

評級

下調至「持有」，及從焦點個股名單移除
目標價：HKD 11.6 (前目標價：HKD 19.48)

公司簡介

華潤電力從事開發、建設及經營電廠，包括大型高效的燃煤發電機組、風力發電場、水電站、燃氣發電和光伏發電項目，以及建設及經營煤礦。

投資焦點

削減每股派息，改變派息政策

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%，未能兌現公司在2016至18年維持穩定派息每股0.875港元的承諾。公司亦調整了派息政策，由穩定每股派息改為穩定派息比率。管理層解釋，派息政策的轉變主要因為去年錄得20億港元煤礦處置虧損、資本開支要求增加及降低槓桿率。我們認為未兌現承諾和突然改變派息政策將嚴重影響公司的可信性及打擊投資者信心。

估值溢價回落

因為華潤電力是恒生指數成份股及維持較高(約6%)的股息率，過去其估值較同業有溢價。我們認為公司的估值會回落至行業平均水平，因為(1)公司改變派息政策后股息率降至約2.8%，低於行業平均的3.3%；(2)公司於2019年3月被剔出恒生指數。

資本開支及應收帳款增加，現金流趨緊張

(1)公司繼續加速建設風電項目以擴大風電產能(2019年和2020年計劃分別投產1,700兆瓦和2,300兆瓦)，並爭取於2021年底前完成主要建設項目。2019年公司預計資本開支為190億港元，其中用於風電場建設的開支按年上升38%至約137億港元。由於2019年至2021年是風電項目建設的高峰期，預計資本開支將保持高位，並於2020年達到開支頂峰，現金流料趨緊張；
(2)隨著風電能源業務佔比上升(預計2020年達總運營權益裝機容量的28%)，可再生能源電價附加資金補助延遲發放將令整體應收帳款增加，對現金流產生負面影響。

風險因素

(1)受煤炭行業去產能及限制進口煤的影響，國內煤炭價格上升。公司燃煤電廠平均單位燃料成本上升。
(2)風電場建設超出地方電網發展時，會出現電網阻塞或電網公司未能全額購電的情況，影響風電機組的利用率。

彭博盈利分析及預測

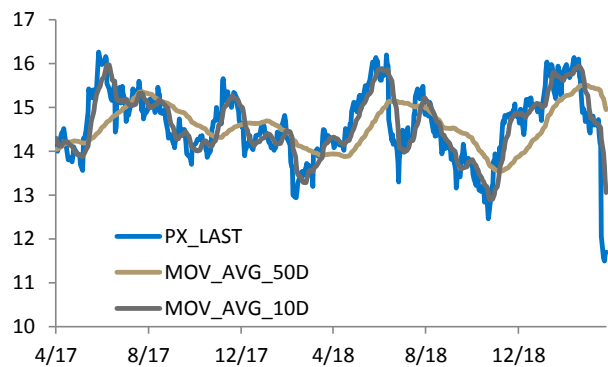
| | FY17 | FY18 | FY19E | FY20E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率(%) | NA | NA | 42.0 | 43.6 |
| EBITDA利潤率(%) | 33.6 | 32.7 | 35.7 | 37.2 |
| 經營利潤率(%) | 16.6 | 14.1 | 19.6 | 20.8 |
| 淨利潤率(%) | 6.3 | 5.1 | 10.3 | 11.4 |
| 資產回報率(%) | 2.9 | 3.7 | 3.9 | 4.6 |
| 股本回報率(%) | 6.4 | 5.4 | 10.4 | 11.5 |
| 收入增長(%) | 10.7 | 16.2 | 4.4 | 7.1 |
| 盈利增長(%) | -41.2 | -49.7 | 69.7 | 19.2 |
| 每股盈利增長(%) | -40.1 | -25.5 | 67.2 | 18.5 |
| 股息率(%) | 2.8 | 2.8 | 5.9 | 6.6 |

