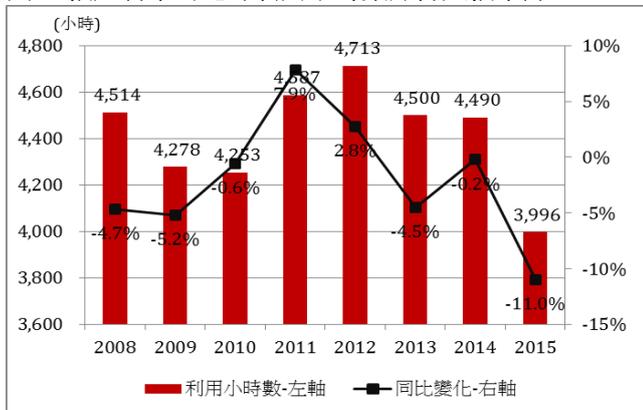
資料來源：萬德資訊，招銀國際研究

圖 7: 發電量增速對比裝機容量增速變化



資料來源：萬德資訊，招銀國際研究

圖 8: 福建省平均電源利用小時數錄得大幅下降



資料來源：萬德資訊，招銀國際研究

圖 9: 福建省火電利用小時數對比水電利用小時數



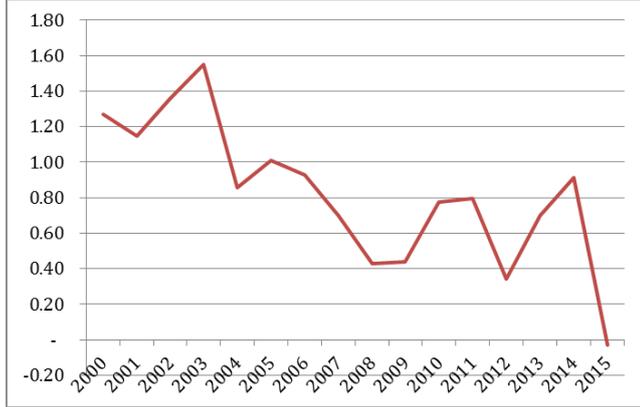
資料來源：萬德資訊，招銀國際研究

除此以外，我們也觀測到單位 GDP 增長用電強度（定義為單位用電量增長除單位 GDP 增長）在 2015 年明顯下降。根據我們的測算，用電強度 2015 年錄得資料遠低於 0.4。我們擔憂用電量增速的急劇下跌是否僅屬於短期現象，公司方面也指出福建省多個石化項目的停產也對當年的工業用電量產生了較大的影響。所幸能源局月度公佈的資料打消了我們的疑慮：福建省用電量需求重回升軌，16 年前 5 月同比增長 4.4%。我們據此認為福建省的用電需求基本面仍然大致良好，僅略微側重於第三產業。由於電源建設仍然存在產能過剩，我們預期福建的電源利用小時數壓力在短期內依然會持續，同時因水電的發電序列優先順序高於火電，並且 16 年的水電資源較為豐富，我們認為福建的火電在利用小時數方面將會承受更高的壓力。

**長期發展依然值得期待**

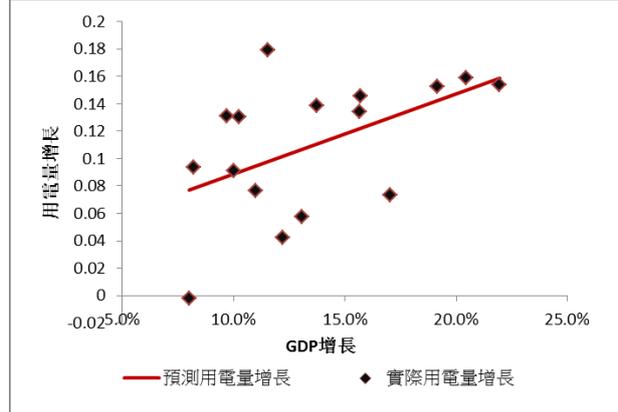
我們對於福建省未來長期的用電量增長保持樂觀，基於 1) 由於歷史上對的臺灣緊張局勢，使福建的經濟發展較東部沿海鄰省（比如江蘇和浙江）相對滯後，我們據此認為福建也因此將擁有較高的經濟增長潛力；2) 福建省在兩個主要的國家戰略中將扮演核心角色，這兩個國家戰略分別是一路一帶中的海上絲綢之路以及海峽西岸經濟區。這兩項國家戰略將使福建獲得更為廣闊的東亞以及東南亞市場空間，同時也將推動與臺灣產生更多的經濟互動。基於上述兩點，我們認為福建省的用電量增長將會持續。我們的線性回歸分析顯示單位 GDP 的用電強度為 0.58，意味著對應 2016 年福建省 8.5% 的 GDP 增長目標，用電量增長可達 4.93%。我們認為用電量持續增長將緩解目前電源設備產能過剩，並將長期擴大福建省的電力供應市場。

圖 10: 用電強度在 2015 年錄得大幅下降



資料來源：萬德資訊，招銀國際研究

圖 11: 用電量增長對 GDP 增長的線性回歸分析

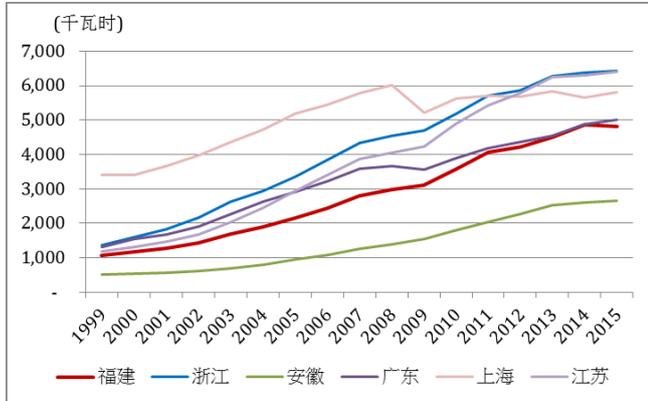


資料來源：萬德資訊，招銀國際研究  
注：樣本容量 16，R<sup>2</sup>=26%

**對浙江的電力輸出短期內將輔助穩定福建電力市場供應**

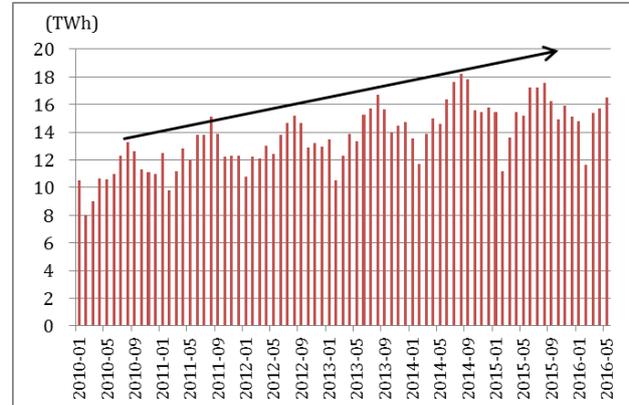
在跨省域電力輸出方面，浙江省一直是福建富餘電力的最大受納省份。福建對浙江的電力輸出多年以來呈現出持續上升的趨勢。儘管浙江在 2015 年也出現一定程度的電力供應過剩，我們仍然認為浙江擁有持續電力輸入的潛力。根據能源局資料，2016 年首 5 個月浙江電力消費按年增長 5.3%。此外，浙北-福州特高壓線路也為福建電力輸出的提升打開了通道。這條特高壓基礎線路具備年輸電能力 50 太瓦時，而 2015 年僅實現輸電 2.6 太瓦時。華電福新管理層預計 2016 年，對浙江的電力輸出可望達到 8 太瓦時。基於此，我們認為跨省域的電力輸出，將在短期內對供應過剩的福建電力市場起到穩定作用，長期來看將使福建的電力生產獲得提升。

圖 12: 福建人均用電量較鄰省水準較低(1999-2015)



資料來源：萬得資訊，招銀國際就證券

圖 13: 福建對浙江月度電力輸出



資料來源：萬得資訊，招銀國際就證券

## 業務亮點

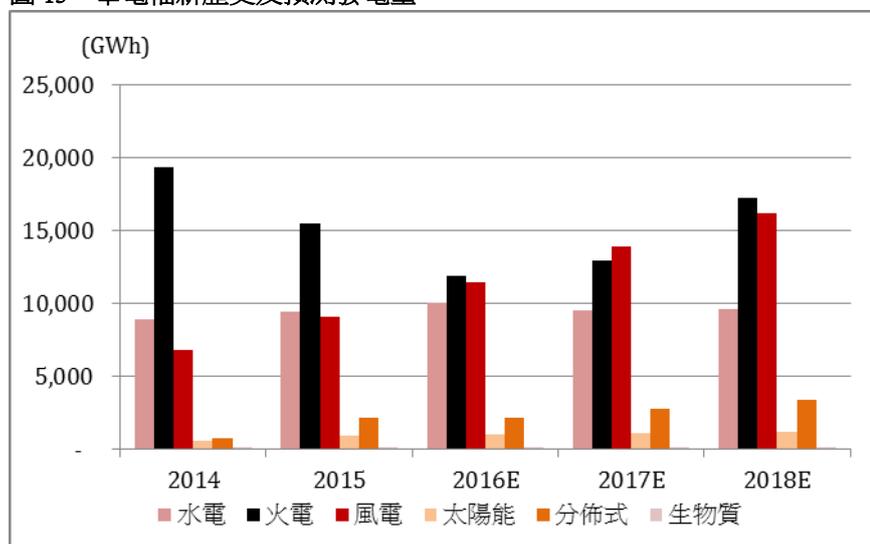
華電福新作為國企上市新能源平臺中最具多元化的清潔能源電力運營商，其對多樣化電源的運營和持續投資是我們認為最具青睞的特點之一。截止 2015 年，公司總共將電力生產業務劃分為 7 個板塊：風電裝機容量 6,417 兆瓦，佔據合併裝機容量中最大份額；火電列第二位元，裝機容量 3,600 兆瓦；水電排行第三，裝機容量 2,508 兆瓦；太陽能、分佈式能源（天然氣）、和其它能源（主要為生物質能）裝機容量分別為 799.5 兆瓦、495 兆瓦以及 25.3 兆瓦。此外，華電福新還持有核電項目的主要股權投資，獲得實益裝機容量 849.4 兆瓦（截止 2015 年資料）。公司旗下的每個業務板塊都呈現各自業務發展的不同特色。

圖 14: 華電福新歷史裝機容量及未來裝機容量預測

| 年末併表容量（兆瓦） | 2012  | 2013   | 2014   | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 水電         | 2,223 | 2,457  | 2,457  | 2,508 | 2,508 | 2,508 | 2,608 |
| 同比%        |       | 10.5%  | 0.0%   | 2.1%  | 0.0%  | 0.0%  | 4.0%  |
| 火電         | 2,650 | 3,850  | 3,850  | 3,600 | 3,600 | 4,260 | 6,920 |
| 同比%        |       | 45.3%  | 0.0%   | -6.5% | 0.0%  | 18.3% | 62.4% |
| 風電         | 2,717 | 3,501  | 4,889  | 6,417 | 7,426 | 8,426 | 9,426 |
| 同比%        |       | 28.9%  | 39.7%  | 31.3% | 15.7% | 13.5% | 11.9% |
| 太陽能        | 127   | 435    | 724    | 800   | 900   | 1,000 | 1,100 |
| 同比%        |       | 241.6% | 66.4%  | 10.4% | 12.5% | 11.1% | 10.0% |
| 天然氣分佈式     | n/a   | 156    | 367    | 495   | 645   | 795   | 945   |
| 同比%        |       |        | 135.3% | 34.9% | 30.3% | 23.3% | 18.9% |
| 生物質        | n/a   | 25.3   | 25.3   | 25.3  | 25.3  | 25.3  | 25.3  |

