

龙源电力 (916 HK, HK\$6.50, 无评级) — 2016 年业绩受火电轻微拖累

❖ **净利润增长 18.7%。**龙源电力公布了 2016 年业绩。收入实现同比增长 13.3%，其中风电收入增长 12.8%，主要来源于新增装机贡献；火电收入增长 23.3%，主要因煤炭价格走高增加了煤炭贸易金额。公司净利润实现增长 18.7% 至人民币 34.2 亿，较市场一直预期 36.2 亿略低。在公司总负债规模在年内增加了超过人民币 100 亿的状况下，我们认为公司的净利润增长之所以能够超越销售收入，主要是由于公司在 2016 年实现了卓越的财务成本管理。公司宣布期末股息每股派发人民币 8.5 分，维持股息派发率在 20%。

❖ **火电部门拖累 2016 年业绩表现。**由于煤价在 2016 年快速上涨，我们测算公司单位燃料成本年内上涨了 17.0%，这导致龙源电力的火电业务部门的运营利润及运营利润率分别仅为人民币 8.96 亿元及 12.3%，火电运营利润率较 2015 年下跌了 6.9 个百分点。在煤价高企，以及火电标杆电价低迷的双重挑战下，我们预期公司火电部门压力将在 2017 年持续。

❖ **风电限电将在 2017 年获得改善。**公司透露 2016 年风电利用小时数达 1,901 小时，限电率为 15.8%，较 2015 年上涨了 1.4 个百分点。风电实现电价则自 2015 年每兆瓦时 591 元人民币下跌 21 元至每兆瓦时 570 元，主要原因来自于公司在 16 年上半年积极参加市场电价交易，交易量达 38.5 亿千瓦时，并且平均电价是折扣为每兆瓦时 134.9 元人民币。管理层预期限电率将在 2017 年开始逐步获得改善，公司将因此减少市场电价交易，同时获得更高的风电运营利用小时。对于 2017 年的业务拓展，管理层指引为 1) 新增风电装机 1.5-1.7 吉瓦；2) 风电利用小时数 1,960 小时，并且限电率下降至 13%；3) 资本开支预算人民币 130-140 亿。

❖ **估值。**在公司发布了略低于预期的 2016 年业绩之后，市场也随之进行了一番调整。尽管火电部门压力预期仍将持续，我们认为限电改善才是公司 2017 年业务表现的主旋律，我们从公司 1-2 月份的亮眼发电表现可窥一二。我们的初步测算表明，公司每实现 1% 的限电改善，将会带来约 3.5% 的净利润增长。公司目前股价处于每股 6.5 港元，对应市场一致预测 2017 市盈率约 10.3 倍，与主要的港股同业华能新能源 (958 HK) 市场一致预测市盈率 10.0 倍相若。我们预计需要更多的限电改善实证才能带动估值向上。

萧小川
(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

龙源电力(916 HK)

评级	无评级
收市价	HK\$6.50
市值(港币百万)	52,237
过去 3 月平均交易(港币百万)	98.50
52 周高/低(港币)	7.3/4.87
发行股数(百万)	8,036
主要股东	国电集团 (58.44%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-3.9%	-4.2%
3 月	9.5%	1.5%
6 月	-4.3%	-6.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万人民币)	19,123	18,228	19,649	22,304
净利润(百万人民币)	2,049	2,555	2,881	3,415
每股收益(人民币)	0.26	0.32	0.36	0.42
每股收益变动(%)	-27.0	24.6	12.8	18.6
市盈率(x)	22.7	18.2	16.1	13.6
市帐率(x)	1.5	1.4	1.3	1.2
股息率(%)	0.8	1.0	1.2	1.5
权益收益率(%)	6.6	7.7	8.2	9.0
净财务杠杆率(%)	177.7	204.3	204.4	218.8

来源: 公司及招银国际研究部

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，请与我们联络。

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。