華 電 福 新（816 HK）

中國 / 可再生能源 / 公司報告

加速擴大裝機容量

- 福建省電力需求維持遠高均值的快速增長
- 風力發電得益裝機擴張，未來兩年或複合增長 42%
- 負債率隨裝機容量增加而提高

目標價：	4.5 港元
原目標價：	5.3 港元
收市價：	3.45 港元
潛在回報：	+30%

維持買入

2015 年 3 月 25 日

羅菁 Luann Luo
電話: 852 2826 0011
luann.luo@cpy.com.hk

京華山一
Core Pacific - Yamaichi

預期修訂 (%)

年結 31/12	15F	16F
收入變動	-4.8	-1.7
純利變動	-9.4	-9.8
每股收益變動	-9.4	-9.7

股票資料

12 個月高/低位（港元）	4.94/3.08
一個月日均成交 (百萬)	14.30
發行股份（百萬）	2,570.22
市值（百萬港元）	8,867.27
主要股東 (%佔比)	華電集團(66.13%)

財務數據

年結 31/12	2013	2014	2015F	2016F
營業額 (百萬元人民幣)	13,242	13,895	16,481	19,264
增幅 (%)	*17*	*5*	*19*	*17*
純利 (百萬元人民幣)	1,468	1,867	2,374	3,180
增幅 (%)	*34*	*27*	*27*	*34*
每股收益 (元人民幣)	0.193	0.23	0.30	0.40
增幅 (%)	*20*	*22*	*27*	*34*
市盈率 (倍)	18.50	11.79	9.27	6.93
市帳率 (倍)	0.04	0.05	0.06	0.08
息率 (%)	1.46	1.66	2.16	2.89

資料來源：彭博及京華山一

最新發展

- 我們參加了福新 14 年度業績介紹會。

催化劑

- **福建省電力需求維持遠高均值的快速增長。**大多數投資者擔心經濟增長放緩而導致用電需求減弱，但我們卻看到福建省去年發電量按年增長 9.1%，遠超 3.8%的全國平均增幅。我們認爲這種趨勢將繼續，而福新旗下的煤電、水電和核電機組多位於福建省，故應成爲受經濟增長放緩衝擊最輕的公用事業企業之一。旗下福清一號機組已於去年 11 月底投入商用，預計 15 年度發電 7,500 個小時。
- **風力發電得益裝機擴張，未來兩年或複合增長 42%。**爲避免電價進一步下調的負面影響，管理層制定的 2015 年風電擴產目標非常進取，爲 1.5 至 2 吉瓦。由於 1.7 吉瓦的項目已經開建，我們認爲目標合理。由於 2014 年風況較往年差 8%至 12%，我們預期 2015 年將有所好轉，並預測風電業務到 16 年度收入複合增長 42%。
- **負債率隨裝機容量增加而提高**。除了 1.5 吉瓦的風電擴產目標之外，公司還計劃增加兩台 600 兆瓦煤電機組（邵武煤電廠）、110 兆瓦水電、200 兆瓦光伏及 100 兆瓦分佈式能源產能。由於擴產帶來高負債率，我們擔心高財務槓桿或許會對盈利能力造成影響。目前公司的淨負債率爲 274.9%，管理層計劃保持在 300%以下。

投資觀點

我們將公司 15/16 年度純利調低 9.4%/9.8%，基於：（1）煤電利用率預測調低 5.6%/3.8%；（2）擴產速度較預期慢，水電收入預測調低 5.3%/6.7%；及（3）核電業務有三個月試產期，盈利貢獻較預期滯後。我們將目標價調低至 4.5 港元，但維持**買入**評級，基於：（1）2014/15 年風電項目儲備充裕，以應對潛在電價下調；（2）核電業務將從 2015 年及以後開始貢獻顯著盈利；（3）資產多元化，業務表現較同業爲佳；及（4）估值合理，現價爲 9.3 倍的 15 年度市盈率。

免責聲明：本報告純粹作為參考資料而不可視為要約購買或出售證券，雖然在編制本報告時常使用了一些相信其來源可靠的資料，但京華山一國際(香港)有限公司(“京華山一”)並不擔保此等資料是準確或完整的。京華山一亦有權更新或更改任何資料而不另行通知。京華山一、京華集團的任何公司以及與之關聯的任何個人均不會承擔因使用本報告或因依賴其內容而產生的任何法律責任。本報告的版權屬京華山一所有，未經京華山一書面同意，任何人不得因任何用途擅自複印或發布全部或部份內容。撰寫本報告的作者均屬證監會持牌代表，此等人仕保證本報告的觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。京華山一、京華集團的任何公司及其董事及僱員可能就本報告所涉及的任何證券持倉及進行交易，亦可能與客戶持相反的位置。

