

买入 (首次)

华电福新 (0816.HK)

目标价: 5.06 港元

现价 : 3.48 港元

“水火互济, 风核并举”, 多元化清洁能源运营商

预期升幅: 45.4%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2015.02.12

收盘价(港元)	3.48
总股本(百万股)	8,408
流通股本(百万股)	2,570
总市值(亿港元)	292.60
流通市值(亿港元)	89.44
净资产(百万元)	13,711
总资产(百万元)	67,676
每股净资产(元)	1.63

数据来源: Wind

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	13,242	14,431	16,521	19,089
同比增长	37.85%	8.97%	14.49%	15.54%
净利润(百万元)	1,468	1,864	2,633	3,375
同比增长	41.08%	26.96%	41.26%	28.21%
经营利润率	33.20%	36.49%	40.01%	41.27%
净利润率	11.08%	12.91%	15.93%	17.68%
净资产收益率	12.41%	13.05%	15.18%	16.89%
每股收益(元)	0.19	0.23	0.31	0.40
市盈率	14.55	12.00	8.95	6.98
股息率	1.36%	1.67%	2.23%	2.87%

数据来源: 公司资料、兴证香港

投资要点

- **首次覆盖给予买入评级, 目标价 5.06 港元, 较现价有 45.4% 的上升空间。**华电福新是领先的多元化清洁能源供应商, 受益于我国能源结构调整带来的历史发展机遇, 公司清洁能源装机容量持续提升, 尤其是风电和核电装机, 未来 3 年公司经营业绩有望快速增长。我们预测 2014-2016 年公司营业收入分别为 144.3 亿、165.2 亿和 190.9 亿元, 股东净利润分别为 18.6 亿、26.3 亿和 33.8 亿元, 对应每股基本收益分别折合港币 0.29、0.39 和 0.50 港元。考虑到公司的业绩增速和行业估值情况, 我们综合给予华电福新未来 12 个月内 5.06 港元的目标价。目标价约相当于 2014-2016 年 PE 为 17.4、13.0、10.2 倍, 目标价较现价 3.44 港元约有 45.4% 的上升空间, 故首次给予其“买入”投资评级。
- **能源结构调整引致清洁能源需求。**改革开放 30 多年以来, 中国经济高速发展, 用电需求持续上升。受限于我国自然资源禀赋因素, 我国能源供应过多依赖煤炭, 而大量使用煤炭带来的一系列环境污染问题日益严重, 大气污染治理引致清洁能源强烈需求。故当前我国一方面面临经济增长对电力需求不断增加, 另一方面必须要面对资源短缺和环境治理的压力, 欲协调二者的矛盾, 就必须实行能源结构转型, 大力发展清洁能源。
- **多元化的清洁发电投资组合——“水火互济, 风核并举”。**华电福新具有多元化的清洁能源发电资产, 拥有包括水电、风电、煤电、分布式、核电、太阳能和生物质能在内的多元化发电组合, 发电资产分布在全国 23 个省、市、自治区。截至 2014 年 6 月底, 控股发电总装机容量达 10,611.9MW, 业务板块呈现“水火互济、风核并举”的特点。
- **华东地区水电龙头企业。**华电福新是华东地区(包括福建省)最大的水电公司, 分别占福建省及华东地区的水电总装机容量约 19.8% 和 10%。截至 2014 年 6 月 30 日, 公司拥有七个龙头水库, 36 个运营水电项目, 控股装机容量为 2,457MW, 相当于总控股发电容量的 23.15%。通过新建、改扩建和收购等方式, 公司水电装机容量计划每年新增 200MW。水电业务提供了大量现金收入, 支持了开发风电和其他清洁能源项目。公司的大部分水电厂建设较早, 资产折旧开支较低, 且水电上网电价具备提升空间。

相关报告

业绩点评_20140325

业绩点评_20140826

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(852) 3509-5999
(755) 2382-6005
luhj@xyzq.com.hk

- **高速发展的风电业务。**截至 2014 年 6 月 30 日，公司拥有 65 个运营中的风电项目，控股装机容量为 3,634.3MW，相当于总控股装机容量的 34.24%，装机量全国排名第五。公司近几年加速风电装机容量提升，规划每年新增风电装机不低于 1.5GW，风电成为公司装机类别中增速最快的板块之一。公司的风电储备资源丰富，近期储备项目达 4GW，中期及远期储备项目达 30GW。公司风电厂以自建为主，快速提升风电装机容量。我国陆上风电上网电价下调落定，明确了风电行业的投资预期，促进了风电的长期持续发展。
- **国内分布式能源的先行者。**华电福新开发、建设和运营着中国最大的天然气分布式能源项目—广州大学城项目(控股装机 156MW)，该项目每年产生 4,000 多万的净利润。凭借在中国开发及管理分布式能源项目的经验，华电福新亦积极拓展天然气分布式项目。新开工建设的广西南宁华南城、上海迪斯尼和闵行莘庄分布式能源项目共 240MW，预计今年下半年投产，另外公司有 3 个分布式能源项目正在建设中。公司近期储备项目容量 783MW，中远期储备容量达 7,535.5MW。
- **参股核电即将贡献业绩，2015-2017 年每年新投产一台核电机组。**华电福新持有福清核电厂 39.0%股本权益。福清核电厂位于福建省，计划投产六台百万级千瓦核电机组，福清核电项目 1 号机组于 2014 年 11 月 22 日正式商业投产。按正常情况预测，每台核电机组每年可为公司带来超过 2 亿元的参股投资收益。福清核电 2-4 号机组将在 2015-2017 年每年投产一台，5-6 号核电机组也在申请核准中。
- **多元化发电组合创造协同效益。**1、公司的水电及煤电板块可以提供大量现金收入，用于支持开发风电和其他清洁能源项目。2、相对煤电业务，风电及水电业务不受燃料成本等大额原材料成本变动影响。3、公司的多数水电项目均于 2005 年前建设及融资，偿债责任及折旧开支较低，而经营水电项目涉及的维护成本低。4、“水火互济”。公司煤电、水电项目均位于福建省，当地方水文状况欠佳时，公司提高火力发电量以尽量增加收入。5、核电陆续投产带来参股投资收益稳定增长。
- **稳健的财务水平。**发电运营企业是典型的重资产企业，普遍具有较高的资产负债率水平。从债务结构上看，华电福新的长期负债比率较高，能有效支撑企业的运营。另外，发电企业运营具有现金流入较为稳定的特征，从利息覆盖倍数看，公司短期债务有足够的偿还能力。从长期看，公司需要多种渠道的方式融资。
- **致力于成为一流的多元化清洁能源供应商。**受益于国家对多个清洁能源发电领域的政策支持，未来几年华电福新的清洁能源及可再生能源装机将快速提升，其中风电和核电装机容量将成为重要业绩增长点。同时，华电福新还是中国华电集团多元化清洁能源发展的唯一最终整合平台。公司的长远发展规划：到 2015 年年底实现装机容量超过 14GW，力争达到 15GW；到 2018 年装机规模超过 20GW；到 2020 年装机规模超过 25GW，力争达到 30GW，效益水平位居同类企业前列，全面实现国际一流清洁能源上市公司的愿景目标。

目 录

1、公司基本情况	- 6 -
1.1 多元化的清洁能源供应商	- 6 -
1.2 华电福新的发展历程	- 7 -
1.3 公司的股权结构及控股股东	- 8 -
1.4 过往业务发展概况	- 8 -
2、能源结构调整引致清洁能源需求	- 10 -
2.1 中国经济高速增长，用电需求逐步提升	- 10 -
2.2 我国能源供应过度依赖煤炭	- 11 -
2.3 大气治理引致清洁能源刚性需求	- 12 -
2.4 国家政策助力，清洁能源未来发展空间巨大	- 13 -
2.5 可再生能源配额制考核办法出台在即	- 18 -
2.6 治霾输电通道—特高压建设提速	- 19 -
2.7 能源结构调整带来历史发展良机	- 20 -
3、多元化清洁能源供应商	- 21 -
3.1 华东地区水电龙头公司	- 21 -
3.2 高速发展的风电业务	- 23 -
3.3 福建省最大的高效煤电发电公司	- 25 -
3.4 其他清洁能源多点发展	- 27 -
3.5 多元化发电组合创造协同效益	- 30 -
4、财务状况稳健	- 31 -
4.1 审慎的负债率水平	- 31 -
4.2 良好的偿付能力及持续的融资需求	- 32 -
5、盈利预测与估值	- 33 -
5.1 营业收入预测	- 33 -
5.2 经营费用及利润表预测	- 35 -
5.3 目标价	- 36 -
5.4 同类公司估值比较	- 36 -
6、风险因素	- 36 -

图表目录

图表 1、公司主营业务—各类发电厂	- 6 -
图表 2、华电福新的发展历程	- 7 -
图表 3、华电福新发展过程中的里程碑事件	- 8 -
图表 4、公司主要股权结构 (2014. 6. 30)	- 8 -
图表 5、公司控股装机容量稳步增长	- 9 -
图表 6、公司的主营收入和经营利润	- 9 -
图表 7、特许权建设收入	- 9 -
图表 8、公司的经营利润率、净利率	- 9 -
图表 9、中国的 GDP 高速增长	- 10 -
图表 10、中国的发电量持续增长	- 10 -
图表 11、能源分类	- 11 -
图表 12、我国与世界的一次能源消费结构差异	- 11 -
图表 13、我国多个城市雾霾天气严重	- 12 -
图表 14、北京市 PM2.5 的来源构成	- 12 -
图表 15、近年我国发布的部分重要的纲领性政策文件	- 13 -
图表 16、近几年我国出台的主要风电产业政策	- 14 -
图表 17、截至 2013 年末我国发电装机量占比	- 14 -
图表 18、2013 年各类型发电量占比	- 14 -
图表 19、全国最新风力发电的标杆电价	- 15 -
图表 20、近几年我国出台的重要光伏产业政策	- 16 -
图表 21、近几年我国出台的水电产业优惠政策	- 17 -
图表 22、中国运营中的核电机组	- 17 -
图表 23、我国出台的核电产业优惠政策	- 18 -
图表 24、我国可再生能源配额制政策发展历程	- 18 -
图表 25、我国的电力资源与用电负荷分布	- 19 -
图表 26、我国未来的电力流向	- 19 -
图表 27、华电福新未来发电装机规划	- 20 -
图表 28、公司水电站的分布	- 21 -
图表 29、公司水电控股装机容量	- 21 -
图表 30、水电利用小时数和水电发电量	- 22 -
图表 31、公司水电平均上网电价	- 22 -

图表 32、水电业务的经营数据	- 22 -
图表 33、水电业务的费用支出	- 22 -
图表 34、风电控股装机容量快速提升	- 23 -
图表 35、风电利用小时数	- 23 -
图表 36、风电发电量	- 24 -
图表 37、风电平均上网电价	- 24 -
图表 38、风电业务的经营利润率	- 24 -
图表 39、风电业务的费用支出	- 24 -
图表 40、煤电控股装机容量变化	- 25 -
图表 41、煤电利用小时数	- 25 -
图表 42、煤电发电量	- 25 -
图表 43、煤电加权平均上网电价(不含增值税)	- 25 -
图表 44、国内和印尼煤炭价格走势	- 26 -
图表 45、煤电业务的经营利润率	- 26 -
图表 46、煤电业务的费用支出	- 26 -
图表 47、分布式能源转换图	- 27 -
图表 48、天然气分布式能源项目典型流程图	- 27 -
图表 49、公司发电资产分布图(2014. 6. 30)	- 30 -
图表 50、资产负债率	- 31 -
图表 51、华电福新的净债务结构	- 31 -
图表 52、行政费用及员工开支	- 31 -
图表 53、净资产收益率的杜邦分解	- 31 -
图表 54、流动比率及速动比例	- 32 -
图表 55、利息覆盖倍数	- 32 -
图表 56、公司的资本支出	- 32 -
图表 57、现金流流量额	- 32 -
图表 58、公司控股发电装机预测表	- 33 -
图表 59、预测各发电业务的平均利用小时数	- 34 -
图表 59、预测各发电类型的平均售电电价(不含增值税)	- 34 -
图表 61、各分部发电业务收入预测表	- 34 -
图表 62、利润预测表	- 35 -
图表 63、同类公司估值比较	- 36 -

1、公司基本情况

1.1 多元化的清洁能源供应商

华电福新能源股份有限公司（简称“华电福新”，代码：0816.HK，2012年6月28日在港交所上市）是中国清洁能源上市公司之一，主要业务为电力生产、销售，电力建设、管理咨询，电力资源综合利用，环保及其它高新技术开发等与发电相关的产业，注册资本76.2亿元人民币。

截至2013年年底，按控股装机容量计，公司是华东地区（六省一市）最大的水电公司、福建省最大的发电公司；公司亦是中国第五大风电运营公司。

图表1、公司主营业务—各类发电厂



资料来源：公司资料、兴证香港

华电福新拥有包括水电、风电、煤电、分布式、核电、太阳能和生物质能在内的多元化发电组合，资产分布在全国23个省、市、自治区，呈现出“水火互济、风核并举”的特点。截至2014年6月30日，公司控股发电总装机容量达10,611.9MW，

水电：按控股水电装机容量计，公司是华东地区（包括福建省）最大的水电公司，分别占福建省及华东地区的水电总装机容量约19.8%和10%。

截至2014年6月30日，公司拥有七个龙头水库，36个运营水电项目，控股装机容量为2,457MW，相当于总控股发电容量的23.15%。

风电：公司亦是中国领先的风电运营公司。截至2014年6月30日，公司拥有65个运营中的风电项目，控股装机容量为3,634.3MW，相当于总控股装机容量的34.24%。

火电：截至2014年6月30日，公司有5座运营中的煤电厂，控股装机容量为

3,850.0MW, 占总控股装机容量的 36.28%。

港电一体化的可门电厂配备有四台 600MW 超临界燃煤发电机组, 一座 7 万吨级煤码头和一座万吨级重件码头, 是福建省重要电源支撑点, 华东电网主力电厂之一。

太阳能: 截至 2014 年 6 月 30 日, 公司运营中的光伏电站控股装机容量为 485.3MW。

分布式能源: 华电福新还是国内分布式能源的先行者, 公司开发、建设和运营着中国最大的天然气分布式能源项目—广州大学城项目 (控股 156MW, 持股 55%) 以及泰州医药城 4MW 分布式能源项目, 控股装机量总计 160MW。

