

买入 (维持)

华电福新 (0816.HK)

目标价: 5.06 港元

现价 : 3.29 港元

预期升幅: 53.8%

加速风电装机投产, 核电业绩将持续增长

市场数据

报告日期 2015.03.24

收盘价(港元)	3.29
总股本(百万股)	8,408
流通股本(百万股)	2,570
总市值(亿港元)	276.62
流通市值(亿港元)	84.56
净资产(百万元)	15,013
总资产(百万元)	85,935
每股净资产(元)	1.79

数据来源: Wind

相关报告

业绩点评_20140325
业绩点评_20140826
首发深度报告_20150212

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)

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

主要财务指标

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	13,895	16,036	17,898	19,845
同比增长	4.93%	15.40%	11.61%	10.88%
净利润(百万元)	1,867	2,711	3,274	3,926
同比增长	27.20%	45.21%	20.76%	19.91%
经营利润率	35.56%	39.24%	40.10%	41.40%
净利润率	13.44%	16.91%	18.29%	19.78%
净资产收益率	12.16%	14.72%	15.63%	15.98%
每股收益(元)	0.23	0.32	0.39	0.47
市盈率	11.32	8.21	6.80	5.67
股息率	1.64%	2.43%	2.94%	3.53%

数据来源: 公司资料、兴证香港

投资要点

- **2014 年业绩稳健增长, 符合预期。**华电福新(0816.HK)3月22日公告2014年经营业绩。其中营业收入为人民币(下同)139.0亿元, 同比增长4.9%; 税前利润26.8亿元, 同比增长22.7%; 股东应占利润18.7亿元, 同比增长27.2%; 每股盈利23.4分, 同比增长21.5%; 董事会建议每10股派发现金股息0.435元。公司公告的2014年业绩基本符合我们之前的预期(我们预测营收144.3亿元, 股东净利润18.64亿元, 每股收益0.23元)。
- **风、光、气板块继续提升装机容量, 参股核电站投产运营。**2014年公司控股装机新增18.1%至12.31GW, 主要是风、光、气、核板块的装机容量提升。其中风电板块增长39.7%至4,889.3MW, 太阳能装机增加289MW至724.2MW, 燃气分布式控股装机达367MW。公司参股39%的福清核电1号机组于2014年11月正式投运, 2015年将全年贡献业绩。
- **2014 年风差水好, 多元化发电业务优势明显。**2014年全年总发电量同比增长6.1%至365.1亿度。因2014年福建区域水况较佳, 水电全年发电量增长16.3%至89.3亿千瓦时, 风电虽然运营装机容量提升, 但风资源较差, 风电利用小时数为1,888小时, 同比下降约7%, 风电发电量同比增长9.6%。煤电发电量微幅下降0.9%至193.2亿千瓦时, 光伏发电增加75.8%至5.41亿千瓦时。
- **2015 年加速风电装机, 清洁能源装机总量持续提升。**2015年公司计划加速提升清洁能源装机容量, 预计风电装机新增至少1,500MW, 因电价调整因素抢装, 甚至可能接近2,000MW水平。光伏发电装机计划新增200MW。水电在建110MW项目预计今年投产。分布式能源装机约有100MW, 包括有2-3个小项目。2015年总新增装机容量有望超过2GW。
- **核电机组陆续投产, 带来业绩增长持续动力。**同时公司作为华电集团发展核电业务的唯一平台, 拥有福清核电39%的股权, 而福清核电拥有4台百万千瓦的核电机组, 第一台核电机组是去年10月份投产, 第二台投产时间计划在今年8月份, 第三台在16年2月份, 第四台在17年年初。

- **维持“买入”投资评级，目标价 5.06 港元，较现价有 53.8% 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、光、核板块。未来 3 年，公司经营业绩有望快速增长。我们预测 2015-2017 年公司营业收入分别为 160.4 亿、179.0 亿和 198.5 亿元，股东净利润分别为 27.1 亿、32.7 亿和 39.3 亿元，对应每股基本收益分别折合港币 0.40、0.48 和 0.58 港元。考虑到公司的业绩增速和行业估值情况，我们维持华电福新未来 12 个月内 5.06 港元的目标价不变，目标价约相当于 2015-2017 年 PE 为 1.26、10.5、8.7 倍，目标价较现价 3.29 港元约有 53.8% 的上升空间，故维持其“买入”的投资评级。

