

龙源电力 (916 HK)

借力最大风电经营规模

- ❖ **世界上最大的风电运营商。**龙源电力(龙源)是国电集团旗下唯一一家上市的可再生能源平台。截止2016年,龙源的风电装机容量为世界第一,公司在中国不同地区经营装机达17.37吉瓦的风电场。龙源计划保持每年新增1.6吉瓦风电装机的增速。龙源领先的经营规模使我们为之青睐,我们认为可观的营业规模能够帮助龙源平滑区域性风资源波动和限电所带来的风险。我们预计截至2019年,龙源的总风电装机将上升至22.17吉瓦,对应2016-19年复合增长率8.5%。
- ❖ **限电改善的最大受益者。**2015及2016年龙源限电情况严重,限电率分别达14.5%及15.8%。考虑到龙源拥有中国最大的已投运风电装机容量,我们预计龙源会是限电情况改善的最大受益者。2017上半年,尽管风速相对下降,但由于电力消费同比大幅提升,龙源的限电情况得到明显改善,限电率从1月的19.0%下降至6月的8.8%。我们预计利用小时数将恢复到1,942小时。在目前限电水平,我们测算限电率每下降1%可以使龙源的盈利增长3.8%。
- ❖ **加速海上风电开发。**龙源是中国最早介入海上风电开发的风电运营商,拥有丰富的海上工程经验。鉴于陆上风电项目的不确定性较高,我们预计龙源会通过加速其海上项目的开发来提高风电新增装机能力。截止2016年,龙源拥有700兆瓦的在建海上风电项目,其中500兆瓦预计将于2017年投运。管理层计划每年新增4-500兆瓦的海上风电装机,预计到2020年实现海上风电装机并网容量达2.5吉瓦。
- ❖ **国有企业改革带来的潜在催化剂。**我们预计龙源将受益于国电集团及神华集团的国有企业重组合并。我们认为,龙源作为领先的上市风电运营商,将大概率维持合并实体中唯一一家上市可再生能源平台的地位,同时我们预计国电和神华将加速对其进行潜在风电资产注入。根据风能协会数据的数据,国电集团和神华集团分别持有装机容量为26.8吉瓦和7.5吉瓦的风电场。若资产注入实现将进一步提升龙源的领先地位。
- ❖ **首次覆盖给予买入评级。**在装机稳定扩张及限电情况改善的双重推动下,我们估计净利润将从2016年34.15亿人民币上升至2017/2018/2019年40.04/44.79/52.06亿人民币。由于煤炭燃料成本高昂,我们预计火电在2017年会拖累公司的盈利增长。基于我们的DCF估值,我们得出龙源的目标价为7.22港元,对应11.3倍的2018年前瞻市盈率,意味20.1%上涨空间。

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	24,005	25,835	27,979
净利润(百万人民币)	2,881	3,415	4,004	4,479	5,265
EPS(人民币)	0.36	0.42	0.50	0.56	0.66
EPS变动(%)	12.8	18.6	17.2	11.9	17.6
市盈率(x)	14.6	12.3	10.5	9.4	8.0
市帐率(x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
股息率(%)	1.4	1.6	1.9	2.1	2.5
权益收益率(%)	8.2	9.0	9.7	10.0	10.7
净财务杠杆率(%)	204.2	195.0	196.7	192.6	183.7

数据源:公司及招银国际预测

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$7.22
潜在升幅	+20.1%
当前股价	HK\$6.01

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)	48,299
3个月平均流通(百万)	69.15
52周内高/低(港元)	7.30/5.44
总股本(百万)	8,036

数据源:彭博

股东结构

国电集团	58.4%
贝莱德	3.8%
流通股	37.8%

数据源:彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	4.1%	-2.8%
3月	0.2%	-10.4%
6月	-9.8%	-23.9%

