

龙源电力 (916 HK)

上半年业绩预览

- ❖ **我们预期上半年实现卓越盈利增长。**龙源电力 2017 年仅实现新增装机增速为 5.9%，但在去年较低装机增速状态下 2018 上半年仍然驱动了高双位数的发电量增长，显示公司的资产质量和盈利水平明显上升，我们也预期公司上半年盈利能够实现卓越增长。除资产质量明显改善以外，我们也对模型预测进行了微调，包括 1) 将全年财务成本调增 30 个基点，2) 调低火电全年火电利用小时 5%，同时调高火电燃料成本 5%，以及 3) 调低其它发电部门利用小时数 10%。我们的测算显示公司能够实现中期净利润人民币 31.71 亿元，同比增长 31.3%。我们同时将公司的 2018 年全年净利润预测提升 4.5%，自人民币 47.54 亿人民币上调至 49.68 亿元。
- ❖ **风电表现强劲。**公司上半年实现发电量同比增长 13.6% 至 25,384 吉瓦时。强劲的发电量增长主要有风力发电同比增长 21.6% 所拉动，而火电和其它发电量则同比分别下跌了 10.0% 及 17.7%。风电业务板块的靓丽表现驱动因素为 1) 18 年 1 季度风资源条件较好，以及 2) 限电率获得显著改善，我们根据月度数据估计，限电率将自 2017 年上半年 13.4% 下降至 2018 年上半年 6.5%。我们测算风电利用小时较 2017 年同期增长 100 小时至 1,130 小时。基于我们对于下半年限电率维持较低水平的乐观预判，以及 7 月份风电同比维持 33.7% 高增速，同时限电率实现进一步下降至 2.97%，我们对下半年展望维持正面，预料风电利用小时任然能够维持优秀表现。
- ❖ **潜在的业绩催化剂仍有待确认。**我们相信龙源上半年强劲的业务表现已大部分反应在目前股价之中，我们预料有更多业绩的催化剂仍在下半年有待确认。若以影响力排序，我们认为这些催化剂包括 1) 来自第七批国补发放所带来的现金流改善将有助于公司实现明显价值重估；2) 市场电价折扣幅度缩小将有助于公司实现较高的平均电价；以及 3) 火电业务部门若确认触底反弹将帮助公司提升盈利。基于上述预期催化剂，我们认为龙源电力下半年主要业绩影响因素将包括财政部的补贴下放，用电量，市场化电量交易情况，以及煤价等。
- ❖ **维持买入评级，目标价 8.62 港元。**除对 2018 年盈利预测进行调整外，基于我们对未来的市场化电量交易折扣幅度将趋向更小的判断，我们对 2019E-20E 盈利预测也分别提升 0.8% 及 1.2%。在目前市场对于公司 2018E-19E 的市盈率分别为 9.0 倍及 8.2 倍估值下，我们维持对于公司短期估值水平趋向公允价值判断（市盈率 10 倍）。尽管如此，基于多项潜在的价值重估催化因素，我们对于龙源电力长期的盈利增速维持乐观。我们将 DCF 估值更新至 2019 年，目标价自每股 8.70 港元略下调至 8.48 港元。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	22,304	24,592	27,596	29,149	30,908
净利润 (百万人民币)	3,415	3,688	4,968	5,448	6,157
EPS (人民币)	0.42	0.46	0.62	0.68	0.77
EPS 变动 (%)	18.6	8.0	34.7	9.7	13.0
市盈率 (x)	13.2	12.2	9.0	8.2	7.3
市帐率 (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	1.5	1.6	2.2	2.4	2.7
权益收益率 (%)	9.0	9.0	11.0	10.9	11.2
净财务杠杆率 (%)	195.0	175.8	170.4	154.4	137.5

数据来源：公司及招銀国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$8.48
(此前目标价)	HK\$8.70)
潜在升幅	+30.5%
当前股价	HK\$6.50

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)	52,237
3 个月平均流通(百万)	111.26
52 周内高/低(港元)	7.78/5.02
总股本(百万)	8,036

数据来源：彭博

股权结构

国家能源集团	58.4%
流通股	41.6%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-0.3%	2.5%
3 月	-6.2%	5.2%
6 月	30.6%	40.4%

