

新能源行业	收盘价 港元 2.00	目标价 港元 2.48	潜在涨幅 +24.00%
-------	----------------	----------------	-----------------

2018年3月23日

华电福新 (816 HK)

17年业绩会点评：投资谨慎，经营环境向好

- 3月22日下午公司召开了2017年度业绩说明会。基于最新信息，我们对公司的主要投资观点如下：
- 经营战略：**公司2016年以来的经营战略偏于稳健，新增发电装机减少，我们认为这是在行业经营环境复杂的情况下，公司作出的理性选择。2018年公司将主要通过提高内部经营效率来提升盈利能力以及改善财务状况。
- 经营环境的变化趋势：**2018年1-2月福建省累计发电量341.7亿千瓦时，同比增长24.3%，其中火电/水电/核电的发电量为211.5/30.5/85.5亿千瓦时，同比增长52.9%/-35.5%/11.9%。我们预期今年、尤其是上半年福建的发电量增速都会处于较高的水平，这将为公司的水电、煤电以及参股的核电业务创造良好经营环境。不过由于成本问题，我们预期公司的煤电业务盈利能力会明显低于其水电和核电业务。同时，公司风电业务将继续受益于弃风减少所带来的盈利改善。
- 盈利预测与估值：**基于公司提供的经营数据以及我们的判断，我们修改了公司主要业务数据的预测。修改后2018/19年的每股基本盈利为0.290/0.339元人民币（前值为0.303/0.352元人民币）。我们维持公司2.48港元的目标价，相当于我们2018/19年预测市盈率7.0倍/6.0倍，及2018年市账率0.8倍。重申买入评级。

财务数据一览

年结12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入(百万人民币)	15,347	15,917	16,813	18,707	21,296
同比增长(%)	10.4	3.7	5.6	11.3	13.8
净利润(百万人民币)	1,902	1,953	1,986	2,437	2,851
每股盈利(人民币)	0.226	0.232	0.236	0.290	0.339
同比增长(%)	1.8	2.7	1.7	22.7	17.0
前EPS预测值(人民币)	-	-	-	0.303	0.352
调整幅度(%)	-	-	-	-4.4	-3.7
市盈率(倍)	7.4	6.9	7.0	5.7	4.9
每股账面值(人民币)	1.96	2.15	2.33	2.55	2.82
市账率(倍)	0.85	0.78	0.71	0.65	0.59
股息率(%)	0.38	2.87	3.37	3.83	4.48

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源：彭博

股份资料

52周高位(港元)	2.14
52周低位(港元)	1.59
市值(港元百万)	16815.92
日均成交量(百万)	5.54
年初至今变化(%)	4.7
200天平均价(港元)	1.9

资料来源：彭博

孙胜权

louis.sun@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3606

2018年3月23日
华电福新 (816 HK)

业绩说明会要点

风电业务：2017年公司风电新增装机357.5兆瓦，公司认为装机较少的主要原因是政府核准数量较少。2018年公司预计新增装机500兆瓦。今年陆上风电的开发重点仍将在不限电的中东南地区。公司预计今年上半年风电会有抢装潮，主要原因是为获得更高的上网电价。公司今年将积极推进海上风电的开发，其中福清海坛海峡300兆瓦项目在建，公司预计年底前后并网发电，该项目的风机利用小时可高达4000。同时，浙江玉环海上300兆瓦项目也将于年内开工。另外公司也将在广东、江苏等地开发海上风电项目。2017年风电风机利用小时数达到1940，弃风率12%，同比下降5.5个百分点。公司预计2018年风机利用小时数将在2000小时以上。

核电业务：2017年来自核电的投资收益仅有6.84亿元人民币，明显低于正常水平，主要原因是政府调整核电上网电价导致以前年度的收益退回，不过公司认为2018年将恢复正常盈利水平。公司参股10%的三门核电第三代核电项目推迟并网发电，主要原因是有专家质疑三代核电的安全性问题，因此相关部门对该项目做了两轮安全性评估。目前评估结果已出，该项目的安全性合格，可以装料发电。公司预计今年内该项目肯定会投产。