数据源:彭博

股价表现



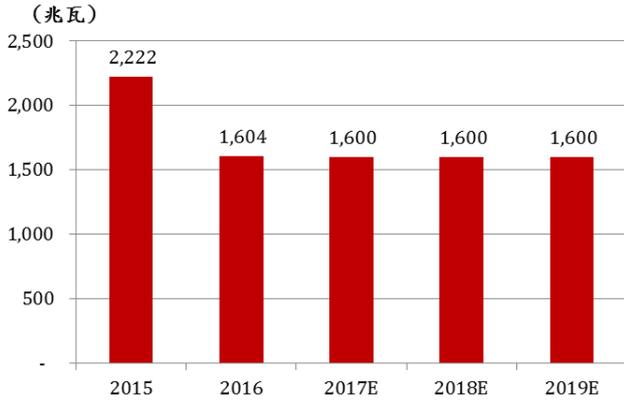
数据源:彭博

审计师:KPMG

公司网站:www.clypg.com.cn

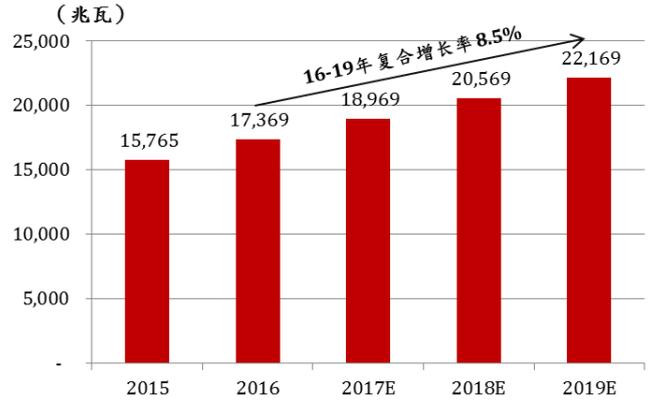
经营数据图表

图 1: 龙源年新增风电装机



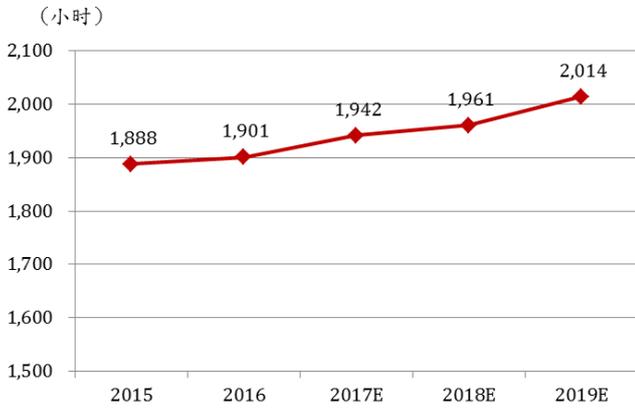
数据来源：公司及招银国际预测

图 2: 龙源总装机容量



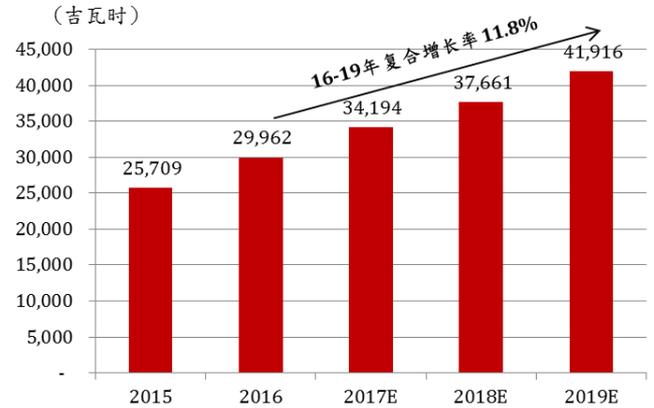
数据来源：公司及招银国际预测

图 3: 龙源年风电利用小时数



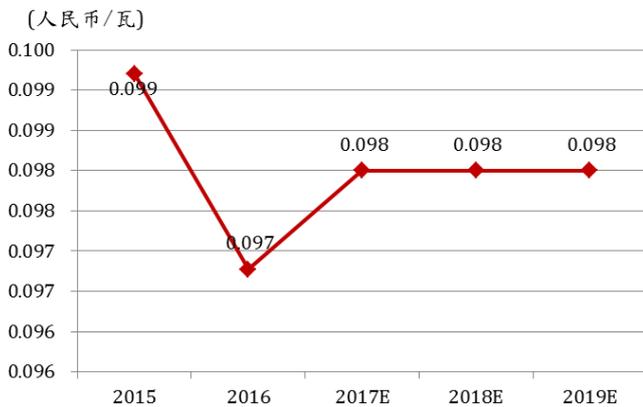
数据来源：公司及招银国际预测

图 4: 龙源风电年发电量



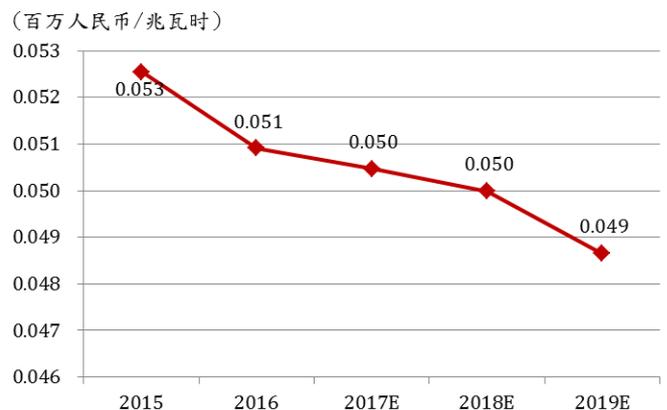
数据来源：公司及招银国际预测

图 5: 单位经营成本 (每瓦)



