

**买入**

2014年12月16日

## 核电开始陆续投产，清洁能源装机容量持续提升

► **核电开始陆续投产，风电装机增速提升，光伏、燃气发电装机增速较快：** 1) 公司参股的福清核电第一台 1GW 装机已经于 2014 年 11 月 30 日投产，后续三台预期将分别于 2015 年 8 月、2016 年 2 月、2017 年 3 月份投产，公司占福清核电 39% 权益，保守预期每台年化投资收益约 2 亿人民币。2) 2014 年 3 月 19 日完成中国风电 8.8 亿股股份认购，占公司扩大股本 9.84%，可收获潜在 3.5GW 的风电项目，其中 1.5GW 是已经拿到核准，剩余 2GW 需要等核准后作进一步考虑。我们预期公司 2014 年风电装机再增 1.5GW 左右。3) 光伏预期增长 100MW 到达 530MW，燃气发电预计投产 2 台，共 200MW，达到 356MW，虽然增速较快，但装机占比仍然很小。

### ► 邵武火电厂预期两年后投产；水电装机增长有限，但有提价空间：

1) 可门二期火电回收，控股装机容量达到 3850MW，近两年暂无新增火电计划，预期邵武 2 台 600MW 火电预计 2 年后投产，火电装机容量将达到 5,050MW，开始产生收益。2) 公司水电未来增长主要依靠收购以及成熟机组改造升级，装机总量增长有限，但由于福建地区水电价格偏低，我们预期其水电上网电价仍有上行空间。

► **银行降息对公司盈利产生正面影响：** 最近银行非对称降息，自 2014 年 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款（一年期下降 0.4 个百分点）和存款利率（一年期下降 0.25 个百分点）。根据公司 2014 年三季度报数据，公司长期以及短期借款 425.6 亿人民币，降息将对公司的盈利情况进一步改善起到重要作用。

► **12 个月目标价上调至 5.50 港元，维持买入评级：** 公司参股的核电将于未来三年分期投入运营，届时将有 1,560MW 的权益核电装机，风电装机快速增长，清洁能源占比快速提升，预期 2014-2015 年公司每股收益为 0.26、0.37 港币。目标价调至 5.50 港元，对应 2015 年 EPS 的市盈率 15 倍，上升空间 57.01%，重申买入。

汇率：人民币兑港币 1.25

郑嘉梁

852-2532-1599

Jupiter.zhen@firstshanghai.com.hk

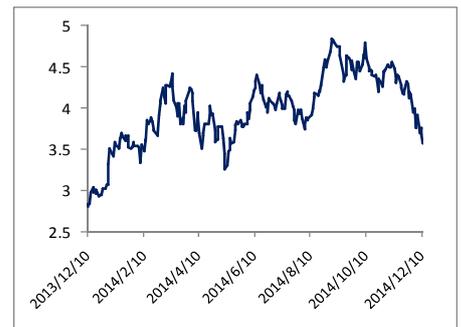
### 主要资料

行业	清洁能源
股价	3.50 港元
目标价	5.50 港元 (+54.22%)
股票代码	0816
已发行股本	84.08 亿股
已发行 H 股	30.10 亿股
总 H 股市值	89.96 亿港元
52 周高/低	4.48 港元/2.80 港元
每股净现值	2.52 港元
主要股东	华电集团 62.76%

### 表：盈利摘要

截止 12 月 31 日	12 年历史	13 年实际	14 年预测	15 年预测	16 年预测
营业额(百万人民币)	11,352	13,242	14,558	16,756	19,355
变动 (%)	56.0%	16.7%	9.9%	15.1%	15.5%
净利润(百万人民币)	1,093	1,468	1,755	2,464	3,104
基本每股盈利(港元)	0.19	0.24	0.26	0.37	0.46
变动 (%)	61.8%	26.2%	8.4%	40.4%	26.0%
市盈率@3.5港元(倍)	18.3	14.5	13.4	9.6	7.6
每股股息(港元)	0.04	0.05	0.05	0.07	0.09
股息现价比率 (%)	1.03%	1.36%	1.49%	2.09%	2.64%