生物质能发电: 公司运营的两个生物质能项目总计控股装机容量 25.3MW, 其中秸秆发电 24.0MW, 沼气发电 1.3KW。

核电: 公司持有福清核电厂 39.0% 股本权益。福清核电厂位于福建省, 计划投产六台百万级千瓦核电机组。当前福清核电第一台机组已于 2014 年 11 月 22 日正式商业运营, 2-4 号核电机组将陆续投产, 5-6 号核电机组正在申请核准中。

1.2 华电福新的发展历程

图表 2、华电福新的发展历程

1956	首个水电项目 (古田溪一级) 投产
1998	首个煤电厂 (邵武电厂) 投产
2004	华电福建发电有限公司成立, 主要经营多元化发电业务
2007	华电新能源发展有限公司成立, 主要经营风电、分布式能源以及太阳能等 首个风电项目 (辉腾锡勒风电) 投产
2008	首个核电项目 (福建福清核电厂有限公司, 参股 39%) 开始施工建设
2009	华电新能源发展有限公司风电业务基本完成全国性布局 首个分布式能源 (广州大学城分布式能源) 项目投产 首个太阳能项目 (上海都市型工业示范区太阳能光伏发电工程) 投运
2010	华电福建发电有限公司更名为华电福新能源有限公司 华电新能源以资产注入方式成为华电福新的全资子公司
2011	华电福新能源股份有限公司成立, 初始总股本 60 亿人民币 风电控股装机突破 2,000MW 首个生物质能项目 (桦川协联生物质能热电有限公司) 投运
2012	华电福新公司在香港联交所挂牌上市, 代码: 0816.HK
2013	华电福新公司成功发行人民币 20 亿元公司债 华电福新完成可门二期两台总装机容量 1,200MW 煤电机组的回购 公司与中国风电 (0182.HK) 签署业务合作和股份认购协议, 公司与中国风电在风电及光伏方面展开业务合作, 同时公司认购中国风电 8.8 亿股新发股份
2014	年内成功进行两次配售 H 股, 融资总额约 28.96 亿港元 参股 39% 的福清核电站 1 号机组正式投运

资料来源: 公司资料、兴证香港

1.3 公司的股权结构及控股股东

控股股东—华电集团。中国华电集团公司（以下简称“华电集团”）是2002年底国家电力体制改革组建的全国性五家国有独资发电企业集团之一，属于国务院国资委监管的特大型中央企业，主营业务为：电力生产、热力生产和供应；与电力相关的煤炭等一次能源开发以及相关专业技术服务。截至2014年底，华电集团装机总容量123GW，其中火电89.6GW，水电23.3GW，风电等其他能源9.66GW，清洁能源装机占比三分之一；资产总额7310亿元人民币；全口径年发电量5,008亿千瓦时。

2014年，华电集团在世界500强中位列第368位。除华电福新外，华电集团还控股华电国际（600027.SH, 1071.HK）、华电能源（600726.SH）、黔源电力（002039.SZ）、国电南自（600268.SH）、金山股份（600396.SH）、华电重工（601226.SH）等六家上市公司。华电福新是华电集团唯一的清洁能源上市平台。

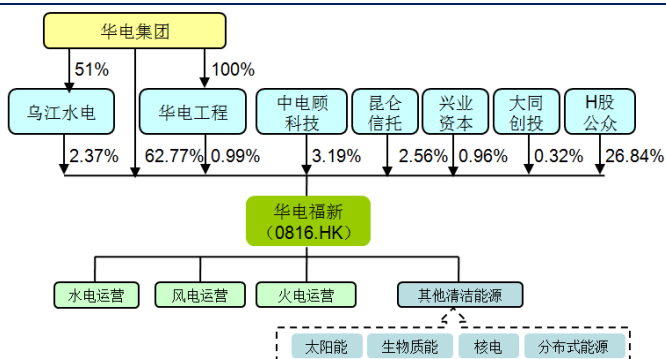
华电福新的最新股权结构如图4所示：

图表3、华电福新发展过程中的里程碑事件



资料来源：公司资料、兴证香港

图表4、公司主要股权结构(2014.6.30)



资料来源：公司资料、兴证香港

2014年2月，公司成功配售共计3.57亿股新H股，配售价3.30港元/股，共募集资金约11.78亿港元；11月份，公司进行第二次H股配售约4.3亿股，配售价4.01港元/股，融资17.18亿港元，公司的资本结构得到进一步优化。

1.4 过往业务发展概况

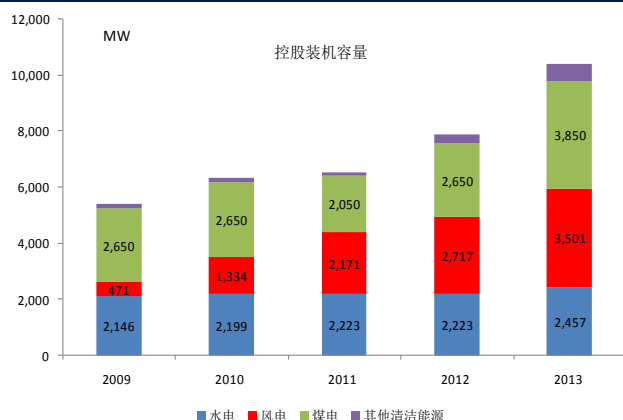
近几年伴随着公司控股装机容量的提升，公司的营业收入、毛利和净利润均保持稳健增长。2009-2013年，公司营业收入复合增速为15.68%（扣除特许权建设收入），净利润复合增速40.08%。

2013年经营业绩：营业收入为人民币（下同）132.42亿元，同比增长16.7%；税前

利润 21.85 亿元，同比增长 35.2%；股东应占利润 14.68 亿元，同比增长 34.3%；每股盈利 19.26 分，同比增长 20.1%；董事会建议每 10 股派发现金股息 0.382 元。

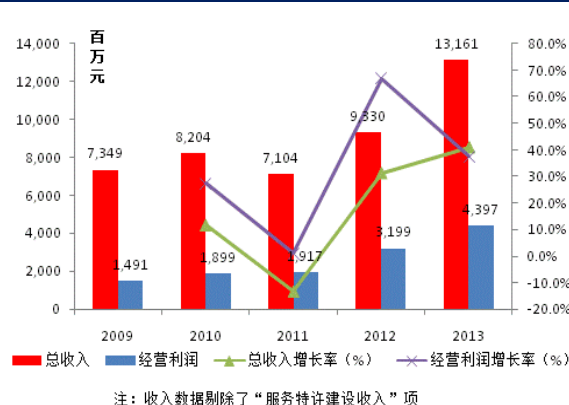
公司发电控股装机容量从 2009 年 5,267MW 提升至 2013 年年底的 10,424MW。截至 2013 年底，从装机类型看，水电站控股装机容量的 23.57%，风电控股装机容量增长最快，已占控股装机容量的 33.58%，煤电占比 36.93%。

图表 5、公司控股装机容量稳步增长



资料来源：公司资料、兴证香港

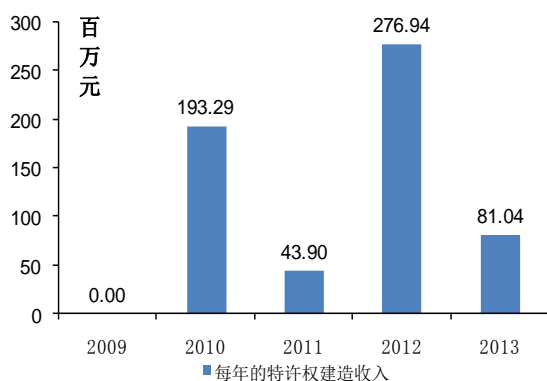
图表 6、公司的主营收入和经营利润



资料来源：公司资料、兴证香港

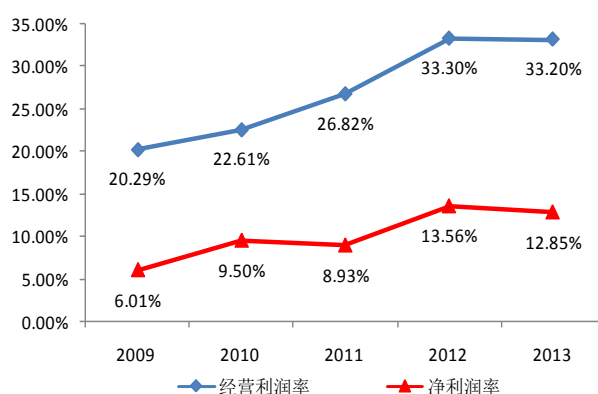
注：上表中的营业收入中剔除了特许权建设收入。因为公司将特许权项目的所有建设工程分包予第三方分包商，在确认服务特许权建设收入同时将确认一笔同等金额的建设工程的成本。因此，剔除特许权建设对经营利润数额并无影响。图表 7 是公司过往几年每年确认的特许权建设收入。

图表 7、特许权建设收入



资料来源：公司资料、兴证香港

图表 8、公司的经营利润率、净利率



资料来源：公司资料、兴证香港

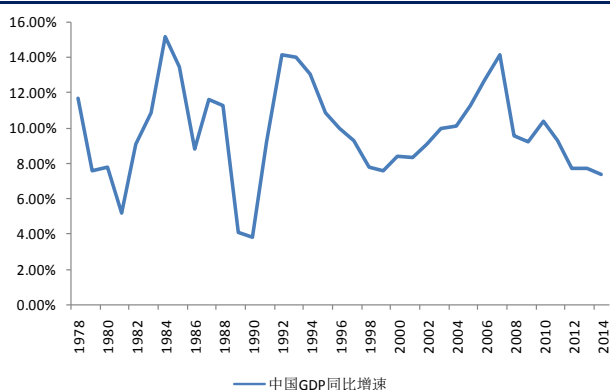
华电福新的经营利润率(息税前利润率，亦不包括参股、联营及共同控制体的业绩)和净利润水平稳步提升。2009-2013 年，经营利润率从 20.3%提升至 33.2%，这主要是由于收入结构中风电装机占比快速提升，而风电的经营利润率比较高所致。

2、能源结构调整引致清洁能源需求

2.1 中国经济高速增长，用电需求逐步提升

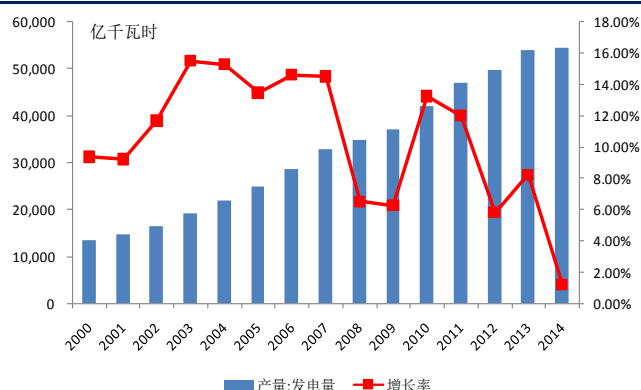
改革开放 30 多年来，工业化、城市化快速推进，产业结构变动活跃，推动中国经济持续高速增长。30 年来，中国的国内生产总值（GDP）保持持续的快速增长，1978 年~2014 年 30 多年中，有 17 年增速超过 10%，只有 3 年低于 7%。2014 年我国 GDP 增速为 7.4%。2010 年中国 GDP 已超越日本，成为世界上第二大经济体。

图表 9、中国的 GDP 高速增长



资料来源：wind、兴证香港

图表 10、中国的发电量持续增长



资料来源：wind、兴证香港

伴随着经济的发展，中国在 2009 年超越美国成为世界上最大的一次能源消费国。根据国际能源署（International Energy Agency）的数据，2009 年中国消费了 22.52 亿吨油当量，较美国高出约 4%，美国消费了 21.70 亿吨油当量。（油当量代表消费的所有形式的能源，其中包括原油、核电、煤炭、天然气以及水力发电等再生资源）。

经济增长与发电量增长密切相关。过往十多年来中国经济强劲发展，以及作为工业大国快速扩张带来发电量的快速增长。受益于快速的工业化进程、固定资产投资加速以及人均收入增加，用电需求亦大幅加大，中国的电力行业已经历长足发展与显著扩张。截至 2013 年底全国发电装机容量首次跃居世界第一，达到 12.5 亿千瓦。

尽管发电装机容量和发电量快速增长，但中国人口基数大，在人均能耗上，中国明显低于发达国家，目前中国每人每年耗电 3,400 千瓦时，而发达国家的这一数据普遍在 8,000 千瓦时左右，美国更是高达 1.5 万千瓦时。因此，从人均用电量增长空间看，中国发电装机量还有较大的提升空间。

2.2 我国能源供应过度依赖煤炭

根据能源产生的方式可将能源分为一次能源(天然能源)和二次能源(人工能源)。一次能源是指自然界中以天然形式存在并没有经过加工或转换的能量资源,而二次能源则是指由一次能源直接或间接转换成其他种类和形式的能量资源。

图表 11、能源分类

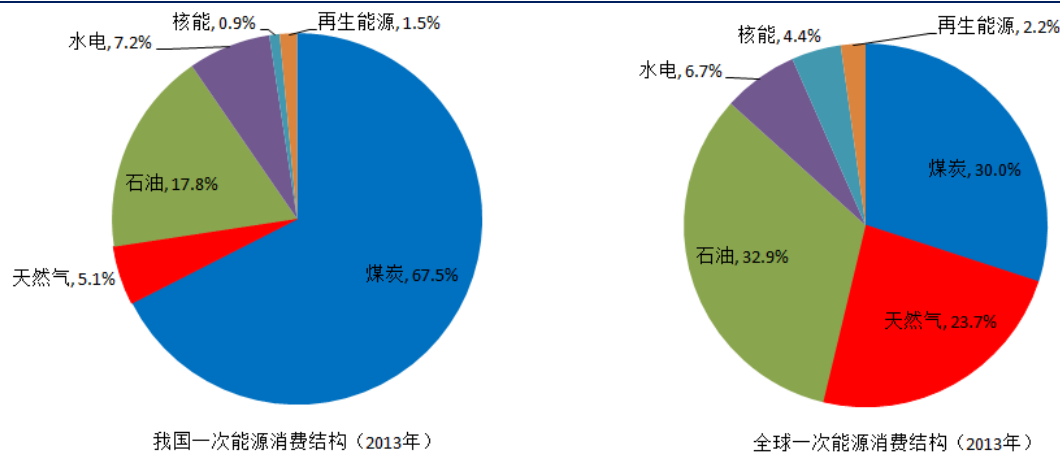
能源分类		
一次能源	非可再生能源	煤炭、石油、天然气、核能
	可再生能源	水能、太阳能、风能、生物能、海洋能等
二次能源		焦炭、煤气、电力、蒸汽、沼气、汽油、柴油、液化气等