图表 1 华电福新 2014 年主要财务指标变动情况

	单位(人民币, 千元)			
	2014年	2013年	同比变动	点评
营业收入	13,895,445	13,242,409	4.9%	水电，风电售电收入增加所致
其他收入净额	236,544	61,324	285.7%	供应商补偿款大幅增加，财政贴息政府补助大幅增加
总收入	14,131,989	13,303,733	6.2%	
运营开支				
燃料成本	(4,217,832)	(4,362,210)	-3.3%	煤炭价格下降
替代电成本	(54,604)	(139,757)	-60.9%	采购替代电减少
折旧与摊销	(2,667,084)	(2,174,900)	22.6%	控股装机容量上升
员务特许权建造成本	(26,519)	(81,041)	-67.3%	
员工成本	(1,051,581)	(955,393)	10.1%	
维修保养	(425,501)	(439,811)	-3.3%	水电维修费用下降
行政费用	(405,023)	(414,615)	-2.3%	
其他经营开支	(342,296)	(339,203)	0.9%	
经营利润	4,941,549	4,396,803	12.4%	
财务收入	173,389	120,010	44.5%	其他投资的股息收入增加
财务费用	(2,517,826)	(2,425,119)	3.8%	业务增长，贷款平均余额上升
联营利润或亏损	83,721	93,553	-10.5%	
税前利润	2,680,833	2,185,247	22.7%	
所得税开支	(533,521)	(483,967)	10.2%	
净利润	2,147,312	1,701,280	26.2%	净利润率从12.8%提升至15.5%，主要是煤价下降和水电利用小时较高。
本公司拥有人	1,867,214	1,467,888	27.2%	
少数股东权益	280,098	233,392		
基本EPS(分)	23.40	19.26	21.5%	

资料来源：公司资料，兴证香港

2014 业绩发布会 Q&A (2015. 3. 23)

1、福清核电几台机组投产时期？今年 1 号机组有没有大修，核电利用小时展望？

福清第一台核电机组是去年 10 月份投产，第二台今年 8 月份，第三台在 16 年 2 月份，第四台在 17 年年初。

福清二代加的核电投产第一年需换一次料，大概一个多月时间，预计今年利用小时接近 7,500 小时。参照系是去年宁德是接近 8,000 小时，再考虑换料时间。

2、火电的单位煤耗有上升的原因？福建福清，宁德的核电上去后，火电有没有影响？利用小时的展望？

2014 年煤耗数据有所增加，一个原因是煤电机组有一个大修周期，维修会造成效率下降。另外一个更重要因素，去年燃烧进口煤比较多。为了控制煤价，公司使用

用了更多的印尼煤。印尼煤热值低，基本在 4,500 大卡，5,000 大卡以下，所以煤耗高，但经济效益上更划算。我们要综合考虑效益，而不是仅考虑煤耗。

福清核电产能上去后，福建火电利用小时问题，现在看会有所冲击，但不会太大。去年福建用电增长 9.1%，远超过全国 3 点几水平。今年 1-2 月份，福建用电量增长迅速，达到 8%，常理 1-2 月是用电比较少的，所以这个增量还是不错的，我们对此有信心。另外，去年年底福建-浙江特高压开通，外省送电加快，虽说不一定今年就有外送，但长期看肯定会发挥作用。

3、今年风电的利用小时展望？

风电去年公司风电利用小时 1,888 小时，比前年低了不少，2013 年是 2,030 小时，主要是风况差。去年国家气象局的数据，全国分地区风资源分别下降 8-12%，去年是风小，今年估计会恢复正常水平，预计 2,000 小时左右。

4、今年各板块装机量的计划？

2015 年主要风电计划新增 150 万千瓦，现在看会超过这个数，因为去年有个风电电价调整的事，今年年底前要赶紧投产，所以也看到去年的资本开支比较大。今年 150 万比较有保证，好的话有可能接近 200 万。太阳能计划 20 万千瓦。水电有个 11 万的在建项目今年投产。分布式有 10 多万，大约 2-3 个小项目。另外，邵武煤电 2 台 60 万煤电机组取得发改委核准，预计今年开工，还有 1 个 10 万池塘水电项目扩建工程取得核准，今年开工。

5、水电抽水蓄能计划，看到报道安徽 120MW 项目，投产的计划和时间及回报如何？

安徽那个抽水蓄能项目在做前期。去年国家能源局、发改委发布文件，鼓励发展抽水蓄能的电站，我们认为未来中国电网随着社会发展，用电峰谷差越来越大，要求调峰更加突出，所以我们做一些抽水蓄能布局。安徽这个项目是一个布局的点，进展更快的有福建周宁水电站 120 万千瓦，其他地方如河北，海南都有布局，抽水蓄能电站建设项目比较长，我们现在只是做前期准备。