水电和煤电业务：2017年公司水电的利用小时数为3634，比历年平均水平略高。虽然2017年发电来水比平均水平低10%，但公司通过努力实现了超平均水平的发电量。公司预计水电2018年将新增100兆瓦的装机容量。由于“水火互济”的存在以及福建省发电量大幅增长，公司煤电的发电量有大幅增长。公司预计邵武三期的一台机组（660兆瓦）有望在今年中投产。对于煤价走势，公司表示谨慎乐观，认为燃煤价格下降可能性比较大，即使煤价不降，国家也可以通过提高电价来改善煤电企业的盈利状况。

天然气发电业务：公司预计天津北宸（120兆瓦）和广东江门（230兆瓦）分布式能源项目将于年内投产，而广东增城冷热电三联供大型燃气项目（600兆瓦x2）将于今年年底或明年初投产。

市场化交易电量及发电补贴：2017年公司市场化交易电量保持平稳，其中煤电/风电/光伏发电的市场化交易占比分别达到48%/27%/32%。交易电价水平方面，风电比上年多下降0.8分/千瓦时，光伏发电和煤电比上年分别少降8分/千瓦时和1.3分/千瓦时。2017年新能源发电补贴回收金额达到28亿元人民币，仍有10.7亿元未到账。

投资预算：2017年公司投资支出77亿元人民币，今年公司预计为76亿元。由于较多项目是跨年度项目，因此今年总额不大，但不代表今年并网发电装机量就会减少。

分部净利润：2017年风电/光伏/水电/煤电分别盈利13.7/2.95/6.95/-2亿元人民币。

图表 1: 公司关键业务数据预测

业务类型，年结 12 月 31 日		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018E	2019E
水电	控股装机 (兆瓦)	2,457.0	2,507.9	2,507.9	2,507.9	2,607.9	2,607.9
	其中：当年新增	0.0	50.9	0.0	0.0	100.0	0.0
	利用小时数	3,649	3,860	5,622	3,634	3,400	3,800
	平均上网电价 (不含税，人民币元/兆瓦时)	276.5	285.6	293.6	284.7	284.0	284.0
	发电量 (兆瓦时)	8,933,551	9,455,427	14,090,087	9,106,060	8,866,860	9,910,020
风电	控股装机 (兆瓦)	4,889.3	6,417.3	7,340.7	7,698.2	8,198.2	8,898.2
	其中：当年新增	1,388.5	1,528.0	923.4	357.5	500.0	700.0
	利用小时数	1,888	1,745	1,765	1,940	2,000	2,030
	平均上网电价 (不含税，人民币元/兆瓦时)	488.7	495.4	459.5	445.8	448.0	450.0
	发电量 (兆瓦时)	6,764,711	9,070,847	12,159,197	14,757,287	15,646,400	16,997,596
煤电	控股装机 (兆瓦)	3,850.0	3,600.0	3,600.0	3,600.0	4,260.0	4,920.0
	其中：当年新增	0.0	-250.0	0.0	0.0	660.0	660.0
	利用小时数	5,018.0	4,011.0	3,255.0	4,171.0	4,730.0	4,380.0
	平均上网电价 (不含税，人民币元/兆瓦时)	375.8	335.3	311.6	326.4	330.0	330.0
	发电量 (兆瓦时)	19,317,685	15,442,391	11,718,410	15,016,454	17,964,540	19,236,960
光伏	控股装机 (兆瓦)	724.2	799.7	977	1,155.6	1,265.6	1,375.6
	其中：当年新增	289	75.5	177.3	178.6	110	110
	利用小时数	958.6	1,229.4	1,203.7	1,331.0	1,340.0	1,340.0
	平均上网电价 (不含税，人民币元/兆瓦时)	924	899.2	837.9	837.3	820	820
	发电量 (兆瓦时)	541,844	932,080	1,058,634	1,345,482	1,614,834	1,762,234
天然气 (分布式) 发电	控股装机 (兆瓦)	367	495	521.4	553.2	903.2	1,503.2
	其中：当年新增	-	128	26.4	31.8	350	600
	利用小时数	-	5,386.0	4,167.0	4,200.0	4,200.0	4,200.0
	平均上网电价 (不含税，人民币元/兆瓦时)	683.8	728.1	697.2	697.2	697.2	697.2
	发电量 (兆瓦时)	783,973	2,114,558	2,106,657	2,167,345	2,764,440	4,549,440
其他清洁能源	发电量 (兆瓦时)	166,369	164,336	164,596	165,980	164,500	164,500
核电	权益装机 (兆瓦)	424.7	849.4	1,274.1	1,698.8	1,823.8	1,948.8
	其中：当年新增	424.7	424.7	424.7	424.74	125	125
总发电量 (兆瓦时)		36,508,132	37,179,639	41,297,581	42,558,608	47,021,574	52,620,750
同比增长率 (%)			1.8	11.1	3.1	10.5	11.9