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售收入	22,304	24,592	27,596	29,149	30,908
风电	13,950	15,998	19,401	20,923	22,682
火电	7,270	7,990	7,712	7,724	7,724
其它	543	530	483	502	502
特许权收益	541	74	-	-	-
销售成本	(12,853)	(13,965)	(14,813)	(15,443)	(16,065)
毛利	9,451	10,627	12,783	13,706	14,843
其它净收入	647	712	690	729	773
行政费用	(429)	(542)	(552)	(583)	(618)
人员成本	(1,603)	(1,677)	(1,769)	(1,878)	(1,991)
其它费用	(518)	(784)	(883)	(933)	(989)
息税前收益	7,548	8,337	10,269	11,041	12,018
融资成本净额	(2,774)	(3,215)	(3,441)	(3,561)	(3,603)
合资及联营企业	376	344	361	379	398
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	5,150	5,465	7,189	7,859	8,813
所得税	(660)	(916)	(1,261)	(1,437)	(1,667)
减去:					
非控制股东权益	941	704	718	732	747
永续中期票据持有人	133	158	242	242	242
净利润	3,415	3,688	4,968	5,448	6,157

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	125,328	128,513	133,953	137,286	140,115
固定资产	105,598	109,473	114,144	117,347	120,040
预付租金	2,137	2,165	2,323	2,474	2,616
合资及联营公司投资	4,483	4,472	4,833	5,212	5,610
其它非流动资产	13,110	12,403	12,653	12,253	11,848
流动资产	13,333	17,122	18,302	22,252	26,779
现金及现金等价物	1,933	5,105	3,825	6,934	10,512
应收账款	5,901	7,155	8,834	9,621	10,509
预付款	3,644	3,629	3,628	3,660	3,702
其它流动资产	1,854	1,233	2,015	2,037	2,056
流动负债	55,807	47,159	51,238	52,590	53,672
应付账款	2,550	1,891	1,824	1,824	1,824
其它应付	8,571	9,220	8,761	8,762	8,763
借贷	44,472	35,774	40,378	41,730	42,811
其它流动负债	215	275	275	275	275
非流动负债	35,067	45,176	43,488	44,764	45,771
借贷	31,327	41,620	40,378	41,730	42,811
融资租赁	461	415	-	-	-
其它非流动负债	3,279	3,141	3,110	3,035	2,960
少数股东权益	6,896	7,173	7,173	7,373	7,573
永续中期票据	2,991	4,991	4,991	4,991	4,991
净资产总额	37,899	41,135	45,365	49,820	54,887
股东权益	37,899	41,135	45,365	49,820	54,887

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
净利润	3,415	3,688	4,968	5,448	6,157
折旧和摊销	6,352	6,691	7,570	8,101	8,627
运营资金变动	(1,939)	(1,162)	(2,450)	(841)	(947)
其它	5,704	376	(917)	89	86
经营活动所得现金流	13,533	9,594	9,171	12,797	13,923
资本开支	(13,248)	(10,494)	(12,218)	(11,144)	(11,144)
联营公司	339	11	(361)	(379)	(398)
其它	1,699	(627)	48	(89)	(86)
投资活动所得现金净额	(11,209)	(11,110)	(12,531)	(11,611)	(11,628)
股份发行	(85)	1,954	-	-	-
净借贷	919	2,198	2,488	2,704	2,164
股息	(576)	(683)	(738)	(994)	(1,090)
其它	(3,542)	277	-	200	200
融资活动所得现金净额	(3,284)	3,746	1,750	1,911	1,274
现金增加净额	(961)	2,230	(1,610)	3,096	3,569
年初现金及现金等价物	2,887	1,901	5,072	3,462	6,558
汇兑	(25)	941	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,901	5,072	3,462	6,558	10,127
受限制现金	28	33	363	376	385
资产负债表现金	1,933	5,105	3,825	6,934	10,512

数据来源:公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
风电	62.5	65.1	70.3	71.8	73.4
火电	32.6	32.5	27.9	26.5	25.0
其它	2.4	2.2	1.8	1.7	1.6
特许权收益	2.4	0.3	-	-	-
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	33.8	33.9	37.2	37.9	38.9
税前利率	23.1	22.2	26.1	27.0	28.5
净利润率	15.3	15.0	18.0	18.7	19.9
有效税率	12.8	16.8	17.5	18.3	18.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.24	0.36	0.36	0.42	0.50
速动比率 (x)	0.22	0.34	0.33	0.40	0.48
现金比率 (x)	0.03	0.11	0.07	0.12	0.19
平均存货周转天数	17.4	14.8	14.2	15.2	14.5
平均应收款周转天数	83.0	96.9	105.7	115.5	118.9
平均应付周转天数	63.2	58.0	45.8	43.1	41.4
债务 / 股本比率 (%)	200.0	188.1	178.0	167.5	156.0
净负债 / 股东权益比率 (%)	195.0	175.8	170.4	154.4	137.5
回报率 (%)					
资本回报率	9.0	9.0	11.0	10.9	11.2
资产回报率	2.5	2.5	3.3	3.4	3.7
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.42	0.46	0.62	0.68	0.77
每股股息 (人民币)	0.08	0.09	0.12	0.14	0.15
每股账面价值 (人民币)	4.72	5.12	5.64	6.20	6.83

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責任。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。