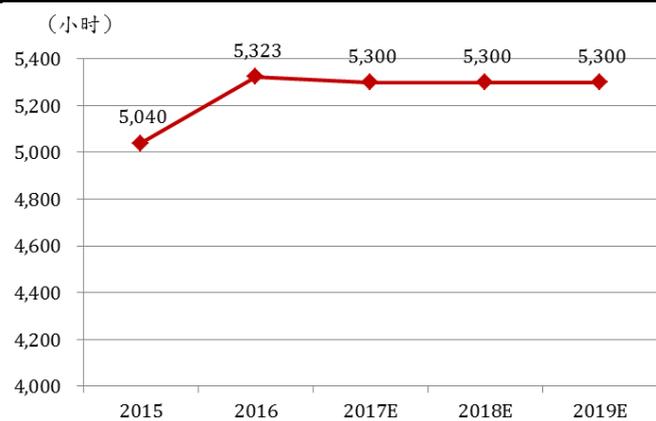
数据来源：公司及招银国际预测

图 6: 单位经营成本 (每兆瓦时)



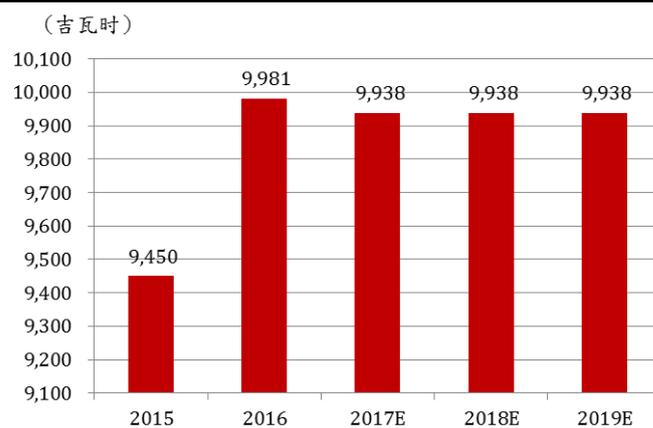
数据来源：公司及招银国际预测

图 7: 火电利用小时数



数据来源：公司及招银国际预测

图 8: 火电年发电量



数据来源：公司及招银国际预测

财务及估值

2016-2019 营业利润年复合增长率为 11.6%

风电业务是龙源的最大增长动力，公司计划保持每年 1.6 吉瓦的风电装机增长，而火电装机则仍维持在 1,875 兆瓦（公司所有位于江苏的现有项目）。因此我们预计风电业务收入占比将从 2016 年的 62.5% 提升至 2017/2018/2019 年的 67.3/69.6/71.9%。考虑到发电量增加，我们预计龙源的总收入将从 2016 年 240.05 亿人民币上升至 2019 年 279.79 亿人民币，年均复合增长 7.8%。

