

龍源電力 (916 HK)

借力最大風電經營規模

❖ **世界上最大的風電運營商。**龍源電力（龍源）是國電集團旗下唯一一家上市的可再生能源平臺。截止 2016 年，龍源的風電裝機容量為世界第一，公司在中國不同地區經營裝機達 17.37 吉瓦的風電場。龍源計畫保持每年新增 1.6 吉瓦風電裝機的增速。龍源領先的經營規模使我們為之青睞，我們認為可觀的營業規模能夠說明龍源平滑區域性風資源波動和限電所帶來的風險。我們預計截至 2019 年，龍源的總風電裝機將上升至 22.17 吉瓦，對應 2016-19 年複合增長率 8.5%。

❖ **限電改善的最大受益者。**2015 及 2016 年龍源限電情況嚴重，限電率分別達 14.5% 及 15.8%。考慮到龍源擁有中國最大的已投運風電裝機容量，我們預計龍源會是限電情況改善的最大受益者。2017 上半年，儘管風速相對下降，但由於電力消費同比大幅提升，龍源的限電情況得到明顯改善，限電率從 1 月的 19.0% 下降至 6 月的 8.8%。我們預計利用小時數將恢復到 1,942 小時。在目前限電水準，我們測算限電率每下降 1% 可以使龍源的盈利增長 3.8%。

❖ **加速海上風電開發。**龍源是中國最早介入海上風電開發的風電運營商，擁有豐富的海上工程經驗。鑒於陸上風電項目的不確定性較高，我們預計龍源會通過加速其海上專案的開發來提高風電新增裝機能力。截止 2016 年，龍源擁有 700 兆瓦的在建海上風電專案，其中 500 兆瓦預計將於 2017 年投運。管理層計畫每年新增 4-500 兆瓦的海上風電裝機，預計到 2020 年實現海上風電裝機並網容量達 2.5 吉瓦。

❖ **國有企業改革帶來的潛在催化劑。**我們預計龍源將受益於國電集團及神華集團的國有企業重組並。我們認為，龍源作為領先的上市風電運營商，將大概率維持合併實體中唯一一家上市可再生能源平臺的地位，同時我們預計國電和神華將加速對其進行潛在風電資產注入。根據風能協會資料的資料，國電集團和神華集團分別持有裝機容量為 26.8 吉瓦和 7.5 吉瓦的風電場。若資產注入實現將進一步提升龍源的領先地位。

❖ **首次覆蓋給予買入評級。**在裝機穩定擴張及限電情況改善的雙重推動下，我們估計淨利潤將從 2016 年 34.15 億人民幣上升至 2017/2018/2019 年 40.04/44.79/52.06 億人民幣。由於煤炭燃料成本高昂，我們預計火電在 2017 年會拖慢公司的盈利增長。基於我們的 DCF 估值，我們得出龍源的目標價為 7.22 港元，對應 11.3 倍的 2018 年前瞻市盈率，意味 20.1% 上漲空間。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	19,649	22,304	24,005	25,835	27,979
淨利潤 (百萬人民幣)	2,881	3,415	4,004	4,479	5,265
EPS (人民幣)	0.36	0.42	0.50	0.56	0.66
EPS 變動 (%)	12.8	18.6	17.2	11.9	17.6
市盈率 (x)	14.6	12.3	10.5	9.4	8.0
市帳率 (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
股息率 (%)	1.4	1.6	1.9	2.1	2.5
權益收益率 (%)	8.2	9.0	9.7	10.0	10.7
淨財務杠杆率 (%)	204.2	195.0	196.7	192.6	183.7

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$7.22
潛在升幅	+20.1%
當前股價	HK\$6.01

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

中國風電行業

市值(百萬港元)	48,299
3 個月平均流通(百萬)	69.15
52 周內高/低(港元)	7.30/5.44
總股本(百萬)	8,036

資料來源：彭博

股東結構

國電集團	58.4%
貝萊德	3.8%
流通股	37.8%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	4.1%	-2.8%
3 月	0.2%	-10.4%
6 月	-9.8%	-23.9%

