

龙源电力 (916 HK)

上半年业绩符合预期; 期待补贴资金解决方案

龙源电力上半年业绩符合我们预期。尽管受到了新冠疫情影响, 公司的净利润表现依旧具有韧性。我们对潜在补贴增量资金对公司的影响做了一些测算, 我们认为发行绿债解决补贴拖欠具备可行性。若该计划兑现, 将帮助龙源电力降低利息开支同时提升公司的自由现金流表现。我们对公司的盈利预测大致维持不变, 在估值方面置入了部分补贴加速回收的预期。我们将公司的目标价上调 34% 至每股 7.38 港元。

- **上半年业绩符合预期。**收入同比增长 1.3% 至人民币 142 亿元, 与发电量增长幅度相符。其中, 风电收入同比增长 6.9%, 而火电则受到新冠疫情拖累发电量下降 13.4%, 导致收入同比下降 11.3%。运营成本轻微下降 0.9%, 主要受煤炭燃料及贸易成本下降所致, 但部分受维保成本上升所抵消。尽管借贷总额上升 55 亿人民币至人民币 834 亿, 财务成本仍然实现同比下降 2.3% 至人民币 17.3 亿。上半年有效税率为 17.8%, 较我们预估高 1.3 个百分点。净利润 (扣除永续权益分派后) 为人民币 32.1 亿, 同比增加 4.0%, 符合我们预期。
- **补贴应收攀升至人民币 228 亿。**上半年补贴应收增加人民币 58 亿, 且公司在期间内仅受到了人民币 5.32 亿补贴回款。对于 20 财年全年, 根据财政部的补贴发放预算, 公司预计全年收回补贴款人民币 35 亿元, 隐含下半年若补贴资金没有变化, 补贴应收款将进一步显著增加 (我们预计进一步上升人民币 20 元)。我们认为补贴应收款问题已经成为了一个不可忽视的问题, 同时市场亦将对于公司的关注聚焦于补贴款问题的解决。
- **调升装机及资本开支目标。**管理层基于上半年较为顺畅的工程建设进度上调了 20 财年新增装机计划, 自此前 2.15 吉瓦上调至 2.3 吉瓦, 资本开支也自年初人民币 193 亿计划上调至人民币 211 亿元。此外, 公司加速了其光伏项目的发展计划, 上半年获取了 460 兆瓦光伏竞价项目。对于 2021 年, 公司新增装机指引为 2 吉瓦。
- **目标价上调 34% 至 7.38 港元。**我们将 DCF 估值滚动至 2021 年, 基础估值为每股 6.00 港元。我们对公司的估值额外置入人民币 100 亿元的补贴回收预期, 该部分对应每股 1.38 港元。两者加总, 我们对龙源目标价上调 34% 至每股 7.38 港元, 对应 2020/21 年预测市盈率 11.0/9.1 倍, 预测市净率 1.03/0.94 倍。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	26,388	27,541	28,526	31,424	34,239
同比增长 (%)	7.3	4.4	3.6	10.2	9.0
净收入 (百万元人民币)	3,924	4,325	4,832	5,831	6,831
每股盈利 (元人民币)	0.49	0.54	0.60	0.73	0.85
每股盈利变动 (%)	6.39	10.22	11.7	20.7	17.1
市场预测每股盈利 (元人民币)	N/A	N/A	0.58	0.65	0.72
市盈率 (倍)	10.05	9.12	8.16	6.76	5.8
市帐率 (倍)	0.9	0.82	0.76	0.69	0.63
股息率 (%)	2.0	2.2	2.5	3.0	3.5
权益收益率 (%)	8.9	9.0	9.3	10.3	10.9
净负债比率 (%)	163	156	167	163	144

资料来源: 公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$7.38
(此前目标价)	HK\$5.51
潜在升幅	+37.9%
当前股价	HK\$5.35

中国风电行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	43,477
3 月平均流通量 (百万港元)	93.48
52 周内股价高/低 (港元)	6.12/3.30
总股本 (百万)	8,036

资料来源: 彭博

股东结构 - H 股

威灵顿	13.0%
贝莱德	7.0%
流通股	80.0%

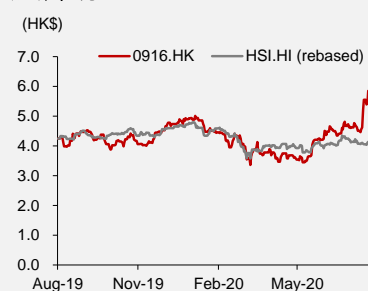
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	17.1%	18.2%
3-月	50.9%	42.5%
6-月	21.3%	33.8%
12-月	28.6%	29.0%

资料来源: 彭博

股份表现



资料来源: 万德资讯

审计师: 安永

请登录 2020 年亚洲货币券商投票网址, 投下您对招银国际研究团队信任的一票:

<https://euromoney.com/brokers>

财务分析

利润表

12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	26,388	27,541	28,526	31,424	34,239
风电	18,410	18,981	20,535	23,248	25,954
火电	7,314	7,784	7,255	7,488	7,598
其它	650	657	624	688	688
特许权收益	14	118	113	-	-
销售成本	(13,927)	(14,488)	(14,751)	(15,726)	(16,851)
毛利	12,461	13,053	13,775	15,697	17,388
其它净收入	917	843	881	990	1,061
行政费用	(588)	(564)	(584)	(644)	(701)
人员成本	(2,075)	(2,352)	(2,606)	(2,843)	(3,004)
其它费用	(1,473)	(1,034)	(998)	(1,100)	(1,198)
息税前收益	9,242	9,946	10,466	12,101	13,546
融资成本净额	(3,513)	(3,486)	(3,311)	(3,700)	(3,848)
合资及联营企业	167	(10)	(22)	22	22
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	5,897	6,450	7,134	8,422	9,719
所得税	(976)	(1,131)	(1,292)	(1,558)	(1,855)
减去:					
非控制股东权益	755	753	768	791	791
永续中期票据权益	242	242	242	242	242
净利润	3,924	4,325	4,832	5,831	6,831

现金流量表

12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
净利润	3,924	4,325	4,832	5,831	6,831
折旧和摊销	7,316	7,786	8,421	9,251	10,163
运营资金变动	(2,405)	(1,865)	(6,045)	(5,668)	(2,860)
其它	5,420	2,270	338	60	83
经营活动所得现金流	14,255	12,515	7,546	9,475	14,217
资本开支	(7,248)	(9,799)	(18,493)	(14,124)	(10,753)
联营公司	(78)	221	22	(22)	(22)
其它	(1,308)	(1,196)	(61)	(83)	(81)
投资活动所得现金净额	(8,633)	(10,774)	(18,533)	(14,229)	(10,856)
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	(2,459)	3,286	11,751	7,560	(1,132)
股息	(738)	(785)	(865)	(966)	(1,166)
其它	(4,605)	(4,202)	150	150	150
融资活动所得现金净额	(7,802)	(1,700)	11,036	6,744	(2,148)
现金增加净额	(2,179)	41	49	1,989	1,213
年初现金及现金等价物	5,071	2,861	2,908	2,957	4,946
汇兑	(31)	(7)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,861	2,908	2,957	4,946	6,159
受限制现金	253	523	323	350	347
资产负债表现金	3,114	3,432	3,280	5,297	6,506

资产负债表

12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	128,718	133,773	143,805	148,600	149,111
固定资产	110,001	114,607	124,809	129,979	130,873
预付租金	2,152	-	-	-	-
合资及联营公司投资	4,549	4,328	4,306	4,328	4,350
其它非流动资产	12,016	11,683	11,493	11,113	10,727
流动资产	17,786	23,029	27,184	32,885	35,948
现金及现金等价物	3,114	3,432	3,280	5,297	6,506
应收账款	10,542	16,365	19,987	23,583	25,351
预付款	2,819	1,963	2,495	2,567	2,648
其它流动资产	1,312	1,269	1,422	1,438	1,443
流动负债	39,780	43,538	48,698	49,767	48,328
应付账款	2,059	3,411	2,049	2,049	2,049
其它应付	9,122	10,840	10,465	8,480	7,474
借贷	28,336	28,965	35,876	38,935	38,514
其它流动负债	264	230	220	225	222
非流动负债	50,158	52,610	57,520	61,931	61,130
借贷	46,645	48,881	53,813	58,403	57,771
融资租赁	361	-	-	-	-
其它非流动负债	3,152	2,984	3,052	2,952	2,852
少数股东权益	7,329	7,732	7,882	8,032	8,182
永续中期票据	4,991	4,991	4,991	4,991	4,991
股东权益	44,245	47,932	51,898	56,763	62,428
净资产总额	56,566	60,655	64,772	69,787	75,601

主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
风电	69.8	68.9	72.0	74.0	75.8
火电	27.7	28.3	25.4	23.8	22.2
其它	2.5	2.4	2.2	2.2	2.0
特许权收益	0.1	0.4	0.4	-	-
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	35.0	36.1	36.7	38.5	39.6
税前利率	22.3	23.4	25.0	26.8	28.4
净利润率	14.9	15.7	16.9	18.6	20.0
有效税率	16.5	17.5	18.1	18.5	19.1
资产负债比率					
流动比率 (X)	0.45	0.53	0.56	0.66	0.74
速动比率 (X)	0.43	0.51	0.54	0.64	0.72
现金比率 (X)	0.07	0.07	0.06	0.10	0.13
平均存货周转天数	12.5	11.1	11.5	11.4	10.6
平均应收款周转天数	122.4	178.3	232.6	253.0	260.8
平均应付周转天数	51.8	68.9	67.5	47.6	44.4
债务/股本比率 (%)	169.5	162.4	172.8	171.5	154.2
净负债/股东权益比率 (%)	163.0	156.3	167.1	162.8	144.4
回报率 (%)					
资本回报率	8.9	9.0	9.3	10.3	10.9
资产回报率	2.7	2.8	2.8	3.2	3.7

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律义务。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。