资料来源:兴证香港

清洁能源包括水力、风力、分布式能源、核能、太阳能、生物质和潮汐。**可再生能源**指在自然界可以循环再生,不包括清洁能源定义中的分布式能源和核能。

我国一次能源消费结构中以煤炭为主,石油、天然气所占比例较小。根据英国石油(BP)公司的统计,2013年我国一次消费能源中煤炭占比高达67.5%,而全球统计平均为30.0%。

图表 12、我国与世界的一次能源消费结构差异



资料来源:BP 能源统计年鉴 2014、兴证香港

中电联数据显示,2013 年底中国发电装机容量首次超越美国位居世界第一,达 12.5 亿千瓦,但其中煤炭发电装机仍然占总装机量的 69.1%。

我国的能源供给中过度依赖煤炭,虽然这与我国“多煤少油缺气”自然资源禀赋有关,但煤炭资源总是有限的,而且大量使用煤炭带来的一系列环境污染问题日益严重。我们认为,大力发展可再生能源,以替代煤炭、石油等一次性能源使用是我国能源结构转型关键环节。

2.3 大气治理引致清洁能源刚性需求

近些年来随着工业化的发展和城镇化的加速，以及人们生活水平的提高，大量的人涌入城市，但由于我国能源结构的不合理和环保治理不重视，我国的大气、水资源等生态系统出现了各种各样的严重污染问题。

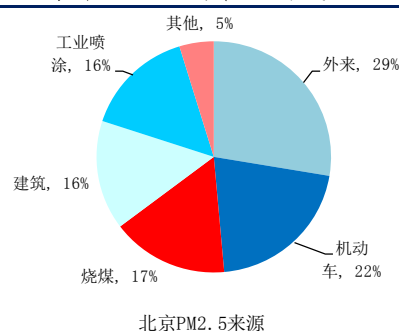
近几年，全国已经有很多城市都接连出现了雾霾天气。国家气候中心监测显示，1961—2013年，全国平均的年霾日数呈显著增加趋势。本世纪以来，全国霾日数增加明显，中东部地区霾日数有显著增多趋势。据环保部门最新统计，目前一些大城市的灰霾天数，已经达到全年的30%以上，有的甚至达到全年的一半左右。

图表 13、我国多个城市雾霾天气严重



资料来源：互联网，兴证香港

图表 14、北京市 PM2.5 的来源构成



资料来源：兴证香港

中国社科院发布的《气候变化绿皮书：应对气候变化报告（2013）》指出，社会化石能源消费增多造成的大气污染物排放逐年增加，是我国近年雾霾天气增多的最主要原因。燃煤电厂、机动车尾气排放等方面的氮氧化物正是可以在空气中转化成 PM2.5 的气体污染物之一。雾霾天气唤起了民众对空气污染进行系统性治理的强烈诉求，以治理 PM2.5 污染为目标的环保革命已刻不容缓。

与此同时，伴随着经济的增长，我国用电量不断攀升。根据中国国家统计局和中国电力企业联合会的数据，2002-2013 年我国用电量年复合增长率为 12.5%，预计“十二五”期间，我国用电量年复合增长率为 7-8%。根据中国电力工业发展的现状及中国经济发展的各阶段、中国人口增长趋势和城镇化各阶段相应的电力需求，预计到 2030 年左右，中国电力需求及用电负荷方达到高峰，因此中国电力至少还面临 15 年的刚性增长需求。

我们认为，大力发展清洁能源是应对国家能源需求及环境保护需要的长远解决方案。因为一方面是国家经济增长产生对电力的需求不断增加，另一方面是必须要面对资源短缺和环境治理的压力，欲协调二者的矛盾，就必须实行能源结构转型，大力发展清洁能源。

2.4 国家政策助力，清洁能源未来发展空间巨大

为尽快解决我国严重雾霾天气问题，加快发展清洁能源发电已成为我国能源电力发展的重大战略选择，国家亦出台了一系列环保法规和支持清洁能源发展的相关政策。

图表 15、近年我国发布的部分重要的纲领性政策文件

2005.2	《中华人民共和国可再生能源法》	为了促进可再生能源的开发利用，增加能源供应，改善能源结构，保障能源安全，保护环境，实现经济社会的可持续发展制定。
2007.9	《可再生能源中长期发展规划》	提出在 2020 年之前将可再生能源在一次能源总消耗量中的比重提高到 15%。
2012.8	《可再生能源“十二五”规划》	包括了水能、风能、太阳能、生物质能、地热能 and 海洋能等“十二五”期间发展目标、重点任务、产业布局等等。
2014.5	《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》	大力发展非化石能源，到 2015 年非化石能源占一次能源消费量的比重提高到 11.4%。
2014.11	《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》	优化能源结构：积极发展天然气、核电、可再生能源等清洁能源，降低煤炭消费比重，推动能源结构持续优化。

资料来源：政府网站、兴证香港

2.4.1 中国风电市场步入有序发展阶段

2006年1月1日实施的《可再生能源法》，明确了发展可再生能源的信心，制定了一系列的财税优惠政策和固定电价政策，随后制定的《可再生能源发展中长期规划》和《可再生能源“十二五”规划》等，明确了我国风电发展目标，带动了我国风电产业的飞速发展。

2007-2010年是我国风电装机量超高速提升时期，爆发式的集中化装机使得风电发展与电网建设滞后的矛盾愈发突出。中国千万千瓦大规模风场高度集中于三北（东北、西北、华北）核心风电区，而其本地电量消纳空间有限，同时离东南沿海等用电负荷中心较远，远距离输电线路建设的迟滞使得风电并网、消纳问题成为制约风电发展的瓶颈。风电行业在2011-2012年度遭遇严重的弃风限电问题，2012年我国平均风电限电率为17.12%，在吉林省和蒙东地区的风电弃风率均超过30%。“弃风限电”影响到开发商的投资收益，我国风电开发速度下降，全国新增装机量负增长，风电行业遭遇寒冬。2012年我国风电新增装机仅为12.96GW，远低于2011年的17.63GW的装机量。

2013年后风电行业步入有序发展阶段。2013年我国风电弃风率有所好转，平均弃风率降至10.74%，风电新增装机出现复苏迹象，新增装机回升到16.81GW。预计未来随着我国特高压输电线路的陆续建成，风电弃风限电现象有望逐步改善。

2013年下半年以来国家对风电行业支持力度渐增，能源局及电监会更多从风电消纳层面给予特别关注，目前风电消纳已得到一定改善。随着并网状况好转、补贴到位，2013年下半年我国风电行业开始复苏，今年有望呈持续复苏态势。

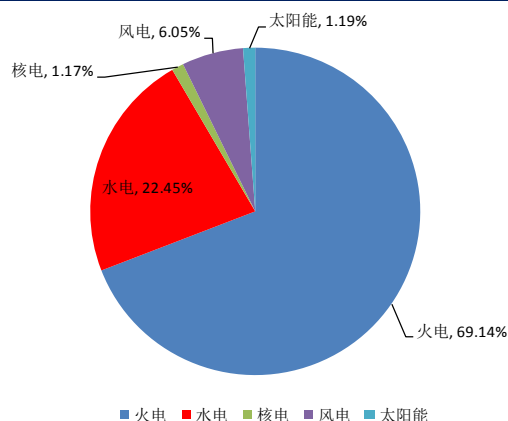
图表 16、近几年我国出台的主要风电产业政策

2005.2	全国人大常委会通过《中华人民共和国可再生能源法》	为了促进可再生能源的开发利用,增加能源供应,改善能源结构,保障能源安全,保护环境,实现经济社会的可持续发展制定。全额接纳可再生能源电力。可再生能源发展的里程碑式法律文件。
2009.7	国家发改委发布《关于完善风力发电上网电价政策的通知》	按风能资源状况和工程建设条件,将全国分为四类风能资源区,分别为0.51元、0.54元、0.58元和0.61元/千瓦时,中国自此结束了“招标、核准”的风电电价确定模式,进入了标杆电价时代。
2012.8	国家能源局发布《可再生能源发展“十二五”规划》	加快开发风电,到2015年累计并网风电装机达到1亿千瓦,年发电量超过1,900亿千瓦时,其中海上风电装机达到500万千瓦。
2013.2	国家能源局印发《关于做好2013年风电并网和消纳相关工作的通知》	加快推进张家口地区与京津唐电网和河北电网的输电通道建设,大力解决弃风限电问题;优化电网运行调度,确保风电优先上网。
2013.5	国务院《关于取消和下放一批行政审批项目等事项的决定》	企业投资风电项目(总装机容量5万千瓦及以上项目)核准权限由国家发改委下放到地方政府主管部门。
2013.8	国家发改委发布《关于调整可再生能源电价附加标准与环保电价的有关事项的通知》	将向除居民生活和农业生产以外的其他用电征收的可再生能源电价附加标准由每千瓦时0.8分钱提高至1.5分钱。
2014.1	能源局发布《关于印发2014年能源工作指导意见的通知》	大力发展清洁能源,促进能源绿色发展。2014年新核准风电装机1,800万千瓦,有序发展风电,力争2020年前实现与火电平价。优化风电开发布局,规范风电开发秩序。稳步发展海上风电。
2014.3	能源局发布《关于做好2014年风电并网消纳工作的通知》	保障重点地区风电消纳;加强风电基地配套送出通道建设;推动分散风能资源开发建设;大力推动分散风能资源的开发建设。
2014.5	发改委、能源局和环保局发布《能源行业加强大气污染防治工作方案》	进一步明确风电等可再生能源的发展目标。2015年风电装机容量达到1亿千瓦,2017年达到1.5亿千瓦。
2014.6	发改委《关于海上风电上网电价政策的通知》	2017年以前投运的潮间带风电项目上网电价0.75元每千瓦时,近海风电项目0.85元每千瓦时。
2015.1	《发改委公布陆上风电上网标杆电价调整通知》	第一类、二类、三类资源区风电标杆上网电价每千瓦时降低2分钱,第四类地区不变。

资料来源:国家部委网站、互联网、兴证香港

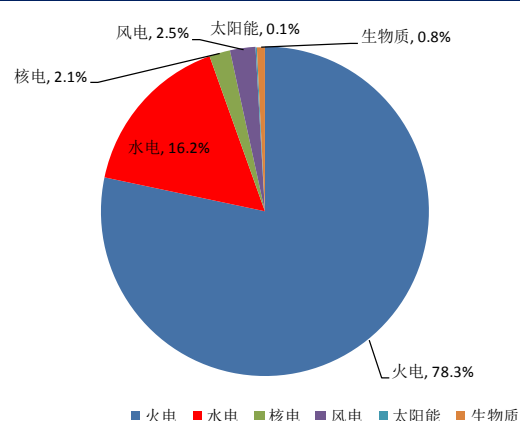
截至2013年年底,中国(不包括台湾地区)风电新增装机容量为16.09GW(并网容量为14.06GW),累计装机容量达91.41GW,新增装机和累计装机两项数据均居世界第一。2014年中国风电新增装机容量23.35GW,同比增长45.1%,累计装机容量114.76GW,同比新增25.5%,2014年风电新增出厂吊装容量创造了新的历史记录。

图表 17、截至 2013 年末我国发电装机量占比



资料来源:中电联、兴证香港

图表 18、2013 年各类型发电量占比



资料来源:统计局、兴证香港

由上图可见，风电已是我国继火电、水电之后的第三大发电电源。截至2013年末，我国风电装机量占比发电总装机量的6.05%。2013年全国风力发电量为1,349亿千瓦时，占全国总发电量的2.5%，但远小于欧盟平均8%的比例。

我国风电装机仍有较大提升空间。根据我国《风电发展“十二五”规划》，到2015年，投入运行的风电装机容量到达100GW，2017年达到150GW，到2020年总装机容量超过200GW。

陆上风电上网电价下调尘埃落定，降价幅度低于预期。当前我国风电上网电价实行不同区域的标杆电价。2015年1月，国家发改委正式公布了陆上风电上网电价调整结果，将第Ⅰ类、Ⅱ类、Ⅲ类资源区风电标杆上网电价每千瓦时降低2分钱，调整后的标杆上网电价分别为每千瓦时0.49元、0.52元和0.56元。同时，第Ⅳ类资源区风电标杆上网电价维持现行每千瓦时0.61元不变。上述规定适用于2015年1月1日以后核准的陆上风电项目，及2015年1月1日前核准但于2016年1月1日以后投运的陆上风电项目。

图表 19、全国最新风力发电的标杆电价



资料来源：兴证香港

公告标杆电价，为投资者明确了投资预期，可以促进风电的稳定发展。长期看，风电上网电价下调将促使风电运营企业优先选择回报率高的项目投产，企业投资项目将更加谨慎，有利于行业的稳健发展。

2.4.2 光伏发电：政策助推下的爆发式增长

2013 年，我国光伏新增发电装机容量为 11.3GW，累计装机容量达 14.79GW，呈爆发式增长态势。2014 年，我国规划新增 14GW 光伏发电，增长 24%左右，其中地面电站 6GW，分布式 8GW。到 2014 年底，我国光伏发电装机将有望超过 30GW，从装机容量上超过核电和生物质能发电，位居火电、水电和风电之后。

面对美国“双反”、欧洲反倾销下的欧美市场萎缩，同时促进产业转型升级，开发国内的光伏终端装机市场，中国政府不断加大对光伏产业的扶持力度，推动国内光伏装机市场的发展。