資料來源：彭博

股價表現



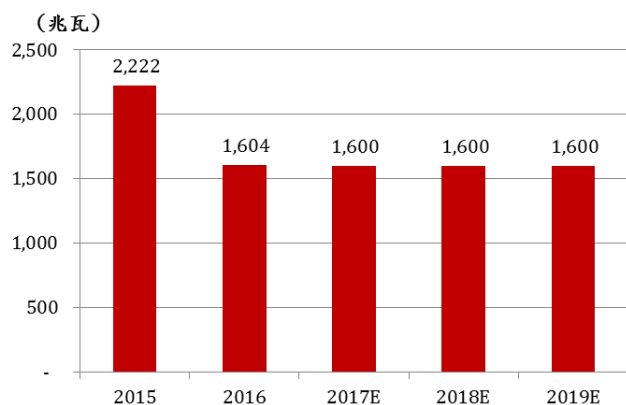
資料來源：彭博

審計師：KPMG

公司網站：www.clypg.com.cn

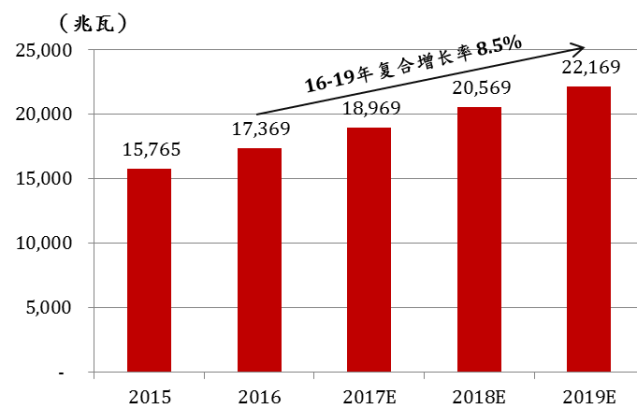
經營資料圖表

圖 1: 龍源年新增風電裝機



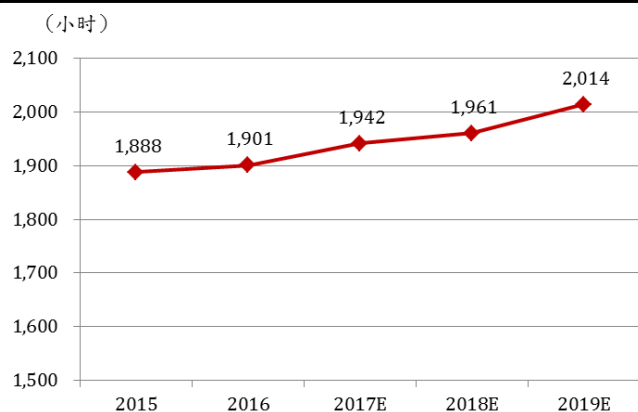
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 2: 龍源總裝機容量



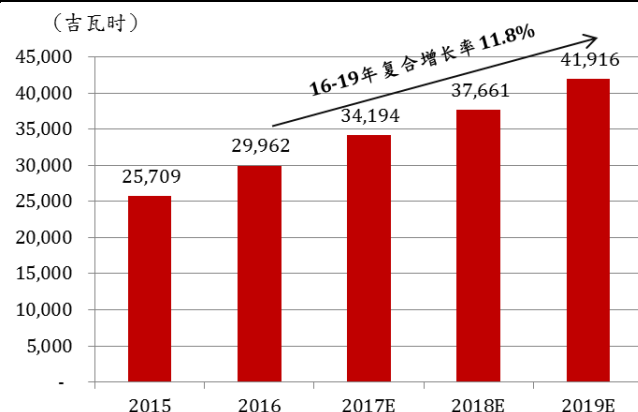
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 3: 龍源年風電利用小時數