資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 15：華電福新歷史及預測發電量



資料來源：公司資料，招銀國際預測

## 風電：最主要的業績增長動力

我們將華電福新主要視為一家風電運營商，儘管公司運營者多元化的電源設備，因為 1) 風電裝機實現了快速增長，並將長期作為公司未來發展最主要的電源裝機增長來源；2) 來自風電板塊的發電及售電貢獻將會變得愈發重要；3) 與公司運營的其它電源相比，我們認為風電將是華電福新實現長期可持續增長的主要動力。

### 16-18 年每年新增風電裝機 1 吉瓦

華電福新的風電裝機在過去數年實現了快速增長。並表裝機容量自 2012 年的 2,717 兆瓦增長至 2015 年的 6,417 兆瓦，期間年均複合增長率達 33.2%。在新建項目的儲備和開發方面，公司堅持兩線並舉，既進行內部項目開發又通過與其它風場開發商合作進行項目收購。對於項目內部開發，公司於 2015 年獲得 27 個新建項目共計 1.5 吉瓦核准後，合計獲得第五批核准項目儲備 2.5 吉瓦。對於項目合作收購，公司於 2013 年 12 月對協和新能源 (182 HK) 戰略股權投資 9.84%，並借此與協和新能源建立合作關係在四類地區開發風電項目。

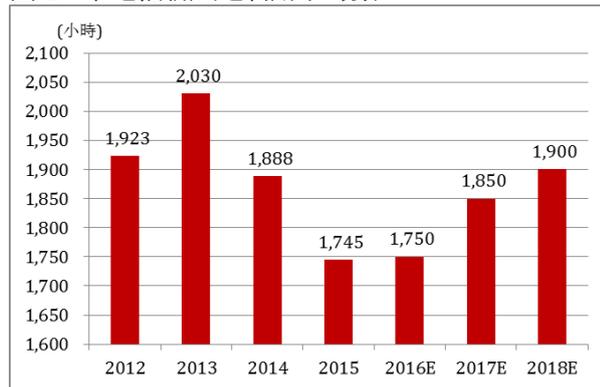
2016 到 18 年，我們預期華電福新將實現每年新增風電裝機 1GW，並表裝機容量（並網口徑）將自 2015 年 6,417 兆瓦增長至 2018 年的 9,426 兆瓦，期間年均複合增長可達 13.7%。我們與的預測較管理層 1-1.2 吉瓦的年均新增裝機指引偏向保守。

圖 16: 華電福新的風電裝機及增長



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 17: 華電福新風電利用小時數



資料來源：公司資料，招銀國際預測

### 風電利用小時改善在望

截止 2015 年末，公司持有 6,389.3 兆瓦項目分佈於中國的 17 省，以及一個 28 兆瓦項目位於西班牙。我們估計華電福新在 1-3 類地區風電項目占風電總裝機比重超過 72%，其中一類地區的裝機占總裝機比重達 48%。在 1-3 類風資源去的高比重分佈使華電福新遭受了較為嚴重的限電影響。隨 2015 年全國用電量增長放緩及風電項目搶裝，公司的全年限電比率攀升至 19%，風電利用小時數也因此跌至歷史最低的 1,745 小時。

對於未來的風電利用小時數，我們相信最壞的情況已經體現在 15 年及 16 年上半年，因為 1) 華電福新已經將風電項目開發的重點從限電地區轉向沒有限電的 4 類地區；2) 國家已就新能源及限電問題密集性出臺了各項政策；以及更重要的 3) 能源局和發改委聯合發佈保障性收購中規定了限電地區的保障性利用小時數。我們對 16 年上半年的限電情況並不樂觀，但我們預期從下半年開始，限電改善在望。我們據此預測 2016 年風電利用小時數為 1,750 小時，與 2015 年持平，隨後分別於 2017、2018 年逐漸改善至 1,850 小時，1,900 小時。

圖 18: 針對可再生能源的政策匯總

| 發佈日期     | 政策                                     | 可再生能源政策概要及點評  |
|----------|--|---|
| Jun 2014 | 《能源發展戰略行動計劃 2014-2020》                 | - 截止 2020 年，非石化能源消費占一次性能源消費比重達到 15%   |
| Dec 2015 | 《應對氣候變化國家自主貢獻文件》                       | 截止 2030 年<br>- 碳強度較 2015 年水準降低 60-65%<br>- 非石化能源消費占一次性能源消費比重達到 20%<br>- 碳排放達到峰值                             |
| Feb 2016 | 《建立可再生能源開發利用目標引導制度的指導意見》               | 截止 2020 年<br>- 強調 15% 的非石化能源占比<br>- 非水可再生能源發電量占比應達 9%   |
| Mar 2016 | 《可再生能源發電全額保障性收購管理辦法》                   | - 確保可再生能源全額收購<br>- 建立可再生能源保障性收購機制   |
| Apr 2016 | 《關於建立燃煤火電機組非水可再生能源發電配額考核制度有關要求的通知》     | 截止 2020 年<br>- 非水可再生電源裝機容量應占主要發電企業總裝機容量 15% 或以上<br>- 無法滿足 15% 配額要求的發電企業需在市場上購買“綠證”                          |
| May 2016 | 國家發改委，國家能源局《關於做好風電、光伏發電全額保障性收購管理工作的通知》 | 通知設定了針對限電地區的可再生能源保障性利用小時數<br>- 對風電項目: 1800-2000 小時<br>- 對太陽能項目: 1300-1500 hours<br>通知同時規定保障性小時數以內的電量須以全額收購。 |

資料來源: 國家發改委, 國家能源局, 招銀國際研究

**風電貢獻將持續增加**

基於利用小數改善及風電裝機容量將獲得持續增長的判斷，我們預測來自風電板塊的發電量將持續穩定增加。我們預期風電板塊發電量將自 2015 年 9,071 吉瓦時增加至 2018 年的 16,200 吉瓦時，年均複合增長率可達 21.3%，較同期風電裝機量增速 13.7% 更高。在風電上網電價方面，華電福新 2015 年實現平均上網電價為每兆瓦時人民幣 495 元，相對以往年份較高。我們判斷這可能是受限定影響，使高電價地區的發電量占比有所提升所致。2016 年起，我們認為平均實現電價將回落到正常水準，並逐年有所下降。我們的判斷基於 1) 限電地區的風電利用情況將獲逐漸改善，2) 發改委自 16 年起開始對風電上網價格啟動下調。綜上，我們預期風電板塊自 2017 年開始，將會成為華電福新最主要的收入來源，並在發電量和貢獻收入兩個主要方面變得更加重要。

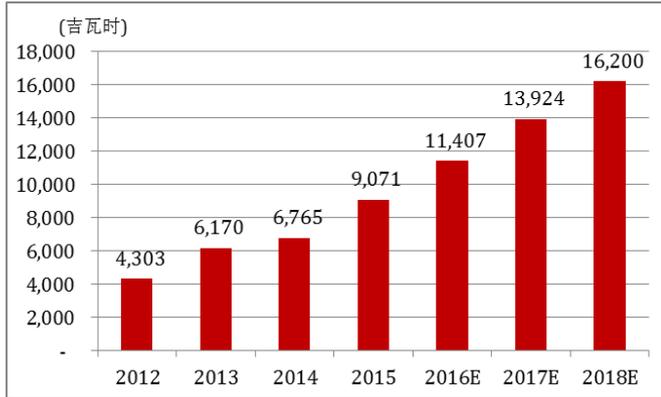
圖 19: 風電上網電價調整(人民幣/千瓦時)

| 風資源區 | 2015 | 2016-17 | 2018 |
|------|------|---------|------|
| I    | 0.49 | 0.47    | 0.44 |
| II   | 0.52 | 0.50    | 0.47 |
| III  | 0.56 | 0.54    | 0.51 |
| IV   | 0.61 | 0.60    | 0.58 |
| 近海   | 0.85 | 0.85    | 0.85 |
| 灘塗   | 0.75 | 0.75    | 0.75 |