6、去年分布式装机增长比较多，分布式项目的回报情况，燃料成本变化？

分布式能源(燃气分布式)的优势主要是在城市发达的区域，通过能源综合利用，同时提供供电、供热、制冷，达到多种能源综合利用效率高，这是它的优势。

现在看天然气价格还是比较高，我们也注意到发改委制订政策，天然气要下调 0.44 元/立方米，这是一个利好。每个项目投产前，我们都做测算，要看政府的支持，比如电价情况。按照去年国家发改委公告的分布式电价公式，燃气上网电价为当地

煤电标杆电价+0.35元，我们预计我们的分布式项目都能实现盈利预期的。

7、资产负债率上升水平指引？

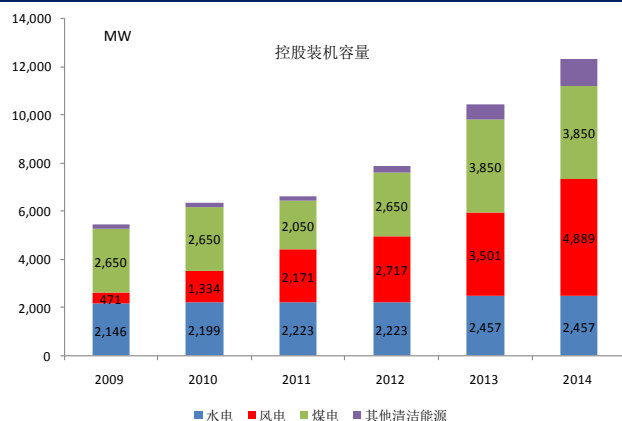
公司的资产负债率在一个高位，这和我们在高速发展阶段所需资本开支较大相关的。虽然现金流还是不错的，但这方面的压力始终有。我们内部控制净负债/总权益<300%，资产负债率<80%。

9、公司有考虑资产证券化没有？

今年发展任务比较中，资本开支比较大，要赶在电价调整前，抢装一批风电项目，这是优先考虑，我们做了一些安排。资产证券化公司没有很深的而研究，今年希望做一些永续中票，香港以前有过永续债模式，也是比较成熟的产品了，通过发行一些永续中票，实现一些资产的证券化。

