

龙源电力 (916 HK)

上半年业绩符合预期

- ❖ **上半年盈利同比增长 27.2%。**龙源电力 2018 年上半年录得收入同比增长 8.5% 至人民币 133.6 亿元，其中风电是唯一的贡献因素，风电分布应收增长 21.3%，而煤电及其他分部收入则出现了一定下滑。管理层解释煤电和生物质业务部门上半年有机组停运检修，造成这两个业务部门的发电量和收入均出现了同比下降。除装置停产检修以外，公司上半年调整了部分人员及设备保险费用分配，导致上半年部分费用出现了明显增加。管理层强调在业务运营层面并无明显变化，预计主要费用率将在全年维度维持与过往一致。在有效税率方面，由于公司位处限电地区的老项目贡献出力明显增加，有效税率也因此同比上升了 3.1 个百分点。公司上半年录得净利润人民币 30.72 亿元，较我们预期低 3.1%。我们认为公司上半年业绩大致符合预期。
- ❖ **运营表现稳定改善。**公司上半年风电限电率同比减少 6.35 个百分点至 7.0%，风电利用小时也同比增加 151 小时至 1,181。管理层将约 50% 的利用小时增长归因于限电量大幅改善，而其余的利用小时增加则来自上半年较好的风资源。对于全年的业务指引，公司暂维持利用小时指引为 2,160 小时不变，并指出根据目前的发电情况，很有可能在 3 季度业绩简报中将全年利用小时指引上调至 2,200 小时以上。在新增装机方面，公司上半年没有新增产能，但仍然维持全年 1 吉瓦装机目标不变，预料其中 250-300 兆瓦将来自海上风电项目。
- ❖ **补贴应收：问题并非不能解决。**截止至 2018 年上半年，公司共计累计可再生能源补贴应收达人民币 130 亿元。管理层披露，上半年新增补贴应收额为人民币 49 亿，其余人民币 80 为 2016-17 年所产生的尚未回收的补贴款。在补贴款回收方面，管理层表示上半年仅回收人民币 1.32 亿。公司于 18 年上半年通过应收账款保理获得人民币 49 亿元，保理利息为 4.46%。我们认为补贴应收持续越滚越大是一个问题，但此问题并非无法解决。公司目前 89.6% 的新能源装机已纳入国家补贴名录，管理层预计随着财政部新能源补贴基金陆续下发，目前较为严峻的补贴状况将能够在 9-10 月份能够得到改善。此外，由于目前补贴项目总体规模已经封顶，我们认为补贴情况将不会继续恶化。
- ❖ **维持买入评级。**根据公司上半年经营情况，我们对公司的模型假设有所更新，主要项目为调低平均风电电价。我们对 2018E-20E 的盈利预测自人民币 49.68/54.48/61.57 亿分别轻微下调 4.2%/2.9%/0.6% 至人民币 47.59/52.89/61.20 亿。我们的 DCF 目标价也据此从每股 8.48 港元略微下调至每股 8.45 港元。我们对龙源电力乐观展望维持不变。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	27,070	28,588	30,611
净利润 (百万人民币)	3,415	3,688	4,759	5,289	6,120
EPS (人民币)	0.42	0.46	0.59	0.66	0.76
EPS 变动 (%)	18.6	8.0	29.0	11.1	15.7
市盈率 (x)	13.6	12.6	9.8	8.8	7.6
市帐率 (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
股息率 (%)	1.5	1.6	2.0	2.3	2.6
权益收益率 (%)	9.0	9.0	10.5	10.7	11.2
净财务杠杆率 (%)	195.0	175.8	166.2	153.9	139.7

数据源：公司及招銀国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$8.45
(此前目标价)	HK\$8.48)
潜在升幅	+25.6%
当前股价	HK\$6.73

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)	54,085
3 个月平均流通(百万)	107.86
52 周内高/低(港元)	7.78/5.02
总股本(百万)	8,036

数据源：彭博

股东结构

国家能源集团	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	1.0%	2.7%
3 月	-3.6%	6.5%
6 月	32.4%	47.3%