资料来源：公司资料，交银国际预测

财务数据

损益表(百万人民币)

年结 12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	15,347	15,917	16,813	18,707	21,296
营业成本	(9,308)	(8,844)	(10,488)	(11,777)	(13,297)
息税折旧前利润	8,467	10,151	9,957	11,515	12,826
息税折旧前利润率(%)	55.2	63.8	59.2	61.6	60.2
折旧及摊销	3,237	4,027	4,354	5,226	5,648
息税前利润	5,193	5,981	5,603	6,289	7,178
息税前利润率(%)	33.8	37.6	33.3	33.6	33.7
净利息支出	2,569	2,825	2,800	2,821	2,951
税前利润	2,623	3,156	2,802	3,468	4,227
所得税开支	405	534	337	469	702
净利润	2,218	2,623	2,466	2,999	3,526
少数股东权益	316	600	479	562	674
归属于股东净利润	1,902	1,953	1,986	2,437	2,851
净利润率(%)	14.5	16.5	14.7	16.0	16.6

资产负债表(百万人民币)

截至 12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
总资产	97,545	102,843	107,240	108,786	113,782
非流动资产	89,356	93,048	95,915	97,599	101,493
固定资产净值	75,589	78,612	81,191	81,323	84,219
无形资产	1,120	1,130	1,299	1,174	1,202
长期投资	6,742	7,506	8,190	7,506	7,506
预付土地租赁款项	0	0	0	1,020	1,561
其他非流动资产	5,905	5,800	5,235	6,577	7,005
流动资产	8,189	9,795	11,325	11,187	12,289
现金及短期投资	2,418	2,954	2,127	2,993	3,407
已抵押银行存款	26	38	10	45	51
应收账款	3,599	5,052	6,992	5,986	6,474
存货	398	249	277	471	532
预付土地租赁款项	1,748	1,501	1,919	1,670	1,803
其它流动资产	0	0	0	22	22
总负债	76,403	79,914	80,772	81,467	83,564
流动负债	27,122	26,036	25,366	26,330	27,790
短期借款	12,903	14,239	15,382	14,025	15,215
应付账款	2,528	1,569	1,081	2,007	2,220
其他流动负债	11,691	10,229	8,903	10,299	10,354
长期负债	49,281	53,878	55,406	55,136	55,774
可换股债券	454	252	226	252	252
长期借款	47,572	52,283	53,779	53,334	53,867
其他负债	1,254	1,343	1,401	1,551	1,655
权益总额	21,143	22,928	26,467	27,319	30,217
股本	8,408	8,408	8,408	8,408	8,408
储备	8,068	9,632	11,028	13,069	15,293
少数股东权益	4,667	4,889	7,031	5,842	6,516

