

龍源電力 (916 HK)

2018年風起雲揚

- ❖ **2017年業績符合預期。**2017年收入為人民幣245.92億元，同比增長10.3%。收入增長主要由風力發電量增加以及煤炭價格上漲導致煤炭銷售量增加所驅動。營業利潤同比增長10.5%至人民幣83.37億元，運營利潤率保持穩定在33.9%。淨融資費用增加15.9%至32.15億元人民幣，主要由於借款增加以及交叉貨幣互換衍生工具帶來非現金損失2.17億人民幣。隨著龍源在較早期專案開發地區（限電地區）釋放更多發電量，有效稅率也增加了3.94個百分點至16.8%。龍源2017年錄得淨利潤人民幣36.88億元，同比增長8.0%。若剝離交叉貨幣互換工具的影響，我們認為業績符合市場預期（人民幣39.04億元）並與我們的估計相若。公司宣佈末期股息每股人民幣9.18分，派息比率維持20%。
- ❖ **風電裝機增長維持謹慎態度。**2017年風電發電量同比增長15.0%至344.48億千瓦時。增長主要由於1)限電率大幅改善（由2016年的15.76%下降至2017年的10.34%），使風電利用小時數增加7.0%至2,035小時；2)新建風電專案的有效容量增長7.4%。2017年全年風電裝機增加1026.5兆瓦，容量增長僅為5.9%，處近年來低位。對於2018年的新增裝機，管理層趨於謹慎，基於限電地區的專案回報風險較高，並且公司意圖維持穩定的風電項目盈利水準，並且要求股權內部收益率保持12%以上。龍源2018年規劃資本開支預算為100億元人民幣，計畫新增裝機1.2吉瓦，其中300兆瓦來自海上風電項目，其餘陸上專案均來自於中東南部非限電地區。儘管部分傳統優勢區域已從紅色投資預警中獲得解除，龍源2018年並不計畫在這些地區投運新的風電項目。
- ❖ **限電率進一步改善。**管理層預期2018年限電情況將獲得進一步改善，預料限電率將從2017年10%水準下降3個百分點至7%。此外，公司對於火電業務分部業績預期與2017年持平。風電利用小時目標進一步提升6.1%，計畫實現2,160。基於較為保守的風電利用小時測算，我們的模型預估2018年風電利用小時為2,134小時，同時預計2018年有效裝機容量增加8.7%，合併將使龍源的風電發電量增加14.0%至392.57億千瓦時。此外隨著高電價項目（尤其是海上項目）發電量占比提升，我們認為平均實現電價也將略有提升。
- ❖ **重申買入評級。**基於1)謹慎的風電裝機指引，2)較為樂觀的風電利用小時展望，3)火電業務表現與2017年維持一致，我們將2018/19年盈利預測分別上調2.4%/5.9%至人民幣43.1/52.4億元。龍源目前的股價僅分別反映了8.7倍和0.84倍2018年市盈率和市淨率。結合下半年即將推出的可再生能源綠色證書強制交易和綠色電力配額制等潛在政策利好刺激，我們相信龍源電力有較高的價值重估機會。**重申買入評級，我們將DCF目標價提升每股7.17港元。**

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	22,304	24,592	26,762	28,801	30,652
淨利潤(百萬人民幣)	3,415	3,688	4,310	5,235	6,077
EPS(人民幣)	0.42	0.46	0.54	0.65	0.76
EPS變動(%)	18.6	8.0	16.9	21.4	16.1
市盈率(x)	10.99	10.18	8.71	7.17	6.18
市帳率(x)	0.99	0.91	0.84	0.76	0.69
股息率(%)	1.8	2.0	2.3	2.8	3.2
權益收益率(%)	9.0	9.0	9.6	10.7	11.2
淨財務杠杆率(%)	195.0	175.8	173.8	158.0	140.8

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$7.17
(此目前目標價)	HK\$7.05
潛在升幅	+29.0%
當前股價	HK\$5.56

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)	44,682
3個月平均流通(百萬)	66.87
52周內高/低(港元)	6.75/5.02
總股本(百萬)	8,036

資料來源：彭博

股東結構

國電集團	58.4%
流通股	41.6%

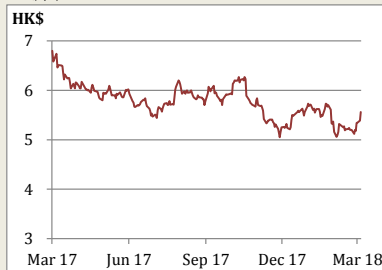
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	7.8%	0.6%
3月	5.5%	-2.4%
6月	-8.4%	-18.9%