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售收入	22,304	24,592	27,076	28,588	30,611
风电	13,950	15,998	18,875	20,336	22,359
火电	7,270	7,990	7,712	7,750	7,750
其它	543	530	483	502	502
特许权收益	541	74	6	-	-
销售成本	(12,853)	(13,965)	(14,797)	(15,303)	(15,986)
毛利	9,451	10,627	12,280	13,285	14,625
其它净收入	647	712	799	843	903
行政费用	(429)	(542)	(596)	(629)	(673)
人员成本	(1,603)	(1,677)	(1,757)	(1,884)	(2,016)
其它费用	(518)	(784)	(866)	(915)	(980)
息税前收益	7,548	8,337	9,859	10,701	11,859
融资成本净额	(2,774)	(3,215)	(3,285)	(3,415)	(3,490)
合资及联营企业	376	344	361	379	398
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	5,150	5,465	6,935	7,665	8,767
所得税	(660)	(916)	(1,217)	(1,401)	(1,658)
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	4,759	5,289	6,120

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	131,674	136,410	140,593
固定资产	105,598	109,473	111,864	116,470	120,518
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	19,686	22,439	25,865
现金及现金等价物	1,933	5,105	5,392	7,311	9,696
应收账款	5,901	7,155	8,668	9,436	10,408
预付款	3,644	3,629	3,628	3,660	3,702
其它流动资产	1,854	1,233	1,999	2,031	2,060
流动负债	55,807	47,159	50,895	52,408	53,620
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	40,035	41,548	42,758
其它流动负债	215	275	275	275	275
非流动负债	35,067	45,176	43,145	44,583	45,718
借贷	31,327	41,620	40,035	41,548	42,758
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	45,156	49,493	54,556
股东权益	37,899	41,135	45,156	49,493	54,556

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	4,759	5,289	6,120
折旧和摊销	6,352	6,691	7,563	7,988	8,562
运营资金变动	(1,939)	(1,162)	(2,268)	(832)	(1,041)
其它	5,704	376	(914)	88	85
经营活动所得现金流	13,533	9,594	9,140	12,533	13,727
资本开支	(13,248)	(10,494)	(9,931)	(12,433)	(12,433)
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)	(10,245)	(12,901)	(12,917)
股份发行	(85)	1,954	-	-	-
净借贷	919	2,198	1,802	3,027	2,422
股息	(576)	(683)	(738)	(952)	(1,058)
其它	(3,542)	277	-	200	200
融资活动所得现金净额	(3,284)	3,746	1,064	2,275	1,564
现金增加净额	(961)	2,230	(40)	1,906	2,373
年初现金及现金等价物	2,887	1,901	5,072	5,031	6,938
汇兑	(25)	941	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,901	5,072	5,031	6,938	9,311
受限制现金	28	33	360	374	385
资产负债表现金	1,933	5,105	5,392	7,311	9,696

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	69.7	71.1	73.0
火电	32.6	32.5	28.5	27.1	25.3
其它	2.4	2.2	1.8	1.8	1.6
特许权收益	2.4	0.3	0.0	-	-
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	36.4	37.4	38.7
税前利率	23.1	22.2	25.6	26.8	28.6
净利润率	15.3	15.0	17.6	18.5	20.0
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	0.39	0.43	0.48
速动比率 (x)	0.22	0.34	0.36	0.40	0.46
现金比率 (x)	0.03	0.11	0.10	0.13	0.17
平均存货周转天数	17.4	14.8	14.4	15.3	14.7
平均应收款周转天数	83.0	96.9	106.6	115.6	118.3
平均应付周转天数	63.2	58.0	45.8	43.5	41.6
债务 / 股本比率 (%)	200.0	188.1	177.3	167.9	156.8
净负债 / 股东权益比率 (%)	195.0	175.8	166.2	153.9	139.7
回报率 (%)					
资本回报率	9.0	9.0	10.5	10.7	11.2
资产回报率	2.5	2.5	3.1	3.3	3.7
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.42	0.46	0.59	0.66	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	6.16	6.79

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之分析员，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士。