

龙源电力 (916 HK)

业绩增长受高煤价及电价折扣轻微拖累

- ❖ **上半年业绩略低于预期。**龙源电力发布了上半年业绩。销售同比增长 9.7% 至人民币 123 亿，与同期发电量增长速度相符。运营利润则录得人民币 47.6 亿，同比增长 4.7%，运营利润率同比下跌 1.8 个百分点。运营利润增速慢于销售增长，主要是受煤价高企，使火电部门承受盈利压力。上半年录得财务费用 15.0 亿元，同比仅增 4.5%，在财务成本端保持良好控制。公司实现净利润 24.2 亿元，同比增长 5.7%。我们认为公司上半年业绩略低于我们及市场预期。
- ❖ **高企煤价成本拖累业绩增长。**火电业务部门上半年因煤炭成本高企承担了极大利润压力。单位燃料成本同比增长 57%，较我们预期更高。火电成本的负面影响部分被较高的利用小时数及火电实现电价有所抵消。公司半年火电利用小时数同比上涨 339 小时至 2,839 小时，同时火电电价也录得同比上涨人民币 16 元/兆瓦时至人民币 395 元 /兆瓦时。我们将火电业务部门全年平均燃料成本涨幅上调 13 个百分点至 28%，并根据上半年运营情况上调火电利用小时数至 5500 小时及同期对应火电电价。我们对于火电业务部门的运营利润预测也因此自人民币 7.3 亿调低 20.3% 至人民币 5.8 亿元。
- ❖ **风电电价折扣高于预期。**龙源上半年录得 3,415 吉瓦时市场电价销售，占整体风电销售量的 20%。平均折扣电价为人民币 0.47 元/千瓦时，较去年同期的 0.453 元/千瓦时水平较高。管理层预期市场电价销售全年占风电销售比例为 18%。我们相信市场电价交易让将会对风电整体销售电价带来 3.2% 电价折让，较我们此前预期的 2.1% 水平高 1.1 个百分点。
- ❖ **维持全年新增装机目标不变。**上半年公司仅实现 48 兆瓦新增风电装机。管理层仍然维持全年 1.5-1.7 吉瓦的装机目标，其中 500 兆瓦来自海上风电项目，244 兆瓦来自海外南非项目。管理层解释 2017 年大多数项目均为年初才启动建设，因此上半年投产装机较过往水平有所降低。除此以外，参考其他风电运营商的情况，我们推断公司在获得地方政府环评及市场许可方面因政策收紧可能花费了更多的时间。
- ❖ **维持买入评级。**基于调整后的火电燃料成本，更高的风电市场电价交易折让，我们将 2017/2018/2019 年的净利润预测分别调低 6.2%/6.0%/6.1% 至人民币 37.6/42.1/49.4 亿元。我们相信龙源电力的长期风电价值并未受此影响。我们的 DCF 估值也因此自每股 7.22 港元下调至 7.05 港元。**维持买入推荐。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	19,649	22,304	24,473	26,243	28,331
净利润 (百万人民币)	2,881	3,415	3,756	4,210	4,944
EPS (人民币)	0.36	0.42	0.47	0.52	0.62
EPS 变动 (%)	12.8	18.6	10.0	12.1	17.4
市盈率 (x)	14.2	11.9	10.9	9.7	8.2
市帐率 (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	1.4	1.7	1.8	2.1	2.4
权益收益率 (%)	8.2	9.0	9.2	9.5	10.2
净财务杠杆率 (%)	204.2	195.0	194.9	192.0	184.5

数据来源：公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$7.05
(此前目标价)	HK\$7.22)
潜在升幅	+19.5%
当前股价	HK\$5.90

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国风电行业

市值(百万港元)	47,415
3 个月平均流通(百万)	73.23
52 周内高/低(港元)	7.30/5.44
总股本(百万)	8,036

数据来源：彭博

股东结构

国电集团	58.4%
贝莱德	3.8%
流通股	37.8%

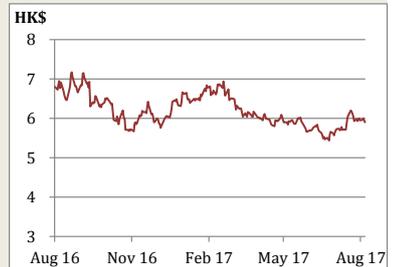
数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	4.5%	2.4%
3 月	1.2%	-5.4%
6 月	-9.8%	-20.3%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：www.clypg.com.cn