### 股价表现



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

## 附录一：主要财务报表

损益表					
百万人民币 财务年度截止12月31日					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	11,352	13,242	14,558	16,756	19,355
其他收入	443	61	98	133	156
毛利	4,205	5,151	6,097	7,315	8,419
销售及管理费用	-727	-754	-829	-954	-1,102
经营利润	3,478	4,397	5,268	6,361	7,317
财务开支	-1,905	-2,305	-2,749	-3,154	-3,552
联营、合营公司	43	94	94	461	856
<b>税前盈利</b>	1,616	2,185	2,612	3,669	4,621
所得税	-261	-484	-579	-812	-1,023
少数股东应占利润	-262	-233	-279	-392	-494
<b>股东应占利益</b>	1,093	1,468	1,755	2,464	3,104
折旧及摊销	-1,798	-2,175	-2,625	-3,402	-3,971
<b>EBITDA</b>	3,302	4,351	5,176	6,891	8,536
<b>增长</b>					
总收入 (%)	56.0%	16.7%	9.9%	15.1%	15.5%
EBITDA (%)	3.6%	31.8%	19.0%	33.1%	23.9%
资产负债表					
百万人民币 财务年度截止12月31日					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	2,576	1,769	4,366	4,571	3,228
应收账款	2,866	3,049	3,124	4,221	4,263
存货	1,578	1,474	1,480	1,480	1,480
其他流动资产	342	412	238	425	357
其他	249	267	337	337	388
<b>总流动资产</b>	7,612	6,970	9,545	11,035	9,718
<b>固定资产</b>	46,639	52,265	66,067	77,650	88,569
无形资产	970	1,096	1,117	1,208	1,269
租赁预付款	762	998	1,021	1,021	1,021
联营、合营公司资产	2,668	3,546	4,156	4,364	4,582
其他	2,689	2,801	2,929	2,969	3,024
<b>总资产</b>	61,341	67,676	84,835	98,248	108,183
短期银行贷款	9,379	11,617	15,947	16,862	20,024
应付帐款	1,172	1,777	1,037	2,111	1,536
其他短期负债	8,217	8,422	8,643	8,765	8,886
<b>总短期负债</b>	18,767	21,816	25,627	27,737	30,446
长期银行贷款	27,160	30,301	37,493	45,589	48,725
其他负债	2,704	1,848	1,998	1,998	1,998
<b>总负债</b>	48,632	53,966	65,118	75,324	81,168
少数股东权益	2,135	2,500	2,779	3,171	3,664
<b>股东权益</b>	10,574	11,211	16,938	19,753	23,350
负债权益合计	61,341	67,676	84,835	98,248	108,183

资料来源：公司资料，第一上海预测

财务分析					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	37.0%	38.9%	41.9%	43.7%	43.5%
EBITDA 利率 (%)	29.1%	32.9%	35.6%	41.1%	44.1%
EBIT 利率 (%)	30.6%	33.2%	36.2%	38.0%	37.8%
净利率 (%)	9.6%	11.1%	12.1%	14.7%	16.0%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	-6.4%	-5.7%	-5.7%	-5.7%	-5.7%
实际税率 (%)	16.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%
派息率	18.9%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
库存周转天数	27	27	27	27	27
应付账款天数	52	61	60	60	60
应收账款天数	77	77	77	80	80
<b>财务状况</b>					
ROE	10.3%	13.1%	10.4%	12.5%	13.3%
ROA	1.8%	2.2%	2.1%	2.5%	2.9%
负债率	79.3%	79.7%	76.8%	76.7%	75.0%
利息覆盖率	1.7	1.9	1.9	2.2	2.4
现金流量表					
百万人民币 财务年度截止12月31日					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
税前利润	1,616	2,185	2,612	3,669	4,621
调整项目	3,071	3,866	5,217	6,021	6,582
存货	-5	-69	174	-187	68
应收款增加	-651	-183	-75	-1,097	-42
预付款和其他流动资产	418	-237	-23	0	0
应付款增加	-261	-392	-740	1,074	-574
所得税	-112	-484	-579	-812	-1,023
<b>营运现金流</b>	4,076	4,687	6,587	8,666	9,631
资本开支	-7,846	-7,975	-12,563	-11,442	-15,016
其他投资活动	617	882	198	207	216
<b>投资活动现金流</b>	-7,229	-7,092	-12,365	-11,235	-14,801
银行贷款变化	4,316	3,469	8,781	6,654	8,198
股本变化	2,261	942	2,896	0	0
股息	-338	-291	-351	-493	-621
其他融资活动	-2,034	-2,522	-2,951	-3,387	-3,751
<b>融资活动现金流</b>	4,204	1,599	8,375	2,774	3,827
<b>现金变化</b>	1,051	-807	2,597	206	-1,343
期初持有现金	1,528	2,576	1,769	4,366	4,571
外汇影响	-3	0	0	0	0
期末持有现金	2,576	1,769	4,366	4,571	3,228

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、数据、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。