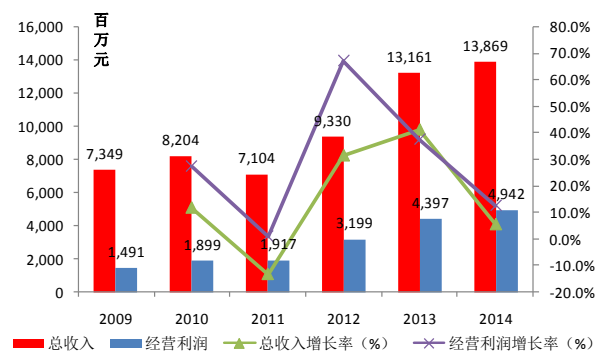
公司运营数据

图表 2、公司控股装机容量



资料来源：公司资料、兴证香港

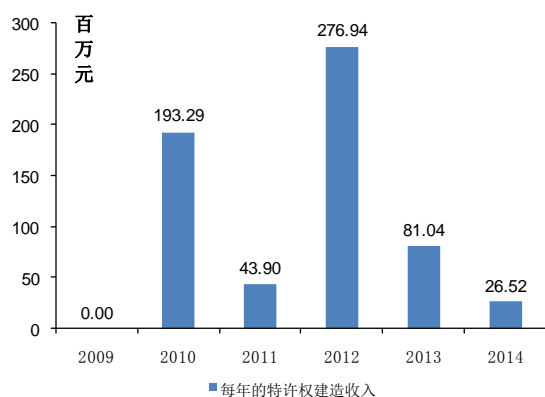
图表 3、公司的主营收入和经营利润



注：收入数据剔除了“服务特许建设收入”项

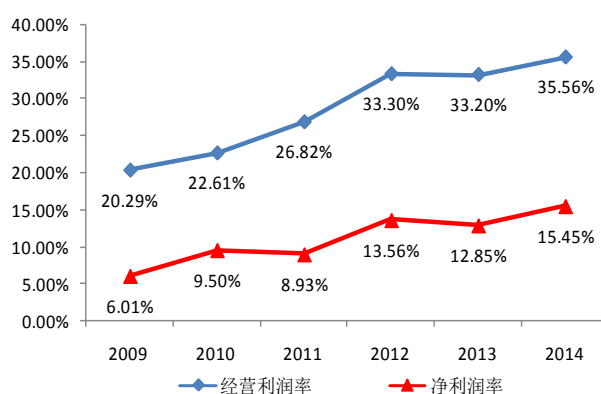
资料来源：公司资料、兴证香港

图表 4、特许权建设收入



资料来源：公司资料、兴证香港

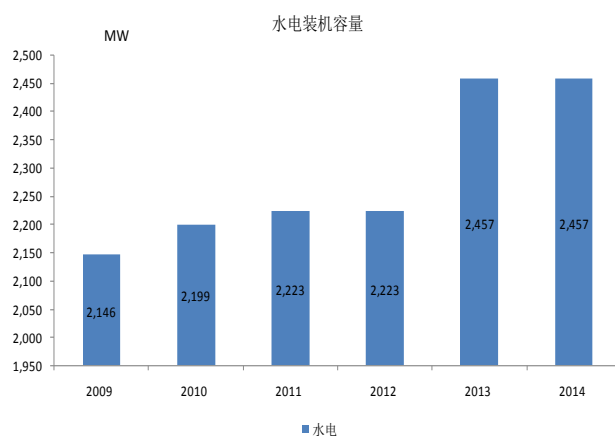
图表 5、经营利润率、净利率



资料来源：公司资料、兴证香港

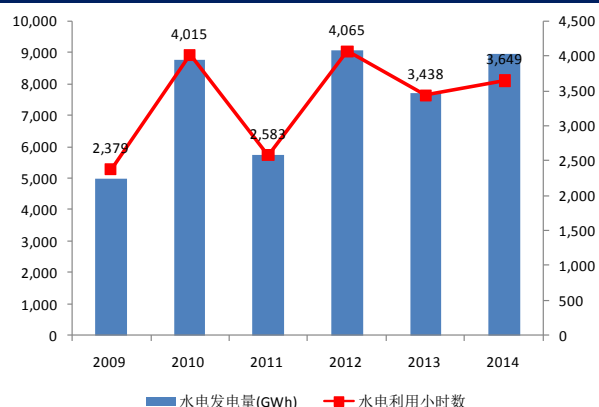
水电业务

图表 6、公司水电控股装机容量



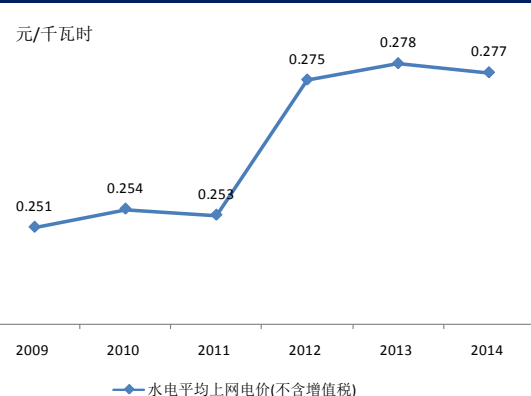
资料来源：公司资料、兴证香港

图表 7、水电利用小时数和水电发电量



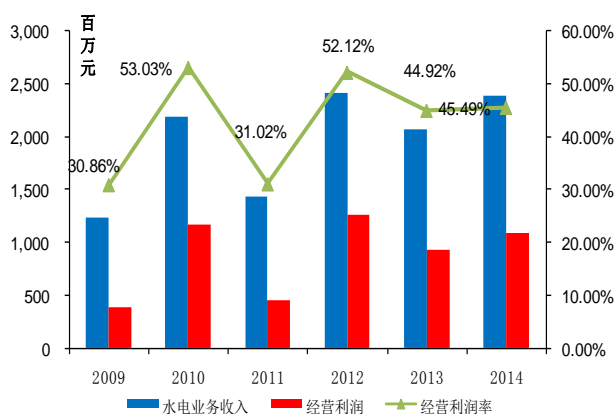
资料来源：公司资料、兴证香港

图表 8、水电平均上网电价(不含增值税)