數據來源：時富、彭博

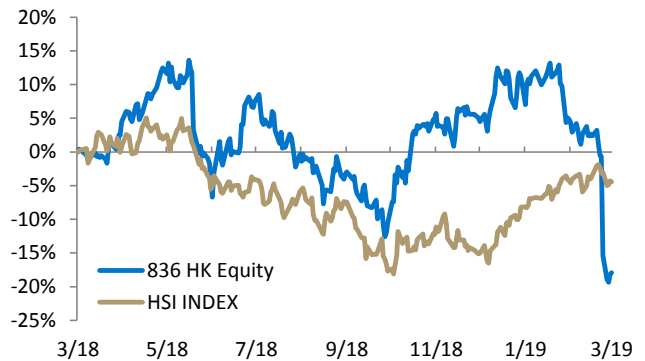
基本數據 (港元)

| | | | |
|--------|-------------|---------|------------|
| 現價 | 11.70 | 市盈率(倍) | 14.1 |
| 52週低/高 | 11.32-16.48 | 市帳率(倍) | 0.8 |
| 市值(百萬) | 56,282 | 日均成交(股) | 18,547,260 |

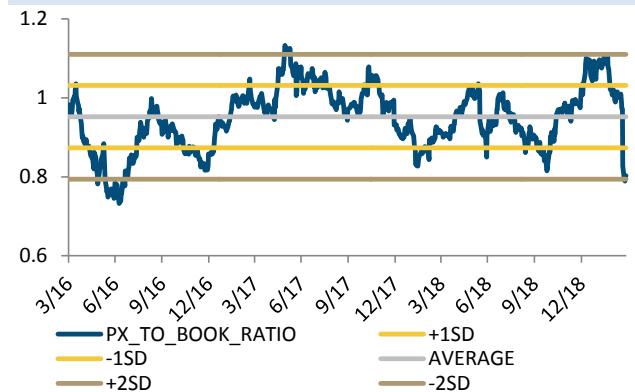
股價表現



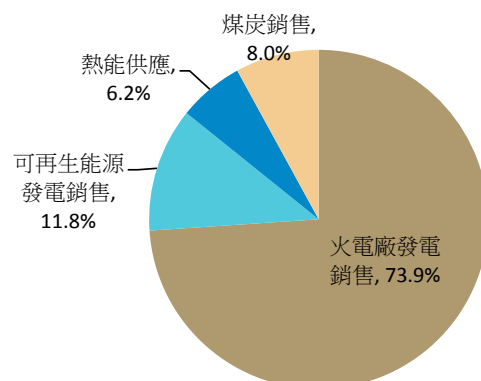
相對市場表現



歷史市帳率



最新按業務劃分的收入貢獻





參考資料來源

彭博、公司資料、年度報告、新聞稿

聯絡資料

| | | |
|-----------|----------------------------------|----------------------|
| 香港總辦事處: | 香港皇后大道中181號新紀元廣場低座21樓 | (852) 2287 8788 |
| 香港服務中心: | 九龍旺角彌敦道683-685號美美大廈6樓 | (852) 2748 0110 |
| 中國內地服務中心: | 深圳市福田區福田街道濱河路北彩田東交匯處聯合廣場A座 A4809 | (86-755) 2216 5888 |
| | 上海市黃浦區黃陂南路838號中海國際中心A座 2501室 | (86-21) 3227 9888 |

免責聲明:

上述資料由時富金融服務集團有限公司(「時富」)提供及分發。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見(無論為明示或暗示)均不應視作任何建議、邀約、邀請、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此述資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源,但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致的直接或間接損失,概不負責。此述資料如有任何更改,恕不另行通知。報告中所述及的證券只限於合法的司法地域內交易。除非得到時富事先許可,客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。時富對該些未經許可之轉發不會負上任何責任。證券交易服務由時富證券有限公司(根據證券及期貨條例獲發牌進行第一類受規管活動之持牌法團)提供。