在经营费用方面，折旧与摊销占比最大，占总经营费用约 45%。我们预计随着公司扩大其海上风电经营规模（海上风电项目的资本性支出大于陆上风电），折旧与摊销将会小幅增加，其他经营费用水平大体维持不变并随着装机增长而增长。鉴于我们预计未来限电情况将得到改善，风电利用小时数上升，我们预测龙源的经营利润将从 2016 年的 75.48 亿人民币上升至 2019 年的 104.82 亿人民币，年均复合增长 11.6%，增速快于收入增长。2016 年经营利润率为 33.8%，未来也将上升。

稳定的资本性支出及利息支出带来净利润率增长

根据管理层对未来稳定装机计划的指引，龙源海上风电项目对投资需求较高，因此我们预计龙源的资本性支出将稳定在 157.0 亿人民币左右，高于 2016 年 123.0 亿人民币的水平。2016 年龙源短期/长期负债比率（6/4）较高。在利息支出方面，我们预计在本地区债券市场收益率走高的影响下，龙源的综合利息成本将达到 4.6%，较 2016 年高出 20 个基点。我们认为 4.6% 这个数字与龙源近五年的借款历史相比仍处于低位，因此我们相信利息支出将会继续得到良好的控制。

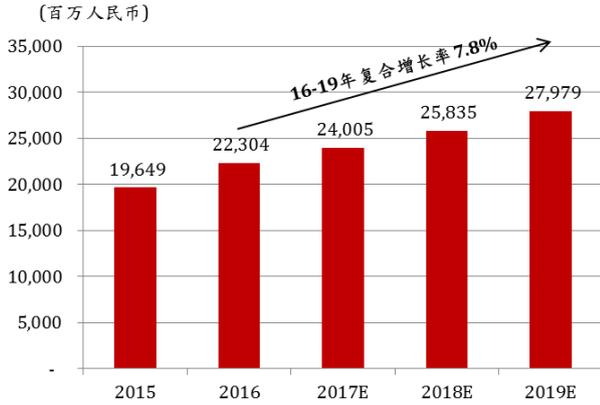
我们预计龙源净利润将从 2016 年 34.15 亿人民币上升至 2017/2018/2019 年 40.04/44.79/52.65 亿人民币，2016-19 年复合增长率达 15.5%，净利润率则将从 2016 年的 15.3% 增加至 2017/2018/2019 年的 16.7/17.3/18.8%。

估值

我们采用 DCF 估值法来估计龙源的内在价值。根据我们的模型，假设贴现自由现金流/终值比例为 39.2%/60.8%，永续增长率 3%，我们算出龙源的股本价值为 504.7 亿人民币。我们的终值估算对应 7.5 倍的 EV/EBITDA。我们基于 1 港元 = 0.87 人民币的汇率，计算得出华能的目标价为 7.22 港元，对应 11.3 倍的 2018 年前瞻市盈率及 1.1 倍的 2018 年前瞻市净率。根据我们对龙源最大风电运营规模的偏好以及可观的盈利增长的判断，**首次覆盖我们给予龙源买入评级，目标价每股 7.22 港元。**

