

華電福新能源 (816 HK)

強勁電力需求帶來基本面改善

- ❖ **福建省用電量顯現強勁增長動能。**根據福建省經信委資料顯示，福建省前9個月錄得用電量增長6.5%，依然維持增長勢頭快於全國同期平均的4.5%態勢。單看2017年9月，單月用電量實現同比增長19.7%。強勁用電量增長動能主要來源於製造業復蘇，以及福建省產業結構調整，轉向三大主導產業，包括電子、化工、以及機械產業。快速增長的用電態勢指向了福建省電力銷售快速增長趨勢，我們相信這將顯著增加福建省核電發電量，同時緩解福建省內火電產業受高煤價影響的困境。我們認為，福建省的火電行業將在2017年開始觸底回升。
- ❖ **主營業務表現符合預期。**新能源業務部門依然是前三季度發電量增長的主要驅動力。受新增裝機帶動以及限電情況明顯改善，華電福新風電及光伏發電前9個月分別錄得同比增長17.6%以及17.0%。水電業務則受水資源條件今年恢復正常而有明顯下降，發電量同比下跌27.3%。至於火電業務，儘管前九個月錄得發電量增長12.5%，我們依舊預期將受高煤價影響拖累整體業績增長。整體而言，我們認為公司的主營業務表現大致符合我們預期。根據中國會計準則，公司公佈運營利潤為人民幣26.35億元（含核電投資收益），較去年同期下跌5.0%。
- ❖ **核電投資收益再一次帶來驚喜。**前9個月，華電福新錄得投資收益8.36億元人民幣，管理層透露其中7.72億人民幣來自於福清核電的投資收益。福清核電1號及2號機組前9個月錄得利用小時數大幅增長，此外較去年同期相比還有2台新機組投入運營增加發電貢獻。受此雙重因素影響，公司前三季度合計實現核電發電量同比增加64.2%至18,275吉瓦時。至於4季度，由於2號及3號機組分別於10月1日以及10月31日相繼進入換料大修，我們預期全年核電發電增速將因此減緩。基於福建省強勁的用電量增長，我們預期福清核電機組年度利用小時數將自6,500小時左右提升至7,000小時附近，核電投資收益將因此顯著提升。
- ❖ **上調評級至買入。**基於福建省電力需求出現改善，我們上調了核電投資利用小時預測，同時調高未來火電業務部門的盈利水準。我們將2017/18/19年的核電投資收益分別上調15.5%/20.1%/22.1%至人民幣9.18/11.06/12.02億，同時將2017/18/19年的淨利預測分別上調3.1%/5.4%/5.4%至人民幣19.33/23.49/26.43億元。基於我們更新後的DCF估值模型，我們將華電福新的目標價自每股1.90港元上調25.3%至每股2.38港元，對應2017及2018財年市盈率分別為8.79倍及7.23倍。**上調至買入評級。**

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	15,347	15,917	16,475	17,839	19,322
淨利潤 (百萬人民幣)	1,821	1,908	1,933	2,351	2,648
EPS (人民幣)	0.22	0.23	0.23	0.28	0.31
EPS 變動 (%)	-7.4	4.69	1.3	21.6	12.6
市盈率 (x)	8.0	7.7	7.6	6.2	5.5
市帳率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
股息率 (%)	2.3	2.9	3.0	3.6	4.1
權益收益率 (%)	11.1	10.6	9.9	11.0	11.2
淨財務杠杆率 (%)	317.1	318.7	318.1	306.2	300.5

資料來源：公司及招銀國際

買入(上調)

目標價	HK\$2.38
(此前目標價)	HK\$1.90)
潛在升幅	15.5%
當前股價	HK\$2.06

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

風電行業

市值(百萬港元)	17,320
3個月平均流通(百萬)	17.91
52周內高/低(港元)	2.14/1.59
總股本(百萬)	8,408

資料來源：彭博

股東結構

華電集團	62.8%
中再保	6.3%
貝萊德	2.1%
流通股	28.8%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	11.9%	11.3%
3月	20.3%	16.5%
6月	15.0%	-1.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	15,393	15,917	16,475	17,839	19,322
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)
毛利	6,870	7,908	7,179	7,905	8,607
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)
息稅前收益	4,786	5,351	4,759	5,295	5,682
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	-	-	-	-	-
稅前利潤	2,625	3,156	2,802	3,335	3,694
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)
淨利潤	1,822	1,908	1,933	2,351	2,648

資料來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	90,041	93,048	98,788	104,073	111,295
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
流動資產	8,250	9,795	9,612	11,089	10,535
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
流動負債	27,860	26,036	25,472	26,569	27,590
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
非流動負債	49,281	53,878	58,342	61,886	65,128
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
少數股東權益	2,673	2,895	2,982	3,071	3,163
永續中期票據	1,994	1,994	1,994	1,994	1,994
淨資產總額	16,483	18,040	19,610	21,643	23,955
股東權益	16,483	18,040	19,544	21,460	23,579

資料來源：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
淨利潤	1,822	1,908	1,999	2,467	2,841
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)
經營活動所得現金流	8,535	9,334	5,403	6,839	7,476
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	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(16,446)	(10,253)	(9,635)	(9,687)	(11,942)
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)
融資活動所得現金淨額	6,651	1,786	4,532	3,935	3,447
現金增加淨額	(1,261)	867	300	1,087	(1,019)
年初現金及現金等價物	3,295	2,031	2,890	3,190	4,277
匯兌	(3)	(8)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,031	2,890	3,190	4,277	3,258
受限制現金	422	64	303	308	313
資產負債表現金	2,453	2,954	3,493	4,585	3,572

資料來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
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
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
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
資產負債比率					
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
回報率 (%)					
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
每股數據(人民幣)					
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

資料來源：公司及招銀國際預測

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	：招銀國際並未給予投資評級

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。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀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。