

# 华电福新能源 (816 HK)

## 强劲电力需求带来基本面改善



- 福建省用电量显现强劲增长动能。**根据福建省经信委数据显示，福建省前9个月录得用电量增长6.5%，依然维持增长势头快于全国同期平均的4.5%态势。单看2017年9月，单月用电量实现同比增长19.7%。强劲用电量增长动能主要来源于制造业复苏，以及福建省产业结构调整，转向三大主导产业，包括电子、化工、以及机械产业。快速增长的用电态势指向了福建省电力销售快速增长趋势，我们相信这将显著增加福建省核电发电量，同时缓解福建省内火电产业受高煤价影响的困境。我们认为，福建省的火电行业将在2017年开始触底回升。
- 主营业务表现符合预期。**新能源业务部门依然是前三季度发电量增长的主要驱动力。受新增装机带动以及限电情况明显改善，华电福新风电及光伏发电前9个月分别录得同比增长17.6%以及17.0%。水电业务则受水资源条件今年恢复正常而有明显下降，发电量同比下跌27.3%。至于火电业务，尽管前九个月录得发电量增长12.5%，我们依旧预期将受高煤价影响拖累整体业绩增长。整体而言，我们认为公司的主营业务表现大致符合我们预期。根据中国会计准则，公司公布运营利润为人民币26.35亿元（含核电投资收益），较去年同期下跌5.0%。
- 核电投资收益再一次带来惊喜。前9个月，**华电福新录得投资收益8.36亿元人民币，管理层透露其中7.72亿人民币来自于福清核电的投资收益。福清核电1号及2号机组前9个月录得利用小时数大幅增长，此外较去年同期相比还有2台新机组投入运营增加发电贡献。受此双重因素影响，公司前三季度合计实现核电发电量同比增加64.2%至18,275吉瓦时。至于4季度，由于2号及3号机组分别于10月1日以及10月31日相继进入换料大修，我们预料全年核电发电增速将因此减缓。基于福建省强劲的用电量增长，我们预期福清核电机组年度利用小时数将自6,500小时左右提升至7,000小时附近，核电投资收益将因此显著提升。
- 上调评级至买入。**基于福建省电力需求出现改善，我们上调了核电投资利用小时预测，同时调高未来火电业务部门的盈利水平。我们将2017/18/19年的核电投资收益分别上调15.5%/20.1%/22.1%至人民币9.18/11.06/12.02亿，同时将2017/18/19年的净利预测分别上调3.1%/5.4%/5.4%至人民币19.33/23.49/26.43亿元。基于我们更新后的DCF估值模型，我们将华电福新的目标价自每股1.90港元上调25.3%至每股2.38港元，对应2017及2018财年市盈率分别为8.79倍及7.23倍。**上调至买入评级。**

### 财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	15,347	15,917	16,475	17,839	19,322
净利润(百万人民币)	1,821	1,908	1,933	2,351	2,648
EPS(人民币)	0.22	0.23	0.23	0.28	0.31
EPS变动(%)	-7.4	4.69	1.3	21.6	12.6
市盈率(x)	8.0	7.7	7.6	6.2	5.5
市帐率(x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
股息率(%)	2.3	2.9	3.0	3.6	4.1
权益收益率(%)	11.1	10.6	9.9	11.0	11.2
净财务杠杆率(%)	317.1	318.7	318.1	306.2	300.5

数据来源：公司及招銀国际

### 买入(上调)

目标价	HK\$2.38
(此前目标价)	HK\$1.90
潜在升幅	15.5%
当前股价	HK\$2.06

#### 萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

#### 风电行业

市值(百万港元)	17,320
3个月平均流通(百万)	17.91
52周内高/低(港元)	2.14/1.59
总股本(百万)	8,408

数据来源：彭博

#### 股东结构

华电集团	62.8%
中再保	6.3%
贝莱德	2.1%
流通股	28.8%

数据来源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	11.9%	11.3%
3月	20.3%	16.5%
6月	15.0%	-1.6%

数据来源：彭博

#### 股价表现



数据来源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：[www.hdfx.com.cn](http://www.hdfx.com.cn)

## 财务摘要

### 利润表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷售收入</b>	<b>15,393</b>	<b>15,917</b>	<b>16,475</b>	<b>17,839</b>	<b>19,322</b>
水電	2,627	4,037	2,985	2,910	2,979
火電	5,272	3,589	4,302	4,469	4,798
風電	4,012	5,291	5,889	6,759	7,442
其它業務	3,481	3,000	3,299	3,701	4,103
銷售成本	(8,522)	(8,009)	(9,297)	(9,934)	(10,715)
<b>毛利</b>	<b>6,870</b>	<b>7,908</b>	<b>7,179</b>	<b>7,905</b>	<b>8,607</b>
其它淨收入	155	180	145	145	106
行政費用	(456)	(512)	(499)	(540)	(583)
人員成本	(1,194)	(1,329)	(1,444)	(1,546)	(1,728)
其它費用	(589)	(896)	(622)	(669)	(720)
<b>息稅前收益</b>	<b>4,786</b>	<b>5,351</b>	<b>4,759</b>	<b>5,295</b>	<b>5,682</b>
融資成本淨額	(2,589)	(2,825)	(2,962)	(3,158)	(3,343)
合資及聯營企業	428	630	1,005	1,198	1,354
特殊項目	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>2,625</b>	<b>3,156</b>	<b>2,802</b>	<b>3,335</b>	<b>3,694</b>
所得稅	(406)	(534)	(420)	(500)	(554)
非控制股東權益	(316)	(600)	(333)	(368)	(377)
永續中期票據持有人	(81)	(115)	(115)	(115)	(115)
<b>淨利潤</b>	<b>1,822</b>	<b>1,908</b>	<b>1,933</b>	<b>2,351</b>	<b>2,648</b>