图表 20、近几年我国出台的重要光伏产业政策

2011.7	国家发改委发布《太阳能光伏发电上网电价政策的通知》	制定光伏发电标杆上网电价，2011 年 7 月 1 日以前核准建设、2011 年 12 月 31 日建成投产的太阳能光伏发电项目上网电价统一核定为每千瓦时 1.15 元；2011 年 7 月 1 日及以后核准的及 2011 年 12 月 31 日以后建成投产的太阳能光伏发电项目，除西藏外，上网电价均按每千瓦时 1 元执行。
2012.7	国务院印发《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	到 2015 年，太阳能发电装机容量达到 2100 万千瓦以上，光伏发电系统在用户侧实现平价上网。太阳能热利用安装面积达到 4 亿平方米。
2012.8	国家能源局发布《可再生能源发展“十二五”规划》	可再生能源发电在电力体系中将上升为重要电源，到 2015 年可再生能源发电量争取达到总发电量的 20%以上。
2012.9	国家能源局发布《太阳能发电发展“十二五”规划》	提出到 2015 年底，太阳能发电装机容量达到 2100 万千瓦以上，年发电量达到 250 亿千瓦时。
2013.8	国家发改委发布《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》	通知明确，对分布式光伏发电项目，实行按照发电量进行电价补贴的政策，电价补贴标准为每千瓦时 0.42 元。对光伏电站实行分区域的标杆上网电价政策，根据各地太阳能资源条件和建设成本，将全国分为三类资源区，分别执行每千瓦时 0.9 元、0.95 元、1 元的电价标准。
2013.9	财政部发布《关于光伏发电增值税政策的通知》	自 2013 年 10 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日，对纳税人销售自产的利用太阳能生产的电力产品，实行增值税即征即退 50%的政策。
2013.11	财政部发布《关于对分布式光伏发电自发自用电量免征政府性基金有关问题的通知》	自 11 月 19 日起对分布式光伏发电自发自用电量免收可再生能源电价附加。
2014.2	国家能源局关于下达 2014 年 14GW 光伏新增建设规模通知	2014 年我国计划新增光伏装机 14GW，其中分布式光伏装机 8GW，地面电站装机 6GW。

资料来源：政府网站、兴证香港

2014 年，中国新增并网光伏发电项目 10.52GW，并未完成当年国家能源局制定的 14GW 目标。1 月 26 日，国家能源局下发了《关于征求 2015 年光伏发电建设实施方案意见的函》，计划 2015 年新增光伏并网 15GW，其中集中式 8GW，分布式 7GW（其中屋顶分布式不低于 3.15GW）。特别提出北京、天津、上海、重庆及西藏地区在不发生弃光的前提下，不设发展规模上限。

据 Solarbuzz 预测，2014 年全球太阳能光伏需求将从 2013 年的 36GW 上升至 49GW，并预计太阳能光伏产业在未来五年将快速发展，2018 年全球太阳能年度装机可能高达 100GW。

2.4.3 水电依旧是最重要的清洁能源发电

加快发展清洁能源发电已是我国的电力发展方向，水电、风电、光伏发电均获国家政策支持，但光伏基数较小，风电的稳定性差以及利用小时数较小，发电电量还无法与水电发电量的体量想比，因此未来几年水电仍是我国最重要的清洁能源发电形式，应继续积极开发水电。

2013年，我国水电新增装机容量为30GW，累计装机容量达280GW。2013~2015年我国大流域水电开发步入投产高峰期。在建的几大水电基地，如雅砻江水电、金沙江水电（溪洛渡、向家坝）、澜沧江水电等开始陆续投产。预计2013年30GW的投产高峰后，2014年新增水电容量将有所回落，预计将投产20GW左右。预计2014年我国水电总装机将突破300GW，提前1年多实现“十二五”规划目标。

图表 21、近几年我国出台的水电产业优惠政策

2009	财税[2009]9号 财政部 国家税务总局关于部分货物适用增值税低税率和简易办法征收增值税政策的通知[条款修改]	国家规定装机容量为50MW以下（含50MW）的小型水力发电单位可以选择按简易办法缴纳6%增值税。2014年7月1日起，调整为3%的增值税率征收。
2014	财政部《关于大型水电企业增值税政策的通知》	明确装机容量超过1GW的水力发电站，2013年1月1日至2015年12月31日，其增值税实际税负超过8%的部分即征即退；自2016年1月1日至2017年12月31日，对其增值税实际税负超过12%的部分实行即征即退政策。

资料来源：政府网站、兴证香港

2.4.4 核电审批重启在即

截至2014年6月底，我国在运行核电机组总计20台，装机容量18.13GW，在建机组28台，装机容量30.76GW。

2014年11月22日、12月15日，福清核电1号机组和方家山核电1号机组先后投入商运后，我国投入商业运行的核电机组共22台，总装机容量达到20.30GW。其中核电福新持有福建福清核电有限公司39%参股股权，福清一号机组已经投产。

图表 22、中国运营中的核电机组

公司名称	在运机组	注释	装机容量(MW)
中广核集团	11	包含持股45%红沿河2台机组	11,624
中核集团	11		8,684
中国电力投资集团公司	2	包含持股45%红沿河2台机组	2,238

资料来源：公司资料、兴证香港

中国本来积极鼓励核电企业开发新项目，并计划增加中国核能发电容量。然而在2011年3月份日本福岛事件后，中国核电行业进入了三年低谷期，政府停止了对新增核电项目的审批。直至2012年10月国务院常务会议再次讨论并通过了《核电安全规划(2011-2020年)》和修订了《核电中长期发展规划(2011-2020年)》，我

国才逐步恢复核电建设项目的审批工作。

2014年3月24日，发改委、能源局及环保部发布《能源行业加强大气污染防治工作方案》。根据该工作方案，2015年中国在运核电装机容量、在建容量分别达到40GW、18GW；2017年中国在运核电装机容量、在建容量力争达50GW、30GW。目前看2015年完成规划装机量已不可能，又因为核电机组建设周期较长，因此核电项目审批重启刻不容缓。

图表 23、我国出台的核电产业优惠政策

2013	国家发改委《关于完善核电上网电价机制问题的通知》	中国核电标杆上网电价为每千瓦时人民币 0.43 元，适用于 2013 年 1 月 1 日之后开始运营的核电机组。
2008	税收优惠政策	核电机组正式开始运营次月起 15 个年度内实行增值税先征后退政策，返还比例分三个阶段逐级递减。2008 年 1 月 1 日或之后核准的核电项目，自销售电力获得营业收入年度起计 3 年获豁免缴纳企业所得税，且其后 3 年可享获减半征收企业所得税。

资料来源：政府网站、兴证香港

2.5 可再生能源配额制考核办法出台在即

可再生能源配额制是指国家以法律的形式规定在总电力供应量中必须有规定比例的电力来自可再生能源，保证再生能源发电的市场份额占比。同时配额制也允许与配额比例相当的可再生能源电量可在各地区(各电网)间交易，以解决地区间可再生能源资源的差异。

图表 24、我国可再生能源配额制政策发展历程

2009 年	《可再生能源法》修订，明确了可再生能源“全额保障性收购”，推行强制上网，同时《可再生能源电力配额管理办法》开始起草
2012 年 2 月	《可再生能源电力配额管理办法》(讨论稿)完成，下发各省，广泛征求各界意见。主要内容：到 2015 年，总装机容量超过 500 万千瓦的发电企业，电网企业和地方能源主管部门均有强制承担除去水能的可再生能源（主要指太阳能、风能、生物质能、地热能 and 海洋能）发电配额指标的相关义务。
2014 年 8 月	嘉兴会议上能源局局长吴新雄演讲中两次提及“配额制”，表示政策下发只是时间问题
2014 年 9 月	由国家能源局所起草的《可再生能源电力配额考核办法（试行）》，8 月份已经国家发改委主任办公会讨论并原则通过，并已于 9 月 3 日下发征询意见。

资料来源：政府网站、互联网、兴证香港

可再生能源配额制方案出台后，国家将为各省（自治区、直辖市）及电网企业制定可再生能源电力配额指标，通过强制性政策促进可再生能源产业发展，这对于风电、太阳能等产业而言是绝佳的利好。

我们认为，如果可再生能源配额制颁布实施，因为风电、光伏相对技术最为成熟，故风电和光伏行业将迎来重大发展机遇。风电因单机功率大、没有屋顶或征地问题，将成为发展首选，东部临海发达地区的海上风电反也将迎来发展机遇；其次，屋顶分布式光伏，特别是东部发达地区工业区屋顶光伏和多功能应用的分布式光伏(如大棚屋顶)将在地方政府的推动下，有望快速发展。

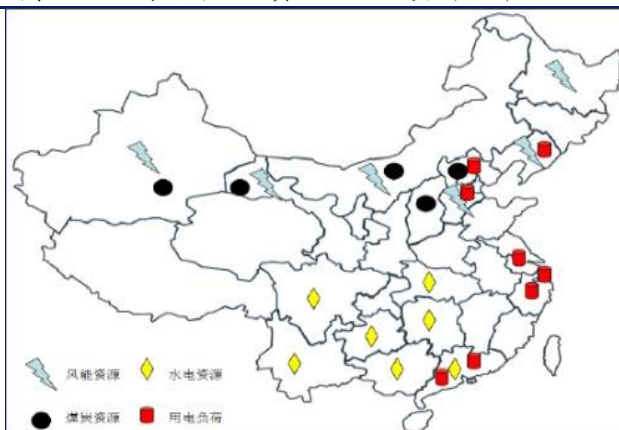
2.6 治霾输电通道—特高压建设提速

近几年，我国华北、华东、华中地区出现日益严重的雾霾天气，本质上是能源资源禀赋“先天不足”与能源发展方式“错配”所致。我国能源资源与产业布局逆向分布，决定了我国要实施能源大范围优化配置。我们认为治理雾霾的解决方法是改变能源发展方式、调整能源结构；重点是降低煤炭消费比重，大力发展清洁能源，加快发展特高压电网，将我国西部丰富的资源充分利用，通过输电通道送至东部地区，最终实现我国能源从以化石能源为主、清洁能源为辅，向以清洁能源为主、化石能源为辅的战略转型。

国务院总理李克强在 2014 年 2 月份会议提到进一步加强雾霾等大气污染治理，加快调整能源结构。实施跨区送电项目，合理控制煤炭消费总量，推广使用洁净煤。跨区送电包括利用特高压、超高压等送电方式。国家能源局 5 月下发《关于加快推进大气污染防治行动计划 12 条重点输电通道建设的通知》，明确表示，为解决京津冀、长三角、珠三角等地区用电问题，将推动重点地区 12 条能源输电通道建设。其中包括 9 条特高压项目(含国家电网公司 4 条特高压交流工程和 4 条特高压直流工程，以及南方电网公司 1 条特高压直流工程)。

我国的电力资源分布相对集中在西北(煤电、风电)和西南地区(水电)，而用电负荷相对集中于东南沿海地区。我国用电负荷大的地区与西北、西南清洁能源集中地区距离较长的特点，使得我国应重点发展长距离、大容量、低损耗的高压输电网络。

图表 25、我国的电力资源与用电负荷分布



资源来源：互联网、兴证香港

图表 26、我国未来的电力流向



资源来源：兴证香港

去年 7 月召开的国家电网公司年中工作会议明确“4 交 4 直”共 8 条特高压工程开工建设时间表，从现在到明年上半年全部开工，2017 年全部建成投运。特高压线路的完工将大为缓解远距离输电线路问题，风电并网消纳有望得到彻底解决。

我们认为，特高压是我国清洁能源发展的关键载体。因为我国的水能资源多位于我国西南地区，风能资源位于我国北部，优质的太阳能资源位于西部地区，而这些地区大多用电负荷需求较低，需要集中打捆规模外送至东部用电中心。特高压输电具有容量大、距离远、能耗低、占地省、经济性好等优势，建设特高压电网能够实现各种清洁能源的大规模、远距离输送，促进清洁能源的高效、安全利用。

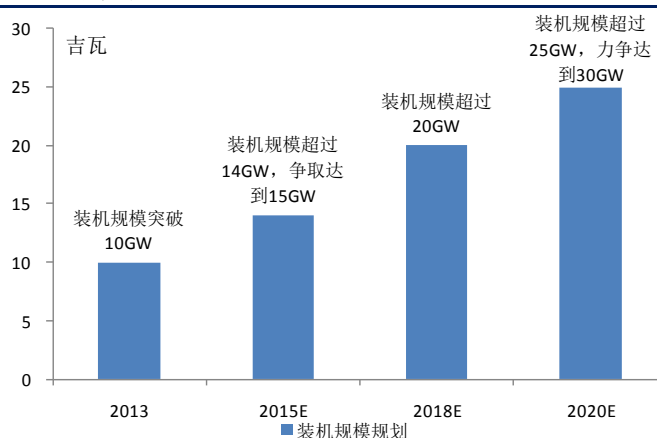
2.7 能源结构调整带来带来历史发展良机

当前中国正面临工业化、城镇化快速发展的历史机遇，经济持续增长带来能源刚性需求增长，而另一方面，因为我国的能源结构自有特征，过往经济发展带来严重的环保问题，雾霾等大气环保治理的压力引致清洁能源的必然需求，华电福新坚持将清洁能源作为自己的发展方向，因此必将受益于这一历史转变过程。

华电福新致力于成为一流的多元化清洁能源供应商。受益于国家对多个清洁能源发电领域的政策支持，未来几年华电福新的清洁能源及可再生能源装机将快速提升。同时，华电福新公司还是中国华电集团公司多元化清洁能源发展的唯一最终整合平台，华电集团为公司的持续发展提供了强力的多方支持。

华电福新 2014-2017 年有望保持每年超过 2GW 的控股发电装机量增长，其中风电装机增长保持每年至少 1.5GW；参股 39%的核电每年投产一台核电机组；光伏地面电站每年新投产 200-300MW；水电控股装机量新增 200MW；燃气分布式项目也陆续有项目投产。公司长远发展规划：到 2015 年年底实现装机容量超过 14GW，力争达到 15GW；到 2018 年装机规模超过 20GW；到 2020 年装机规模超过 25GW，力争达到 30GW，效益水平位居同类企业前列，全面实现国际一流清洁能源上市公司的愿景目标。

