

龙源电力 (916 HK)

2018 年风起云扬

❖ **2017 年业绩符合预期。**2017 年收入为人民币 245.92 亿元，同比增长 10.3%。收入增长主要由风力发电量增加以及煤炭价格上涨导致煤炭销售量增加所驱动。营业利润同比增长 10.5% 至人民币 83.37 亿元，运营利润率保持稳定在 33.9%。净融资费用增加 15.9% 至 32.15 亿元人民币，主要由于借款增加以及交叉货币互换衍生工具带来非现金损失 2.17 亿人民币。随着龙源在较早期项目开发地区（限电地区）释放更多发电量，有效税率也增加了 3.94 个百分点至 16.8%。龙源 2017 年录得净利润人民币 36.88 亿元，同比增长 8.0%。若剥离交叉货币互换工具的影响，我们认为业绩符合市场预期（人民币 39.04 亿元）并与我们的估计相若。公司宣布末期股息每股人民币 9.18 分，派息比率维持 20%。

❖ **风电装机增长维持谨慎态度。**2017 年风电发电量同比增长 15.0% 至 344.48 亿千瓦时。增长主要由于 1) 限电率大幅改善（由 2016 的 15.76% 下降至 2017 年的 10.34%），使风电利用小时数增加 7.0% 至 2,035 小时；2) 新建风电项目的有效容量增长 7.4%。2017 年全年风电装机增加 1026.5 兆瓦，容量增长仅为 5.9%，处近年来低位。对于 2018 年的新增装机，管理层趋于谨慎，基于限电地区的项目回报风险较高，并且公司意图维持稳定的风电项目盈利水平，并且要求股权内部收益率保持 12% 以上。龙源 2018 年规划资本开支预算为 100 亿元人民币，计划新增装机 1.2 吉瓦，其中 300 兆瓦来自海上风电项目，其余陆上项目均来自于中东南部非限电地区。尽管部分传统优势区域已从红色投资预警中获得解除，龙源 2018 年并不计划在这些地区投运新的风电项目。

❖ **限电率进一步改善。**管理层预期 2018 年限电情况将获得进一步改善，预料限电率将从 2017 年 10% 水平下降 3 个百分点至 7%。此外，公司对于火电业务分部业绩预期与 2017 年持平。风电利用小时目标进一步提升 6.1%，计划实现 2,160。基于较为保守的风电利用小时测算，我们的模型预估 2018 年风电利用小时为 2,134 小时，同时预计 2018 年有效装机容量增加 8.7%，合并将使龙源的风电发电量增加 14.0% 至 392.57 亿千瓦时。此外随着高电价项目（尤其是海上项目）发电量占比提升，我们认为平均实现电价也将略有提升。

❖ **重申买入评级。**基于 1) 谨慎的风电装机指引，2) 较为乐观的风电利用小时展望，3) 火电业务表现与 2017 年维持一致，我们将 2018/19 年盈利预测分别上调 2.4%/ 5.9% 至人民币 43.1/ 52.4 亿元。龙源目前的股价仅分别反映了 8.7 倍和 0.84 倍 2018 年市盈率和市净率。结合下半年即将推出的可再生能源绿色证书强制交易和绿色电力配额制等潜在政策利好刺激，我们相信龙源电力有较高的价值重估机会。**重申买入评级，我们将 DCF 目标价提升每股 7.17 港元。**

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	26,762	28,801	30,652
净利润 (百万人民币)	3,415	3,688	4,310	5,235	6,077
EPS (人民币)	0.42	0.46	0.54	0.65	0.76
EPS 变动 (%)	18.6	8.0	16.9	21.4	16.1
市盈率 (x)	10.99	10.18	8.71	7.17	6.18
市帐率 (x)	0.99	0.91	0.84	0.76	0.69
股息率 (%)	1.8	2.0	2.3	2.8	3.2
权益收益率 (%)	9.0	9.0	9.6	10.7	11.2
净财务杠杆率 (%)	195.0	175.8	173.8	158.0	140.8

数据来源：公司及招銀国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$7.17
(此前目标价)	HK\$7.05
潜在升幅	+29.0%
当前股价	HK\$5.56