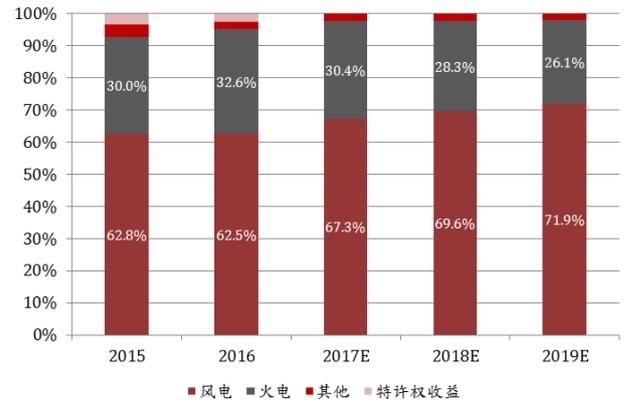
财务数据图表

图 9: 我们预计 16-19 收入年均复合增长 7.8%



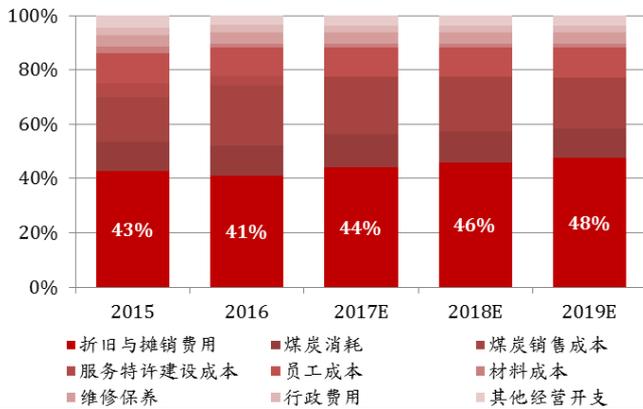
数据来源：公司及招银国际预测

图 10: 龙源收入组合



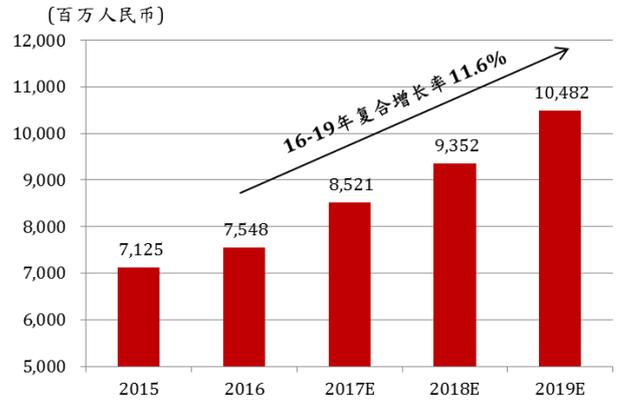
数据来源：公司及招银国际预测

图 11: 折旧占大部分支出金额



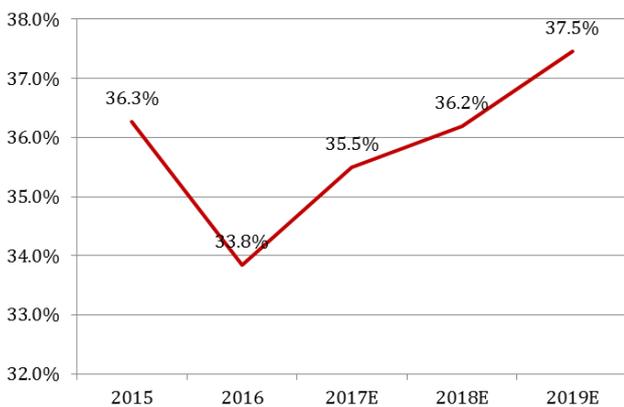
数据来源：公司及招银国际预测

图 12: 我们预计 16-19 营业利润年均复合增长 12.3%



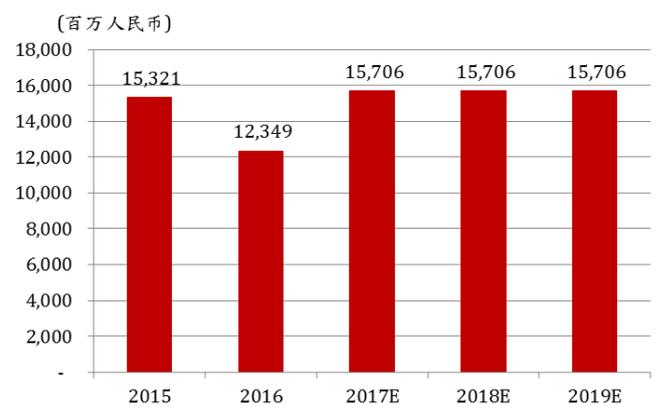
数据来源：公司及招银国际预测

图 13: 经营利润率随限电情况改善而上升



数据来源：公司及招银国际预测

图 14: 基于稳定的装机增长目标，我们预计资本性支出保持平稳



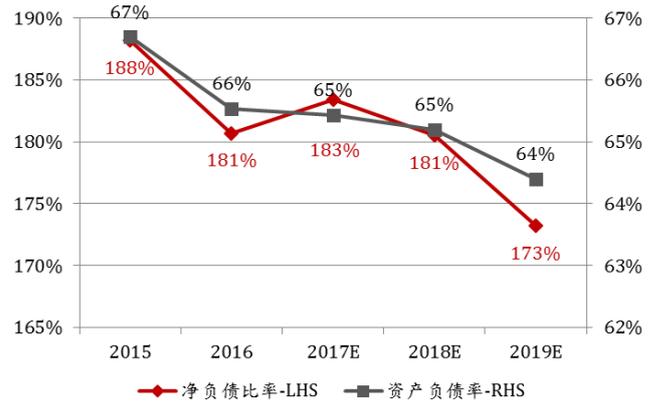
数据来源：公司及招银国际预测

图 15: 在严格控制下利息支出保持稳定



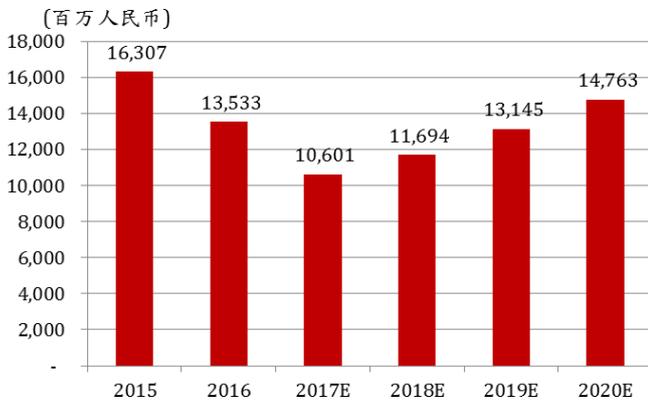
数据来源: 公司及招银国际预测

图 16: 我们预计杠杆率逐步下降



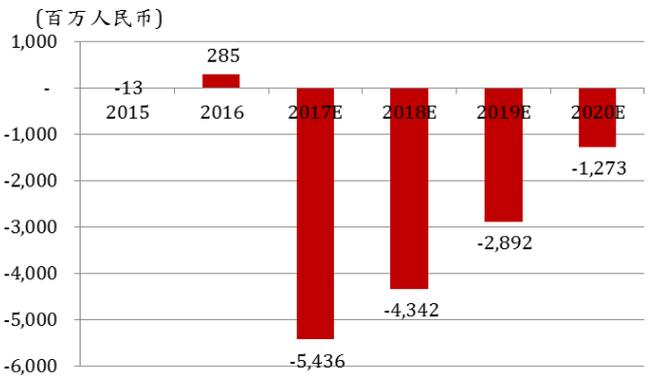
数据来源: 公司及招银国际预测

图 17: 稳定增长的经营现金流



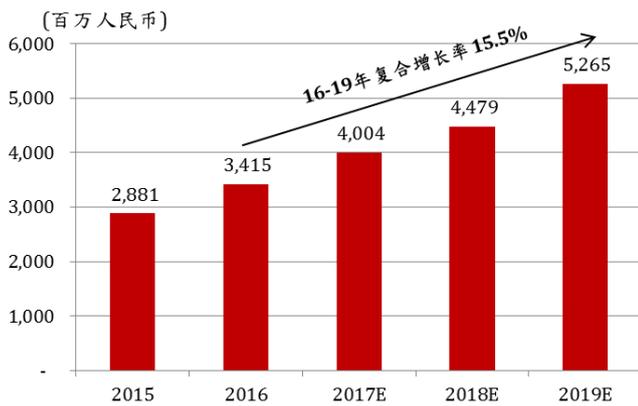
数据来源: 公司及招银国际预测

图 18: 归属股东自由现金流预测



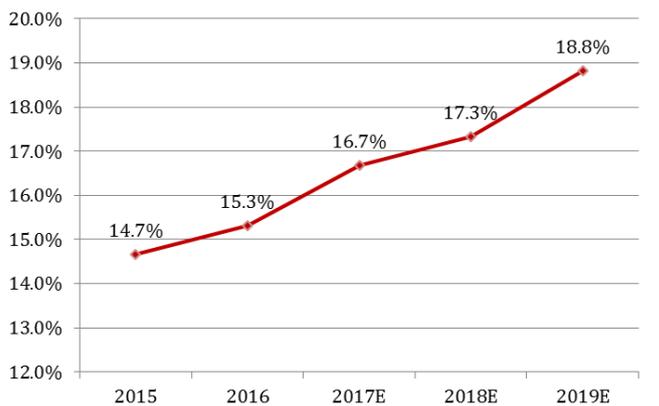
数据来源: 公司及招银国际预测

