

评级

下调至「持有」，及从焦点个股名单移除
 目标价：HKD 11.6 (前目标价：HKD 19.48)

公司简介

华润电力从事开发、建设及经营电厂，包括大型高效的燃煤发电机组、风力发电场、水电站、燃气发电和光伏发电项目，以及建设及经营煤矿。

投资焦点

削减每股派息，改变派息政策

2018年全年派息意外按年下降63%至每股0.328港元，派息比率下跌至40%，未能兑现公司在2016至2018年维持稳定派息每股0.875港元的承诺。公司亦调整了派息政策，由稳定每股派息改为稳定派息比率。管理层解释，派息政策的转变主要因为去年录得20亿港元煤矿处置亏损、资本开支要求增加及降低杠杆率。我们认为未兑现承诺和突然改变派息政策将严重影响公司的可信性及打击投资者信心。

估值溢价回落

因为华润电力是恒生指数成份股及维持较高(约6%)的股息率，过去其估值较同业有溢价。我们认为公司的估值会回落至行业平均水平，因为(1)公司改变派息政策后股息率降至约2.8%，低于行业平均的3.3%；(2)公司于2019年3月被剔除恒生指数。

资本开支及应收帐款增加，现金流趋紧张

(1)公司继续加速建设风电项目以扩大风电产能(2019年和2020年计划分别投产1,700兆瓦和2,300兆瓦)，并争取于2021年底前完成主要建设项目。2019年公司预计资本开支为190亿港元，其中用于风电场建设的开支按年上升38%至约137亿港元。由于2019年至2021年是风电项目建设的高峰期，预计资本开支将保持高位，并于2020年达到开支顶峰，现金流料趋紧张；
 (2)随着风电能源业务占比上升(预计2020年达总运营权益装机容量量的28%)，可再生能源电价附加资金补助延迟发放将令整体应收帐款增加，对现金流产生负面影响。

风险因素

- (1)受煤炭行业去产能及限制进口煤的影响，国内煤炭价格上升。公司燃煤电厂平均单位燃料成本上升。
- (2)风电场建设超出地方电网发展时，会出现电网阻塞或电网公司未能全额购电的情况，影响风电机组的利用率。

彭博盈利分析及预测

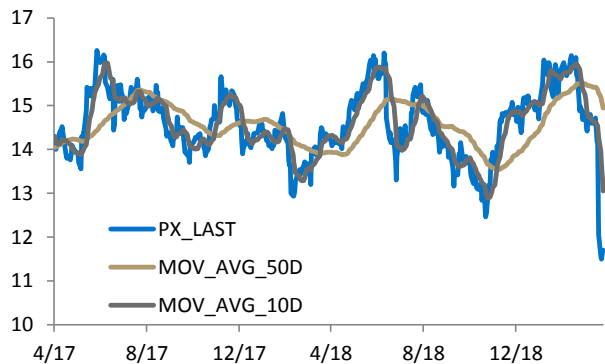
	FY17	FY18	FY19E	FY20E
毛利率(%)	NA	NA	42.0	43.6
EBITDA利润率(%)	33.6	32.7	35.7	37.2
经营利润率(%)	16.6	14.1	19.6	20.8
净利润率(%)	6.3	5.1	10.3	11.4
资产回报率(%)	2.9	3.7	3.9	4.6
股本回报率(%)	6.4	5.4	10.4	11.5
收入增长(%)	10.7	16.2	4.4	7.1
盈利增长(%)	-41.2	-49.7	69.7	19.2
每股盈利增长(%)	-40.1	-25.5	67.2	18.5
股息率(%)	2.8	2.8	5.9	6.6

数据来源：时富、彭博

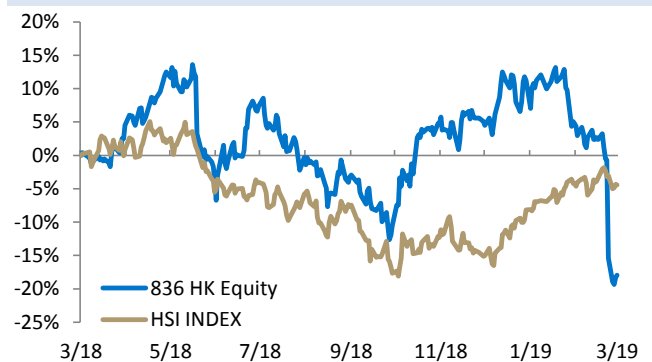
基本数据 (港元)

现价	11.70	市盈率(倍)	14.1
52周低/高	11.32-16.48	市帐率(倍)	0.8
市值(百万)	56,282	日均成交(股)	18,547,260

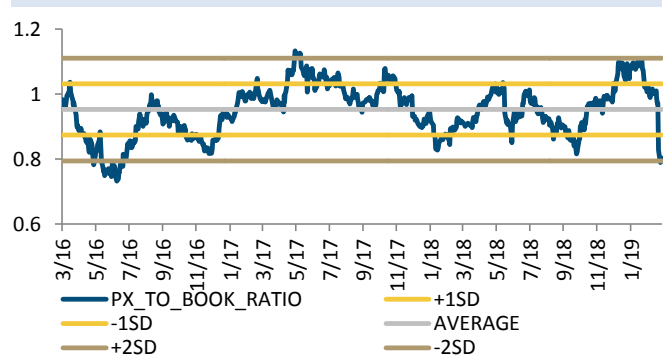
股价表现



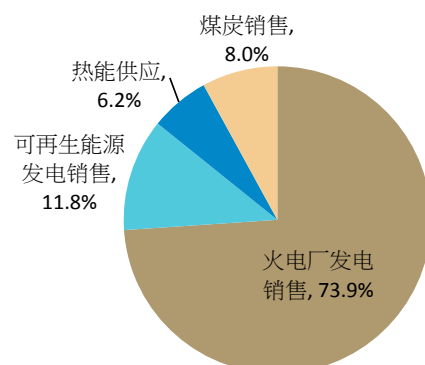
相对市场表现



历史市帐率



最新按业务划分的收入贡献





参考数据源

彭博、公司资料、年度报告、新闻稿

联络数据

香港总办事处:	香港皇后大道中181号新纪元广场低座21楼	(852) 2287 8788
香港服务中心:	九龙旺角弥敦道683-685号美美大厦6楼	(852) 2748 0110
中国内地服务中心:	深圳市福田区福田街道滨河路北彩田东交汇处联合广场A座 A4809	(86-755) 2216 5888
	上海市黄浦区黄陂南路838号中海国际中心A座 2501室	(86-21) 3227 9888

免责声明:

上述数据由时富金融服务集团有限公司(「时富」)提供及分发。上述内容仅供参考。而此述之资料及意见(无论为明示或暗示)均不应视作任何建议、邀约、邀请、宣传、劝诱、推介或任何种类或形式之陈述。此述资料均来自时富或其附属公司认为可靠之来源,但不代表其为准确或完整及应被依赖。时富对任何因信赖或参考有关内容所导致的直接或间接损失,概不负责。此述数据如有任何更改,恕不另行通知。报告中所述及的证券只限于合法的司法地域内交易。除非得到时富事先许可,客户不得以任何方式将任何此述数据分发予他人。时富对该些未经许可之转发不会负上任何责任。证券交易服务由时富证券有限公司(根据证券及期货条例获发牌进行第一类受规管活动之持牌法团)提供。