图表 27、华电福新未来发电装机规划



资料来源：公司资料、兴证香港

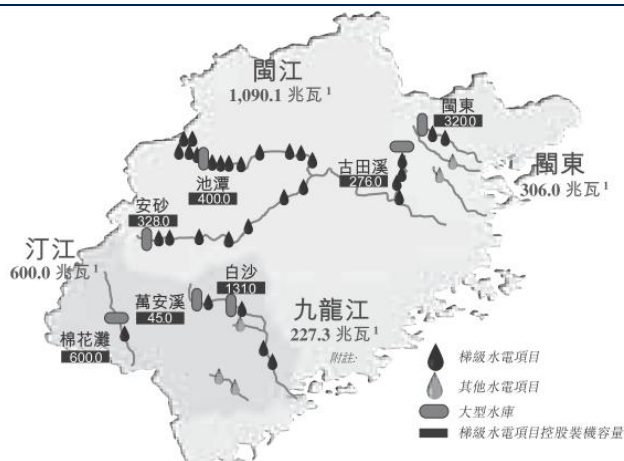
3、多元化清洁能源供应商

3.1 华东地区水电龙头公司

从1956年公司的首个水电项目(古田溪一级)投产起,公司在华东地区水电运营有逾50年历史。按控股水电装机容量计,公司是华东地区(包括福建省)最大的水电公司,分别占福建省及华东地区的水电总装机容量的约20%和10%。

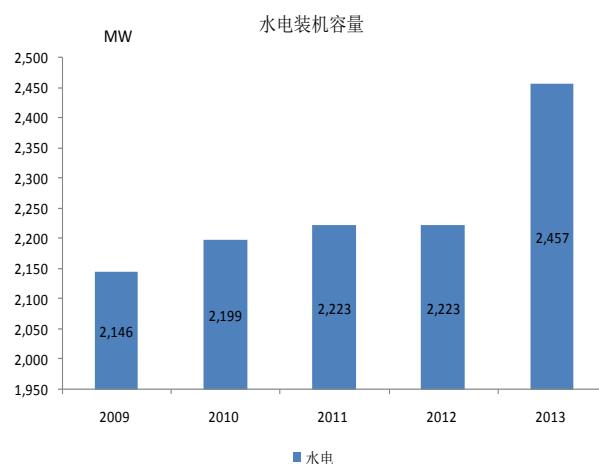
2013年公司有2个水电改扩建项目投产,新增水电控股装机容量90MW,新收购水电项目控股装机容量143.6MW。截至2013年12月31日,公司拥有七个龙头水库,36个运营水电项目,控股装机容量为2,457MW,所有项目均位于福建省,公司水电控股装机量相当于总控股装机容量的23.57%。

图表 28、公司水电站的分布



圖片截至: 2011 年 12 月 31 日

图表 29、公司水电控股装机容量



资源来源: 公司资料、兴证香港

资源来源: 招股说明书、兴证香港

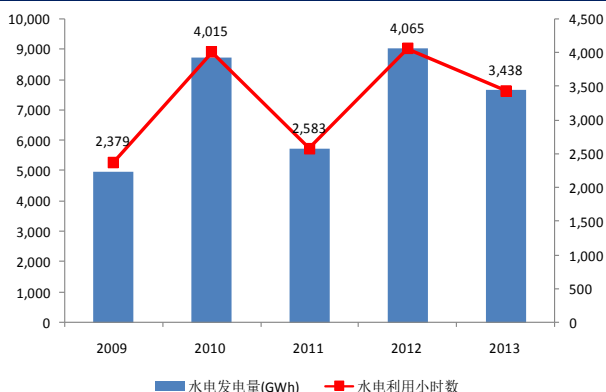
自建和收购并行, 提升水电装机容量。公司通过自建和收购两种方式扩充, 提升水电装机容量。公司2013年新建水电项目容量110MW, 预计2015年下半年建成投产。因为自建一个水电项目的平均开发期约为3年, 周期较长, 因此公司亦积极寻找水电业务并购机会, 进一步增加控股装机容量。因福建省内的中小民营水电数量众多, 并购的首选乃为省内的中小企业, 亦有助于发挥公司的管理协同效益。

降雨多寡影响水电利用小时数。公司的水电项目集中于福建省山区, 福建省境内水资源丰富及多样化, 包括多条主要河流、平均降雨量充裕, 尤其在每年4月至10月之间的雨季更明显, 但不同的年份降雨量变化也较大, 体现在每年水电利用小时数具有明显的波动性。如图表30所示, 降雨较少的年份, 水电利用小时数在2,300-2,500小时, 而降雨充沛的年份, 水电利用小时数可达4,000小时。

龙头水库具备良好的水流调节能力。公司拥有七个龙头水库, 水库的储水量足以

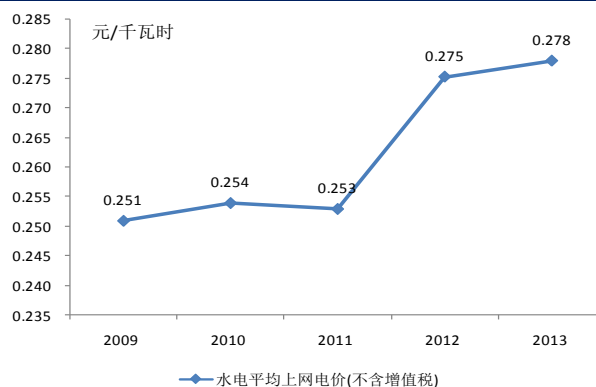
应付一个旱季、一年甚至更长时间不等的期限。公司的36个水电项目中的31个梯级水电项目选址于龙头水库的同一流域。因此公司可充分利用龙头水库调蓄作用，深入挖掘流域综合调度潜力，最大限度提高水能利用率。

图表 30、水电利用小时数和水电发电量



资源来源：公司资料、兴证香港

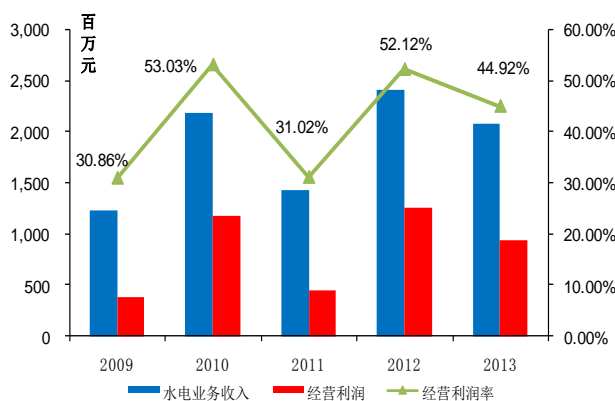
图表 31、公司水电平均上网电价



资源来源：公司资料、兴证香港

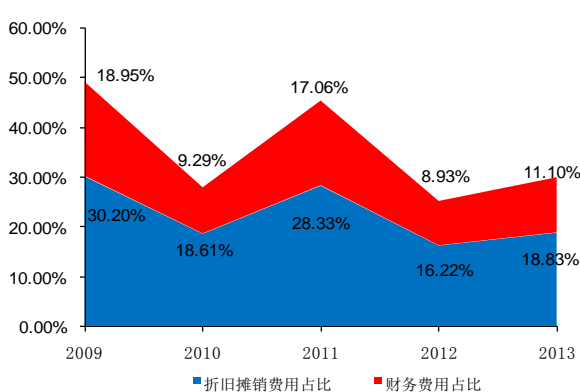
水电上网电价的存在上调潜力。尽管福建省的水电平均上网电价以往曾数次上调，但仍分别低于毗邻的浙江省和广东省的35.4%和36.7%，于2011年较华东地区（不包括福建省）的水电平均上网电价低22.5%。因此未来水电上网电价进一步上调的潜力甚高。

图表 32、水电业务的经营数据



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 33、水电业务的费用支出



资源来源：公司资料、兴证香港

水电业务一直是公司收入和净利的主要来源之一，2012、2013年营业收入占比分别为21.8%和15.8%；经营利润占公司总经营利润比分别为36.1%和20.5%。

水电利用小时数是水电业务的关键变量。因水电利用小时的波动水电业务收入和经营利润数据均具有相应的波动性，经营利润率可以从枯水年的30%左右波动到丰水年的50%以上。与此对应的是，水电业务的折旧费用占比和财务费用占比也具有明显的波动性。

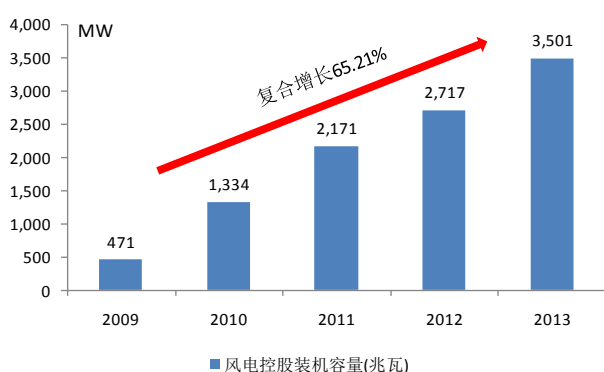
3.2 高速发展的风电业务

公司快速发展风电业务，已经构建完成新疆、甘肃等八大风电产业基地，风电控股装机容量从2012年6月上市之初的2,171MW增长到3,500.8MW，风电运营项目达到62个，公司每年计划投产风电装机容量高达1,500MW，公司的风电储备资源丰富，近期储备项目达4,000MW，中期及远期储备项目达30,000MW。

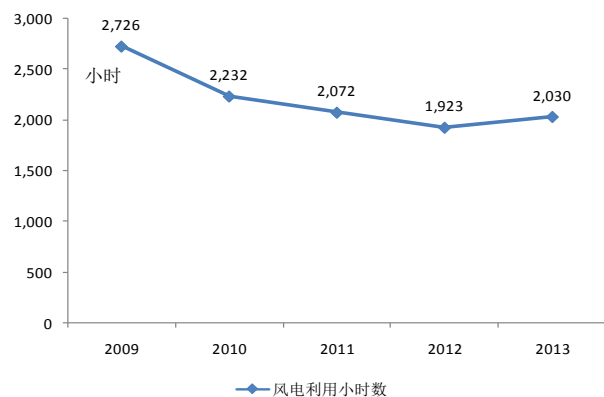
自建为主，快速提升风电装机容量。公司过往以自建风电运营厂为主，未来仍将自建风电作为重点发展。风电厂的建设一般有2-3年，并视乎不同地区及项目规模不同而异。此外，公司还有2个经营中风电特许权建设项目。

全国性的风电布局，风电利用小时数趋于稳定。公司的风电场遍布全国，随着装机规模的提升，平均利用小时数趋于稳定。2014年我国陆地风资源较差，预计公司平均利用小时可能下降8-10%左右。

图表 34、风电控股装机容量快速提升



图表 35、风电利用小时数



资料来源：公司资料、兴证香港

资料来源：公司资料、兴证香港

与中国风电 (182. HK) 合作，快速推进风电装机量提升：

华电福新于2013年12月19日公告将与中国风电 (0182. HK) 展开一系列合作：

1、入股中国风电 (0182. HK)。

根据协议，公司认购中国风电8.8亿股新股，相当于认购前已发行股份的10.92%，认购后的9.84%；认购价0.43港元。

2、风电业务进行合作。

根据协议，公司拟收购中国风电总装机容量约3,500MW风电资源项目，同时中国风电有优先权向华电福新提供风电项目的工程采购、施工和维护服务。

3、光伏发电业务合作。

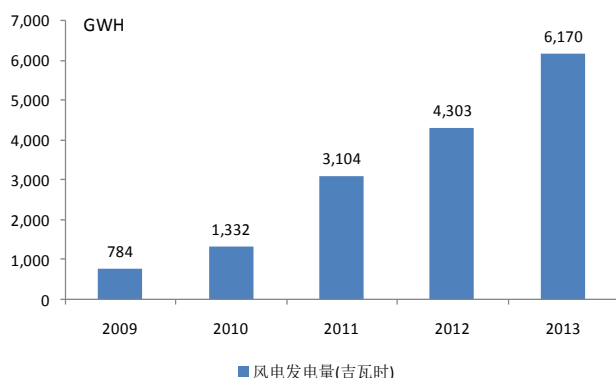
中国风电优先获得本公司光伏项目的工程工程采购、施工和维护服务，华电福新负责安排发展项目融资。

2014年华电福新与中国风电合作的第一批总计800MW项目在2014年6月开工建设，预计多数项目将于2015年上半年建成投产。

风电发电量稳步提升。伴随着风电装机量的提升，公司的风电发电量和售电量同

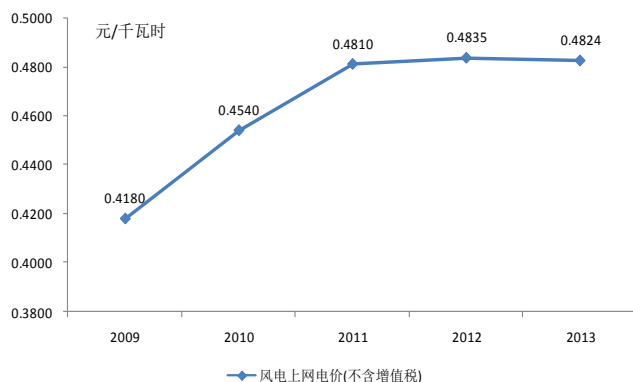
步快速提升。

图表 36、风电发电量



资料来源：公司资料、兴证香港

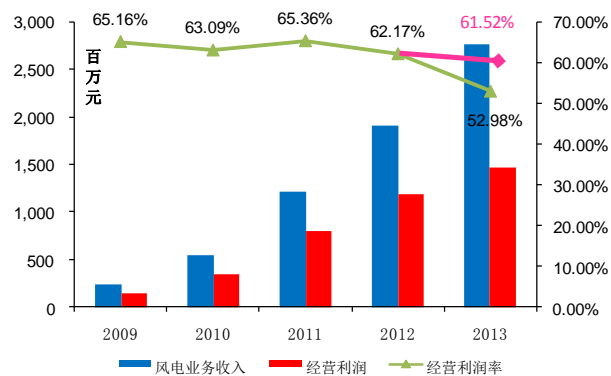
图表 37、风电平均上网电价



资料来源：公司资料、兴证香港

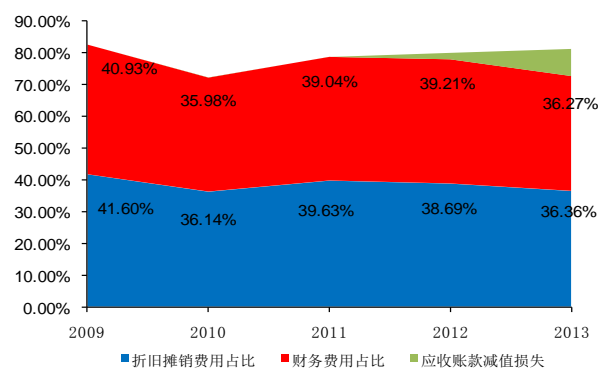
公司的风电业务收入和经营利润同步快速提升。风电运营的最大的成本是折旧成本，约占收入占比的36%-40%，因为经营利润率稳定在60%以上，2013年因为CDM应收账款一次性拨备损失2.36亿元，拖累经营利润率下降至52.98%，扣除此项因素，经营利润率约为61.52%。风电板块也是财务高杠杆的板块，资产负债率比较高，财务费用占比较高，一般在40%上下。

