

华电福新能源 (816 HK)

多能互补，百花齐放

- ❖ **多能互补稳定收益。** 华电福新公布了2017年业绩。收入录得人民币168.13亿元，同比上升5.1%。由于2017年水资源回归正常化，水电收入同比下降37.6%，而风电收入增长21.0%，大致抵消了水电收入下跌的不利影响。煤电部门收入展现了强劲反弹，收入同比增长36.4%。除公司燃料成本较我们预期高14.5%以外，公司其它的运营支出大致符合预期，同时财务费用支出维持了良好控制。联营公司利润分享为人民币7.42亿元，尽管同比增长17.7%，但较我们预期低26.2%。管理层表示，这主要是由于福清核电项目一次性追溯核电机组电价调整结算所致。我们估计受影响的回溯金额在人民币3亿元左右。公司实现归属于股东的净利润为19.86亿元人民币，同比增长1.7%。若将核电电价回溯项目还原，我们预计核心盈利为人民币22.86亿元，显示同比盈利增长17.0%，显著超出我们预期。
- ❖ **煤电触底，风电引领增长。** 2017年，煤电业务部门受煤价大幅上涨而引致亏损。根据我们测算，2017年煤电业务单位燃料成本同比上涨37.4%至人民币228.7元/兆瓦时。我们预期2018年燃料成本将趋于稳定，因煤炭价格已经超过了大量燃煤电厂的负担能力。此消彼长之下，风电部门则继续带动盈利增长。2017年风电发电量同比实现21.0%增长，利用小时数则攀升至1,940小时，表明此前受限电问题困扰的区域项目盈利能力显著增强。管理层透露公司2017年限电率下降5.5个百分点至约12%。对于2018年利用小时指引，管理层预期水电、煤电、风电的利用小时分别约为3700、4000以及2000小时。
- ❖ **2018 新增装机百花齐放。** 对于2018年新增装机规划，管理层在展示了颇具雄心的扩容目标，包括1) 现有水电项目扩建100兆瓦，2) 煤电项目邵武三期660兆瓦新建投运，3) 风电新建并网500兆瓦，4) 光伏发电新建并网100兆瓦，5) 天津和广东分布式燃气发电350兆瓦，以及6) 2018年底或2019年初广东增城的1.2GW燃气发电项目计划投运。基于较为保守的投产时间点预估，我们认为上述新增产能将在2019年贡献较多发电增量。而对于2018年，我们预计公司发电量将保持温和增长7.4%。核电方面，管理层三门核电1号机组预计装料时点将近，预计首台AP1000机组将在2018年开始投入商业运营。
- ❖ **维持买入。** 基于较高的煤炭价格带来燃料成本的上升，和公司2018年运营指引的更新，我们分别调低2018/19年盈利预测10.5/10.0%，自人民币23.51/26.48亿元至人民币21.05/23.82亿元。我们认为不论是可再生能源或是煤电相关的政策利好信息都将触发对华电福新的价值重估。**维持买入评级，目标价维持每股2.38港元。**

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	15,917	16,813	18,209	22,270	25,664
净利润(百万人民币)	1,908	1,986	2,105	2,382	2,638
EPS(人民币)	0.23	0.24	0.25	0.28	0.31
EPS变动(%)	7.19	1.7	6.0	13.2	10.7
市盈率(x)	7.2	7.1	6.7	5.9	5.4
市帐率(x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
股息率(%)	3.0	3.3	3.4	3.8	4.2
权益收益率(%)	10.6	10.2	10.0	10.4	10.5
净财务杠杆率(%)	318.7	287.2	286.3	289.9	285.1

数据来源：公司资料，招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$2.38
(此前目标价)	HK\$2.38)
潜在升幅	19.0%
当前股价	HK\$2.00

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

风电行业

市值(百万港元)	16,816
3个月平均流通(百万)	10.13
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%
流通股	30.9%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	0.0%	-0.6%
3月	5.8%	0.7%
6月	9.9%	-0.6%

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

财务摘要

利润表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售收入	15,917	16,813	18,209	22,270	25,664
水電	4,037	2,518	2,634	2,712	2,790
火電	3,589	4,896	5,114	5,816	6,491
風電	5,291	6,401	7,088	7,711	8,362
其它業務	3,000	2,997	3,373	6,032	8,022
銷售成本	(8,009)	(9,435)	(10,229)	(13,269)	(15,743)
毛利	7,908	7,377	7,979	9,000	9,921
其它淨收入	180	210	180	180	180
行政費用	(512)	(512)	(552)	(673)	(775)
人員成本	(1,329)	(1,383)	(1,574)	(1,855)	(1,991)
其它費用	(896)	(832)	(776)	(893)	(1,022)
息稅前收益	5,351	4,861	5,258	5,759	6,313
融資成本淨額	(2,825)	(2,800)	(3,066)	(3,312)	(3,633)
合資及聯營企業	630	742	881	972	1,055
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	3,156	2,802	3,072	3,420	3,735
所得稅	(534)	(337)	(399)	(462)	(523)
非控股股東權益	600	348	347	355	353
永續中期票據分派	115	115	115	115	115
可續期債券分派	-	16	106	106	106
淨利潤	1,908	1,986	2,105	2,382	2,638