*表 1：*主要參數

煤電	FY13	FY14	FY15E	FY16E	評論
- 煤價(人民幣/噸)	666.2	616.8	610	620	● 14 年按年下跌 7.4% ● 預計煤價將低位企穩
- 並網電價(兆瓦時，不含稅)	376.2	375.8	370	370	● 煤電聯動機制下，14 年電價微降 0.1% ● 仍可能進一步下調
- 裝機容量(兆瓦)	3,850	3,850	4,510	4,510	● 邵武煤電廠 2 台 600 兆瓦機組將在 15 年投產
- 利用率(小時)	5,063	5,018	5,000	5,000	● 14 年利用小時降低 0.9% ● 核電廠建成後，煤電行銷能力或進一步減弱
- 分部收入(百萬人民幣)	7,465	7,138	7,469	8,176	● 14 年收入跌 4.4% ● 擴產促使收入到 16 年複合增長 7%
- 分部經營溢利(百萬人民幣)	1,966	1,897	1,987	2,175	● 煤價疲弱，經營利潤率略升
水電					
- 並網電價(兆瓦時，不含稅)	278.0	276.5	280	285	● 14 年收入跌 0.5% ● 在市場化機制下，預計水電價格將進一步上調
- 裝機容量(兆瓦)	2,457	2,457	2,547	2,647	● 110 兆瓦產能在建
- 利用率(小時)	3,438	3,649	3,500	3,500	● 降水豐沛，14 年增長 16.3% ● 預計今後將保持平均水平
- 分部收入(百萬人民幣)	2,075	2,404	2,456	2,591	● 14 年增長 15% ● 預計 15/16 年增長趨穩
- 分部經營溢利(百萬人民幣)	932	1,093	1,105	1,166	● 14 年經營利潤率 45% ● 預計利潤率保持平穩
風電					
- 並網電價(兆瓦時，不含稅)	482	489	487	485	● 2016 年 1 月以後投產的項目將下調電價
- 裝機容量(兆瓦)	3,501	4,889	6,389	7,389	● 14 年增產 1.3 吉瓦 ● 預計 15/16 年 1.5GW/1GW 產能並網發電
- 利用率(小時)	2,030	1,888	2,000	2,000	● 14 年利用小時降低 7% 預計 15/16 年利用小時將恢復到正常水平
- 分部收入(百萬人民幣)	2,767	3,153	4,850	6,312	● 積極擴產下，到 16 年每年複合增長 42%
- 分部經營溢利(百萬人民幣)	1,466	1,742	2,570	3,346	● 經營利潤率企穩於 53%至 55%
其它清潔能源					
- 光伏產能(兆瓦)	435	724	924	1,024	● 每年增產 200 兆瓦
- 分佈式能源(兆瓦)	156	367	467	567	● 每年增產 100 兆瓦
- 其它清潔能源收入(百萬人民幣)	851	1,170	1,706	2,184	
- 核電盈利貢獻(百萬人民幣)	-	-	200	400	● 核電盈利將從 15 年起入賬，利用小時預計將超過 7,500

資料來源：公司數據及京華山一

京華山一
Core Pacific - Yamaichi

合併損益賬（百萬人民幣）

年結 31/12	2012	2013	2014	2015F	2016F
收入	11,352	13,242	13,895	16,481	19,264
水電	2,412	2,073	2,404	2,456	2,591
風電	1,901	2,767	3,153	4,850	6,312
火電	6,027	7,250	7,138	7,469	8,177
其它清潔能源	597	851	1,170	1,706	2,184
經營開支	(8,317)	(8,907)	(9,027)	(10,358)	(12,018)
燃料成本	(4,107)	(4,362)	(4,054)	(4,472)	(5,083)
替代電成本	(272)	(140)	(55)	(66)	(77)
折舊	(1,798)	(2,175)	(2,667)	(3,214)	(3,757)
服務特許權建造成本	(277)	(81)	(27)	(33)	(39)
員工成本	(801)	(955)	(1,052)	(1,253)	(1,464)
維修及養護	(335)	(440)	(426)	(511)	(597)
行政開支	(430)	(415)	(405)	(461)	(520)
其它經營開支	(297)	(339)	(342)	(348)	(482)
經營溢利	3,478	4,397	5,079	6,123	7,276
水電	1,259	932	1,094	1,105	1,166
風電	1,182	1,466	1,742	2,571	3,346
火電	907	1,966	1,897	1,987	2,175
其它清潔能源	139	191	346	461	590
財務收入，淨值	(1,905)	(2,305)	(2,344)	(2,952)	(3,333)
攤佔聯營公司收入	43	94	84	284	684
稅前盈利	1,616	2,185	2,818	3,455	4,627
所得稅	(261)	(484)	(534)	(726)	(972)
當年盈利	1,356	1,701	2,284	2,729	3,655
純利	1,093	1,468	1,867	2,374	3,180