图表 38、风电业务的经营利润率



资料来源：公司资料、兴证香港

图表 39、风电业务的费用支出



资料来源：公司资料、兴证香港

风电业务一直是公司发展最快的板块，也是公司重要的收入来源板块。2012、2013年风电营业收入占比分别为17.2%和21.0%；经营利润（息税前净利）占比分别为33.9%和32.2%。

陆上风电上网电价下调事宜落定，为投资者明确了投资预期，促进了风电的持续发展。因2015年底之前投产的陆地风电上网电价不变，因此公司2015年更有动力加速投产已核准风电项目，我们预计2015年风电装机将超过1.5GW，风电依然是华电福新的重点发展板块业务，未来依旧保持高速发展。

3.3 福建省最大的高效煤电发电公司

截至日前，公司共控股运营着4个煤电厂：永安发电（2*300MW）、漳平火电（2*300MW，备用调峰电厂）、邵武发电（2*125MW）和可门电厂（4*6,000MW），公司煤电总装机容量为3,850MW。

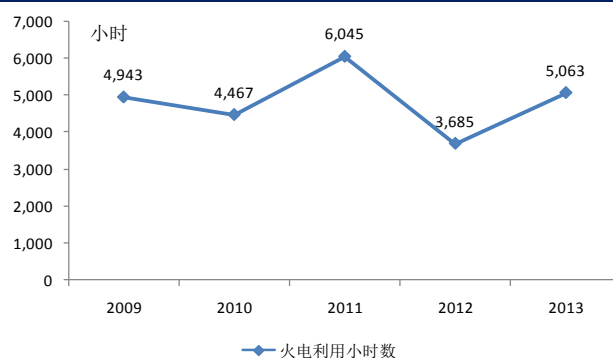
港电一体化标杆企业—可门发电公司。福建华发可门发电有限公司于2003年9月成立，公司拥有4台600MW超临界燃煤发电机组（其中二期两台600MW项目于2013年并购入上市公司），一座7万吨级煤码头和一座1万吨级重件码头，总装机容量2,400MW，是福建省重要的电源支撑点，华东电网的主力电厂之一，其港电一体化的经营已打造成为全行业高效、清洁环保和管理的标杆性企业。

图表 40、煤电控股装机容量变化



资源来源：公司资料、兴证香港

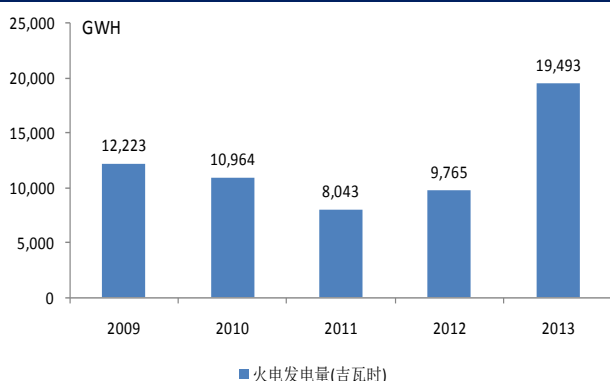
图表 41、煤电利用小时数



资源来源：公司资料、兴证香港

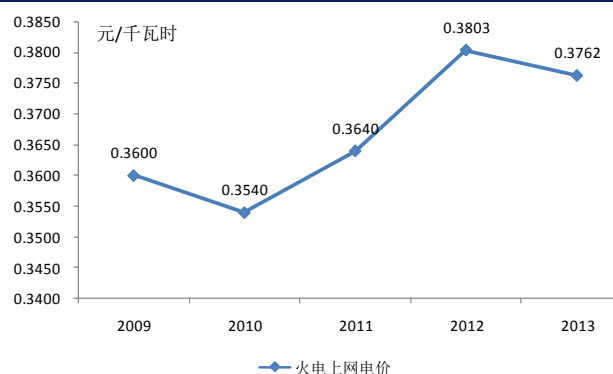
水火互济。因为公司的水电和火电业务均地处福建，因此具有水火相济的特性。从利用小时数上看，火电业务的利用小时数与水电利用小时数上具有互补效应。

图表 42、煤电发电量



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 43、煤电加权平均上网电价(不含增值税)

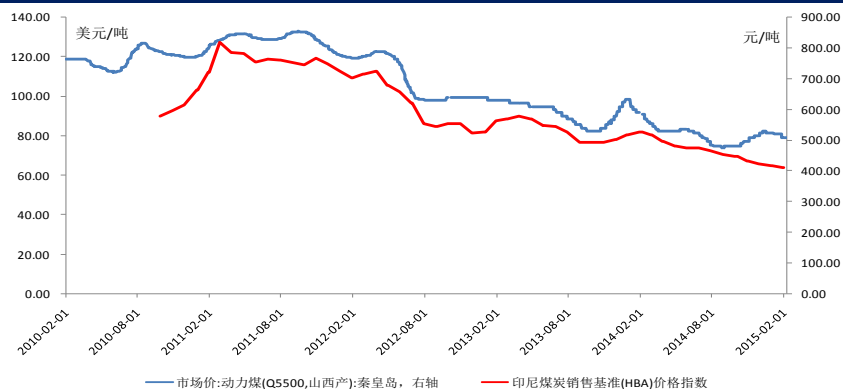


资源来源：公司资料、兴证香港

一般来讲，我国煤电厂的上网电价由国家发改委根据电厂营运期及可比较电厂的平均成本而规定，煤电厂的利用小时参考接入同省相同电网的同类发电机组的全年平均利用小时数。

煤电业务的经营利润率受发电利用小时、煤炭价格以及上网电价影响比较大。过往几年煤炭价格的下行有助于公司火电业务经营利润率的不断改善。

图表 44、国内和印尼煤炭价格走势

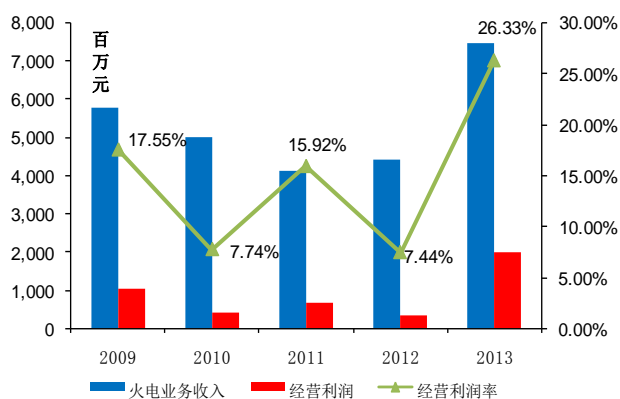


资料来源: Wind、兴证香港

2013年初,《能源发展“十二五”规划》提出,“十二五”时期全国新增煤电机组3亿千瓦,继续推进“上大压小”策略,加强节能、节水、脱硫、脱硝等技术的推广应用,到“十二五”末,淘汰落后煤电机组20GW,火电每千瓦时供电标准煤耗下降到323克。

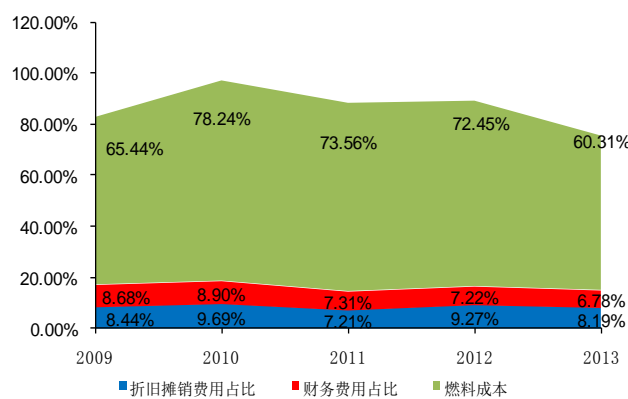
受益于煤炭价格持续走低,发电成本大幅降低,火电企业经营状况有望持续改善,不过受总体装机基数效应影响,火电盈利增速或将回落。此外,从上网电价方面来看,如果煤炭价格持续低迷,国家发改委亦可能继去年9月份下调上网电价后再次下调火电上网电价。

图表 45、煤电业务的经营利润率



资料来源: 公司资料、兴证香港

图表 46、煤电业务的费用支出



资料来源: 公司资料、兴证香港

因为公司水电和煤电业务均集中在福建省,当地方水文不佳时候,火电厂可以增加发电。另外,公司的火电业务亦为公司风电及其他清洁能源业务的初期发展提供了大量的现金流量支持。

3.4 其他清洁能源多点发展

华电福新在水电、风电、火电三大主力业务板块的基础上，积极拓展的其他清洁能源业务包括燃气分布式能源、光伏发电、生物质能发电以及核电。多元化的清洁能源发电收入来源，为公司业绩持续增长奠定了坚实的基础。

3.4.1 天然气分布式能源发展的政策支持

分布式能源是一种建在用户端的能源供应方式，可独立运行，也可并网运行，是相对于集中供能的分散式供能方式。从一次能源的来源来看，分布式能源既可以利用天然气（含煤层气、沼气）等清洁的化石能源，也可以利用太阳能、生物质能、风能、氢能、小型水电等可再生能源。

天然气分布式能源是指利用天然气为燃料，通过冷热电三联供等方式实现能源的梯级利用，综合能源利用效率在80%以上，并在负荷中心就近实现能源供应的现代能源供应方式，是天然气高效利用的重要方式。与传统集中式供能方式相比，天然气分布式能源具有能效高、清洁环保、安全性好、削峰填谷、经济效益好等优点。

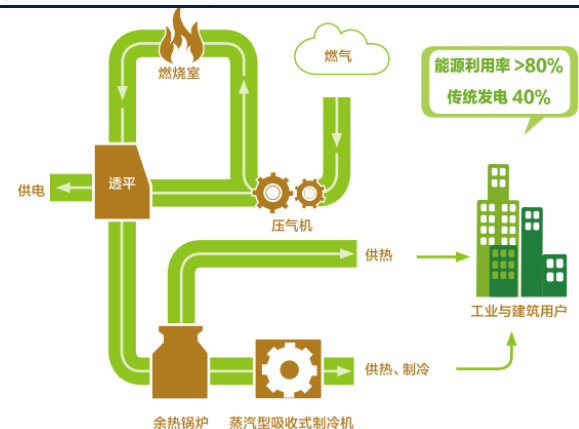
随着经济可持续发展及能源环境的迫切需要，分布式能源逐渐成为一个重要能源领域。分布式能源包括太阳能利用、风能利用、燃料电池和天然气冷热电三联供等多种形式，其中天然气冷热电三联供因其具有传统能源的高效利用、促进节能减排的优点，已经在国际上得到了广泛的应用，在我国处于起步推广阶段。

图表 47、分布式能源转换图



资料来源：公司资料、兴证香港

图表 48、天然气分布式能源项目典型流程图



资料来源：公司资料、兴证香港

截止2011年底，我国天然气分布式能源装机容量5GW，占发电总装机的不到1%。发改委在2011年发布《关于发展天然气分布式能源的指导意见》，提出“十二五”初期启动一批天然气分布式能源示范项目，“十二五”期间建设1,000个左右天然气分布式能源项目，并拟建设10个左右各典型特征的分布式能源示范区域。到

2020年，在全国规模以上城市推广使用分布式能源系统，装机规模达到50GW。

天然气分布式能源发展面临最大的问题是气源供应和上网电价的问题。发改委于2014年12月发布《关于规范天然气发电上网电价管理有关问题的通知》，鼓励天然气分布式能源与电力用户直接签订交易合同，自主协商确定电量和价格。对新投产天然气分布式发电机组在企业自发自用或直接交易有余，并由电网企业收购的电量，其上网电价原则上参照当地新投产天然气热电联产发电上网电价执行。

3.4.2 华电福新-分布式能源的先行者

公司高效推进分布式能源项目。公司持有目前中国已投产最大的天然气分布式能源项目—广州大学城天然气分布式能源站，公司持股55%。

国内最大的天然气分布式能源项目—广州大学城项目。广州大学城华电新能源有限公司于2008年2月成立，其投资建设的广州大学城分布式能源站是全国首个最大的分布式能源站和中国分布式能源的标志项目，占地11万平方米，规划总装机容量为4*78MW，2009年10月投产一期2*78MW，为广州大学城一期18平方公里区域内10所大学提供冷、热、电三联供。此项目热用户固定，且属于民生项目，政府积极支持，上网电价达0.782元/千瓦时。另外其气源来自深圳大鹏湾LNG接收站，实行燃气长协锁定价格2.21元/立方米，因此效益较好，该项目利润额每年可达4,000多万元。

泰州医药城分布式能源项目。泰州医药城楼宇型天然气分布式能源示范项目是国家首批天然气分布式能源示范项目之一，项目装机容量4MW，总投资约3,438万元，2014年上半年建成投产，可提供4MW/h的电和13T/h的蒸汽以及3,489KW的供冷能力，电能消纳方式为全部上网，年上网电量可达2,500万千瓦时，分布式能源年综合利用效率达81%，年消耗天然气约1,300万方。

分布式项目储备充足。凭借公司在中国开发及管理分布式能源项目的经验，华电福新积极拓展天然气分布式项目。公司正在建设的广西南宁华南城(120MW)、上海迪士尼分布式项目(20MW)上海闵行莘庄工业园项目(120MW)预计今年下半年投产。另外还有江西九江分布式能源项目、武汉创意天地分布式能源项目正在建设中。公司近期储备项目容量783MW，中远期储备容量达7,535.5MW，公司已策略性的选择在国家“西气东输”网路上部署分布式能源项目，公司分布式能源滚动开发局面正在形成。