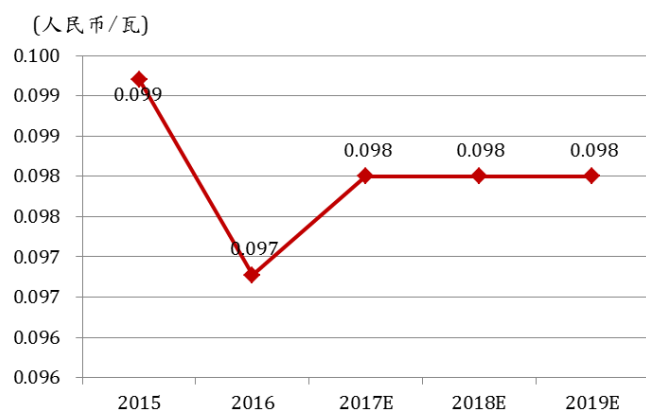
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 4: 龍源風電年發電量



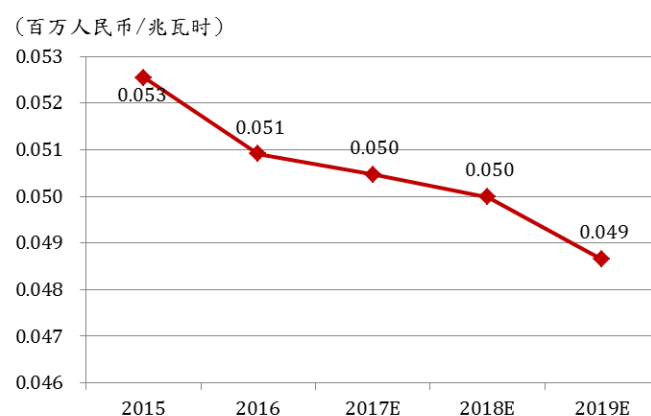
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 5: 單位經營成本 (每瓦)



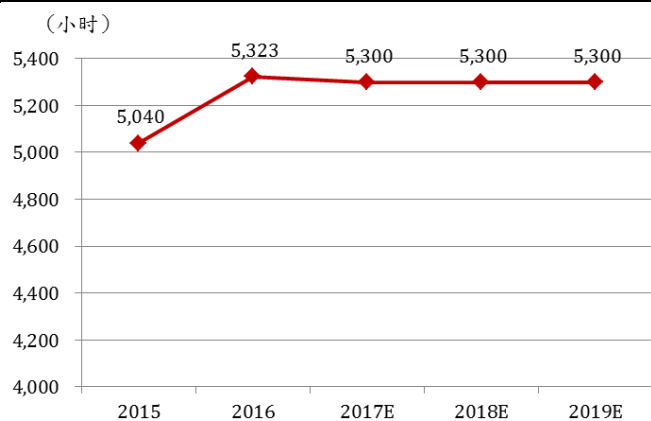
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 6: 單位經營成本 (每兆瓦時)



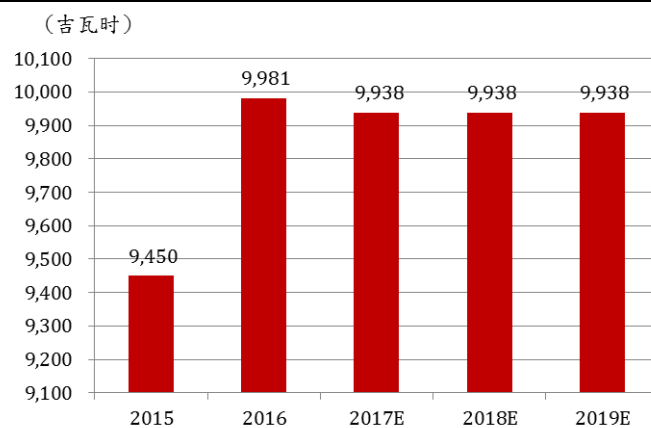
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 7: 火電利用小時數