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)	44,682
3 个月平均流通(百万)	66.87
52 周内高/低(港元)	6.75/5.02
总股本(百万)	8,036

数据来源：彭博

股东结构

国电集团	58.4%
流通股	41.6%

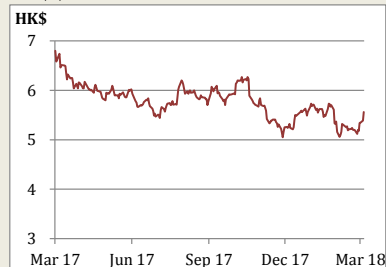
数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	7.8%	0.6%
3 月	5.5%	-2.4%
6 月	-8.4%	-18.9%

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

业绩发布会重点纪要

风电场运营情况及 2018 指引

2017 年风力发电量 344.48 亿千瓦时，同比增长 15.0%。由于限电率自 2016 年的 15.76% 下降 5.34 个百分点至 2017 年的 10.34%，平均风力利用小时数增加至 2,035 小时，较 2016 年同比增加 134 个小时。管理层预计 2018 年限电率将进一步下降 3 个百分点，将支持 2018 年风力利用率增加到 2,160 小时。

基于对风力小时数扩展的保守估计，以及 1) 持续电网限电率持续改进，2) 技术革新（采用更先进的风电机组），3) 高风速地区项目贡献比重增加，我们预测风力利用小时将逐渐增加至 2018/2019/2020 的 2,134/2,202/2,271 小时。

实现上网电价和市场化电力交易

2017 年风电实现电价为人民币 566 元/兆瓦时，较 2016 年下降 4 元/兆瓦时。略有下降是因低电价地区（即限电地区）贡献增加所致。2017 年龙源电力参与电力市场销售 70.13 亿千瓦时，与 2016 年同比增长 30%，占风力发电总量的 20.3%。管理层披露平均折扣电价为 466.7 元/兆瓦时，折扣为 118 元/兆瓦时，折让比率为 20.3%。展望 2018 年，公司计划将电力市场交易规模维持在总风电销售量的 20.5% 左右，管理层预计电价折让幅度与 2017 年相当。公司透露电力市场化销售主要发生在下半年，因为地方电网旨在实现 20% 以下的限电控制，并保证 1,800 小时利用水平。

年度装机计划

2017 年风电装机增长仅 5.9%，为 1026.5MW。中东南部地区项目施工审批收紧拖慢了公司项目扩张速度。鉴于绿色证书和风电价格下降等政策不确定性，龙源在项目扩张的速度上变为审慎。2018 年管理层设定新增装年纪目标为 1.2 吉瓦，其中 300 兆瓦来自海上风电项目，其余为陆上项目。公司强调，所有陆上项目将来自于不限电的中东南部地区，并且资产内部股权收益率维持在 12% 以上。对于部分红 6 省装机解禁（即内蒙古，宁夏和黑龙江），管理层表示需要重新评估这些地区项目的风险和盈利能力。2018 年公司资本开支预算为人民币 100 亿元。

可再生能源补贴应收

2017 年下半年应收账款收入加速。到 2017 年底，龙源在资产负债表上有应收款项补贴 48.8 亿元人民币，较 2017 年上半年末人民币 75 亿元明显降低。在人民币 48 亿元的补贴应收中，2015 年及以前年度产生应收约 3 亿元人民币；2016 年产生约 14 亿元人民币；其余大部分是 2017 年新增的。管理层表示国家能源局，国家发改委和财政部联合要求在 2017 年 8 月底之前对不确定的可再生能源补贴数量和申报进行提交，这将加快可再生能源补贴应收账款回收。公司预计在 2018 年回收 2017 年产生的补贴应收比例为 80-90%。

绿证及配额制

公司预计配额制和绿证强制交易政策将在 2018 年择机发布，同时管理层预期绿证和政府可再生能源补贴将双轨并行。对于绿证的购买方，公司认为高耗能企业在较为严格的环境政策下将对绿证产生较高的需求。对于绿证的价格方面，管理层表示在绿证价格未达到补贴水平以前不会考虑销售绿证，并预期绿证将有望实现更加快速的可再生能源补贴资金回流。