图 19: 2016-19 净利润年复合增长率为 15.5%



数据来源: 公司及招银国际预测

图 20: 净利润率增加



数据来源: 公司及招银国际预测

图 21: 龙源 DCF 估值

DCF Valuation	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入	25,835	27,979	30,216	30,895	32,567	34,249	35,940	37,641	39,351	41,070	42,799	44,538	46,287
营业收入增长率	8%	8%	8%	2%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
EBIT (百万人民币)	9,628	10,818	12,099	13,733	14,625	15,522	16,424	17,331	18,243	19,160	20,082	21,010	21,942
EBIT率	37%	39%	40%	44%	45%	45%	46%	46%	46%	47%	47%	47%	47%
税率	14%	14%	15%	15%	16%	16%	17%	17%	18%	18%	19%	19%	20%
折旧 (百万人民币)	7,934	8,732	9,530	10,170	10,810	11,450	12,090	12,731	13,371	14,011	14,651	15,291	15,931
资本性支出 (百万人民币)	(16,620)	(16,620)	(16,620)	(16,415)	(16,212)	(16,012)	(15,815)	(15,620)	(15,428)	(15,238)	(15,051)	(14,867)	(14,685)
流动资金投资	(520)	(599)	(625)	(169)	(246)	(247)	(248)	(250)	(251)	(253)	(254)	(255)	(257)
自由现金流	162	2,014	3,880	5,598	7,202	8,724	10,238	11,745	13,244	14,736	16,220	17,697	19,166
年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
贴现率	0.91	0.83	0.75	0.69	0.62	0.57	0.52	0.47	0.43	0.39	0.35	0.32	0.29
贴现现金流	148	1,667	2,923	3,837	4,493	4,952	5,288	5,520	5,664	5,734	5,743	5,702	5,619
终值	286,170												
最终永续增长率	3%												
终值EV/EBITDA	7.56												

估值 (百万人民币)

终值	286,170
最终永续增长率	3.0%
终值EV/EBITDA	7.56
总贴现现金流	57,288
贴现终值	83,895
企业价值	141,183
总贴现现金流%	40.6%
贴现终值%	59.4%
加: 现金及现金等价物	2,188
减: 债务	82,867
少数股东权益	7,046
永续债	2,991
股本价值 (人民币)	50,467
每股价值 (人民币)	6.28
汇率 (港元/人民币)	0.87
每股价值 (港元)	7.22

数据来源: 招银国际预测

加权平均资本成本计算

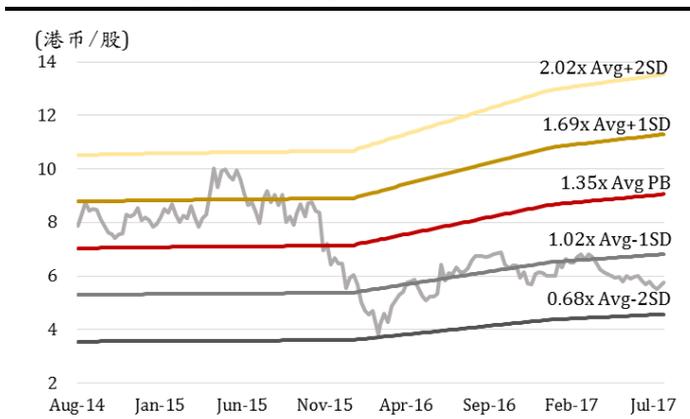
债务成本	4.6%
税率	16.5%
税后债务成本	3.8%
股本成本	21.1%
调整后beta	1.35
市场风险溢价	14.7%
无风险收益率	1.3%
债务融资%	65.0%
加权平均资本成本	9.9%