資料來源: 國家發改委, 招銀國際研究

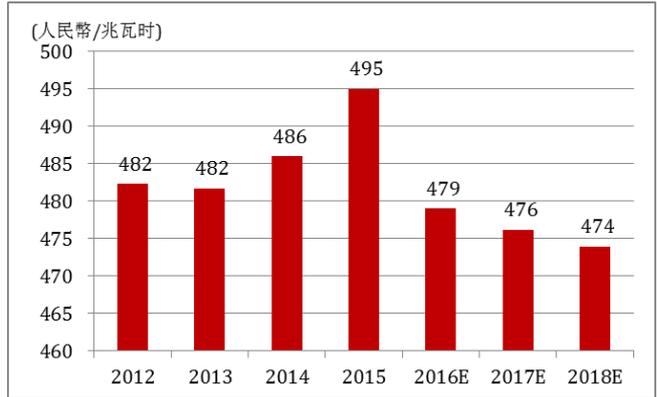
注: 上網電價適用於當年投產項目, 並且電價固定 20 年。

圖 20: 風電板塊發電量將獲得持續穩定增長



資料來源：公司資料，招銀國際研究

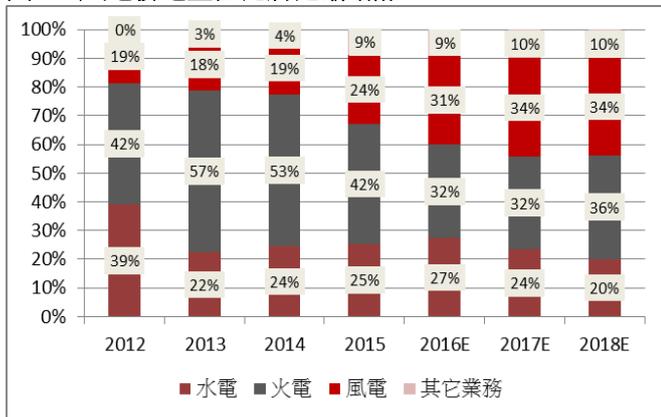
圖 21: 預期風電實現平均上網電價將逐漸下降



資料來源：公司資料，招銀國際研究

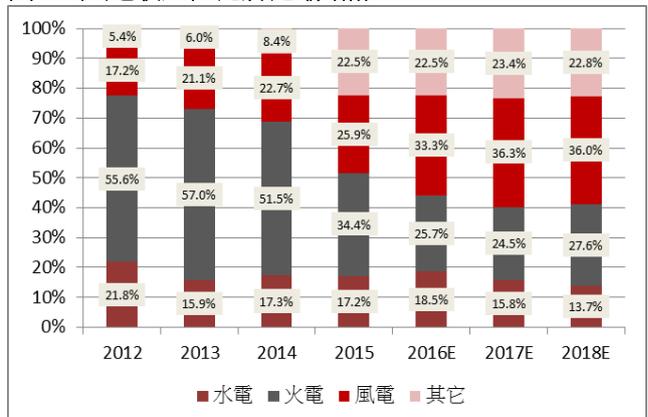
注：上述資料已扣除增值稅

圖 22: 風電發電量占比將逐漸增加



資料來源：公司資料，招銀國際研究

圖 23: 風電收入占比將逐漸增加



資料來源：公司資料，招銀國際研究

圖 24: 華電福新風電項目儲備, 截止 15 年 12 月 31 日

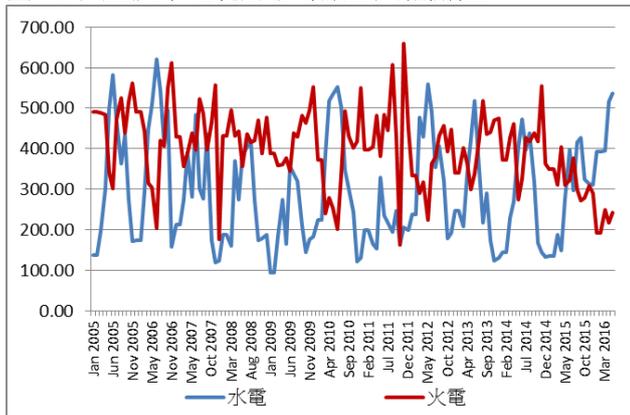
| 項目名稱            | 省份  | 風資源區 | 裝機容量 (兆瓦)     | 權益比例 (%) | 實際/預計投運日期 |
|-----------------|-----|------|---------------|----------|-----------|
| 內蒙古烏套海二期        | 內蒙古 | II   | 300           | 100      | 2016-Mar  |
| 黑龍江虎林二期         | 黑龍江 | III  | 49.5          | 82       | 2016-Mar  |
| 新疆哈密風電          | 新疆  | III  | 200           | 100      | 2016-Jun  |
| 新疆哈巴河吉源一期       | 新疆  | III  | 49.5          | 93       | 2016-Dec  |
| 內能股察右中旗宏盤風電供熱   | 內蒙古 | I    | 49.5          | 100      | 2016-Jun  |
| 河北康保協和西營盤風電     | 河北  | II   | 48            | 100      | 2016-Jun  |
| 福建省連江白雲嶺        | 福建  | IV   | 40            | 100      | 2016-Sep  |
| 福建省連江風吹嶺        | 福建  | IV   | 48            | 100      | 2016-Sep  |
| 廣東徐聞二期黃塘        | 廣東  | IV   | 49.5          | 100      | 2016-Dec  |
| 雲南開遠大黑山二期(2)左美果 | 雲南  | IV   | 40            | 100      | 2016-Mar  |
| 江蘇鹽城濱海風電        | 江蘇  | IV   | 121           | 100      | 2016-Dec  |
| 浙江長興和平          | 浙江  | IV   | 70.4          | 100      | 2016-Dec  |
| 湖北金泉48MW風電      | 湖北  | IV   | 48            | 100      | 2016-Nov  |
| 安徽無為東山          | 安徽  | IV   | 20            | 100      | 2016-Jul  |
| <b>合計</b>       |     |      | <b>1133.4</b> |          |           |

資料來源：公司資料，招銀國際研究

## 水火互濟

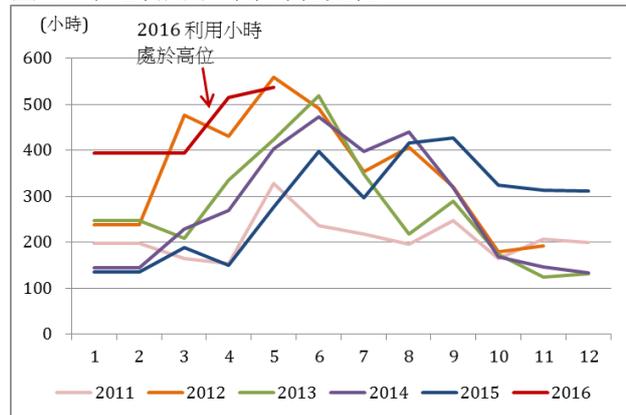
我們將水電和火電兩個板塊作為一個整體看待，因為 1) 華電福新所有的水電及火電電源設備均位於福建；2) 在目前福建電力供應過剩的市場環境下，火電將更多的承擔電力調峰以及水電資源波動的緩衝角色；以及 3) 基於歷史月度利用小時數考量，水電和火電的利用小時數呈負相關性。參考上述三點，我們相信華電福新這兩個能源板塊將呈現水火互濟的特點。

圖 25: 火電及水電利用小時數呈負相關性



資料來源：萬德資訊，招銀國際研究  
注：利用小時相關性為-0.47

圖 26: 水電利用小時季節性變化



資料來源：萬德資訊，招銀國際研究

### 火電：大規模擴張在即；水電：裝機溫和增長

華電福新共計在福建運營水電裝機 2,580 兆瓦，火電裝機 3,600 兆瓦，合共在總裝機容量占比 44.1%。自 2016-18 年，公司計畫對新建火電項目有持續性資本性支出投入到邵武電站 3 期項目和可門電站 3 期項目，兩個項目合計容量 3,320 兆瓦，預計總投資達人民幣 140 億元。管理層預期邵武 3 期其中 660 兆瓦產能將於 17 年 4 季度投運，其餘產能預計於 18 年 4 季度投運。所有新增火電產能投運後，意味公司 18 年末火電板塊運營裝機將達 6,920 兆瓦，較 2015 年水準增加 92.2%。

水電方面，產能擴張計畫則較為溫和。華電福新計畫通過現有設備技改和水電項目收購兩個管道來實現水電產能提升。公司於 2015 年獲得 100 兆瓦項目路條，目前新建水電項目正處於投入期，預計新增產能可在 2018 年投運。

圖 27: 華電福新運營及在建火電項目

| 運營中項目     | 容量 (兆瓦) | 機組數 #    | 裝機容量 (兆瓦)    | 狀態     |
|-----------|---------|----------|--------------|--------|
| 永安        | 300     | 2        | 600          | 運營中    |
| 漳平        | 300     | 2        | 600          | 運營中    |
| 可門        | 600     | 4        | 2,400        | 運營中    |
| <b>合計</b> |         | <b>8</b> | <b>3,600</b> |        |
| 建設中項目     | 容量 (兆瓦) | 機組數 #    | 裝機容量 MW      | 預計投產時間 |
| 邵武三期      | 660     | 1        | 660          | 4Q17   |
|           | 660     | 1        | 660          | 4Q18   |
| 可門三期      | 1,000   | 2        | 2,000        | 4Q18   |
| <b>合計</b> |         | <b>4</b> | <b>3,320</b> |        |

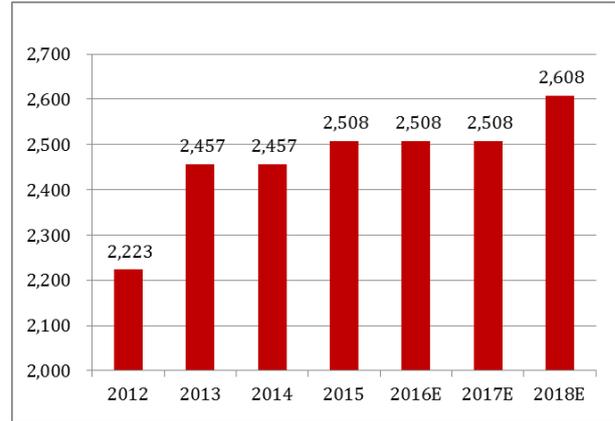
資料來源：公司資料，招銀國際研究

圖 28: 火電裝機變化及裝機增速預測



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 29: 水電裝機變化及預測



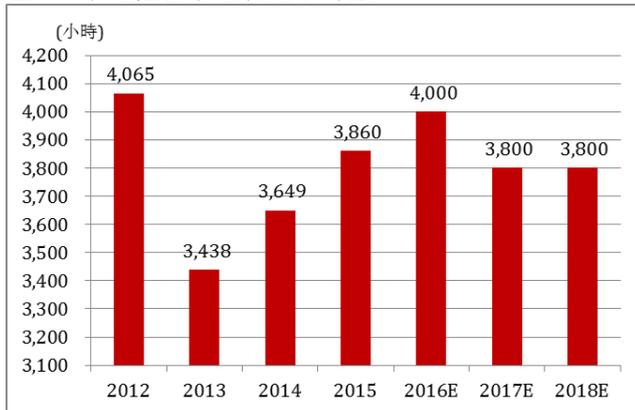
資料來源：公司資料，招銀國際預測

### 火電短期受壓，長期產能增長將獲得釋放

如我們此前闡述，福建省目前面臨著電力供應過剩局面，我們預期公司火電機組的利用小時數在短期內將面臨持續性壓力。2016年受厄爾尼諾效應影響帶來異常豐富的降水也將為火電板塊的業績表現增添更多壓力。

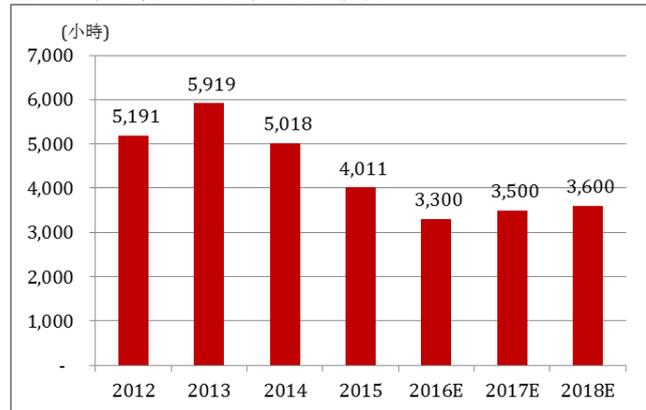
我們預測 16 年公司火電利用小時將較低，為 3,300 小時，較 2015 年 4,011 小時下降 17.7%。根據公司披露，16 年前 5 個月火電利用小時已較去年同期少 900 小時。在水電方面則呈現出蹺蹺板效應，16 年首 5 個月水電利用小時數已達 2,570 小時。根據過往對福建降水的季節性資料觀察，下半年的降雨量將會減少，但仍有來自颱風所帶來降雨量的影響。我們預測公司 2016 年的水電利用小時達到 4,000 小時。2017-18 年，我們預測水電利用小時將恢復常態，回落到 3800 小時，而火電利用小時將隨福建用電恢復增長分別恢復至 3,500 以及 3,600 小時。

