

龙源电力 (916 HK)

以不变应万变

❖ **一季度业绩符合预期。**龙源一季度运营收入实现人民币 70.92 亿，同比增长 3.3%，同期风电发电量同比略微下跌 1.1%。管理层解释收入增长主要由 EPC 业务收入驱动，当期实现 EPC 应收超过人民币 1 亿元，同时主营业务仍未维持稳定运营。运营利润实现人民币 30.81 亿元，同比下跌 4.0%，运营利润率则按年下跌 3.3 个百分点，自 2018 年一季度 46.8% 下跌至 2019 年一季度 43.4%。我们认为运营利润率的下落主要由于员工薪酬调整所致，公司在 2018 年四季度整体上调了人工薪酬。其它方面，公司的火电业务单位燃料成本下降，以及联营及合营公司利润分享增加抵消了运营利润的下落。公司的财务费用同比下跌了 7.0% 至人民币 7.31 亿元，财务费用水平优于我们预期。公司一季度实现净利润人民币 18.76 亿元，同比微跌 1.3%，与发电量表现同步。

❖ **2019-20 年新增装机规划：以不变应万变。**对于近期新发布的风电政策征求意见稿，管理层重申龙源的新增装机计划维持不变，包括 1) 2019 年实现新增装机 1.2-1.5 吉瓦，以及 2) 年内新开工 2.05 吉瓦风电项目。管理层预期能源局将把 2020 年建成运营未作为存量已获核准项目的截止时点，意味着晚于该时点投运的风电项目将需要转向竞价或平价，面临一定的电价变化风险。根据管理层透露，电网在征求意见稿发布后，并没有放慢目前存量已开工项目的并网节奏，但对于新开工的项目或将收紧并网许可的发放，将有可能对 2019 年全年风电新增装机规模形成限制。龙源同时预期最终关于 2019 年风电建设实施方案将会在短期内发布，以稳定企业及市场预期。

❖ **火电业务板块将为 2019 年业绩带来利好。**龙源一季度风电及火电业务分别实现发电量 10,865 吉瓦及 2,566 吉瓦，同比分别下跌 1.1% 及上升 2.6%。管理层透露风电限电率同比进一步下跌 2.46 个百分点至 5.03%，同时预期全年的限电表现将降至 5% 以内。风电电价方面，公司一季度电量中 2,780 吉瓦时参与了市场电价交易，占比 25.6%，低于管理层 28.5% 的全年指引，同时电价折扣也较预期更低。在火电业务板块方面，公司透露火电业务一季度贡献了人民币 4 千万利润，火电单位燃料成本同比也降低了 7.6%。基于一季度的业绩表现，我们认为风电业务板块大致符合我们预期，同时我们认为火电业务板块随着燃料成本的下降有望为 2019 年全年业绩带来明显利好。

❖ **上调 2019 年盈利预测 6.7%。**基于龙源电力优于预期的火电单位燃料成本及较好的联营及合营公司利润分享，我们将公司 2019-21 年的盈利预测分别上调 6.7%/6.3%/5.6%。龙源目前估值为 2019 年预测市盈率的 7.3 倍。尽管公司目前由于政策不确定性将面临短期估值压力，我们认为目前估值并不高。**维持买入评级，目标价维持每股 6.90 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)	24,592	26,388	27,715	29,261	31,960
净利润 (百万人民币)	3,688	3,924	4,850	5,259	6,188
EPS (人民币)	0.46	0.49	0.60	0.65	0.77
EPS 变动 (%)	8.0	6.4	23.6	8.4	17.7
市盈率 (x)	9.7	9.1	7.3	6.8	5.8
市帐率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
股息率 (%)	2.1	2.2	2.7	3.0	3.5
权益收益率 (%)	9.0	8.9	10.0	10.0	10.7
净财务杠杆率 (%)	173.4	163.0	154.5	153.8	136.2

数据源：公司及招銀国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$6.90
(此目前目标价)	HK\$6.90
潜在升幅	+28.0%
当前股价	HK\$5.39

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)	4,3397
3 个月平均流通(百万)	70.06
52 周内高/低(港元)	7.78/4.87
总股本(百万)	8,036

数据源：彭博

股东结构

国电集团	58.4%
流通股	41.6%

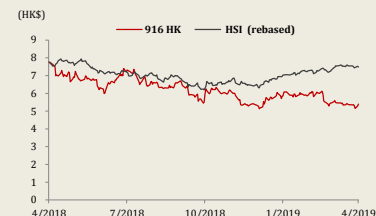
数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-3.1%	-5.8%
3 月	-7.4%	-14.7%
6 月	-2.9%	-19.4%
12 月	-28.0%	-27.1%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：www.clypg.com.cn