資料來源：公司及招銀國際預測

圖 8: 火電年發電量



資料來源：公司及招銀國際預測

財務及估值

2016-2019 營業利潤年複合增長率為 11.6%

風電業務是龍源的最大增長動力，公司計畫保持每年 1.6 吉瓦的風電裝機增長，而火電裝機則仍維持在 1,875 兆瓦（公司所有位於江蘇的現有項目）。因此我們預計風電業務收入占比將從 2016 年的 62.5% 提升至 2017/2018/2019 年的 67.3/69.6/71.9%。考慮到發電量增加，我們預計龍源的總收入將從 2016 年 240.05 億人民幣上升至 2019 年 279.79 億人民幣，年均複合增長 7.8%。

在經營費用方面，折舊與攤銷占比最大，占總經營費用約 45%。我們預計隨著公司擴大其海上風電經營規模（海上風電專案的資本性支出大於陸上風電），折舊與攤銷將會小幅增加，其他經營費用水準大體維持不變並隨著裝機增長而增長。鑒於我們預計未來限電情況將得到改善，風電利用小時數上升，我們預測龍源的經營利潤將從 2016 年的 75.48 億人民幣上升至 2019 年的 104.82 億人民幣，年均複合增長 11.6%，增速快於收入增長。2016 年經營利潤率為 33.8%，未來也將上升。

穩定的資本性支出及利息支出帶來淨利潤率增長

根據管理層對未來穩定裝機計畫的指引，龍源海上風電專案對投資需求較高，因此我們預計龍源的資本性支出將穩定在 157.0 億人民幣左右，高於 2016 年 123.0 億人民幣的水準。2016 年龍源短期/長期負債比率（6/4）較高。在利息支出方面，我們預計在本地債券市場收益率走高的影響下，龍源的綜合利息成本將達到 4.6%，較 2016 年高出 20 個基點。我們認為 4.6% 這個數字與龍源近五年的借款歷史相比仍處於低位，因此我們相信利息支出將會繼續得到良好的控制。

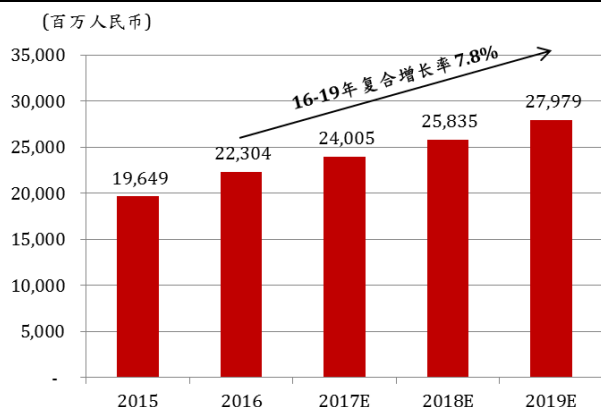
我們預計龍源淨利潤將從 2016 年 34.15 億人民幣上升至 2017/2018/2019 年 40.04/44.79/52.65 億人民幣，2016-19 年複合增長率達 15.5%，淨利潤率則將從 2016 年的 15.3% 增加至 2017/2018/2019 年的 16.7/17.3/18.8%。

估值

我們採用 DCF 估值法來估計龍源的內在價值。根據我們的模型，假設貼現自由現金流/終值比例為 39.2%/60.8%，永續增長率 3%，我們算出龍源的股本價值為 504.7 億人民幣。我們的終值估算對應 7.5 倍的 EV/EBITDA。我們基於 1 港元 = 0.87 人民幣的匯率，計算得出華能的目標價為 7.22 港元，對應 11.3 倍的 2018 年前瞻市盈率及 1.1 倍的 2018 年前瞻市淨率。根據我們對龍源最大風電運營規模的偏好以及可觀的盈利增長的判斷，**首次覆蓋我們給予龍源買入評級，目標價每股 7.22 港元。**