圖 30: 華電福新水電利用小時數



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 31: 華電福新火電利用小時數

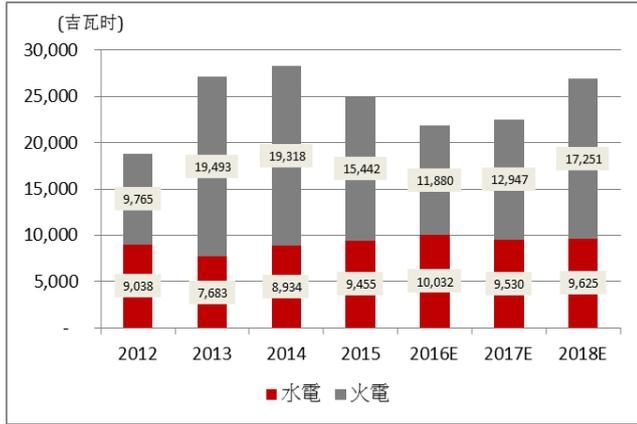


資料來源：公司資料，招銀國際預測

### 板塊合併來看，供應過剩負面影響有限

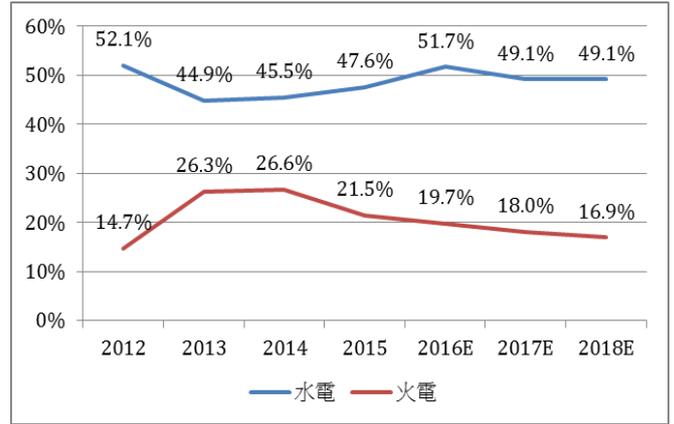
對於火電板塊的低利用小時數，我們並不感到特別擔憂，因為 1) 除水電資源豐沛為火電帶來部分緩衝以外，水電分部還將受到電價調升的有利影響；2) 我們預期 16 年火電燃料成本可獲較 15 年平均水準下降 10%，使火電獲具備更高的承壓能力。我們測算水電 2016 年運營利潤率將按年提升 4.1 個百分點至 51.7%，並在 17-18 年維持在 49.1%，而火電運營利潤率僅在 16 年下跌 1.8 個百分點至 19.7%，並在 17-18 年維持于 19.5% 水準。結合兩個分部而言，我們測算運營利潤將在 16-17 年分別按年下滑 5% 及 7.5%，於 2018 年隨火新增產能釋放恢復 9.2% 增長。在我們看來，由於公司運營有其它快速增長的多元化電源，可以較為輕易的覆蓋水火板塊合併後運營利潤的短期下滑。

圖 32: 水電及火電發電量



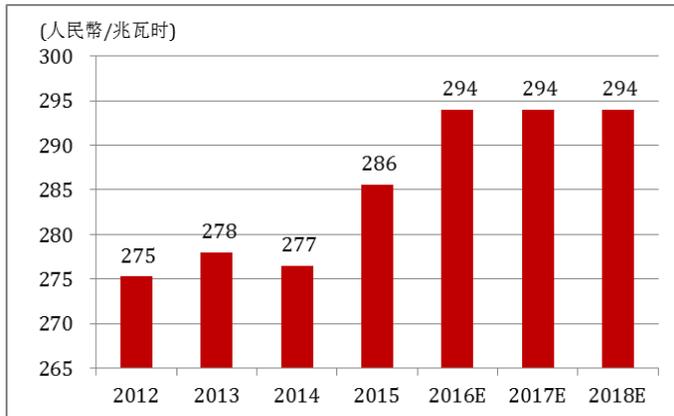
資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 33: 水電及火電的運營利潤率



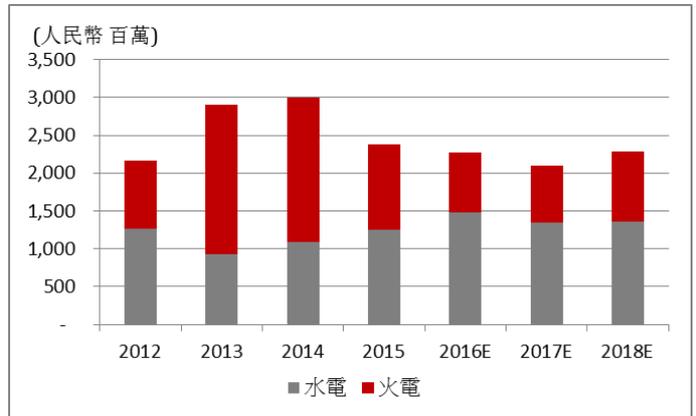
資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 34: 華電福新：水電實現上網電價



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 35: 水電與火電合併後的運營利潤



資料來源：公司資料，招銀國際預測

### 核電投資: 收益可期

核電參股投資是華電福新的核心亮點之一。公司持有福清核電站 39%股權以及三門核電站 10%股權。福清核電項目總裝機容量 6,534 兆瓦（6 台機組，每台 1,089 兆瓦），自 14-17 年以每年 1 台機組的節奏投運。三門核電項目，裝備第三代核電技術（AP1000），預期在 18-19 年每年投運 1 台。福清 1 號及 2 號機組的商業運營已經分別於 14 及 15 年為華電福新帶來人民幣 3,200 萬及人民幣 3.19 億投資收益。

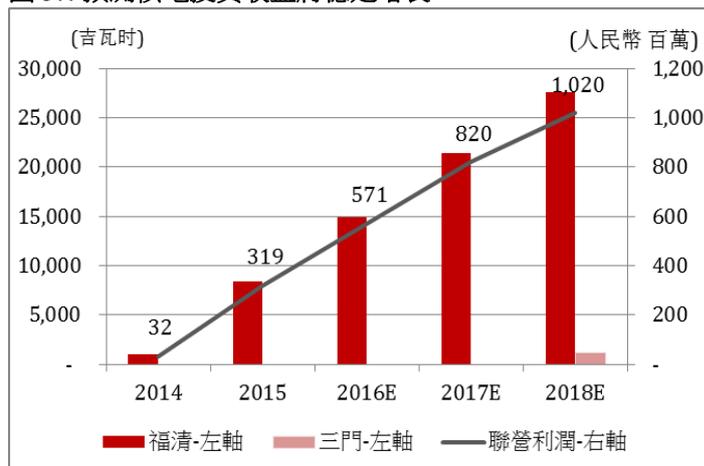
隨著更多的核電機組投入商業化運營，我們預期核電投資的收益回報將維持增長趨勢。我們同時也相信為了維持核電機組的安全及穩定運營，核電機組的上网電價和利用小時數將會保持在比較穩定的水準。我們預測和點發電量將會持續增長，自 2015 年 8,339 吉瓦時增長至 2018 年的 27,541 吉瓦時，年均複合增長率達 48.9%。核電投資收益也將因此從 2015 年的人民幣 3.19 億增長至 2018 年的人民幣 10.2 億，核電投資收益年均複合增長率 47.3%。

圖 36: 華電福新參股核電項目及預計投運時間

| 福清核電 |          |              |           |           |
|------|----------|--------------|-----------|-----------|
| 核電機組 | 機組型號     | 裝機容量<br>(兆瓦) | 建設開始時間    | 投產/預計投產時間 |
| 一期   |          |              |           |           |
| 1#   | CNP-1000 | 1,089        | Nov 2008  | Nov 2014  |
| 2#   | CNP-1000 | 1,089        | 17-Jun-09 | Oct 2015  |
| 二期   |          |              |           |           |
| 3#   | CP1000   | 1,089        | 31-Dec-10 | 4Q16      |
| 4#   | CP1000   | 1,089        | 17-Nov-12 | 4Q17      |
| 5#   | ACP1000  | 1,089        | 7-May-15  | 2020      |
| 6#   | ACP1000  | 1,089        | 22-Dec-15 | 2020      |
| 三門核電 |          |              |           |           |
| 核電機組 | 機組型號     | 裝機容量<br>(兆瓦) | 建設開始時間    | 投產/預計投產時間 |
| 一期   |          |              |           |           |
| 1#   | AP-1000  | 1,250        | 19-Apr-09 | 2018      |
| 2#   | AP-1000  | 1,250        | 15-Dec-09 | 2019      |

資料來源：公司資料，國際原子能機構，招銀國際研究

圖 37: 預測核電投資收益將穩定增長



資料來源：公司資料，招銀國際預測

## 天然氣分佈式：小而美

天然氣分佈式項目，儘管目前在華電福新的電源裝機占比較小，卻在先進燃氣輪機技術支援下擁有最高的能源系統效率。單一天然氣分佈式項目不僅提供電力供應，還同時提供熱能及冷能，形成冷熱電三聯供。作為中國分佈式能源發展的先鋒，華電福新積極開發分佈式能源項目，截止 2015 年運營天然氣分佈式項目裝機容量 495 兆瓦，其中廣州大學城是公司運營中最大的單體分佈式項目，也為天然氣分佈式推廣起到良好的示範效應。對於天然氣分佈式能源，我們認為這是一項小而美的業務。

天然氣分佈式能源，因其節能減排的先進模範性，廣受地方政府的歡迎。許多地方政府在興建大學城以及工業園區的過程，均計畫設立分佈式能源項目作為配套。因此地方政府在招商引資的過程當中，願意給予公司較為優惠的氣源供應、低價、上網電價或者稅務減免等優惠條款，以換取公司對於分佈式項目的投資。公司披露天然氣分佈式的電源投資約每瓦 8 元人民幣左右，並且預期內部回報率（IRR）不低於 9%。截止 2015 年，公司共計持有 1,251 兆瓦分佈式能源項目儲備，並預期根據當地基建項目的推進情況，每年新增 150MW 實現分佈式能源產能擴張。

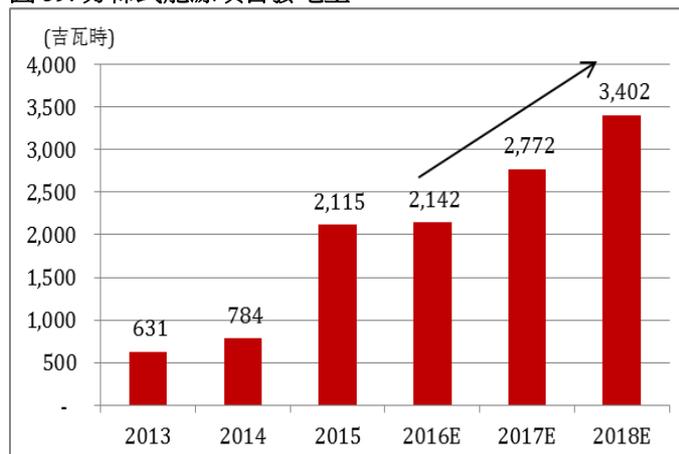
儘管分佈式能源項目因成本較高在中國尚未普及，我們仍然認為華電福新的分佈式業務值得關注。截止 2015 年，分佈式發電量占總發電量已達 6%，我們預期分佈式發電份額長期來看將會進一步提升。我們預測分佈式裝機容量將會從 2015 年 495 兆瓦增長至 2018 年 945 兆瓦。因預期新增裝機時點位於年末，我們預期 16 年發電量增長較為平緩，但自 2017 年期將獲得穩定增長。