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	24,592	26,388	27,715	29,261	31,960
风电	15,998	18,410	19,296	20,884	23,686
火电	7,990	7,314	7,595	7,603	7,500
其它	530	650	824	774	774
特许权收益	74	14	-	-	-
销售成本	(13,965)	(13,927)	(14,509)	(15,121)	(16,119)
毛利	10,627	12,461	13,206	14,139	15,840
其它净收入	712	917	901	936	1,007
行政费用	(542)	(588)	(618)	(653)	(713)
人员成本	(1,677)	(2,075)	(2,205)	(2,395)	(2,539)
其它费用	(784)	(1,473)	(942)	(995)	(1,087)
息税前收益	8,337	9,242	10,341	11,033	12,509
融资成本净额	(3,215)	(3,513)	(3,455)	(3,608)	(3,875)
合资及联营企业	344	167	273	338	361
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	5,465	5,897	7,159	7,763	8,995
所得税	(916)	(976)	(1,273)	(1,430)	(1,691)
减去:					
非控制股东权益	704	755	793	833	874
永续中期票据持有人	158	242	242	242	242
净利润	3,688	3,924	4,850	5,259	6,188

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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	128,513	128,718	132,839	142,476	144,234
固定资产	109,473	110,001	113,981	123,633	125,392
预付租金	2,165	2,152	2,179	2,201	2,219
合资及联营公司投资	4,472	4,549	4,822	5,160	5,521
其它非流动资产	12,403	12,016	11,857	11,482	11,102
流动资产	17,122	17,786	20,327	23,574	27,021
现金及现金等价物	5,105	3,114	3,461	5,964	8,222
应收账款	7,155	10,542	11,666	12,314	13,446
预付款	3,629	2,819	3,792	3,829	3,876
其它流动资产	1,233	1,312	1,408	1,466	1,477
流动负债	47,159	39,780	42,246	45,601	45,668
应付账款	1,891	2,059	2,049	2,049	2,049
其它应付	9,220	9,122	8,805	8,671	8,739
借贷	35,774	28,336	31,119	34,615	34,615
其它流动负债	275	264	273	267	265
非流动负债	45,176	50,158	50,138	55,229	55,081
借贷	41,620	46,645	46,679	51,922	51,922
融资租赁	415	361	307	255	207
其它非流动负债	3,141	3,152	3,152	3,052	2,952
少数股东权益	7,173	7,329	7,479	7,629	7,779
永续中期票据	4,991	4,991	4,991	4,991	4,991
净资产总额	41,135	44,245	48,311	52,600	57,736
股东权益	41,135	44,245	48,311	52,600	57,736

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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
净利润	3,688	3,924	4,850	5,259	6,188
折旧和摊销	6,952	7,316	7,745	8,293	9,253
运营资金变动	(1,162)	(2,405)	(2,555)	(879)	(1,121)
其它	376	(335)	90	168	(3)
经营活动所得现金流	9,855	8,500	10,130	12,841	14,317
资本开支	(10,755)	(7,248)	(11,471)	(17,678)	(10,733)
联营公司	11	(78)	(273)	(338)	(361)
其它	(627)	(163)	122	(86)	(83)
投资活动所得现金净额	(11,371)	(7,488)	(11,621)	(18,102)	(11,178)
股份发行	1,954	(76)	-	-	-
净借贷	2,198	(2,565)	2,446	8,553	20
股息	(683)	(738)	(785)	(970)	(1,052)
其它	277	156	150	150	150
融资活动所得现金净额	3,746	(3,222)	1,811	7,733	(882)
现金增加净额	2,230	(2,210)	320	2,472	2,257
年初现金及现金等价物	1,901	5,072	2,861	3,181	5,653
汇兑	941	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	5,072	2,861	3,181	5,653	7,910
受限制现金	33	253	280	312	312
定期存款					
资产负债表现金	5,105	3,114	3,461	5,964	8,222

数据来源:公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
风电	65.1	69.8	69.6	71.4	74.1
火电	32.5	27.7	27.4	26.0	23.5
其它	2.2	2.5	3.0	2.6	2.4
特许权收益	0.3	0.1	-	-	-
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	33.9	35.0	37.3	37.7	39.1
税前利率	22.2	22.3	25.8	26.5	28.1
净利润率	15.0	14.9	17.5	18.0	19.4
有效税率	16.8	16.5	17.8	18.4	18.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.36	0.45	0.48	0.52	0.59
速动比率 (x)	0.34	0.43	0.46	0.49	0.57
现金比率 (x)	0.11	0.07	0.08	0.12	0.17
平均存货周转天数	14.8	12.5	12.1	12.6	12.0
平均应收款周转天数	96.9	122.4	146.2	149.6	147.1
平均应付周转天数	58.0	51.8	51.7	49.5	46.4
债务 / 股本比率 (%)	185.7	169.5	161.0	164.5	149.9
净负债/股东权益比率 (%)	173.4	163.0	154.5	153.8	136.2
回报率 (%)					
资本回报率	9.0	8.9	10.0	10.0	10.7
资产回报率	2.5	2.7	3.2	3.2	3.6
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.46	0.49	0.60	0.65	0.77
每股股息 (人民币)	0.09	0.10	0.12	0.13	0.15
每股账面价值 (人民币)	5.12	5.51	6.01	6.55	7.18

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。