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售收入	19,649	22,304	24,473	26,243	28,331
风电	12,331	13,950	15,975	17,745	19,832
火电	5,896	7,270	7,954	7,954	7,954
其它	760	543	544	544	544
特许权收益	662	541	-	-	-
销售成本	(10,598)	(12,853)	(14,160)	(15,013)	(15,881)
毛利	9,051	9,451	10,314	11,230	12,449
其它净收入	447	647	612	656	708
行政费用	(370)	(429)	(416)	(420)	(425)
人员成本	(1,419)	(1,603)	(1,731)	(1,864)	(2,001)
其它费用	(583)	(518)	(612)	(656)	(708)
息税前收益	7,125	7,548	8,166	8,947	10,023
融资成本净额	(3,025)	(2,774)	(3,081)	(3,303)	(3,490)
合资及联营企业	576	376	359	377	395
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	4,676	5,150	5,444	6,020	6,929
所得税	(600)	(660)	(708)	(813)	(970)
减去:					
非控制股东权益	1,196	941	847	864	881
永续中期票据持有人	-	133	133	133	133
净利润	2,881	3,415	3,756	4,210	4,944

数据来源:公司及招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	121,164	125,328	133,048	141,559	149,349
固定资产	98,997	105,598	113,188	121,554	129,194
预付租金	2,003	2,137	2,299	2,454	2,600
合资及联营公司投资	4,822	4,483	4,841	5,218	5,613
其它非流动资产	15,342	13,110	12,719	12,333	11,941
流动资产	12,704	13,333	14,272	15,578	16,679
现金及现金等价物	3,274	1,933	2,755	3,555	4,069
应收账款	4,243	5,901	5,905	6,329	6,829
预付款	3,070	3,644	3,604	3,628	3,660
其它流动资产	2,116	1,854	2,008	2,067	2,120
流动负债	56,000	55,807	56,093	55,126	57,483
应付账款	1,902	2,550	1,953	1,953	1,953
其它应付	8,965	8,571	8,760	8,761	8,762
借贷	44,977	44,472	45,205	44,237	46,592
其它流动负债	156	215	176	176	176
非流动负债	33,293	35,067	40,217	47,393	49,674
借贷	29,970	31,327	36,986	44,237	46,592
融资租赁	-	461	-	-	-
其它非流动负债	3,323	3,279	3,231	3,156	3,081
少数股东权益	6,439	6,896	7,046	7,196	7,346
永续中期票据	2,991	2,991	2,991	2,991	2,991
净资产总额	35,145	37,899	40,972	44,431	48,533
股东权益	35,145	37,899	40,972	44,431	48,533

数据来源:公司及招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
净利润	2,881	3,415	3,756	4,210	4,944
折旧和摊销	5,593	6,352	7,068	7,810	8,553
运营资金变动	3,913	(1,939)	(525)	(506)	(585)
其它	3,920	5,704	(48)	(75)	(75)
经营活动所得现金流	16,307	13,533	10,251	11,440	12,837
资本开支	(16,320)	(13,248)	(14,534)	(16,036)	(16,036)
联营公司	(1,220)	339	(359)	(377)	(395)
其它	1,220	1,699	(104)	(91)	(89)
投资活动所得现金净额	(16,319)	(11,209)	(14,996)	(16,504)	(16,520)
股份发行	2,628	(85)	-	-	-
净借贷	4,801	919	6,120	6,283	4,713
股息	(480)	(576)	(683)	(751)	(842)
其它	(6,423)	(3,542)	(244)	341	305
融资活动所得现金净额	525	(3,284)	5,192	5,873	4,176
现金增加净额	513	(961)	447	809	493
年初现金及现金等价物	2,396	2,887	1,901	2,348	3,157
汇兑	(22)	(25)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,887	1,901	2,348	3,157	3,650
受限制现金	387	28	407	398	419
资产负债表现金	2,887	1,901	2,348	3,157	3,650

数据来源:公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
风电	62.8	62.5	65.3	67.6	70.0
火电	30.0	32.6	32.5	30.3	28.1
其它	3.9	2.4	2.2	2.1	1.9
特许权收益	3.4	2.4	-	-	-
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	36.3	33.8	33.4	34.1	35.4
税前利率	23.8	23.1	22.2	22.9	24.5
净利润率	14.7	15.3	15.3	16.0	17.5
有效税率	12.8	12.8	13.0	13.5	14.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.23	0.24	0.25	0.28	0.29
速动比率 (x)	0.21	0.22	0.23	0.26	0.27
现金比率 (x)	0.05	0.03	0.04	0.06	0.06
平均存货周转天数	19.5	17.4	16.7	17.0	16.5
平均应收款周转天数	99.0	83.0	88.0	85.1	84.8
平均应付周转天数	50.3	63.2	58.0	47.5	44.9
债务 / 股本比率 (%)	212.4	200.0	200.6	199.1	192.0
净负债/股东权益比率 (%)	204.2	195.0	194.9	192.0	184.5
回报率 (%)					
资本回报率	8.2	9.0	9.2	9.5	10.2
资产回报率	2.2	2.5	2.5	2.7	3.0
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.36	0.42	0.47	0.52	0.62
每股股息(人民币)	0.07	0.08	0.09	0.10	0.12
每股账面价值(人民币)	4.37	4.72	5.10	5.53	6.04

数据来源:公司及招银国际预测

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)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作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上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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)2000 年英国不时修订之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人士。