图 22: 龙源前瞻市盈率通道



数据来源: 彭博及招银国际

图 23: 龙源前瞻市帐率通道



数据来源: 彭博及招银国际

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	24,005	25,835	27,979
风电	12,331	13,950	16,157	17,986	20,130
火电	5,896	7,270	7,305	7,305	7,305
其它	760	543	544	544	544
特许权收益	662	541	-	-	-
销售成本	(10,598)	(12,853)	(13,346)	(14,206)	(15,076)
毛利	9,051	9,451	10,660	11,629	12,903
其它净收入	447	647	600	646	699
行政费用	(370)	(429)	(408)	(413)	(420)
人员成本	(1,419)	(1,603)	(1,731)	(1,864)	(2,001)
其它费用	(583)	(518)	(600)	(646)	(699)
息税前收益	7,125	7,548	8,521	9,352	10,482
融资成本净额	(3,025)	(2,774)	(3,110)	(3,359)	(3,538)
合资及联营企业	576	376	448	471	494
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	4,676	5,150	5,859	6,464	7,439
所得税	(600)	(660)	(762)	(873)	(1,041)
减去:					
非控制股东权益	1,196	941	960	979	999
永续中期票据持有人	-	133	133	133	133
净利润	2,881	3,415	4,004	4,479	5,265

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	134,640	143,245	151,134
固定资产	98,997	105,598	114,691	123,057	130,697
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	4,931	5,402	5,896
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	13,603	15,035	16,303
现金及现金等价物	3,274	1,933	2,188	3,098	3,767
应收账款	4,243	5,901	5,793	6,231	6,745
预付款	3,070	3,644	3,604	3,628	3,660
其它流动资产	2,116	1,854	2,019	2,077	2,131
流动负债	56,000	55,807	56,465	55,464	57,821
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	45,577	44,575	46,930
其它流动负债	156	215	176	176	176
非流动负债	33,293	35,067	40,522	47,731	50,012
借贷	29,970	31,327	37,290	44,575	46,930
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	41,220	44,898	49,267
股东权益	35,145	37,899	41,220	44,898	49,267

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	4,004	4,479	5,265
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)	(423)	(520)	(599)
其它	3,920	5,704	(48)	(75)	(75)
经营活动所得现金流	16,307	13,533	10,601	11,694	13,145
资本开支	(16,320)	(13,248)	(16,036)	(16,036)	(16,036)
联营公司	(1,220)	339	(448)	(471)	(494)
其它	1,220	1,699	(104)	(91)	(89)
投资活动所得现金净额	(16,319)	(11,209)	(16,589)	(16,598)	(16,619)
股份发行	2,628	(85)	-	-	-
净借贷	4,801	919	6,796	6,283	4,713
股息	(480)	(576)	(683)	(801)	(896)
其它	(6,423)	(3,542)	(247)	341	305
融资活动所得现金净额	525	(3,284)	5,865	5,823	4,122
现金增加净额	513	(961)	(123)	919	648
年初现金及现金等价物	2,396	2,887	1,901	1,778	2,697
汇兑	(22)	(25)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,887	1,901	1,778	2,697	3,345
受限制现金	387	28	410	401	422
资产负债表现金	2,887	1,901	1,778	2,697	3,345

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	67.3	69.6	71.9
火电	30.0	32.6	30.4	28.3	26.1
其它	3.9	2.4	2.3	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	35.5	36.2	37.5
税前利率	23.8	23.1	24.4	25.0	26.6
净利润率	14.7	15.3	16.7	17.3	18.8
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	0.24	0.27	0.28
速动比率 (x)	0.21	0.22	0.22	0.25	0.26
现金比率 (x)	0.05	0.03	0.03	0.05	0.06
平均存货周转天数	19.5	17.4	17.1	17.4	16.8
平均应收款周转天数	99.0	83.0	88.9	84.9	84.6
平均应付周转天数	50.3	63.2	61.6	50.2	47.3
债务 / 股本比率 (%)	212.4	200.0	201.0	198.6	190.5
净负债/股东权益比率 (%)	204.2	195.0	196.7	192.6	183.7
回报率 (%)					
资本回报率	8.2	9.0	9.7	10.0	10.7
资产回报率	2.2	2.5	2.7	2.8	3.1
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.36	0.42	0.50	0.56	0.66
每股股息(人民币)	0.07	0.08	0.10	0.11	0.13
每股账面价值(人民币)	4.37	4.72	5.13	5.59	6.13

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。