3.4.3 参股的核电即将贡献业绩

福清核电站位于福建中部福清市，共规划6台百万千瓦级二代改进型压水堆核电机组，实行一次规划，连续建设，总投资近千亿元。福清核电站是目前我国百万千瓦级核电机组自主化、国产化程度最高的核电站之一。华电福新持有福建福清核电有限公司39%股权。2012年至2014年每年向福清核电公司注入约人民币8亿元财务投资。

福清核电厂一、二期项目4台机组已分别于2008年10月22日、2009年6月17日、2010年12月31日和2012年11月17日浇筑反应堆厂房第一罐混凝土。其中1号机组已经2014年8月22日并网，11月22日商业运行，按照年7,000利用小时计算，全年预计可达5-7亿的净利润，按照公司参股39%股权比例，至少可带来2亿元的投资收益。福清核电2号机组(2015.3)，3号机组(2016.2)，4号机组(2017.3)计划未来几年陆续投产，到2020年底全部六台机组建成投产后年发电量可达到450亿千瓦时，年总产值达170亿元，增加近3万人就业。

3.4.4 太阳能发电装机容量快速提升

公司当前的太阳能发电项目主要为地面光伏电站，同时积极探索光农互补、屋顶分布式光伏等类型项目。截至2013年年底，华电福新运营的太阳能控股装机容量为435.235MW，历年累计储备已获核准太阳能项目控股装机容量209MW，已经取得路条项目控股装机容量共计309.9MW。预计公司每年完成200-300MW光伏地面电站装机量。

光伏项目通过自建与收购并行。2014年3月，公司收购天合光能甘肃武威的50兆瓦太阳能电站。2014年6月，华电福新厦门能源公司与厦工股份等四家企业签订了工业屋顶太阳能分布式光伏发电项目合作协议，公司的分布式光伏迈出新步伐。2014年9月，华电福新江西分公司在湖口投资开发建设200兆瓦太阳能光伏发电项目正式签约。

3.4.5 生物质发电积累项目运营经验

华电福新运营的生物质发电装机容量25.3MW，其中秸秆发电24MW，沼气发电项目1.32MW。生物质发电装机量占比较小，当地政府较为支持，同时为公司未来拓展其他能源发电提供了充足的项目经验。

黑龙江佳木斯桦川县协联生物质能热电厂装机容量为2×12MW秸秆发电，公司的新能源和秸秆综合利用起到了引领和推动作用，不仅可有效解决秸秆焚烧造成环境污染和引发火灾事故的问题，同时可增加农民收入。该项目利用小时数高，发

电上网不限电，每年可盈利几十万元。

湖北黄冈龙感湖生物质沼气发电项目装机规模为1.32MW，安装2台625kW沼气发电机和1台68kW螺杆膨胀动力发电机，2009年投资建设，投资额约5,400万元，2012年5月正式投产。项目设计以10万头生猪规模的养殖场产生的排泄物为原料，年产沼气量为34.7万立方，生物肥4万吨，年上网发电1,000万KWH，彻底解决了养殖场猪排泄物气味影响大气环境的问题。

3.5 多元化发电组合创造协同效益

多元化的发电组合—“水火互济，风核并举”，创造协同效益。公司开发、经营及管理水电、风电、煤电及分布式能源、核电、太阳能、生物质能等清洁能源项目，多元化的发电资产组合受惠于政府的优惠政策，并且在不同发电项目之间创造协同效益、分散项目风险和实现利润最大化。

- 1、公司的水电及煤电板块可以提供大量现金收入，用于支持开发风电和其他清洁能源项目。
- 2、相对煤电业务，风电及水电业务不受燃料成本等大额原材料成本变动影响。
- 3、公司的多数水电项目均于2005年前建设及融资，偿债责任及折旧开支较低，而经营水电项目涉及的维护成本低。
- 4、“水火互济”。公司煤电、水电项目均位于福建省，当地方水文状况欠佳时，公司提高火力发电量以尽量增加收入。

图表 49、公司发电资产分布图 (2014. 6. 30)



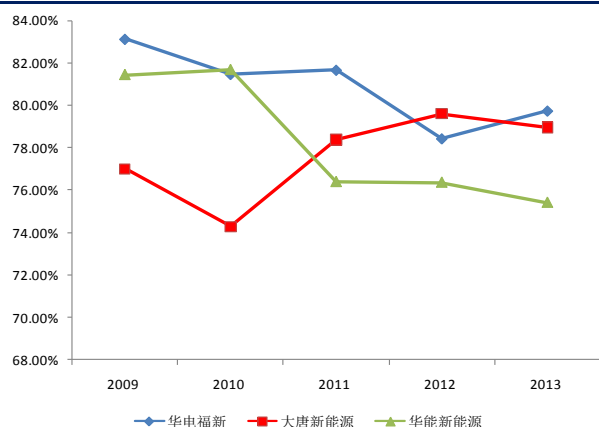
资源来源：公司资料、兴证香港

4、财务状况稳健

4.1 审慎的负债率水平

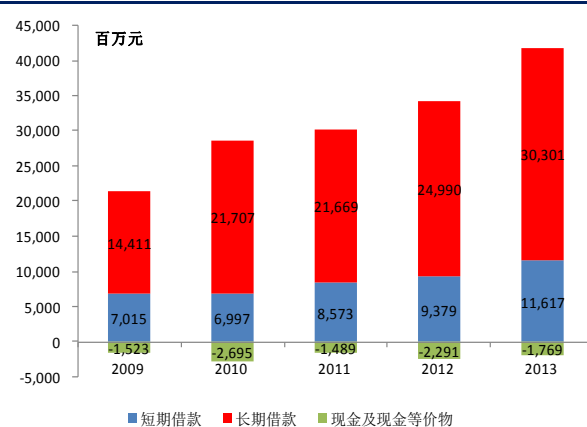
发电运营企业是典型的重资产企业，普遍具有较高的资产负债率水平。比较公司与大唐新能源、华能新能源等央企发电企业，均具有较高的资产负债率水平。从债务结构上看，公司的长期负债比率较高，能有效支撑企业的运营。

图表 50、资产负债率



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 51、华电福新的净债务结构

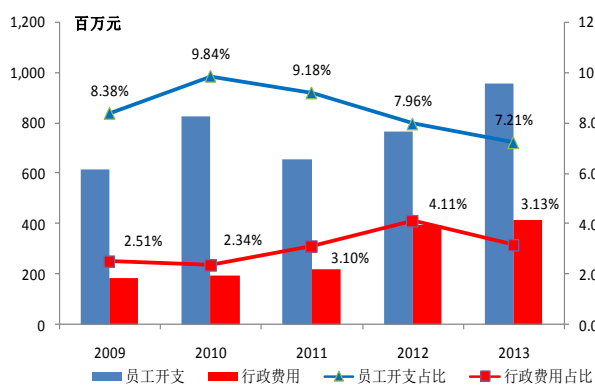


资源来源：公司资料、兴证香港

从经营效率看，公司的行政费用和员工开支占比呈稳步下降趋势，2013 年公司的行政费用占比下降至 7.21%，员工开支占比下降到 3.13%。

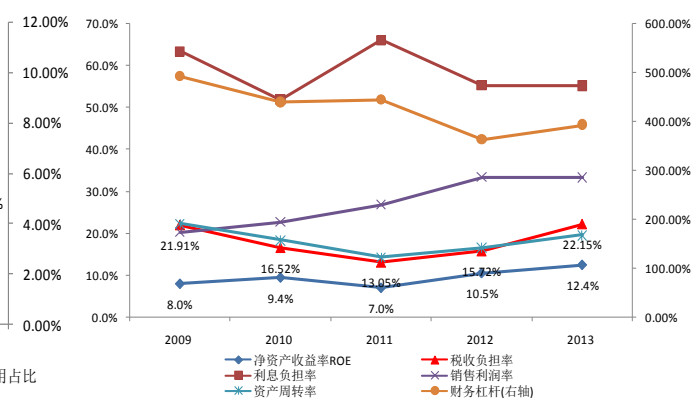
从净资产收益率的杜邦分解看，公司过往几年的财务杠杆虽然有下行趋势，但都一直都较高，不过 ROE 的稳步提升更主要是来自销售利润率的提升，这主要是高经营利润率的风电占比快速提升所致。

图表 52、行政费用及员工开支



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 53、净资产收益率的杜邦分解

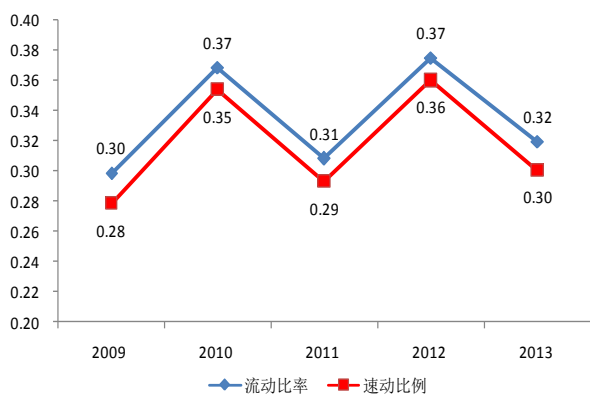


资源来源：公司资料、兴证香港

4.2 良好的偿付能力及持续的融资需求

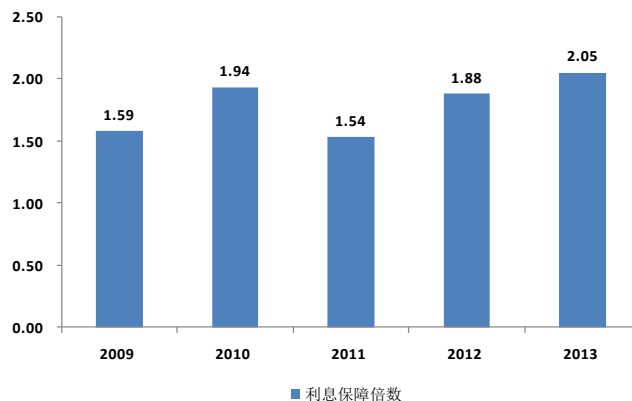
发电企业运营具有现金流流入较为稳定的特征，因此公司的流动比例及速动比率都较生产制造企业低。从利息覆盖倍数看，公司短期债务有足够的偿还能力。

图表 54、流动比率及速动比例



资源来源：公司资料、兴证香港

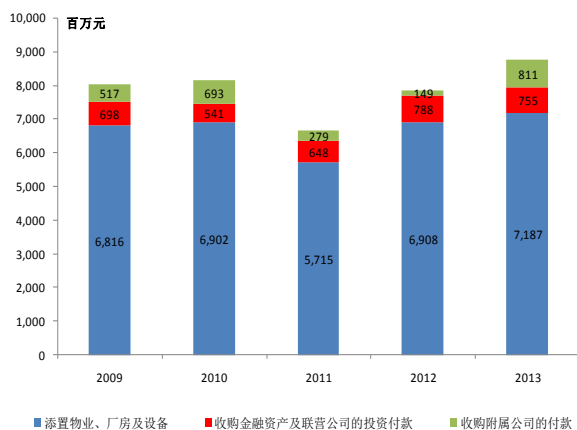
图表 55、利息覆盖倍数



资源来源：公司资料、兴证香港

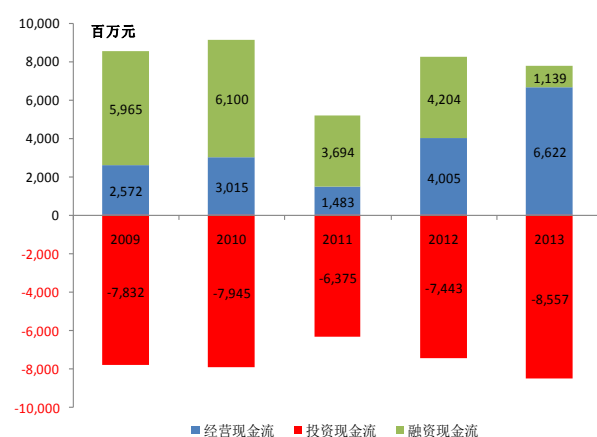
2009-2013 年公司的控股装机总量稳步提升，因此每年的固定资产投资都较大，2013 年公司设备开支达 71.9 亿元，加上收购项目的资本开支，投资现金流达到 85.6 亿元。

图表 56、公司的资本支出



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 57、现金流量净额



资源来源：公司资料、兴证香港

2013 年公司经营现金流 66.2 亿元，主要是收购可门二期火电后发电量增加导致。按照公司未来的装机容量提升计划，每年均需要大量资本开支。以公司风电投资为例，投产 1.5GW 的风电投资大约需要 120 亿元资本开支，扣除 10% 的设备质保金，自有资金提供 20 多亿元，剩余 80 亿元资金将由债务融资获得。考虑到公司的负债率水平，我们预测公司亦需要持续的资本市场融资。

5、盈利预测与估值

5.1 营业收入预测

我们对华电福新的各项业务销售收入预测假设公司的主营业务经营稳定，未来几年公司装机容量的提升主要体现在清洁能源装机上，包括风电、光伏和核电等板块中。

1、水电业务：2014 年装机无变化，在建水电装机为 110MW，预计 2015 年下半年投产，2015-2016 年水电装机规模维持 5-10%增长，每年 200MW 左右的装机量提升。

2、风电是公司重点发展的板块，公司计划每年投产 1.5GW 新增装机量。因为陆地风电上网电价下调确认时间是 2015 年底，预期 2015 年装机可能会高于 1.5GW。