圖 38: 分佈式能源項目裝機容量及增長



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 39: 分佈式能源項目發電量



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 40: 分佈式能源項目儲備

| 項目名稱              | 省份        | 裝機容量<br>(兆瓦) | 權益比例<br>(%) |
|-------------------|-----------|--------------|-------------|
| 遷安分散式能源站          | Hebei     | 120          | 65          |
| 天津北辰風電園-在建        | Tianjin   | 120          | 65          |
| 南昌小藍分散式能源站        | Jiangxi   | 150          | 100         |
| 廈門集美分散式能源站        | Fujian    | 33           | 100         |
| 澄邁老城天然氣分散式能源站     | Hainan    | 80           | 55          |
| 江門蓬江江沙天然氣熱電聯產     | Guangdong | 230          | 70          |
| 西安北客站分散式能源站       | Shanxi    | 104          | 100         |
| 南寧高新區分散式能源站       | Guangxi   | 120          | 100         |
| 中博會會展綜合體天然氣分散式能源站 | Shanghai  | 24           | 51          |
| 清遠分散式能源           | Guangdong | 150          | 100         |
| 莘莊二期              | Shanghai  | 120          | 100         |
| <b>Total</b>      |           | <b>1,251</b> |             |

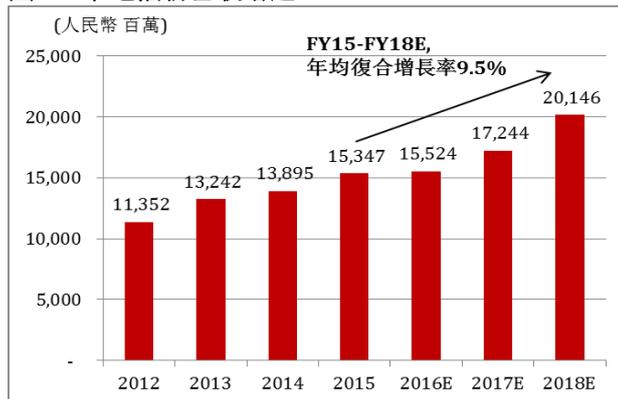
資料來源：公司資料，招銀國際預測

## 財務分析

### 15-18 財年預測營收年均複合增長 9.5%

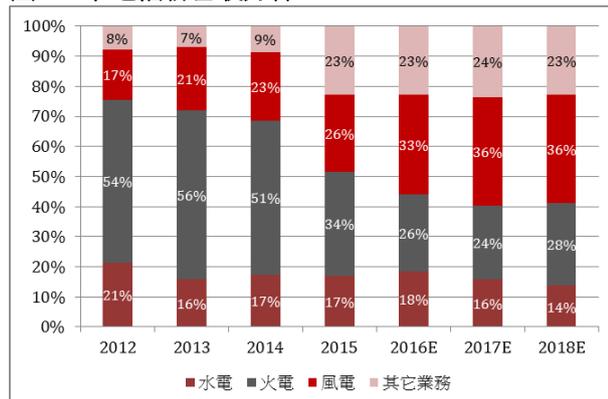
華電福新 2015 年錄得營業收入人民幣 153.47 億元，按年增加 10%。營收增長主要來自於風電以及分佈式裝機容量增加，以及公司年內新增了煤炭貿易業務（為方便圖表展示，我們將太陽能、分佈式、生物質以及貿易業務歸集成“其它業務”）。受火電部門利用小時不佳所影響，我們預測 2016 年營收將溫和增長 1% 至人民幣 155.24 億。隨著福建用電量增速恢復，我們相信公司的營收將會恢復可觀增速。我們預測到 2018 年，營收將增長至人民幣 201.46 億元，對應 15-18 年均複合增長率 9.5%。

圖 41: 華電福新營收增速



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 42: 華電福新營收分佈



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 43: 分部營收及營收增速

| (人民幣 百萬)        | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>營業收入</b>     | <b>11,352</b> | <b>13,242</b> | <b>13,895</b> | <b>15,347</b> | <b>15,524</b> | <b>17,244</b> | <b>20,146</b> |
| 水電              | 2,417         | 2,078         | 2,404         | 2,627         | 2,870         | 2,727         | 2,754         |
| 火電              | 6,159         | 7,465         | 7,138         | 5,272         | 3,975         | 4,211         | 5,545         |
| 風電              | 1,901         | 2,767         | 3,153         | 3,967         | 5,151         | 6,247         | 7,232         |
| 其它業務            | 875           | 933           | 1,200         | 3,481         | 3,528         | 4,060         | 4,615         |
| <b>營收增速 (%)</b> |               |               |               |               |               |               |               |
| 營業收入            | n/a           | 17%           | 5%            | 10%           | 1%            | 11%           | 17%           |
| 水電              | n/a           | -14%          | 16%           | 9%            | 9%            | -5%           | 1%            |
| 火電              | n/a           | 21%           | -4%           | -26%          | -25%          | 6%            | 32%           |
| 風電              | n/a           | 46%           | 14%           | 26%           | 30%           | 21%           | 16%           |
| 其它業務            | n/a           | 7%            | 29%           | 190%          | 1%            | 15%           | 14%           |

資料來源：公司資料，招銀國際預測

### 運營支出及運營利潤

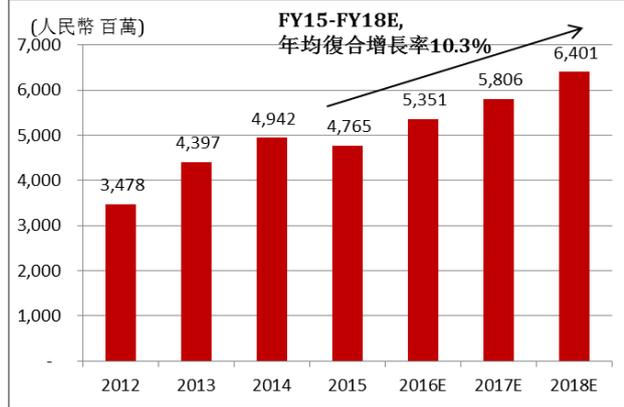
華電福新 2015 年錄得運營支出為人民幣 107 億元，運營利潤及其它運營收入合計人民幣 47.65 億元。在運營費用支出當中，燃料成本占比最多，達 35.9%；折舊及攤銷排行第二，占比 30.1%；雇員成本支出位列第三，占比 11.1%。我們預期運營支出結構將會隨著燃料的波動而產生變化，與此同時折舊及攤銷和雇員成本支出則相對比較穩定。我們預測 2016、17、18 年的總運營支出分別為人民幣 103 億，115 億及 137 億元。隨之計算得出 2016-18 年同期運營利潤為人民幣 53.51 億，58.06 億以及 64.01 億，對應期間運營利潤年均複合增長 10.3%。

圖 44: 華電福新運營成本結構



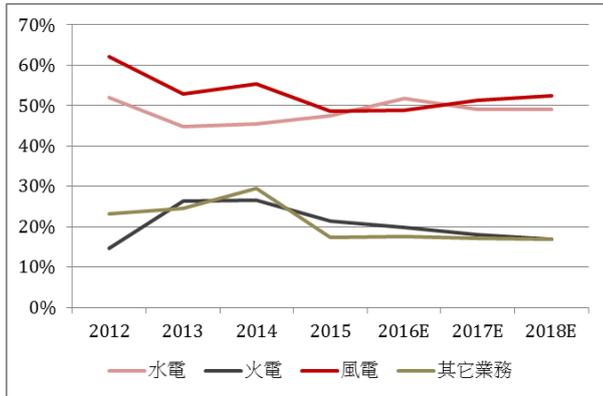
資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 45: 15-18 年預測運營利潤年均複合增長 10.3%



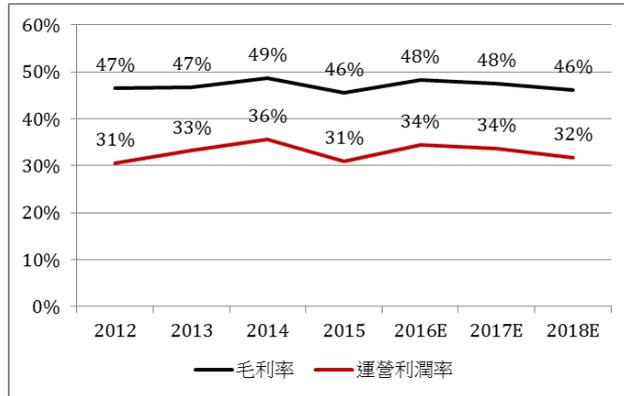
資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 46: 分部運營利潤率



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 47: 華電福新毛利率及運營利潤率



資料來源：公司資料，招銀國際預測

注: 毛利定義為營收減去燃料成本、折舊及攤銷、維護成本以及煤炭銷售費用

### 利息開支隨資產擴張而增加

公司運營資產的不斷擴張，我們認為債務融資將會是公司業務擴張的主要資金來源，因此我們預測公司的利息支出也將隨運營資產的擴張而增加。公司於 2015 年實現將平均借貸成本降低 50 個基點至 5.5%。在一個較為寬鬆的市場環境下，我們預計 2016 年公司可以進一步將借貸利率壓縮至 5%。基於 13% 的項目利息支出资本化率的假設，我們測算 2016-18 年利息支出分別為人民幣 28.52 億，32.88 億及 38.30 億元。

### 投資收益

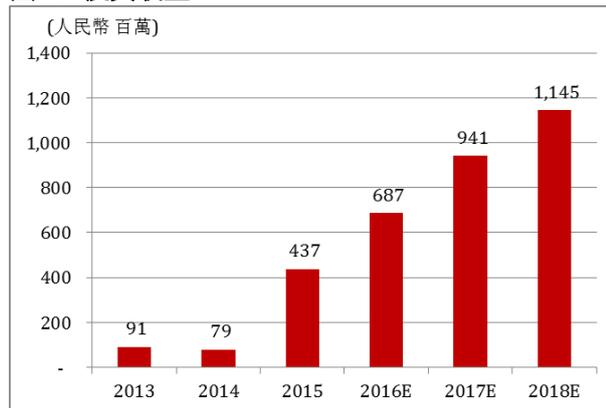
除了對福清核電及三門核電的主要投資以外，華電福新還有其他的投資包括：協和新能源、中海福建燃氣發電、屏南縣後龍溪水電等。所有投資項目 2015 年合計為華電福新貢獻投資收益人民幣 4.36 億元，對公司的淨利潤貢獻顯著。我們預測投資收益將在 2016-18 年增加至人民幣 6.87 億，9.41 億以及人民幣 11.45 億元，其中主要的投資收益仍然將來自於福清核電項目。

圖 48: 利息支出



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 49: 投資收益



資料來源：公司資料，招銀國際預測

### 2016年淨利潤增長25%

2015年歸屬權益股東淨利潤為人民幣18.21億元，我們預測歸屬權益股東淨利潤將進一步在2016-18年分別增長至人民幣22.83億，24.80億以及26.70億元。我們的測算顯示16年淨利潤增速為25%，並且15-18年淨利潤年均複合增長率為13.7%。據此計算，16-18年每股收益為人民幣0.27, 人民幣0.29以及人民幣0.32元。基於對公司多元化業務的綜合考慮，我們認為16-18年的淨利潤增長將主要由高毛利的風電業務以及核電投資所驅動。回報率方面，我們預測資產回報率穩定在2%水準，股本回報率保持在10%左右。