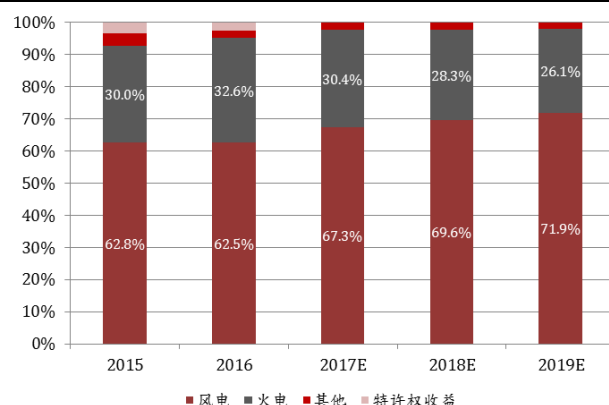
財務資料圖表

圖 9: 我們預計 16-19 收入年均複合增長 7.8%



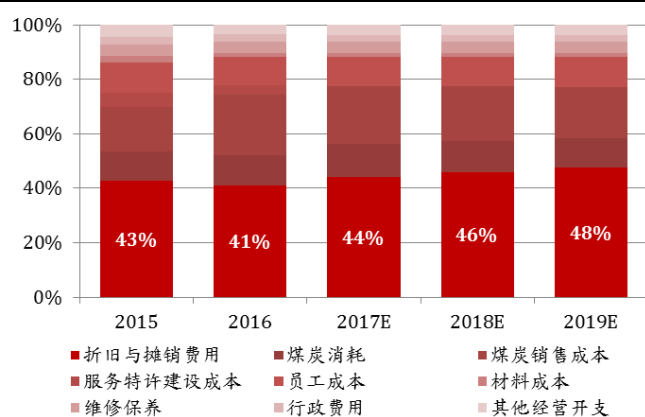
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 10: 龍源收入組合



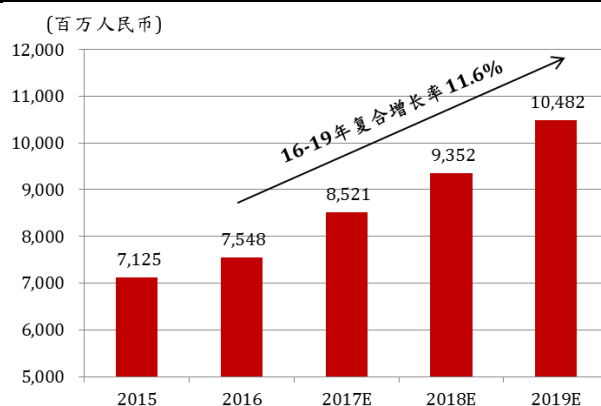
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 11: 折舊占大部分支出金額



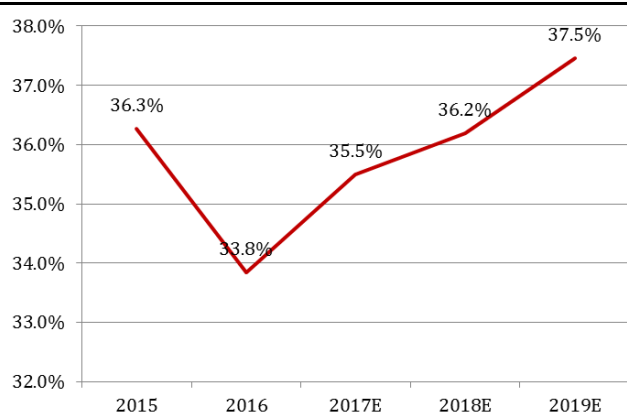
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 12: 我們預計 16-19 營業利潤年均複合增長 12.3%