3、公司当前太阳能项目集中于光伏地面电站，预计通过收购和自建方式每年新增 200-300MW 的装机容量。

4、分布式能源，预计南宁华南城项目、上海迪士尼项目及上海莘庄项目有望 2015 年下半年投产，装机容量提升 240MW。

5、参股 39%的福清核电站第一台 1,089MW 机组 2015 年全年贡献业绩，之后 2-4 号机组每年投产一台，核电业务的参股业绩体现在联营公司科目下。

6、公司的火电、生物质能发电装机预期暂无新增装机。

图表 58、公司控股发电装机预测表

控股装机容量(MW)	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
水电	2,146.10	2,199.40	2,223.40	2,223.40	2,457.00	2,457.00	2,567.00	2,772.36
增长率		2.48%	1.09%	0.00%	10.51%	0.00%	4.48%	8.00%
权益量	1,468.50	1,612.80	1,627.20	1,627.20	1,817.60			
在建量					110.00	110.00	100.00	
风电	471.00	1,333.80	2,171.30	2,716.80	3,500.80	5,006.14	6,658.17	8,322.71
增长率		183.18%	62.79%	25.12%	28.86%	43.00%	33.00%	25.00%
权益量			1,955.30	2,412.10	3,101.00			
在建量				801.50	745.00			
煤电	2,650.00	2,650.00	2,050.00	2,650.00	3,850.00	3,850.00	3,850.00	3,850.00
增长率		0.00%	-22.64%	29.27%	45.28%	0.00%	0.00%	0.00%
权益量	2,690.40	2,690.40	2,090.40	2,690.40	3,890.40			
光伏			79.40	127.40	435.20	739.84	1,035.78	1,346.51
增长率					241.60%	70.00%	40.00%	30.00%
权益量				116.30	406.70			
新获核准					393.00			
其他清洁能源	157.40	167.40	79.40	181.30	181.30	185.30	425.30	525.30
权益量	475.60	485.50	527.20	500.90	500.90			
增长率			8.59%	-4.99%	0.00%	2.21%	129.52%	23.51%
分布式能源				156.00	156.00	160.00	400.00	500.00
增长率						2.56%	150.00%	25.00%
在建容量				207.00	260.00			
生物质发电				25.30	25.30	25.30	25.30	25.30
增长率						0.00%	0.00%	0.00%
控股总计	5,267.10	6,183.20	6,524.10	7,898.90	10,424.30	12,238.28	14,536.25	16,816.88
另外参股核电39%						425.00	850.00	1,275.00
4台1,089MW的核电机组39%的股权								

资料来源：公司资料、兴证香港预测

假设各发电业务的平均利用小时数保持相对稳定。水电平均利用小时在 3,500 小时左右；风电利用小时 2014 年较低，正常风况下预期在 2,000 小时左右；火电利用小时预测 5,200 小时左右；光伏利用小时预计在 1,400 小时。

图表 59、预测各发电业务的平均利用小时数

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
水电利用小时数	2,379	4,015	2,583	4,065	3,438	3,500	3,500	3,500
风电利用小时数	2,726	2,232	2,072	1,923	2,030	1,850	2,000	2,050
煤电利用小时数	4,943	4,467	6,045	4,762	5,063	5,250	5,200	5,200
光伏发电量小时数					708	1,400	1,400	1,400
其他能源利用小时				3,721	4,200	4,500	4,500	4,400

资料来源：公司资料、兴证香港预测

5、预测各发电业务的平均上网电价均保持相对稳定。其中水电平均上网电价呈小幅上升趋势；风电平均上网电价则有所下降；火电平均上网电价预计还有下调空间。

图表 60、预测各发电类型的平均售电电价(不含增值税)

(元/千瓦时)	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
水电上网电价	0.2510	0.2540	0.2530	0.2753	0.2780	0.2800	0.2835	0.2850
风电上网电价	0.4180	0.4540	0.4810	0.4835	0.4824	0.4824	0.4824	0.4800
煤电上网电价	0.3600	0.3540	0.3640	0.3803	0.3762	0.3732	0.3700	0.3650
光伏上网电价					0.9935	0.9000	0.8600	0.8300
其他能源电价					0.7269	0.7269	0.7269	0.7269

资料来源：公司资料、兴证香港预测

综合以上的假设,我们预测华电福新于 2014-2016 的营业收入分别为 144.3 亿、165.2 亿和 190.9 亿元,同比分别增长 9.7%、14.5%和 15.5, 年均复合增长率约合 13.2%。

图表 61、各分部发电业务收入预测表

收入预测明细表					
单位：千元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
汇总					
营业总收入	9,326,191	13,157,335	14,430,632	16,521,311	19,089,150
增长率	29.04%	41.08%	9.68%	14.49%	15.54%
分部业务：水力发电					
营业收入	2,414,203	2,075,161	2,371,742	2,433,642	2,582,706
增长率	67.55%	-14.04%	14.29%	2.61%	6.13%
分部业务：风力发电					
营业收入	1,901,301	2,766,500	3,132,805	4,901,122	6,276,179
增长率	56.56%	45.51%	13.24%	56.45%	28.06%
分部业务：煤电					
营业收入	4,413,644	7,464,700	7,569,203	7,399,659	7,302,562
增长率	7.15%	69.13%	1.40%	-2.24%	-1.31%
分部业务：其他清洁能源					
营业收入	597,043	850,974	1,356,882	1,786,889	2,927,703
增长率	31.75%	42.53%	59.45%	31.69%	63.84%

资料来源：公司资料、兴证香港预测

5.2 经营费用及利润表预测

我们对华电福新利润表的预测主要基于以下假设：

(1) 利润表的燃料消耗主要是火电业务的煤炭成本以及分布式能源的天然气成本，煤电装机没有变化，预测 2014 年平均煤炭价格同比下降 50-60 元/吨，而且较长时间维持在低位。燃气分布式装机 2015 年有增长，故天然气成本 2016 年明显增长。

(2) 预测公司其它营业开支与营业收入金额大致稳定；随着运营规模效应，员工成本占应收比例呈小幅下降趋势；因为新增装机主要在风电业务上，风电业务的经营利润率较高，故综合经营利润率持续提升。

(3) 参股的核电业务预计 2015 年开始贡献业绩，预计每台核电机组每年贡献参股收益 2.0-2.5 亿左右。

(4) 资本开支：我们预测公司每年大约 120 亿元左右的投资规模。

图表 62、利润预测表

(单位：百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	9,607	13,242	14,431	16,521	19,089
增长	34.4%	37.8%	9.0%	14.5%	15.5%
燃料成本	(2,643)	(4,362)	(4,275)	(4,117)	(4,391)
折旧和摊销	(1,627)	(2,175)	(2,612)	(3,241)	(3,957)
其它收入	421	61	110	116	122
其它营业开支	(285)	(339)	(407)	(488)	(586)
占销售收入比	2.97%	2.56%	2.82%	2.96%	3.07%
员工成本	(764)	(955)	(1,051)	(1,156)	(1,272)
占销售收入比	8.0%	7.2%	7.3%	7.0%	6.7%
经营利润	3,199	4,397	5,265	6,610	7,878
增长	66.9%	37.4%	19.8%	25.5%	19.2%
经营利润率	33.3%	33.2%	36.5%	40.0%	41.3%
财务费用	(1,697)	(2,305)	(2,643)	(3,084)	(3,479)
占联营公司损益	43.21	93.55	126.30	341.00	551.00
税前利润	1545.92	2185.25	2748.38	3866.69	4950.79
增长	110.5%	41.4%	25.8%	40.7%	28.0%
所得税	(243)	(484)	(605)	(870)	(1,139)
实际税率	15.7%	22.1%	22.0%	22.5%	23.0%
股东应占溢利	1,040	1,468	1,864	2,633	3,375
增长	85.3%	41.1%	27.0%	41.3%	28.2%
基本每股收益(元)	0.15	0.19	0.23	0.31	0.40

资料来源：公司资料、兴证香港预测

综合以上分析，我们预测华电福新未来 3 年净利润有望保持快速增长，预测 2014-2016 年股东应占净利润为 18.6 亿、26.3 亿和 33.8 亿元，对应 EPS(每股基本收益)分别为 0.23、0.31 和 0.40 元，净利润平均复合增速达 32.0%。

净利润增速明显高于营收增速的主要原因是新增装机的风电、光伏业务的净利润率比较高；核电的参股业绩提升了净利润率水平，但对并表的营业收入并无体现。

5.3 目标价

我们采用 P/E 相对估值法对华电福新进行估值,参照港股能源行业的平均估值等多方面因素,我们给予华电福新未来 12 个月内 5.06 港元的目标价。目标价约相当于 2014-2016 年 PE 为 17.4、13.0 和 10.2 倍,对应股东净利润 32.0%的年均复合增长率。目标价较现价 3.44 港元约有 45.4%的上升空间,故我们首次给予其“买入”投资评级。

5.4 同类公司估值比较

图表 63、同类公司估值比较

港股清洁能源类上市企业										
股票代码	公司名称	HKD		ROE (2013)	2014E	2015E	2016E	PE		
		股价	市值(亿)					2014E	2015E	2016E
1816.HK	中广核电力	3.11	1,409.0	20.81%	0.16	0.17	0.21	19.81	18.24	14.78
1798.HK	大唐新能源	1.05	76.4	2.75%		0.05	0.08		19.77	12.75
0958.HK	华能新能源	2.67	263.7	7.32%	0.15	0.23	0.29	18.04	11.65	9.21
0735.HK	中国电力新能源	0.45	52.6	3.78%	0.04	0.06	0.07	12.50	7.50	6.92
0579.HK	京能清洁能源	3.00	205.4	11.75%	0.26	0.39	0.46	11.54	7.69	6.45
0956.HK	新天绿色能源	1.60	59.4	7.81%	0.13	0.17	0.22	12.80	9.50	7.30
1811.HK	中广核美亚	2.07	89.7	11.74%	0.16	0.18	0.22	13.18	11.77	9.44
0916.HK	龙源电力	8.18	665.6	7.56%	0.38	0.55	0.65	21.36	14.90	12.65
	平均			9.19%				15.60	12.63	9.94
0816.HK	华电福新	3.48	292.6	12.41%	0.29	0.39	0.50	12.00	8.95	6.98

资料来源: Bloomberg、兴证香港预测

6、风险因素

系统风险

利率上行,融资成本上升。

市场及经营风险

水电依赖于福建当地的水文状况,水电项目收购进展低于预期。

风电项目依赖于风资源情况,风电限电率上升。

光伏标杆上网电价下调。

燃气分布式能源项目天然气价格大幅上涨。

火电业务方面,上网电价继续下调,而煤炭价格持续上涨。

附表

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元				
现金及等价物	1,769	1,659	1,642	1,737
应收帐款	3,049	3,463	3,965	4,581
存货	412	433	496	573
其他流动资产	1,741	1,876	2,237	2,672
总流动资产	6,970	7,431	8,340	9,562
固定资产	52,265	62,718	74,007	82,888
无形资产	1,096	1,096	1,096	1,096
其他非流动资产	14,316	15,982	18,015	20,564
总资产	67,676	79,796	93,118	104,548
银行借款	11,617	12,779	14,057	15,463
应付帐款	1,777	1,936	2,217	2,562
其他流动负债	8,422	8,782	9,332	9,897
总流动负债	21,816	23,498	25,606	27,921
递延收入	321	253	271	282
银行及其他借款	30,301	37,876	45,451	51,360
其他	1,527	1,747	2,049	2,415
负债总额	53,966	63,373	73,377	81,978
股本	7,623	7,623	7,623	7,623
储备	3,588	5,800	8,518	10,627
每股净资产(元)	1.80	2.06	2.35	2.68
营运资金	(14,846)	(16,067)	(17,266)	(18,359)
少数股东权益	2,500	3,000	3,600	4,320
本公司权益拥有人应占权益	11,211	13,423	16,141	18,250
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元				
EBITDA	4,360	5,360	7,108	8,908
融资成本(收入)	(2,305)	(2,643)	(3,084)	(3,479)
营运资金变化	551	138	218	268
所得税	(484)	(605)	(870)	(1,139)
营运现金流	6,849	7,965	10,013	12,055
资本开支	(7,187)	(9,343)	(10,277)	(10,585)
其他投资活动	(1,370)	(115)	270	278
投资活动现金流	(8,557)	(9,458)	(10,007)	(10,307)
已付股息	(377)	(429)	(599)	(762)
其他融资活动	1,516	2,388	1,012	(322)
融资活动现金流	1,139	1,959	412	(1,084)
现金变化	(796)	164	(17)	94
汇兑调整	0	0	0	0
期初持有现金	2,291	1,495	1,659	1,642
期末持有现金	1,495	1,659	1,642	1,737

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元				
收入	13,242	14,431	16,521	19,089
燃料成本	(4,362)	(4,275)	(4,117)	(4,391)
其他收入及收益	61	110	116	122
员工成本	(955)	(1,051)	(1,156)	(1,272)
折旧摊销	(2,175)	(2,612)	(3,241)	(3,957)
其他开支	0	0	0	0
经营利润	4,397	5,265	6,610	7,878
融资成本	(2,305)	(2,643)	(3,084)	(3,479)
税前利润	2,185	2,748	3,867	4,951
所得税	(484)	(605)	(870)	(1,139)
税后利润	1,701	2,144	2,997	3,812
少数股东权益	233	280	364	437
归属于所有者的净利润	1,468	1,864	2,633	3,375
EBITDA	4,360	5,360	7,108	8,908

主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
盈利能力				
经营利润率(%)	33.2%	36.5%	40.0%	41.3%
净利率(%)	12.8%	14.9%	18.1%	20.0%
营运表现				
员工成本/收入(%)	7.2%	7.3%	7.0%	6.7%
实际税率(%)	3.7%	4.2%	5.3%	6.0%
股息支付率(%)	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
存货周转天数	16	18	19	19
应付账款天数	65	81	84	86
应收账款天数	78	82	82	82
财务状况				
负债/权益	393.6%	385.9%	371.7%	363.2%
收入/总资产	19.6%	18.1%	17.7%	18.3%
总资产/权益	4.94	4.86	4.72	4.63
盈利对利息倍数	1.04	1.04	1.25	1.42
总资产收益率	2.5%	2.7%	3.2%	3.6%
净资产收益率	12.4%	13.1%	15.2%	16.9%
估值比率(倍)				
PE	14.6	12.0	8.9	7.0
PB	1.6	1.4	1.2	1.0

资料来源: 公司资料、兴证香港

投资评级说明

行业评级报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级以报告发布日后的12个月内公司股票的涨跌幅度衡量,投资建议的评级标准为:

买入: 涨幅大于15%

增持: 涨幅在5%~15%之间

中性: 涨幅在-5%~5%之间

减持: 涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中199号无限极广场32楼3201室

总机: (852) 35095999

传真: (852) 35095900

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之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，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。