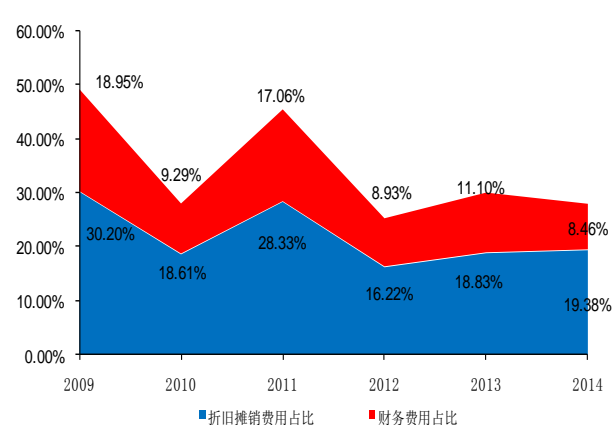
资料来源：公司资料、兴证香港

图表 9、水电业务的经营财务数据



资料来源：公司资料、兴证香港

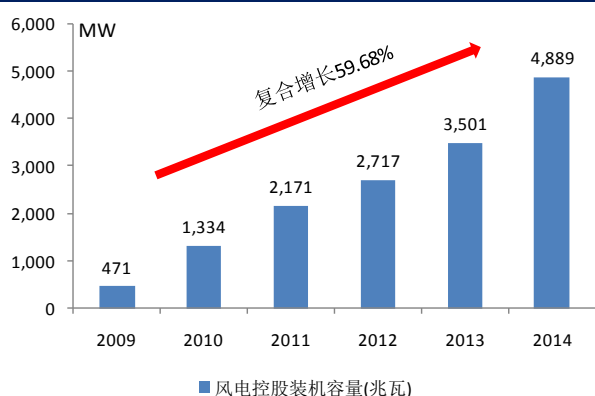
图表 10、水电业务的费用支出



资料来源：公司资料、兴证香港

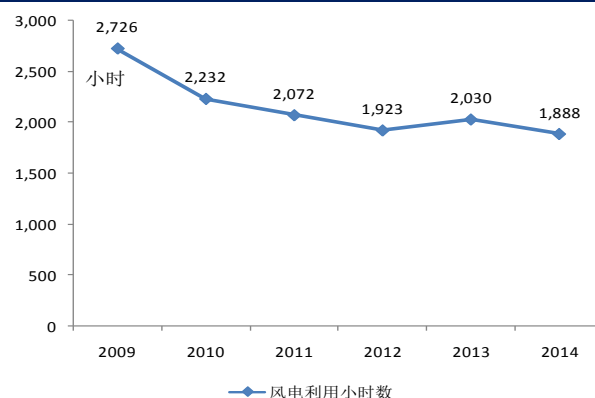
风电业务

图表 11、风电控股装机容量快速提升



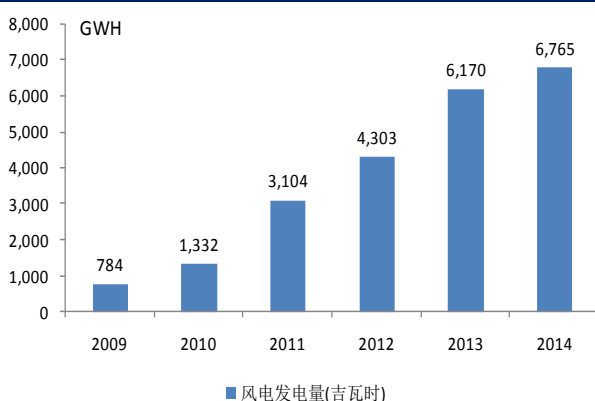
资源来源：公司资料、兴证香港

图表 12、风电利用小时数



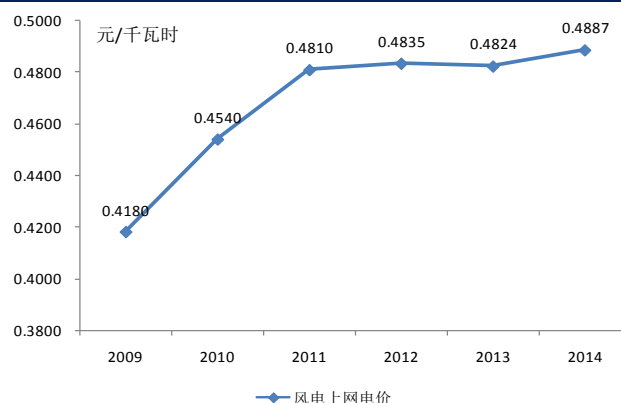
资源来源：公司资料、兴证香港

图表 13、风电发电量



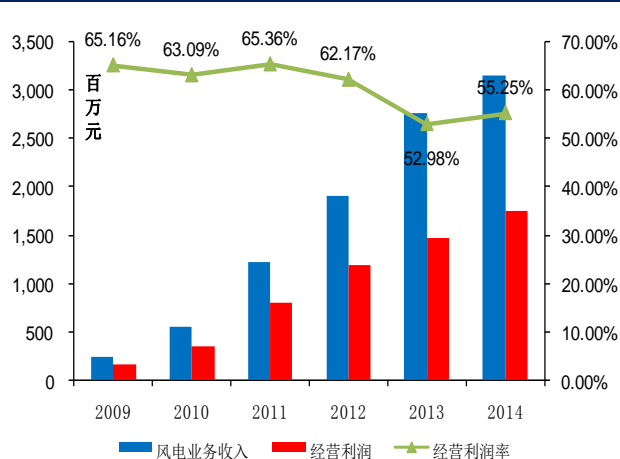
资源来源：公司资料、兴证香港

图表 14、风电平均上网电价(不含增值税)



