

龙源电力 (916 HK)

三季度业绩如期，补贴加速回收现曙光

龙源电力公布了季度业绩。前三季度扣除永续权益后，净利润为人民币 37.18 亿元，同比增长 11.7%，符合我们全年盈利增速预期。新增装机实现超过 1.2 吉瓦。管理层计划将 2020 全年装机目标从 2.3 吉瓦上调至 2.5 吉瓦，以锁定更多回报率较高的带补贴项目。对于近期补贴政策更新，管理层认为合理利用小时对于项目回报影响轻微，同时认为补贴封顶将有望加速补贴拖欠问题的解决。我们相信对补贴问题的解决方案将在短期内发布，重申对公司的买入评级，目标价维持每股 7.38 港元不变。

- **前三季度业绩符合预期。**3 季度收入录得轻微同比下跌 2.5%，主要受煤电电价较低以及生物质业务部门电量下降影响。前三季度的收入规模整体持平。运营支出同比下降 3.0%，主要受火电燃料成本及煤炭贸易减少所致。财务成本维持下降趋势，同比下降 7.5%。在扣除永续权益分派后，公司前三季度净利润为人民币 37.18 亿元，同比增长 11.7%，符合我们全年盈利增长 11.7% 预期。
- **补贴款回收人民币 30 亿元。**根据管理层介绍，公司前三季度共计回收补贴款人民币 30 亿元。该数额较中期业绩交流数值显著增加。对于近期的政府补贴政策更新，管理层认为在引入合理利用小时后，到 2020 年底补贴的总规模将获得封顶，这对于解决补贴拖欠问题将是积极信号。管理层预期 2020 年补贴回收进展仍旧较慢，但在 2021 年将看到补贴款加速回收的可能。
- **2025 年新能源装机目标翻倍。**公司对十四五新能源装机设置了具备雄心的目标以加速对风电和光伏项目的投资。到 2025 年，公司计划实现 40GW 的新能源装机规模，较目前装机规模翻倍。除了海上风电项目一台，2021 年投产的陆上的风电及光伏项目均为平价项目。我们预期公司将会在未来数年维持较高的资本开支预算规模。
- **补贴回收已现曙光，重申买入评级。**我们认为管理层对于补贴政策观点确认了我们此前对于补贴拖欠将在短期内获得解决的判断，这将显著提振市场对于行业的情绪以触发价值重估。我们对于公司的盈利预测维持不变，重申对于公司的买入评级。我们的目标价维持每股 7.38 港元，对应 2021/22 年前瞻市盈率为 8.8/7.6 倍。

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)	9.27	8.41	7.52	6.23	5.3
市帐率 (倍)	0.8	0.76	0.70	0.64	0.58
股息率 (%)	2.2	2.4	2.7	3.2	3.8
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\$7.38)
潜在升幅	+41.9%
当前股价	HK\$5.20

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)	41,789
3 月平均流通量 (百万港元)	115.3
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%

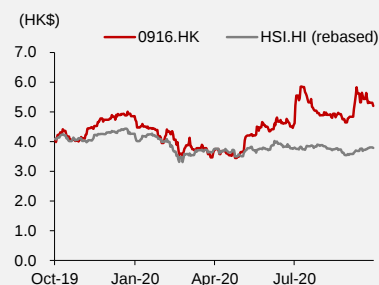
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	11.8%	4.8%
3-月	16.6%	15.7%
6-月	43.1%	40.1%
12-月	25.4%	34.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：万德资讯

审计师：安永

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
平均应收账款周转天数	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风险。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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

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属制的报告。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。