合併現金流量表 （百萬人民幣）

年結 31/12	2012	2013	2014	2015F	2016F
經營現金流	4,593	6,740	10,105	9,783	9,897
稅前盈利	1,616	2,185	2,818	3,455	4,627
折舊及攤銷	1,798	2,175	2,667	3,214	3,757
運營資金變動	(422)	652	2,892	1,172	(164)
淨財務收入	1,905	2,305	2,344	2,952	3,333
支付稅項	(261)	(484)	(534)	(726)	(972)
攤佔聯營公司收入	(43)	(94)	(84)	(284)	(684)
投資現金流	(9,039)	(9,686)	(18,994)	(14,899)	(14,413)
資本性開支	(7,205)	(6,982)	(15,800)	(12,000)	(12,000)
其它資產變動	(1,311)	2,103	1,652	53	920
收取利息	(1,905)	(2,305)	(2,344)	(2,952)	(3,333)
其它	1,381	(2,502)	(2,502)	-	-
自由現金流	(2,611)	(243)	(5,695)	(2,217)	(2,103)
融資現金流	5,358	2,146	10,315	4,045	6,437
權益融資	1,320	(526)	2,300	(428)	-
負債變動	2,657	5,379	9,909	4,839	6,912
支付股息	-	(205)	(305)	(366)	(475)
其它	1,381	(2,502)	(1,589)	-	-
淨現金	912	(800)	1,426	(1,071)	1,921

合併資產負債表 （百萬人民幣）

於 12 月 31 日	2012	2013	2014	2015F	2016F
總資產	61,341	67,676	85,935	95,200	107,944
非流動資產	53,729	60,706	76,186	85,382	94,922
物業、廠房及設備，淨值	47,401	53,263	67,153	75,940	84,183
無形資產	970	1,096	1,100	1,100	1,100
於附屬公司的權益	2,668	3,546	4,433	4,717	5,401
於合資企業的投資	2,689	2,801	3,499	3,626	4,238
其它投資	7,612	6,970	9,749	9,818	13,022
其它非流動資產	342	412	427	511	597
流動資產	2,866	3,049	3,492	4,120	4,816
存貨	1,600	1,507	2,540	2,967	3,468
應收帳款	2,802	2,002	3,291	2,220	4,141
其它流動資產	48,632	53,966	68,277	75,784	84,191
現金及銀行存款	18,767	21,816	26,579	30,469	33,244
總負債	9,379	11,617	11,997	13,576	15,232
流動負債	1,172	1,777	64	1,648	1,926
借貸	330	99	2,915	3,296	3,082
應付帳款	7,793	8,049	11,246	11,537	12,522
短期租賃款	93	274	357	412	482
其它應付款	29,865	32,149	41,698	45,315	50,947
其它流動負債	27,160	30,301	39,830	43,090	48,346
非流動負債	1,881	746	678	824	963
借貸	823	1,103	1,190	1,401	1,637
長期租賃款	12,447	13,711	17,658	19,416	23,753
其它非流動資產	10,312	11,211	15,013	16,484	19,028
總權益	7,623	7,623	7,980	7,980	7,980
股東權益	2,690	3,588	6,605	8,504	11,048
股本	7,623	7,623	7,980	7,980	7,980
儲備	2,952	3,588	5,099	7,170	9,955

財務摘要

年結 31/12	2012	2013	2014	2015F	2016F
增幅（%）					
營業額	58.8	16.7	4.9	18.6	16.9
經營溢利	81.5	26.4	12.4	23.9	18.8
淨利潤	94.6	34.3	27.2	27.2	33.9
每股盈利	-	20.2	21.5	27.2	33.9
利潤率（%）					
稅前利潤率	30.6	33.2	36.5	37.2	37.8
淨利潤率	9.6	11.1	13.4	14.4	16.5
其他（%）					
有效稅率	16.1	22.1	19.9	21.0	21.0
有效息率	5.4	5.9	5.0	5.5	5.5
派息比率	18.7.	20.7	19.6	20.0	20.0
股本回報率	10.0	11.1	11.9	12.8	14.7
資產回報率	1.8	2.2	2.4	2.6	3.1
淨負債率	288	306	294	304	279

資料來源：公司數據及京華山一

推薦定義：
對於股票建議：
買入：未來 12 個月預期回報達 15%或以上。
觀望：未來 12 個月預期回報於 15%和-5%之間。
沽售：未來 12 個月潛在下行空間超過 5%。

本人，羅菁，爲該研究報告之作者及香港證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）之第四類受規管活動持牌人士。本人在此聲明，該研究報告中的觀點均爲本人對提及的證券及發行者的真正看法，而本人所得之補償與該研究報告中所述之觀點無任何直接或間接的關係。除此之外，本人在此確認（a）本人或本人之有聯繫者，並非本人在該研究報告中所評論的上市法團的高級人員；及（b）本人或本人之有聯繫者，對本人在該研究報告中所評論的股票無任何財務權益。