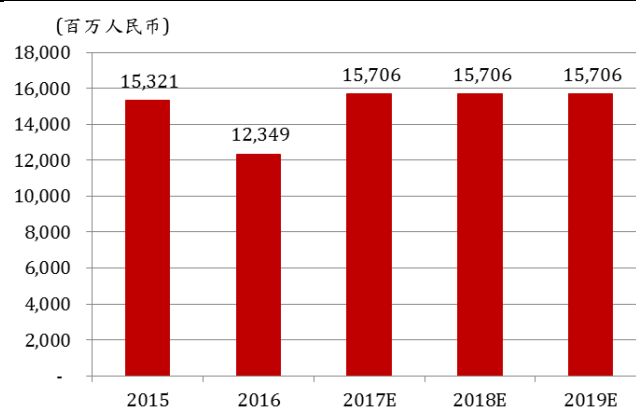
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 13: 經營利潤率隨限電情況改善而上升



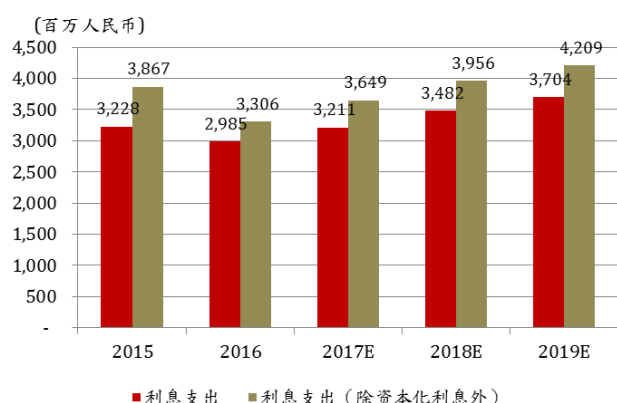
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 14: 基於穩定的裝機增長目標，我們預計資本性支出保持平穩



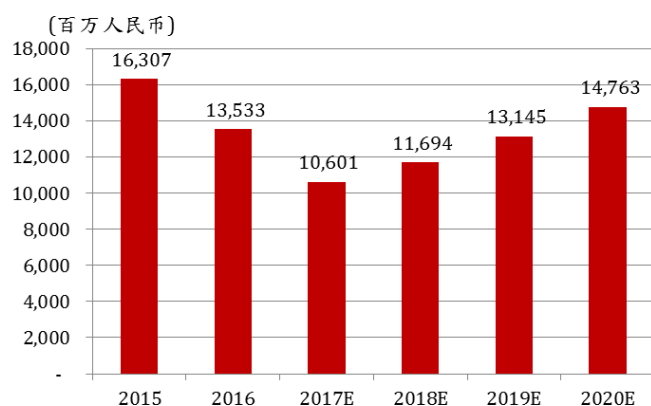
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 15: 在嚴格控制下利息支出保持穩定



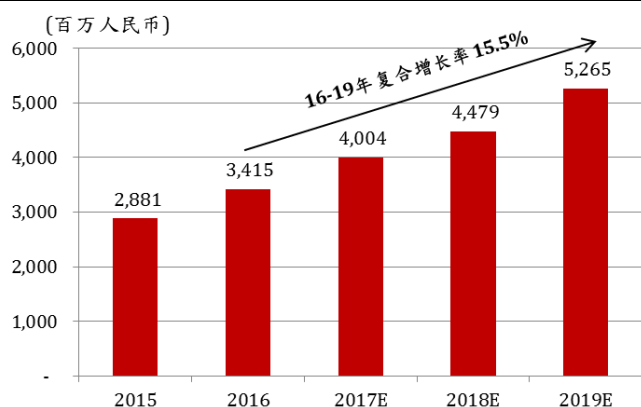
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 17: 穩定增長的經營現金流