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量报表(百万人民币)

年结 12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动现金流	16,325	13,533	16,451	9,951	10,629
净利润	4,076	4,490	4,865	3,468	4,227
折旧及摊销	5,554	6,342	7,687	5,226	5,648
营运资本变动	4,213	530	1,008	58	(257)
其他营业资产及负债变动	2,481	2,170	2,889	1,199	1,012
投资活动现金流	(16,319)	(11,209)	(14,347)	(7,763)	(8,409)
资本支出净额	(15,264)	(13,990)	(14,138)	(7,901)	(8,572)
长期投资变动	(745)	(6)	0	(520)	(541)
其他资产变动	(310)	2,787	(209)	658	703
融资活动现金流	507	(3,284)	(1,552)	(2,719)	(1,798)
股本变动	412	147	0	0	0
负债变动	4,405	792	2,186	566	1,724
利息股息	(3,848)	(3,725)	(3,755)	(3,356)	(3,578)
其它长期资产变动	(463)	(498)	17	71	56
外汇变动影响	(22)	(25)	10	(7)	(8)
现金及现金等价物变动	513	(961)	552	(531)	422

财务比率

年结 12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
利润率(%)					
毛利率	41.5	38.1	38.8	37.0	37.6
息税折旧前利润率	67.5	64.0	66.5	61.6	60.2
息税前利润率	39.2	35.5	35.7	33.6	33.7
净利润率	20.7	20.1	19.5	16.0	16.6
盈利能力分析(%)					
净资产收益率	9.5	9.7	9.7	11.5	12.3
总资产收益率	3.2	3.3	3.4	2.8	3.2
ROIC	12.4	9.7	10.9	9.4	9.8
偿债能力					
流动比率	0.23	0.24	0.28	0.42	0.44
速动比率	0.21	0.22	0.26	0.41	0.42
资产负债率(%)	66.6	65.5	65.1	74.9	73.4
净债务负债率(%)	62.0	61.3	59.8	70.3	68.6
利息保障倍数	2.5	2.9	2.8	2.2	2.4
成长能力(%)					
收益增长率	10.4	3.7	5.6	11.3	13.8
年内(亏损)利润增长率	12.6	18.6	16.8	21.3	17.0
息税前利润增长率	9.8	2.9	12.3	14.6	14.1
息税折旧前利润增长率	10.3	7.6	16.3	10.7	11.4
总资产增长率	8.1	3.9	7.6	3.1	4.6
营运能力及其他					
平均存货周转天数(天)	32.9	27.6	26.7	13.8	13.6
平均应收账款周转天数(天)	101.0	84.6	108.3	115.1	106.1
股息支付率	1.9	11.2	15.0	22.0	22.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来 12 个月的总回报**高于**相关行业。
中性：预期个股未来 12 个月的总回报与相关行业**一致**。
沽出：预期个股未来 12 个月的总回报**低于**相关行业。
无评级：对于个股未来 12 个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
同步：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
落后：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。
香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A 股市场的标竿指数为**MSCI 中国 A 股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股 50 (美元) 指数**。

2018年3月23日
华电福新 (816 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及 ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、郑州银行股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、中粮肉食控股有限公司、河北翼辰实业集团股份有限公司、中国飞机租赁集团控股有限公司、东方证券股份有限公司、无锡市建设发展投资有限公司、国银金融租赁股份有限公司、凤凰医疗集团有限公司、光大证券股份有限公司、中国首控集团有限公司、佳源国际控股有限公司、泸州市兴泸水务(集团)有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、招商证券股份有限公司、山东省国际信托股份有限公司、广东康华医疗股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、HPC Holdings Limited、国泰君安证券股份有限公司、中原银行股份有限公司、四川能投发展股份有限公司及光年控股有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国宇华教育集团有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来、或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延误差、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。