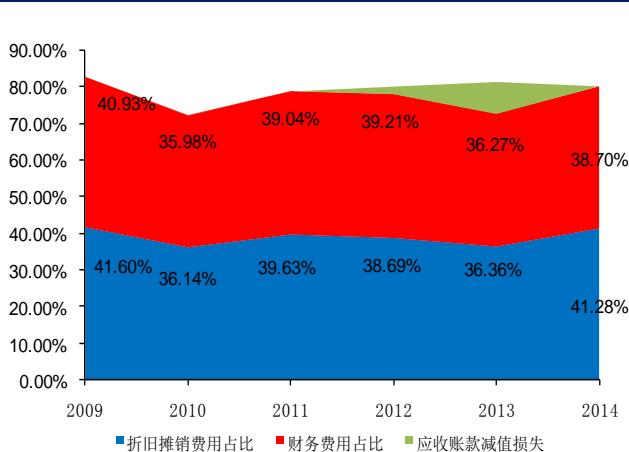
资源来源：公司资料、兴证香港

图表 15、风电业务的经营利润率



资源来源：公司资料、兴证香港

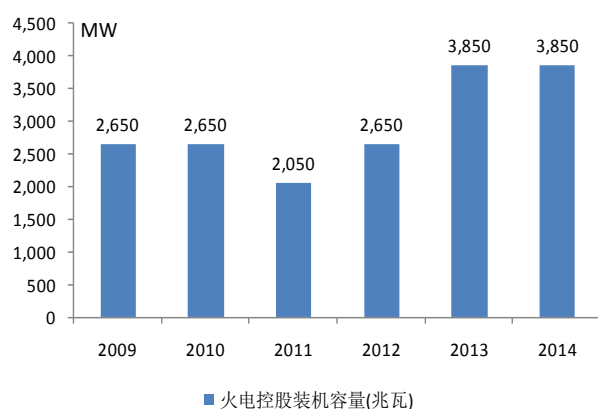
图表 16、风电业务的费用支出



资源来源：公司资料、兴证香港

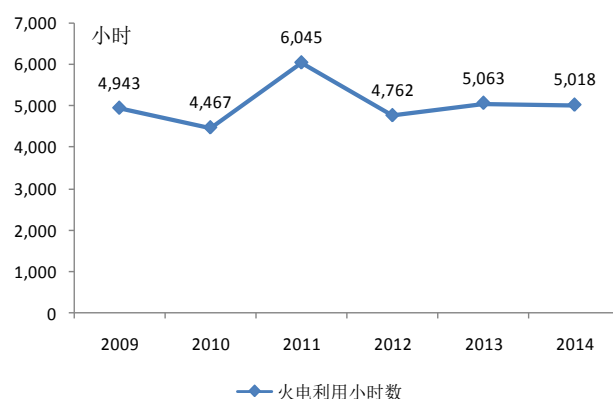
煤电业务

图表 17、煤电控股装机容量变化



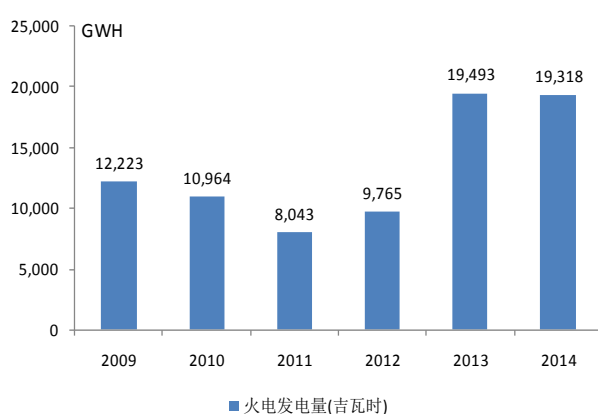
资源来源：公司资料、兴证香港

图表 18、煤电利用小时数



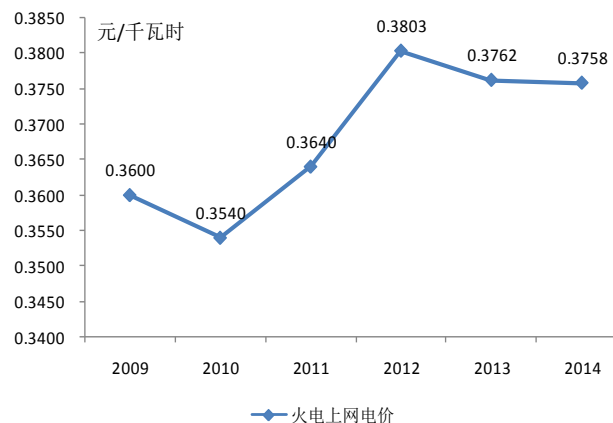
资源来源：公司资料、兴证香港

图表 19、煤电发电量



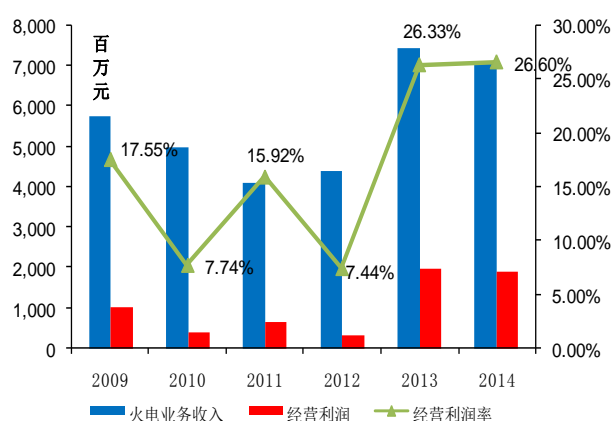
资源来源：公司资料、兴证香港

图表 20、煤电加权平均上网电价(不含增值税)



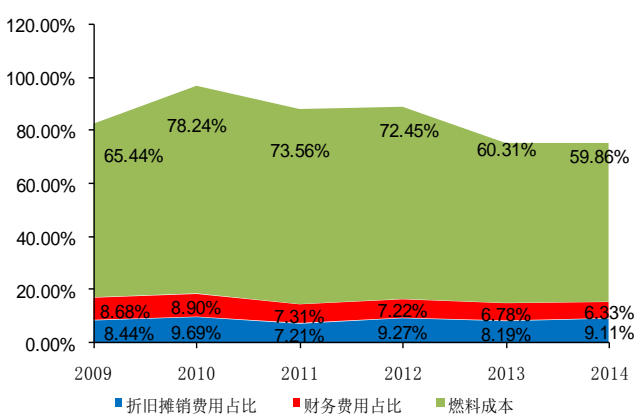
资源来源：公司资料、兴证香港

图表 21、煤电业务的经营利润率



资源来源：公司资料、兴证香港

图表 22、煤电业务的费用支出



资源来源：公司资料、兴证香港

同类公司估值比较

图表 1、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)	2015E	2016E	2017E	PE		
		股价	市值(亿)					2015E	2016E	2017E
0916 HK	龙源电力	8.15	655.0	6.79%	0.55	0.64	0.61	14.67	12.80	13.32
1816 HK	中广核电力	3.17	1,440.7	21.32%	0.17	0.21	0.24	18.39	15.38	13.12
1798 HK	大唐新能源	1.10	80.0	2.61%	0.05	0.08	0.11	21.48	13.55	9.80
0958 HK	华能新能源	2.73	265.6	6.91%	0.23	0.32	0.36	11.87	8.59	7.48
0735 HK	中国电力新能源	0.49	57.4	3.58%	0.06	0.08	0.12	8.43	5.95	3.92
0579 HK	京能清洁能源	3.08	211.6	11.62%	0.40	0.47		7.68	6.59	
0956 HK	新天绿色能源	1.63	60.6	7.97%	0.16	0.20		10.36	8.16	
平均				8.69%				13.27	10.15	9.53
0816.HK	华电福新	3.29	276.6	12.41%	0.40	0.48	0.58	8.21	6.80	5.67