圖 50: 杜邦分析

| 杜邦分析            | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>股本回報率</b>    | <b>10.3%</b> | <b>13.1%</b> | <b>12.4%</b> | <b>11.1%</b> | <b>12.5%</b> | <b>12.2%</b> | <b>11.9%</b> |
| 所得稅、非控股權益及永續債負擔 | 68%          | 67%          | 70%          | 69%          | 70%          | 70%          | 70%          |
| 利息負擔            | 46%          | 50%          | 54%          | 55%          | 61%          | 61%          | 60%          |
| 運營利潤率           | 31%          | 33%          | 36%          | 31%          | 34%          | 34%          | 32%          |
| 資產周轉率           | 19%          | 20%          | 16%          | 16%          | 14%          | 14%          | 15%          |
| 槓桿率             | 580%         | 604%         | 572%         | 592%         | 605%         | 609%         | 614%         |

資料來源：公司資料，招銀國際預測

### 資本性支出，槓桿率以及融資需求

根據我們此前對於業務的推斷，16-18年3年內，公司將實現年增風電裝機1吉瓦以及火電裝機3.32吉瓦，我們據此判斷公司16-18年的資本性支出將分別為人民幣140億，160億以及157億元。我們預計主要的資金將來源於借貸，這將為公司目前已經高企的淨財務槓桿率（淨債務/股東權益，含永續中期債券）產生進一步壓力。2015年底，公司經財務槓桿率已達317%。對16-18年公司的負債情況展望，在不新增股權融資的假設前提下，我們測算淨財務槓桿率將攀升至326%，351%和371%。

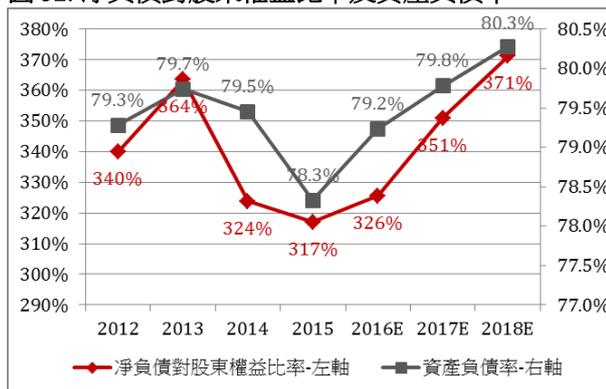
資產負債率方面，管理層認為將資本負債率控制在75%左右對於重資產的新能源發電企業是比較合適的水準。隨著負債不斷增加，我們測算資產負債率將從2015年78.3%上升到2016-18年的79.2%，79.8%以及80.3%，較公司的負債率目標有所偏離。據此，我們認為中長期來看公司有需要進行股權融資。

圖 51: 華電福新歷史及預測資本支出



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 52: 淨負債對股東權益比率及資產負債率



資料來源：公司資料，招銀國際預測

華電福新已於 2015 年發行人民幣 20 億元永續中期債券用以補充股本金。基於目前股票市場價格低於 1 倍市淨率，我們認為短期內公司進行股本融資的可能性較低。對於公司的短期融資需求，華電福新已註冊了 100 億境內超短期融資券額度，截止 2016 年 7 月 13 日，公司已成功發行 4 個批次超短期融資券。我們認為公司目前的現金水平，以及超短融工具將足以覆蓋公司近期的資本支出需求，同時超短融工具將可使公司的借貸成本獲得進一步降低。

圖 53: 華電福新超短期融資券發行資訊匯總 (2016)

| 批次 | 發行日期      | 金額<br>(人民幣十億) | 期限<br>(天) | 利率    | 相當於Shibor水平       |
|----|-----------|---------------|-----------|-------|-------------------|
| 1  | 16-Mar-16 | 10            | 180       | 2.42% | Shibor-67bps      |
| 2  | 13-May-16 | 20            | 180       | 2.90% | Shibor6M-5bps     |
| 3  | 20-May-16 | 15            | 270       | 2.80% | Shibor3M+12.88bps |
| 4  | 6-Jul-16  | 20            | 270       | 2.76% | Shibor+29bps      |
| 合計 |           | 65            |           |       |                   |

資料來源：公司資料，招銀國際研究

圖 54: 我們的主要假設及預測

| 主要假設                         | 2012  | 2013  | 2014  | 2015   | 2016E  | 2017E | 2018E |
|------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| <b>年末並表容量 (MW)</b>           |       |       |       |        |        |       |       |
| 水電                           | 2,223 | 2,457 | 2,457 | 2,508  | 2,508  | 2,508 | 2,608 |
| 同比 %                         |       | 11%   | 0%    | 2%     | 0%     | 0%    | 4%    |
| 火電                           | 2,650 | 3,850 | 3,850 | 3,600  | 3,600  | 4,260 | 6,920 |
| 同比 %                         |       | 45%   | 0%    | -6%    | 0%     | 18%   | 62%   |
| 風電                           | 2,717 | 3,501 | 4,889 | 6,417  | 7,426  | 8,426 | 9,426 |
| 同比 %                         |       | 29%   | 40%   | 31%    | 16%    | 13%   | 12%   |
| 太陽能                          | 127   | 435   | 724   | 800    | 900    | 1,000 | 1,100 |
| 同比 %                         |       | 242%  | 66%   | 10%    | 13%    | 11%   | 10%   |
| 分佈式                          | n/a   | 156   | 367   | 495    | 645    | 795   | 945   |
| 同比 %                         |       |       | 135%  | 35%    | 30%    | 23%   | 19%   |
| 生物質                          | n/a   | 25    | 25    | 25     | 25     | 25    | 25    |
| 同比 %                         |       | n/a   | 0%    | 0%     | 0%     | 0%    | 0%    |
| <b>利用小時數</b>                 |       |       |       |        |        |       |       |
| 水電                           | 4,065 | 3,438 | 3,649 | 3,860  | 4,000  | 3,800 | 3,800 |
| 火電                           | 5,191 | 5,919 | 5,018 | 4,011  | 3,300  | 3,500 | 3,600 |
| 風電                           | 1,923 | 2,030 | 1,888 | 1,745  | 1,750  | 1,850 | 1,900 |
| 太陽能                          | n/a   | 708   | 748   | 1,166  | 1,180  | 1,180 | 1,180 |
| 分佈式                          | n/a   | 4,048 | 2,136 | 4,272  | 4,200  | 4,200 | 4,200 |
| 生物質                          | n/a   | n/a   | 6,576 | 6,495  | 6,500  | 6,500 | 6,500 |
| <b>平均電價(人民幣/兆瓦時, 扣除增值稅後)</b> |       |       |       |        |        |       |       |
| 水電                           | 275   | 278   | 277   | 286    | 294    | 294   | 294   |
| 火電                           | 380   | 376   | 372   | 335    | 326    | 318   | 318   |
| 風電                           | 482   | 482   | 486   | 495    | 479    | 476   | 474   |
| 太陽能                          | n/a   | 990   | 920   | 899    | 890    | 885   | 880   |
| 分佈式                          | n/a   | 670   | 690   | 731    | 720    | 720   | 720   |
| 生物質                          | n/a   | 640   | 640   | 640    | 640    | 640   | 640   |
| <b>單位燃料成本(人民幣/兆瓦時)</b>       |       |       |       |        |        |       |       |
| 火電                           | n/a   | n/a   | 197   | 172    | 155    | 160   | 164   |
| 同比 %                         | n/a   | n/a   | n/a   | -12.4% | -10.0% | 3.0%  | 3.0%  |
| 天然氣分佈式                       | n/a   | n/a   | 428   | 531    | 488    | 488   | 488   |
| 同比 %                         | n/a   | n/a   | n/a   | 23.9%  | -8.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 生物質                          | n/a   | n/a   | 83    | 73     | 73     | 73    | 73    |
| 同比 %                         | n/a   | n/a   | n/a   | -12.4% | 0.1%   | 0.0%  | 0.0%  |

