

龙源电力 (916 HK)

1 季度优秀业绩为 18 年高增长奠定基础

- ❖ **1 季度净利同比增长 67%**。龙源电力 1 季度营收实现人民币 68.6 亿元，同比增长 12.9%。收入增长均由风电业务部门所驱动，受风电发电量同比增长 33.2% 所带动，一季度龙源电力实现风电收入同比增长 30.9%。根据中国会计准则，公司运营利润同比增长 43.5% 至人民币 32.1 亿，显示公司存量风电项目资产的运营效率和资产素质明显提升。一季度净利润同比大增 67.0% 至人民币 19.0 亿元，显著超出市场一致预期，并为 2018 全年盈利增长奠定了良好基础。
- ❖ **强劲的风资源是一季度盈利增长的关键**。风电发电量一季度同比增长 33.2% 至 10,977 吉瓦时。由于公司 2017 年风电装机仅实现增长 5.9%，我们认为公司风电业务能够在 1 季度实现如此高速增长实属优异。管理层透露 1 季度风电利用小时自 17 年 1 季度 501 小时增加 125 小时至 626 小时，并表示强劲的利用小时增长主要源于 1) 平均风速同比增加 0.15 米/秒带来利用小时提升 65 小时，以及 2) 限电率同比自 16.4% 下降 8.9 个百分点至 7.5%。公司一季度实现市场电量销售 26.4 亿度，根据我们测算约占销售电量的 25%，较管理层给予的全年 20.5% 左右指引水平为高。管理层透露公司 1 季度执行较积极的市场电量销售策略，希望在冬季供暖期间获取更多的发电量。此外，管理层表示平均电价折让幅度较 2017 年明显收窄。
- ❖ **全年展望目标提升**。基于一季度所实现的优异的利用小时水平，我们对公司全年的表现更为乐观。我们认为一季度风速较高的气候条件有一定的偶然性，而限电率下跌将带来持续性的电量增长。我们判断在内蒙古、甘肃、新疆等限电较高，而公司有具有较多风电场布局的区域仍然均有限电进一步改善的空间，而目前限电率表现较好的省份则会在 2018 年中所推出的配额制政策的支持下得到巩固。基于上述预判，我们将公司 2018 年风电利用小时预测自 2,134 小时上调至 2,200 小时，较管理层给予 2018 年指引高 40 小时。
- ❖ **估值向短期公允价值靠近**。基于公司将实现更高的风电利用小时数预测，我们将 2018/2019/2020 年净利预测分别调升 10.3%/3.3%/0.1% 至人民币 47.5/54.1/60.9 亿元。我们的 DCF 目标价也随之自每股 7.17 港元提升至 8.70 港元，对应 2018 年预测市盈率、市净率分别为 11.2 及 1.1 倍。自我们上一次更新（2018 年 3 月）至目前，公司的股价涨幅累计已达 38.5%。我们相信公司目前估值水平已接近短期公允价值。我们预期公司的长期公允价值将参照全球公用事业股份的平均估值水平（即前瞻市盈率和市净率分别为 17 倍及 2 倍），而那将依赖公司未来的现金流情况以及分红派息的水平。我们对于公司的长期发展保持乐观，**维持买入评级**。

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	27,329	29,016	30,652
净利润 (百万人民币)	3,415	3,688	4,754	5,406	6,085
EPS (人民币)	0.42	0.46	0.59	0.67	0.76
EPS 变动 (%)	18.6	8.0	28.9	13.7	12.6
市盈率 (x)	14.6	13.5	10.5	9.2	8.2
市帐率 (x)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	1.4	1.5	1.9	2.2	2.4
权益收益率 (%)	9.0	9.0	10.5	10.9	11.1
净财务杠杆率 (%)	195.0	175.8	171.5	155.4	138.6

数据来源：公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$8.70
(此目前目标价)	HK\$7.17)
潜在升幅	+13.7%
当前股价	HK\$7.65

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)	61,559
3 个月平均流通(百万)	121.81
52 周内高/低(港元)	7.78/5.02
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%

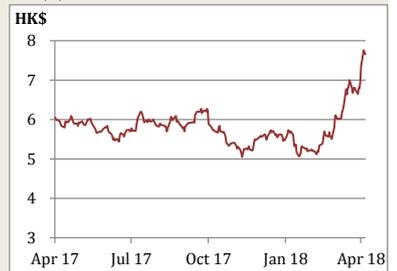
数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	28.9%	25.9%
3 月	35.7%	44.8%
6 月	34.3%	23.1%

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

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	27,329	29,016	30,652
风电	13,950	15,998	18,901	20,588	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)	(14,812)	(15,436)	(16,055)
毛利	9,451	10,627	12,517	13,579	14,597
其它净收入	647	712	683	725	766
行政费用	(429)	(542)	(547)	(580)	(613)
人员成本	(1,603)	(1,677)	(1,769)	(1,878)	(1,991)
其它费用	(518)	(784)	(875)	(929)	(981)
息税前收益	7,548	8,337	10,011	10,918	11,779
融资成本净额	(2,774)	(3,215)	(3,442)	(3,489)	(3,453)
合资及联营企业	376	344	361	379	398
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	5,150	5,465	6,930	7,808	8,724
所得税	(660)	(916)	(1,216)	(1,427)	(1,650)
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	4,754	5,406	6,085

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	18,088	22,039	26,503
现金及现金等价物	1,933	5,105	3,696	6,765	10,323
应收账款	5,901	7,155	8,748	9,577	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	45,151	49,607	54,611
股东权益	37,899	41,135	45,151	49,607	54,611

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	4,754	5,406	6,085
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)	(2,365)	(883)	(904)
其它	5,704	376	(917)	89	86
经营活动所得现金流	13,533	9,594	9,042	12,714	13,894
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)	(951)	(1,081)
其它	(3,542)	277	-	200	200
融资活动所得现金净额	(3,284)	3,746	1,750	1,953	1,282
现金增加净额	(961)	2,230	(1,739)	3,056	3,549
年初现金及现金等价物	2,887	1,901	5,072	3,333	6,389
汇兑	(25)	941	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,901	5,072	3,333	6,389	9,938
受限制现金	28	33	363	376	385
资产负债表现金	1,933	5,105	3,696	6,765	10,323

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	69.2	71.0	72.5
火电	32.6	32.5	28.8	27.1	25.7
其它	2.4	2.2	2.0	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	36.6	37.6	38.4
税前利率	23.1	22.2	25.4	26.9	28.5
净利润率	15.3	15.0	17.4	18.6	19.9
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	0.35	0.42	0.49
速动比率 (x)	0.22	0.34	0.33	0.40	0.47
现金比率 (x)	0.03	0.11	0.07	0.12	0.19
平均存货周转天数	17.4	14.8	14.4	15.2	14.7
平均应收款周转天数	83.0	96.9	106.2	115.3	119.1
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	178.9	168.2	156.8
净负债 / 股东权益比率 (%)	195.0	175.8	171.5	155.4	138.6
回报率 (%)					
资本回报率	9.0	9.0	10.5	10.9	11.1
资产回报率	2.5	2.5	3.1	3.4	3.7
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.42	0.46	0.59	0.67	0.76
每股股息 (人民币)	0.08	0.09	0.12	0.13	0.15
每股账面价值 (人民币)	4.72	5.12	5.62	6.17	6.80

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于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。