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

業績發佈會重點紀要

風電場運營情況及 2018 指引

2017 年風力發電量 344.48 億千瓦時，同比增長 15.0%。由於限電率自 2016 年的 15.76% 下降 5.34 個百分點至 2017 年的 10.34%，平均風力利用小時數增加至 2,035 小時，較 2016 年同比增加 134 個小時。管理層預計 2018 年限電率將進一步下降 3 個百分點，將支持 2018 年風力利用率增加到 2,160 小時。

基於對風力小時數擴展的保守估計，以及 1) 持續電網限電率持續改進，2) 技術革新（採用更先進的風電機組），3) 高風速地區專案貢獻比重增加，我們預測風力利用小時將逐漸增加至 2018/2019/2020 的 2,134/2,202/2,271 小時。

實現上網電價和市場化電力交易

2017 年風電實現電價為人民幣 566 元/兆瓦時，較 2016 年下降 4 元/兆瓦時。略有下降是因低電價地區（即限電地區）貢獻增加所致。2017 年龍源電力參與電力市場銷售 70.13 億千瓦時，與 2016 年同比增長 30%，占風力發電總量的 20.3%。管理層披露平均折扣電價為 466.7 元/兆瓦時，折扣為 118 元/兆瓦時，折讓比率為 20.3%。展望 2018 年，公司計畫將電力市場交易規模維持在總風電銷售量的 20.5% 左右，管理層預計電價折讓幅度與 2017 年相當。公司透露電力市場化銷售主要發生在下半年，因為地方電網旨在實現 20% 以下的限電控制，並保證 1,800 小時利用水準。

年度裝機計畫

2017 年風電裝機增長僅 5.9%，為 1026.5MW。中東南部地區專案施工審批收緊拖慢了公司專案擴張速度。鑒於綠色證書和風電價格下降等政策不確定性，龍源在專案擴張的速度上變為審慎。2018 年管理層設定新增裝年紀目標為 1.2 吉瓦，其中 300 兆瓦來自海上風電項目，其餘為陸上項目。公司強調，所有陸上專案將來自於不限電的中東南部地區，並且資產內部股權收益率維持在 12% 以上。對於部分紅 6 省裝機解禁（即內蒙古，寧夏和黑龍江），管理層表示需要重新評估這些地區專案的風險和盈利能力。2018 年公司資本開支預算為人民幣 100 億元。

可再生能源補貼應收

2017 年下半年應收賬款收入加速。到 2017 年底，龍源在資產負債表上有應收款項補貼 48.8 億元人民幣，較 2017 年上半年末人民幣 75 億元明顯降低。在人民幣 48 億元的補貼應收中，2015 年及以前年度產生應收約 3 億元人民幣；2016 年產生約 14 億元人民幣；其餘大部分是 2017 年新增的。管理層表示國家能源局，國家發改委和財政部聯合要求在 2017 年 8 月底之前對不確定的可再生能源補貼數量和申報進行提交，這將加快可再生能源補貼應收賬款回收。公司預計在 2018 年回收 2017 年產生的補貼應收比例為 80-90%。

綠證及配額制

公司預計配額制和綠證強制交易政策將在 2018 年擇機發佈，同時管理層預期綠證和政府可再生能源補貼將雙軌並行。對於綠證的購買方，公司認為高耗能企業在較為嚴格的環境政策下將對綠證產生較高的需求。對於綠證的價格方面，管理層表示在綠證價格未達到補貼水準以前不會考慮銷售綠證，並預期綠證將有望實現更加快速的可再生能源補貼資金回流。

負債及財務成本

由於國內資金供應偏緊，公司將債務融資結構轉向長期債務為主。長期債務從 2016 年占總債務規模的 41.6% 調整至 2017 年末的 54%。管理層透露 2017 年平均債務成本為 4.15%，較 2016 年高出 20 個基點，並預計 2018 年在市場資金較為緊張的背景下，平均債務成本上升不高於 4.4%。除債務工具外，公司在 2017 年末發行 20 億元人民幣的永續中期債券，利率為 5.44%，條款為 3 + n。含永續中期債在內，淨債務對權益比重從 2016 年的 181% 下降至 2017 年的 157%。我們認為公司負債水準仍然健康，並且隨著公司修正裝機增速放緩將進一步改善。

財務摘要

利潤表

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

資料來源:公司及招銀國際預測

資產負債表

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

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)	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

資料來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結: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
有效稅率	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
淨負債/股東權益比率 (%)	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

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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责任。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。