数据来源:公司及招銀國際預測

### 资产负债表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流動資產</b>	<b>90,041</b>	<b>93,048</b>	<b>98,788</b>	<b>104,073</b>	<b>111,295</b>
固定資產	76,255	78,612	82,312	85,735	88,855
預付租金	1,237	1,482	1,605	1,725	1,842
合資及聯營公司投資	6,742	7,506	9,065	10,674	14,533
其它非流動資產	5,806	5,448	5,806	5,940	6,065
<b>流動資產</b>	<b>8,250</b>	<b>9,795</b>	<b>9,612</b>	<b>11,089</b>	<b>10,535</b>
現金及現金等價物	2,453	2,954	3,493	4,585	3,572
應收賬款	3,606	5,052	3,914	4,239	4,591
預付款	1,767	1,501	1,793	1,842	1,886
其它流動資產	424	288	411	424	486
<b>流動負債</b>	<b>27,860</b>	<b>26,036</b>	<b>25,472</b>	<b>26,569</b>	<b>27,590</b>
應付賬款	2,528	1,569	1,977	2,141	2,319
其它應付	12,149	9,913	8,127	8,127	8,127
借貸	12,903	14,239	15,030	15,966	16,803
其它流動負債	280	316	337	336	341
<b>非流動負債</b>	<b>49,281</b>	<b>53,878</b>	<b>58,342</b>	<b>61,886</b>	<b>65,128</b>
借貸	47,572	52,283	56,543	60,063	63,211
融資租賃	454	252	389	344	362
其它非流動負債	1,254	1,343	1,411	1,479	1,555
<b>少數股東權益</b>	<b>2,673</b>	<b>2,895</b>	<b>2,982</b>	<b>3,071</b>	<b>3,163</b>
<b>永續中期票據</b>	<b>1,994</b>	<b>1,994</b>	<b>1,994</b>	<b>1,994</b>	<b>1,994</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>16,483</b>	<b>18,040</b>	<b>19,610</b>	<b>21,643</b>	<b>23,955</b>
<b>股東權益</b>	<b>16,483</b>	<b>18,040</b>	<b>19,544</b>	<b>21,460</b>	<b>23,579</b>

数据来源:公司及招銀國際預測

**現金流量表**

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>淨利潤</b>	<b>1,822</b>	<b>1,908</b>	<b>1,999</b>	<b>2,467</b>	<b>2,841</b>
折舊和攤銷	3,239	4,008	4,364	4,646	4,951
運營資金變動	518	(4,227)	(672)	(222)	(280)
其它	2,955	7,646	(289)	(52)	(35)
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>8,535</b>	<b>9,334</b>	<b>5,403</b>	<b>6,839</b>	<b>7,476</b>
資本開支	(13,441)	(6,375)	(8,075)	(8,079)	(8,083)
聯營公司	(2,309)	(763)	(1,559)	(1,608)	(3,859)
其它	-	-	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(16,446)</b>	<b>(10,253)</b>	<b>(9,635)</b>	<b>(9,687)</b>	<b>(11,942)</b>
股份發行	1,981	-	-	-	-
淨借貸	8,413	5,816	5,207	4,406	4,005
股息	(339)	(339)	(429)	(435)	(529)
其它	(3,404)	(3,692)	(246)	(36)	(30)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>6,651</b>	<b>1,786</b>	<b>4,532</b>	<b>3,935</b>	<b>3,447</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(1,261)</b>	<b>867</b>	<b>300</b>	<b>1,087</b>	<b>(1,019)</b>
年初現金及現金等價物	3,295	2,031	2,890	3,190	4,277
匯兌	(3)	(8)	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>2,031</b>	<b>2,890</b>	<b>3,190</b>	<b>4,277</b>	<b>3,258</b>
受限制現金	422	64	303	308	313
<b>資產負債表現金</b>	<b>2,453</b>	<b>2,954</b>	<b>3,493</b>	<b>4,585</b>	<b>3,572</b>

数据来源:公司及招銀國際預測

**主要指标**

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷售組合 (%)</b>					
水電	17.1	25.4	18.1	16.3	15.4
火電	34.3	22.6	26.1	25.1	24.8
風電	26.1	33.2	35.7	37.9	38.5
其它業務	22.6	18.8	20.0	20.7	21.2
<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	45.6	50.8	44.5	45.1	45.1
稅前利率	17.1	19.8	17.0	18.7	19.1
淨利潤率	11.8	12.0	11.7	13.2	13.7
有效稅率	15.5	16.9	15.0	15.0	15.0
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
速動比率 (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
現金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
平均存貨周轉天數	9.4	5.7	8.6	8.2	8.7
平均應收款周轉天數	85.5	115.9	86.7	86.7	86.7
平均應付周轉天數	110.3	73.2	78.9	79.8	79.8
債務 / 股本比率 (%)	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8
淨負債/股東權益比率 (%)	316.8	318.7	318.1	306.2	300.5
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	11.1	10.6	9.9	11.0	11.2
資產回報率	1.9	1.9	1.8	2.0	2.2
<b>每股數據(人民幣)</b>					
每股盈利 (人民幣)	0.22	0.23	0.23	0.28	0.31
每股股息 (人民幣)	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07
每股賬面價值 (人民幣)	1.96	2.15	2.32	2.55	2.80

数据来源:公司及招銀國際預測

## 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：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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作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人士。