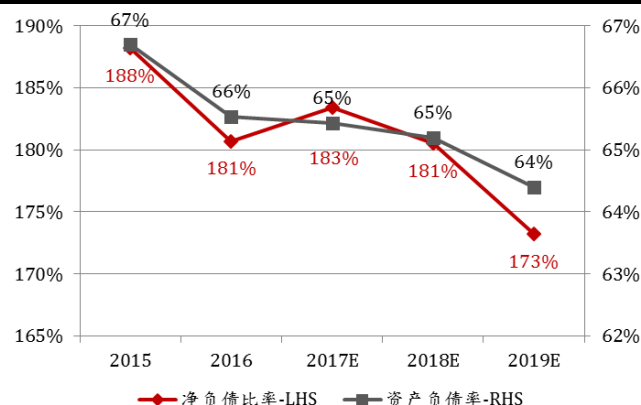
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 19: 2016-19 淨利潤年複合增長率為 15.5%



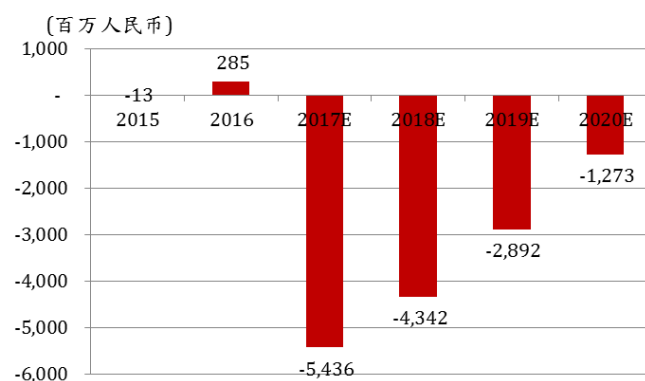
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 16: 我們預計杠杆率逐步下降



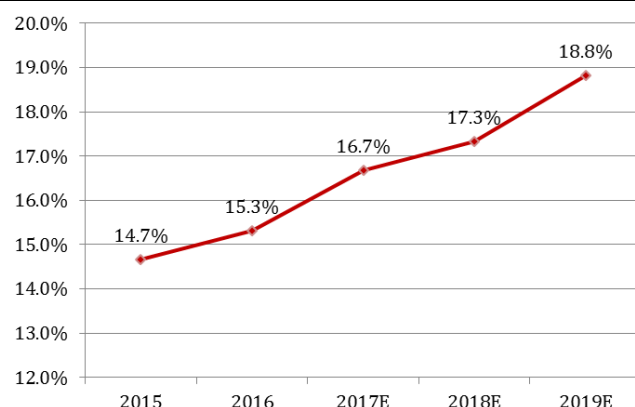
資料來源：公司及招銀國際預測

圖 18: 歸屬股東自由現金流預測



資料來源：公司及招銀國際預測

圖 20: 淨利潤率增加



資料來源：公司及招銀國際預測

圖 21: 龍源 DCF 估值

DCF Valuation	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
營業收入	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
營業收入增長率	8%	8%	8%	2%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%
EBIT (百萬人民幣)	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%
稅率	14%	14%	15%	15%	16%	16%	17%	17%	18%	18%	19%	19%	20%
折舊 (百萬人民幣)	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
資本性支出 (百萬人民幣)	(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)
流動資金投資	(520)	(599)	(625)	(169)	(246)	(247)	(248)	(250)	(251)	(253)	(254)	(255)	(257)
自由現金流	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
貼現率	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
貼現現金流	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
終值	286,170												
最終永續增長率	3%												
終值EV/EBITDA	7.56												

估值 (百萬人民幣)

終值	286,170
最終永續增長率	3.0%
終值EV/EBITDA	7.56
總貼現現金流	57,288
貼現終值	83,895
企業價值	141,183
總貼現現金流%	40.6%
貼現終值%	59.4%
加: 現金及現金等价物	2,188
減: 債務	82,867
少數股東權益	7,046
永續債	2,991
股本價值 (人民幣)	50,467
每股價值 (人民幣)	6.28
匯率 (港元/人民幣)	0.87
每股價值 (港元)	7.22