資料來源：公司資料，招銀國際研究

## 財務報表

### 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>15,524</b> | <b>17,244</b> | <b>20,146</b> |
| 銷售成本             | (7,365)       | (8,502)       | (8,170)       | (9,204)       | (10,999)      |
| <b>毛利</b>        | <b>6,530</b>  | <b>6,845</b>  | <b>7,354</b>  | <b>8,041</b>  | <b>9,148</b>  |
| 其它淨收入            | 237           | 155           | 158           | 158           | 158           |
| 行政費用             | (405)         | (453)         | (455)         | (505)         | (589)         |
| 人員成本             | (1,052)       | (1,192)       | (1,274)       | (1,413)       | (1,768)       |
| 其它費用             | (369)         | (589)         | (432)         | (475)         | (548)         |
| <b>息稅前收益</b>     | <b>4,942</b>  | <b>4,765</b>  | <b>5,351</b>  | <b>5,806</b>  | <b>6,401</b>  |
| 融資成本淨額           | (2,344)       | (2,569)       | (2,758)       | (3,197)       | (3,730)       |
| 合資及聯營企業          | 84            | 428           | 687           | 941           | 1,145         |
| 特殊項目             | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>稅前利潤</b>      | <b>2,681</b>  | <b>2,623</b>  | <b>3,280</b>  | <b>3,550</b>  | <b>3,815</b>  |
| 所得稅              | (534)         | (405)         | (492)         | (532)         | (572)         |
| 非控制股東權益          | (280)         | (316)         | (390)         | (422)         | (454)         |
| 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>2,283</b>  | <b>2,480</b>  | <b>2,674</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>100,910</b> | <b>114,675</b> | <b>127,528</b> |
| 固定資產             | 66,074        | 75,589        | 85,822         | 97,606         | 108,363        |
| 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         | 7,613          | 8,999          | 10,545         |
| 其它非流動資產          | 4,599         | 5,787         | 6,109          | 6,578          | 7,005          |
| <b>流動資產</b>      | <b>9,749</b>  | <b>8,189</b>  | <b>9,988</b>   | <b>9,324</b>   | <b>10,779</b>  |
| 現金及現金等價物         | 3,959         | 2,418         | 3,939          | 2,618          | 3,007          |
| 應收賬款             | 3,492         | 3,599         | 3,688          | 4,097          | 4,787          |
| 預付款              | 1,854         | 1,748         | 1,914          | 2,091          | 2,252          |
| 其它流動資產           | 444           | 424           | 447            | 518            | 733            |
| <b>流動負債</b>      | <b>26,579</b> | <b>27,122</b> | <b>33,882</b>  | <b>36,676</b>  | <b>38,962</b>  |
| 應付賬款             | 2,915         | 2,528         | 2,639          | 2,759          | 3,022          |
| 其它應付             | 11,246        | 11,411        | 13,501         | 13,441         | 12,209         |
| 借貸               | 11,997        | 12,903        | 17,408         | 20,139         | 23,392         |
| 其它流動負債           | 421           | 280           | 334            | 336            | 338            |
| <b>非流動負債</b>     | <b>41,698</b> | <b>49,281</b> | <b>53,989</b>  | <b>62,251</b>  | <b>72,069</b>  |
| 借貸               | 39,830        | 47,572        | 52,223         | 60,417         | 70,177         |
| 融資租賃             | 678           | 454           | 442            | 438            | 423            |
| 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>18,334</b>  | <b>20,352</b>  | <b>22,528</b>  |
| <b>股東權益</b>      | <b>15,013</b> | <b>16,476</b> | <b>18,334</b>  | <b>20,352</b>  | <b>22,528</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>5,351</b>    | <b>5,806</b>    | <b>6,401</b>    |
| 折舊和攤銷             | 2,667           | 3,237           | 3,807           | 4,255           | 4,882           |
| 運營資金變動            | 5               | 1,083           | -171            | -537            | -803            |
| 稅務開支              | (407)           | (579)           | (476)           | (506)           | (545)           |
| 其它                | (33)            | (68)            | (200)           | (200)           | (200)           |
| <b>經營活動所得現金流</b>  | <b>7,175</b>    | <b>8,438</b>    | <b>8,311</b>    | <b>8,817</b>    | <b>9,734</b>    |
| 資本開支              | (16,549)        | (12,942)        | (14,060)        | (16,060)        | (15,660)        |
| 聯營公司              | (892)           | (1,920)         | (871)           | (1,386)         | (1,546)         |
| 其它                | 3,436           | (1,564)         | 400             | (800)           | (1,800)         |
| <b>投資活動所得現金淨額</b> | <b>(14,005)</b> | <b>(16,426)</b> | <b>(14,531)</b> | <b>(18,246)</b> | <b>(19,006)</b> |
| 股份發行              | 2,305           | 2,085           | 0               | 0               | 0               |
| 淨借貸               | 9,169           | 8,389           | 9,139           | 10,921          | 12,998          |
| 股息                | (366)           | (339)           | (425)           | (462)           | (498)           |
| 其它                | (2,771)         | (3,437)         | (1,036)         | (2,353)         | (2,811)         |
| <b>融資活動所得現金淨額</b> | <b>8,337</b>    | <b>6,697</b>    | <b>7,678</b>    | <b>8,106</b>    | <b>9,689</b>    |
| <b>現金增加淨額</b>     | <b>1,507</b>    | <b>(1,292)</b>  | <b>1,459</b>    | <b>(1,323)</b>  | <b>417</b>      |
| 年初現金及現金等價物        | 1,769           | 3,291           | 1,996           | 3,455           | 2,132           |
| 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>3,455</b>    | <b>2,132</b>    | <b>2,550</b>    |
| 受限制現金             | 668             | 422             | 484             | 486             | 457             |
| <b>資產負債表現金</b>    | <b>3,959</b>    | <b>2,418</b>    | <b>3,939</b>    | <b>2,618</b>    | <b>3,007</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         | 18.5         | 15.8         | 13.7         |
| 火電                | 51.4         | 34.4         | 25.6         | 24.4         | 27.5         |
| 風電                | 22.7         | 25.8         | 33.2         | 36.2         | 35.9         |
| 其它業務              | 8.6          | 22.7         | 22.7         | 23.5         | 22.9         |
| <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         | 48.4         | 47.5         | 46.2         |
| 稅前利率              | 19.3         | 17.1         | 21.1         | 20.6         | 18.9         |
| 淨利潤率              | 13.4         | 11.9         | 14.7         | 14.4         | 13.3         |
| 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          | 0.3          | 0.3          | 0.3          |
| 速動比率 (x)          | 0.4          | 0.3          | 0.3          | 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          | 10.0         | 10.5         | 12.9         |
| 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        | 120.2        | 111.3        | 101.7        |
| 債務 / 股本比率 (%)     | 297.7        | 288.4        | 304.5        | 323.2        | 344.8        |
| 淨負債 / 股東權益比率 (%)  | 323.8        | 317.1        | 325.6        | 350.9        | 371.2        |
| <b>回報率 (%)</b>    |              |              |              |              |              |
| 資本回報率             | 12.4         | 11.1         | 12.5         | 12.2         | 11.9         |
| 資產回報率             | 2.2          | 1.9          | 2.1          | 2.0          | 1.9          |
| <b>每股數據 (人民幣)</b> |              |              |              |              |              |
| 每股盈利 (人民幣)        | 0.23         | 0.22         | 0.27         | 0.29         | 0.32         |
| 每股股息 (人民幣)        | 0.04         | 0.04         | 0.05         | 0.05         | 0.06         |
| 每股賬面價值 (人民幣)      | 1.79         | 1.96         | 2.18         | 2.42         | 2.68         |

來源:公司及招銀國際研究部預測

## 估值

我們對華電福新使用 DCF 分類加總估值法進行估值，因為 1) 公司多元化的電源設備展示出不同的業務特點，以及 2) 華電福新仍然處於快速擴張的階段，尤其在火電以及風電板塊。

估值假設方面，我們參考港股市場標準，將無風險收益設定為 1%，貝塔 (beta) 係數設為 1.3，以及股本市場風險溢價 13.8%。我們同時假設華電福新的平均借貸成本為 5.0%，並通過計算得到股本成本為 19.0%。對於不同業務所呈現的資產負債特點，我們假設水電及核電投資的資產負債率為 35%，火電、風電以及其他業務板塊的資產負債率為 75%。

基於分類 DCF 估值加總，我們求得華電福新的每股公允值為 2.54 港元，對應我們 16 年預測市盈率 8.0 倍。以公司股價目前交易價值 1.80 港元來看，處於我們 16 年預期市盈率 5.7 倍，市帳率 0.7 倍，可比於火電上市企業平均水準，但與風電同業比較處於最低。我們的分類加總估值分析顯示，風電板塊將對華電福新的長期價值提供最大貢獻，我們因此認為華電福新應當獲得風電同業的估值水準。**首次覆蓋華電福新，我們給予買入評級，目標價設定為 2.54 港元，意味股價潛在升幅為 41.1%。**

圖 55: DCF 分類加總估值匯總

| 分部估值 (HKD)   |             |
|--------------|-------------|
| 水電           | 1.26        |
| 火電           | 1.48        |
| 風電           | 6.87        |
| 其它業務         | 0.30        |
| 核電投資         | 0.74        |
| <b>企業價值</b>  | <b>9.91</b> |
| 減去：淨負債       | 7.87        |
| 永續中期債券       | 0.24        |
| <b>股價公允值</b> | <b>2.54</b> |

資料來源：彭博，招銀國際研究

圖 56: 主要 DCF 估值假設

| CAPM 假設      |       | 分部   | 資產負債率 | WACC  | 永續價值 |
|--------------|-------|------|-------|-------|------|
| 匯率 (HKD/Rmb) | 0.86  | 水電   | 35%   | 13.6% | 2%   |
| 無風險收益        | 1.0%  | 火電   | 75%   | 7.6%  | 2%   |
| 調整后貝塔值       | 1.3   | 風電   | 75%   | 7.6%  | 4%   |
| 市場風險溢價       | 13.8% | 其它業務 | 75%   | 7.6%  | 4%   |
| 股本成本         | 19.0% | 核電投資 | 35%   | 13.6% | 2%   |
| 借貸成本         | 5.0%  |      |       |       |      |
| 稅率           | 25.0% |      |       |       |      |

資料來源：彭博，招銀國際研究

資料來源：招銀國際研究

圖 57: 分部 DCF 估值

| 火電估值                | 2016E       | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |               |
|---------------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 息稅前收入               | 1,483       | 1,340 | 1,353 | 1,457 | 1,471 | 1,486 | 1,501 | 1,516 | 1,531 | 1,546 | 1,562 | 1,578 | 1,593 | 1,609 | 1,625 |               |
| 折舊                  | 484         | 484   | 489   | 535   | 541   | 546   | 551   | 557   | 562   | 568   | 574   | 580   | 585   | 591   | 597   |               |
| 稅率                  | 25%         | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   |               |
| 資本支出                | 700         | 700   | 300   | 400   | 400   | 400   | 400   | 400   | 400   | 400   | 400   | 400   | 400   | 400   | 400   |               |
| 運營資金增加              | -           | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     |               |
| 自由現金流               | 896         | 789   | 1,204 | 1,228 | 1,244 | 1,261 | 1,277 | 1,294 | 1,311 | 1,328 | 1,345 | 1,363 | 1,380 | 1,398 | 1,416 |               |
| <b>永續價值</b>         |             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | <b>12,399</b> |
| <b>永續價值/息稅折舊前收入</b> |             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | <b>5.58</b>   |
| 折現係數                | 0.88        | 0.77  | 0.68  | 0.60  | 0.53  | 0.46  | 0.41  | 0.36  | 0.32  | 0.28  | 0.24  | 0.22  | 0.19  | 0.17  | 0.15  |               |
| 折現自由現金流             | 788         | 611   | 820   | 736   | 656   | 585   | 522   | 465   | 414   | 369   | 329   | 293   | 262   | 233   | 2027  |               |
| 合計折現現金流             | 9,111       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |               |
| <b>每股價值-人民幣</b>     | <b>1.08</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |               |
| <b>每股價值-港幣</b>      | <b>1.26</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |               |

| 火電估值                | 2016E       | 2017E   | 2018E   | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E  |               |
|---------------------|-------------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------------|
| 息稅前收入               | 783         | 757     | 935     | 1,227 | 1,227 | 1,521 | 1,521 | 1,521 | 1,521 | 1,521 | 1,521 | 1,521 | 1,521 | 1,521 | 1,521  |               |
| 折舊                  | 612         | 629     | 815     | 1,176 | 1,176 | 1,176 | 1,176 | 1,176 | 1,176 | 1,176 | 1,176 | 1,176 | 1,176 | 1,176 | 1,176  |               |
| 稅率                  | 25%         | 25%     | 25%     | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%   | 25%    |               |
| 資本支出                | 3,300       | 5,000   | 5,000   | 692   | 692   | 700   | 700   | 700   | 700   | 700   | 700   | 700   | 700   | 700   | 700    |               |
| 運營資金增加              | -           | 300     | 300     | 300   | 300   | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -      |               |
| 自由現金流               | (2,101)     | (4,104) | (3,784) | 1,105 | 1,105 | 1,617 | 1,617 | 1,617 | 1,617 | 1,617 | 1,617 | 1,617 | 1,617 | 1,617 | 1,617  |               |
| <b>永續價值</b>         |             |         |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        | <b>29,688</b> |
| <b>永續價值/息稅折舊前收入</b> |             |         |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        | <b>11.00</b>  |
| 折現係數                | 0.93        | 0.86    | 0.80    | 0.75  | 0.69  | 0.65  | 0.60  | 0.56  | 0.52  | 0.48  | 0.45  | 0.42  | 0.39  | 0.36  | 0.34   |               |
| 折現自由現金流             | (1,953)     | (3,547) | (3,041) | 825   | 767   | 1,045 | 971   | 903   | 840   | 781   | 726   | 675   | 627   | 583   | 10,496 |               |
| 合計折現現金流             | 10,698      |         |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |               |
| <b>每股價值-人民幣</b>     | <b>1.27</b> |         |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |               |
| <b>每股價值-港幣</b>      | <b>1.48</b> |         |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |               |