数据来源:公司资料,招银国际预测

资产负债表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	93,048	95,915	103,076	110,072	116,560
固定資產	78,612	81,191	85,067	90,275	94,918
預付租金	1,482	1,428	1,725	1,842	1,955
合資及聯營公司投資	7,506	8,190	10,342	11,812	13,360
其它非流動資產	5,448	5,107	5,942	6,143	6,327
流動資產	9,795	11,325	12,669	13,142	15,883
現金及現金等價物	2,954	2,127	2,435	2,326	3,959
應收賬款	5,052	6,992	7,932	8,378	9,401
預付款	1,501	1,919	1,833	1,907	1,972
其它流動資產	288	287	470	532	550
流動負債	26,036	25,366	27,355	27,671	29,543
應付賬款	1,569	1,081	1,457	1,782	2,053
其它應付	9,913	8,715	10,202	8,862	9,132
借貸	14,239	15,382	15,499	16,823	18,147
其它流動負債	316	188	197	204	211
非流動負債	53,878	55,406	60,134	65,219	70,306
借貸	52,283	53,779	58,306	63,287	68,267
融資租賃	252	226	334	362	391
其它非流動負債	1,343	1,401	1,494	1,570	1,648
少數股東權益	2,895	3,043	3,195	3,355	3,522
永續票據	1,994	3,988	3,988	3,988	3,988
淨資產總額	18,040	19,436	21,073	22,982	25,083
股東權益	18,040	19,436	21,073	22,982	25,083

数据来源:公司资料,招银国际预测

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
淨利潤	1,953	1,986	2,105	2,382	2,638
折舊和攤銷	4,008	4,432	4,765	5,413	5,978
運營資金變動	(4,227)	(4,071)	838	(1,597)	(564)
其它	7,600	849	(905)	(111)	(88)
經營活動所得現金流	9,334	3,195	6,803	6,088	7,963
資本開支	(6,375)	(7,180)	(8,493)	(10,633)	(10,636)
聯營公司	(763)	(684)	(2,152)	(1,470)	(1,548)
其它	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(10,253)	(7,864)	(10,645)	(12,102)	(12,184)
股份發行	57	1,965	221	221	221
淨借貸	5,816	2,614	4,763	6,336	6,336
股息	(339)	(429)	(467)	(474)	(536)
其它	(3,749)	(250)	(711)	(147)	(182)
融資活動所得現金淨額	1,786	3,901	3,805	5,936	5,839
現金增加淨額	867	(768)	(37)	(79)	1,617
年初現金及現金等價物	2,031	2,890	2,122	2,085	2,006
匯兌	(8)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,890	2,122	2,085	2,006	3,624
受限制現金	64	5	350	319	336
資產負債表現金	2,954	2,127	2,435	2,326	3,959

数据来源:公司資料,招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
水電	25.4	15.0	14.5	12.2	10.9
火電	22.6	29.1	28.1	26.1	25.3
風電	33.3	38.1	38.9	34.6	32.6
其它業務	18.8	17.8	18.5	27.1	31.3
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	50.9	45.1	44.8	41.2	39.4
稅前利率	20.1	16.7	16.9	15.4	14.6
淨利潤率	12.3	11.8	11.6	10.7	10.3
有效稅率	16.7	12.0	13.0	13.5	14.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
速動比率 (x)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
現金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
平均存貨周轉天數	5.7	6.0	9.0	8.3	7.5
平均應收款周轉天數	117.9	151.8	159.0	137.3	133.7
平均應付周轉天數	73.3	42.8	52.9	49.7	48.2
債務 / 股本比率 (%)	2.9	2.6	2.6	2.7	2.7
淨負債 / 股東權益比率 (%)	318.7	287.2	286.3	289.9	285.1
回報率 (%)					
資本回報率	10.6	10.2	10.0	10.4	10.5
資產回報率	1.9	1.9	1.8	1.9	2.0
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.23	0.24	0.25	0.28	0.31
每股股息 (人民幣)	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07
每股賬面價值 (人民幣)	2.15	2.31	2.51	2.73	2.98

数据来源:公司資料,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。