资料来源：Bloomberg、兴证香港预测

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	2014A	2015E	2016E	2017E
单位: 百万元				
现金及等价物	3,291	2,936	2,797	2,408
应收帐款	3,492	3,849	4,296	4,763
存货	427	481	537	595
其他流动资产	2,540	2,996	3,531	4,158
总流动资产	9,749	10,262	11,160	11,924
固定资产	66,074	77,967	87,323	98,675
无形资产	1,100	1,100	1,100	1,100
其他非流动资产	18,762	20,361	22,519	24,754
总资产	85,935	99,428	110,942	124,529

银行借款	11,997	13,197	14,516	17,420
应付帐款	2,915	3,364	3,755	4,163
其他流动负债	11,667	12,296	12,980	13,706
总流动负债	26,579	28,857	31,252	35,289
递延收入	370	310	334	367
银行及其他借款	39,830	47,796	54,010	59,411
其他	1,498	1,760	2,033	2,343
负债总额	68,277	78,723	87,628	97,410

股本	8,408	8,408	8,408	8,408
储备	6,605	9,122	11,097	14,140
每股净资产(元)	1.88	2.08	2.32	2.68
营运资金	(16,830)	(18,595)	(20,092)	(23,364)
少数股东权益	2,646	3,175	3,810	4,571
本公司权益持有人应占权益	15,013	17,530	19,505	22,548

现金流量表	2014E	2015E	2016E	2017E
单位: 百万元				
EBITDA	5,348	7,011	8,404	9,887
融资成本(收入)	(2,344)	(2,734)	(3,074)	(3,463)
营运资金变化	1,123	395	335	350
所得税	(534)	(762)	(940)	(1,152)
营运现金流	8,681	9,832	11,283	12,915
资本开支	(9,343)	(10,277)	(10,585)	(11,644)
其他投资活动	(73)	299	310	325
投资活动现金流	(9,416)	(9,979)	(10,275)	(11,319)
已付股息	(399)	(610)	(729)	(867)
其他融资活动	2,645	1,334	51	(542)
融资活动现金流	2,246	724	(678)	(1,409)
现金变化	1,245	197	(139)	(389)
汇兑调整	0	0	0	0
期初持有现金	1,495	2,739	2,936	2,797
期末持有现金	2,739	2,936	2,797	2,408

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E
单位: 百万元				
收入	13,895	16,036	17,898	19,845
燃料成本	(4,218)	(4,219)	(4,307)	(4,372)
其他收入及收益	237	130	119	128
员工成本	(1,052)	(1,157)	(1,272)	(1,400)
折旧摊销	(2,667)	(3,201)	(3,820)	(4,402)
其他开支	0	0	0	0
经营利润	4,942	6,292	7,176	8,216
融资成本	(2,344)	(2,734)	(3,074)	(3,463)
税前利润	2,681	3,809	4,584	5,485
所得税	(534)	(762)	(940)	(1,152)
税后利润	2,147	3,048	3,644	4,333
少数股东权益	280	336	370	407
归属于所有者的净利润	1,867	2,711	3,274	3,926
EBITDA	5,348	7,011	8,404	9,887

主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力				
经营利润率(%)	35.6%	39.2%	40.1%	41.4%
净利率(%)	15.5%	19.0%	20.4%	21.8%

营运表现				
员工成本/收入(%)	7.6%	7.2%	7.1%	7.1%
实际税率(%)	3.8%	4.8%	5.2%	5.8%

股息支付率(%)	18.6%	20.0%	20.0%	20.0%
存货周转天数	18	18	19	19
应付账款天数	102	126	130	133
应收账款天数	86	84	83	83

财务状况				
负债/权益	386.7%	380.2%	375.9%	359.2%
收入/总资产	16.2%	16.1%	16.1%	15.9%
总资产/权益	4.87	4.80	4.76	4.59
盈利对利息倍数	1.14	1.39	1.49	1.58
总资产收益率	2.5%	3.1%	3.3%	3.5%
净资产收益率	12.2%	14.7%	15.6%	16.0%

估值比率(倍)				
PE	11.3	8.2	6.8	5.7
PB	1.4	1.3	1.1	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。