| 風電估值                | 2016E       | 2017E   | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E  | 2028E  | 2029E  | 2030E  |                |
|---------------------|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 息稅前收入               | 2,518       | 3,206   | 3,788 | 4,685 | 5,222 | 5,703 | 6,097 | 6,519 | 6,970 | 7,452 | 7,968 | 8,519  | 9,109  | 9,739  | 10,412 |                |
| 折舊                  | 2,151       | 2,484   | 2,814 | 3,429 | 3,789 | 4,146 | 4,478 | 4,836 | 5,223 | 5,641 | 6,092 | 6,580  | 7,106  | 7,674  | 8,288  |                |
| 稅率                  | 7%          | 8%      | 10%   | 12%   | 13%   | 15%   | 16%   | 16%   | 16%   | 16%   | 16%   | 16%    | 16%    | 16%    | 16%    |                |
| 資本支出                | 6,500       | 7,320   | 7,025 | 7,023 | 7,025 | 6,421 | 6,935 | 7,490 | 8,089 | 8,736 | 9,435 | 10,190 | 11,005 | 11,886 | 12,836 |                |
| 運營資金增加              | 47          | 164     | 148   | 293   | 158   | 142   | 116   | 124   | 133   | 142   | 152   | 162    | 173    | 185    | 198    |                |
| 自由現金流               | (2,044)     | (2,055) | (968) | 231   | 1,145 | 2,459 | 2,567 | 2,694 | 2,836 | 2,992 | 3,163 | 3,345  | 3,538  | 3,740  | 3,954  |                |
| <b>永續價值</b>         |             |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        | <b>115,590</b> |
| <b>永續價值/息稅折舊前收入</b> |             |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        | <b>6.18</b>    |
| 折現係數                | 1.08        | 1.16    | 1.24  | 1.34  | 1.44  | 1.55  | 1.67  | 1.79  | 1.93  | 2.07  | 2.23  | 2.40   | 2.58   | 2.77   | 2.98   |                |
| 折現自由現金流             | (1,900)     | (1,777) | (778) | 173   | 795   | 1,588 | 1,542 | 1,504 | 1,472 | 1,444 | 1,419 | 1,396  | 1,372  | 1,349  | 40,080 |                |
| 合計折現現金流             | 49,680      |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |
| <b>每股價值-人民幣</b>     | <b>5.91</b> |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |
| <b>每股價值-港幣</b>      | <b>6.87</b> |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |

| 其它業務估值              | 2016E       | 2017E   | 2018E   | 2019E   | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |               |
|---------------------|-------------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 息稅前收入               | 612         | 727     | 812     | 918     | 1,013 | 1,107 | 1,187 | 1,274 | 1,368 | 1,468 | 1,576 | 1,692 | 1,817 | 1,951 | 2,095 |               |
| 折舊                  | 547         | 654     | 761     | 868     | 975   | 1,079 | 1,158 | 1,242 | 1,333 | 1,430 | 1,535 | 1,647 | 1,769 | 1,899 | 2,039 |               |
| 稅率                  | 0           | 0       | 0       | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |               |
| 資本支出                | 3,560       | 2,560   | 2,560   | 2,560   | 2,560 | 1,587 | 1,701 | 1,824 | 1,957 | 2,099 | 2,252 | 2,416 | 2,593 | 2,783 | 2,987 |               |
| 運營資金增加              | -           | 170     | 168     | 169     | 169   | 163   | 117   | 126   | 135   | 145   | 156   | 168   | 181   | 194   | 209   |               |
| 自由現金流               | (2,493)     | (1,457) | (1,277) | (1,081) | (893) | 269   | 348   | 375   | 403   | 434   | 466   | 502   | 540   | 580   | 624   |               |
| <b>永續價值</b>         |             |         |         |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | <b>18,243</b> |
| <b>永續價值/息稅折舊前收入</b> |             |         |         |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | <b>4.41</b>   |
| 折現係數                | 0.93        | 0.86    | 0.80    | 0.75    | 0.69  | 0.65  | 0.60  | 0.56  | 0.52  | 0.48  | 0.45  | 0.42  | 0.39  | 0.36  | 0.34  |               |
| 折現自由現金流             | (2,317)     | (1,260) | (1,026) | (807)   | (620) | 174   | 209   | 209   | 209   | 209   | 209   | 209   | 209   | 209   | 6,326 |               |
| 合計折現現金流             | 2,142       |         |         |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |               |
| <b>每股價值-人民幣</b>     | <b>0.25</b> |         |         |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |               |
| <b>每股價值-港幣</b>      | <b>0.30</b> |         |         |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |               |

| 核電投資估值          | 2016E       | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |               |
|-----------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 稅後投資收益          | 428         | 615   | 765   | 830   | 926   | 1,115 | 1,255 | 1,255 | 1,255 | 1,255 | 1,255 | 1,255 | 1,255 | 1,255 | 1,255 |               |
| 資本注入            | (600)       | (600) | (600) | (600) | (600) | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     |               |
| <b>永續價值</b>     |             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | <b>10,987</b> |
| 折現係數            | 0.88        | 0.77  | 0.68  | 0.60  | 0.53  | 0.46  | 0.41  | 0.36  | 0.32  | 0.28  | 0.24  | 0.22  | 0.19  | 0.17  | 0.15  |               |
| 折現現金流           | (151)       | 12    | 112   | 138   | 172   | 518   | 512   | 451   | 397   | 349   | 307   | 270   | 238   | 209   | 1796  |               |
| 合計折現現金流         | 5,330       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |               |
| <b>每股價值-人民幣</b> | <b>0.63</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |               |
| <b>每股價值-港幣</b>  | <b>0.74</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |               |

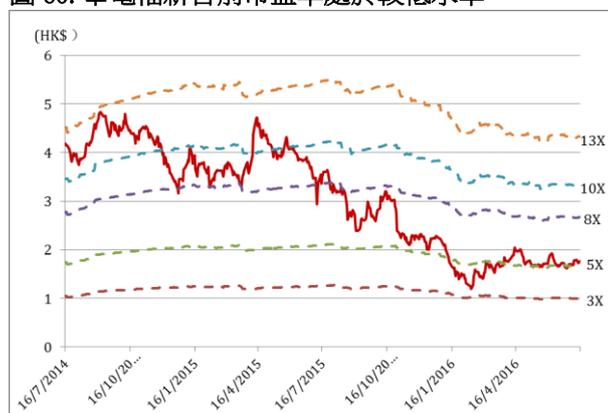
資料來源：招銀國際預測

圖 58: 同業比較

| 公司名稱         | 代號      | 收市價<br>(港元) | 市值<br>(百萬港元) | 市盈率        |            | 市帳率        |            |
|--------------|---------|-------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
|              |         |             |              | 16E        | 17E        | 16E        | 17E        |
| <b>風電運營商</b> |         |             |              |            |            |            |            |
| 龍源電力         | 916 HK  | 6.21        | 49,906       | 12.0       | 10.2       | 1.1        | 1.0        |
| 華能新能源        | 958 HK  | 2.54        | 24,709       | 9.0        | 7.6        | 1.1        | 1.0        |
| 大唐新能源        | 1798 HK | 0.83        | 6,037        | 15.2       | 8.7        | 0.5        | 0.4        |
| 新天綠色能源       | 956 HK  | 0.94        | 3,492        | 9.3        | 7.4        | 0.4        | 0.4        |
| 金風科技         | 2208 HK | 10.88       | 46,517       | 8.0        | 7.4        | 1.4        | 1.2        |
| 華電福新         | 816 HK  | 1.72        | 14,462       | 5.6        | 4.8        | 0.6        | 0.5        |
|              |         |             | 平均           | <b>9.9</b> | <b>7.7</b> | <b>0.8</b> | <b>0.8</b> |
| <b>火電運營商</b> |         |             |              |            |            |            |            |
| 華能國際         | 902 HK  | 4.59        | 109,897      | 5.1        | 6.0        | 0.7        | 0.6        |
| 華潤電力         | 836 HK  | 11.38       | 54,707       | 5.1        | 5.7        | 0.7        | 0.6        |
| 華電國際         | 1071 HK | 3.49        | 54,193       | 4.6        | 5.2        | 0.6        | 0.6        |
| 大唐發電         | 991 HK  | 1.95        | 53,544       | 7.6        | 5.6        | 0.5        | 0.5        |
| 中電國際         | 2380 HK | 2.81        | 20,668       | 5.5        | 6.0        | 0.6        | 0.6        |
|              |         |             | 平均           | <b>5.6</b> | <b>5.7</b> | <b>0.6</b> | <b>0.6</b> |

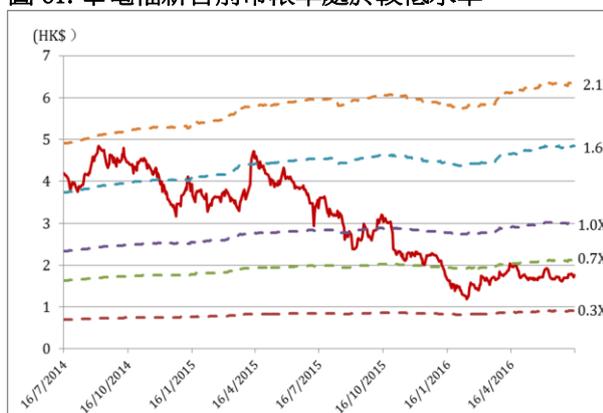
資料來源：彭博, 招銀國際研究

圖 60: 華電福新目前市盈率處於較低水準



資料來源：彭博, 招銀國際研究

圖 61: 華電福新目前市帳率處於較低水準



資料來源：彭博, 招銀國際研究

## 風險

### 中國經濟增長不及預期

如我們此前所述，經濟增長將是用電量增長的主要驅動力。中國目前正經歷結構性改革，如果經濟增速較預期為慢則將對用電量需求的基本面產能影響，進而對華電福新的電力銷售業務產生不利影響。

### 火電利用小時低於預期

2016 年火電機組預期將錄得較低的利用小時。在福建電力供應過剩以及水資源異常充沛背景下，華電福新的火電業務板塊或將承受更高的業務風險。如利用小時數較預期更低，則會對公司的煤電業務營收產生影響，進而影響公司的盈利水準。

### 燃料價格波動

因煤炭價格 15 年大幅下滑，自 2016 年起發改委將火電標杆上網電價調降 3 分。管理層預期 16 年將繼續獲得燃料成本節約，基於對煤炭價格穩定展望以及電煤整體仍然供應過剩。如果煤炭價格大幅向上波動，則將影響燃料成本基本面，對火電板塊增添更多壓力。

### 棄風限電持續

根據能源局及發改委最新的政策指引，我們預期風電限電將獲改善，但政策落地執行或需要時間。根據能源局資料，全國平均風電限電率在 16 年 1 季度已達 26%，較去年同期增加 7 個百分點。儘管我們認為情況不會進一步惡化，但我們認為如果限電維持在目前水準較長時間將會對風電運營商產生不利影響。

### 核電機組延期投產

新增核電機組對華電福新的淨利潤貢獻頗多。核電項目對於項目建設、測試、並網等關鍵節點要求嚴格，將有可能出現項目投產延期。核電項目延期投運將對華電福新的淨利潤增長產生不利影響。

### 人民幣進一步貶值

由於華電福新股票交易市場在香港，主要的價值衡量依據如市盈率，市帳率均以港元計價，而公司的功能貨幣為人民幣。自 2016 年以來，人民幣繼續貶值，自年初美元兌人民幣 6.50 水準在最近幾周已下跌至 6.70。人民幣的進一步貶值將會對華電福新的股價估值產生不利影響。

## 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。