資料來源: 招銀國際預測

加權平均資本成本計算

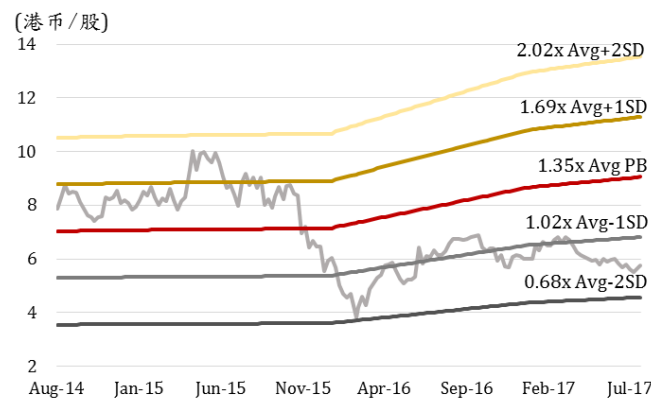
債務成本	4.6%
稅率	16.5%
稅後債務成本	3.8%
股本成本	21.1%
調整後beta	1.35
市場風險溢價	14.7%
無風險收益率	1.3%
債務融資%	65.0%
加權平均資本成本	9.9%

圖 22: 龍源前瞻市盈率通道



數據來源: 彭博及招銀國際

圖 23: 龍源前瞻市帳率通道



數據來源: 彭博及招銀國際

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售收入	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	-	-	-
銷售成本	(10,598)	(12,853)	(13,346)	(14,206)	(15,076)
毛利	9,051	9,451	10,660	11,629	12,903
其它淨收入	447	647	600	646	699
行政費用	(370)	(429)	(408)	(413)	(420)
人員成本	(1,419)	(1,603)	(1,731)	(1,864)	(2,001)
其它費用	(583)	(518)	(600)	(646)	(699)
息稅前收益	7,125	7,548	8,521	9,352	10,482
融資成本淨額	(3,025)	(2,774)	(3,110)	(3,359)	(3,538)
合資及聯營企業	576	376	448	471	494
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	4,676	5,150	5,859	6,464	7,439
所得稅	(600)	(660)	(762)	(873)	(1,041)
減去:					
非控制股東權益	1,196	941	960	979	999
永續中期票據持有人	-	133	133	133	133
淨利潤	2,881	3,415	4,004	4,479	5,265

資料來源:公司及招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	121,164	125,328	134,640	143,245	151,134
固定資產	98,997	105,598	114,691	123,057	130,697
預付租金	2,003	2,137	2,299	2,454	2,600
合資及聯營公司投資	4,822	4,483	4,931	5,402	5,896
其它非流動資產	15,342	13,110	12,719	12,333	11,941
流動資產	12,704	13,333	13,603	15,035	16,303
現金及現金等价物	3,274	1,933	2,188	3,098	3,767
應收賬款	4,243	5,901	5,793	6,231	6,745
預付款	3,070	3,644	3,604	3,628	3,660
其它流動資產	2,116	1,854	2,019	2,077	2,131
流動負債	56,000	55,807	56,465	55,464	57,821
應付賬款	1,902	2,550	1,953	1,953	1,953
其它應付	8,965	8,571	8,760	8,761	8,762
借貸	44,977	44,472	45,577	44,575	46,930
其它流動負債	156	215	176	176	176
非流動負債	33,293	35,067	40,522	47,731	50,012
借貸	29,970	31,327	37,290	44,575	46,930
融資租賃	-	461	-	-	-
其它非流動負債	3,323	3,279	3,231	3,156	3,081
少數股東權益	6,439	6,896	7,046	7,196	7,346
永續中期票據	2,991	2,991	2,991	2,991	2,991
淨資產總額	35,145	37,899	41,220	44,898	49,267
股東權益	35,145	37,899	41,220	44,898	49,267

資料來源:公司及招銀國際預測

現金流量表

年結: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

資料來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
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

資料來源：公司及招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。