负债及财务成本

由于国内资金供应偏紧，公司将债务融资结构转向长期债务为主。长期债务从 2016 年占总债务规模的 41.6% 调整至 2017 年末的 54%。管理层透露 2017 年平均债务成本为 4.15%，较 2016 年高出 20 个基点，并预计 2018 年在市场资金较为紧张背景下，平均债务成本上升不高于 4.4%。除债务工具外，公司在 2017 年末发行 20 亿元人民币的永续中期债券，利率为 5.44%，条款为 3 + n。含永续中期债在内，净债务对权益比重从 2016 年的 181% 下降至 2017 年的 157%。我们认为公司负债水平仍然健康，并且随着公司修正装机增速放缓将进一步改善。

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	26,762	28,801	30,652
风电	13,950	15,998	18,334	20,373	22,223
火电	7,270	7,990	7,872	7,872	7,872
其它	543	530	556	556	556
特许权收益	541	74	-	-	-
销售成本	(12,853)	(13,965)	(14,796)	(15,430)	(16,055)
毛利	9,451	10,627	11,967	13,371	14,597
其它净收入	647	712	669	720	766
行政费用	(429)	(542)	(535)	(576)	(613)
人员成本	(1,603)	(1,677)	(1,769)	(1,878)	(1,991)
其它费用	(518)	(784)	(856)	(922)	(981)
息税前收益	7,548	8,337	9,475	10,715	11,779
融资成本净额	(2,774)	(3,215)	(3,445)	(3,496)	(3,462)
合资及联营企业	376	344	361	379	398
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	5,150	5,465	6,392	7,598	8,715
所得税	(660)	(916)	(1,121)	(1,389)	(1,648)
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	4,310	5,235	6,077

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	17,644	21,513	26,003
现金及现金等价物	1,933	5,105	3,434	6,309	9,823
应收账款	5,901	7,155	8,567	9,506	10,422
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	44,708	49,080	54,111
股东权益	37,899	41,135	44,708	49,080	54,111

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	4,310	5,235	6,077
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)	(2,184)	(993)	(975)
其它	5,704	376	(917)	89	86
经营活动所得现金流	13,533	9,594	8,780	12,432	13,816
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)	(862)	(1,047)
其它	(3,542)	277	-	200	200
融资活动所得现金净额	(3,284)	3,746	1,750	2,042	1,317
现金增加净额	(961)	2,230	(2,001)	2,863	3,505
年初现金及现金等价物	2,887	1,901	5,072	3,070	5,933
汇兑	(25)	941	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,901	5,072	3,070	5,933	9,438
受限制现金	28	33	363	376	385
资产负债表现金	1,933	5,105	3,434	6,309	9,823

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	68.5	70.7	72.5
火电	32.6	32.5	29.4	27.3	25.7
其它	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8
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	35.4	37.2	38.4
税前利率	23.1	22.2	23.9	26.4	28.4
净利润率	15.3	15.0	16.1	18.2	19.8
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	0.34	0.41	0.48
速动比率 (x)	0.22	0.34	0.32	0.39	0.46
现金比率 (x)	0.03	0.11	0.06	0.11	0.18
平均存货周转天数	17.4	14.8	14.7	15.3	14.7
平均应收款周转天数	83.0	96.9	107.2	114.5	118.7
平均应付周转天数	63.2	58.0	45.8	43.1	41.5
债务 / 股本比率 (%)	200.0	188.1	180.6	170.0	158.2
净负债 / 股东权益比率 (%)	195.0	175.8	173.8	158.0	140.8
回报率 (%)					
资本回报率	9.0	9.0	9.6	10.7	11.2
资产回报率	2.5	2.5	2.8	3.3	3.7
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.42	0.46	0.54	0.65	0.76
每股股息 (人民币)	0.08	0.09	0.11	0.13	0.15
每股账面价值 (人民币)	4.72	5.12	5.56	6.11	6.73

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。