

龍源電力 (916 HK)

上半年運營表現符合預期

龍源電力發布了上半年的運營數據。總發電量同比上漲 2.4%，其中風電實現了 6.2% 的同比增長。我們認為公司上半年的運營情況大致符合預期。盈利表現方面，我們預期上半年盈利同比增長 7.3%，並且下半年盈利增速將加快。下半年盈利加速主要由 1) 新增風電機組；2) 穩定的運營表現預期；3) 煤炭成本同比改善；以及 4) 財務成本顯著降低所驅動。我們將公司的目標價上調 16.5% 至 5.51 港元，維持買入評級。

- **上半年運營表現符合預期。**風電發電量 22.78 太瓦時，同比增長 6.2%；火電發電量 3.97 太瓦時，同比下跌 13.4%；其它生物質發電 480 吉瓦時，同比下降 29.4%。我們認為龍源的風電表現處於我們預期的軌道之中，我們預計全年風電同比電量增長 8.2%，而在火電和生物質方面，表現則顯著落後。我們將火電和生物質業務部門 20 財年的利用小時數分別下調 100/400 小時至 4,700/1,600 小時以反映上半年的運營情況。整體而言，我們認為公司上半年的運營表現符合預期。
- **煤炭及財務成本下降帶來基本面改善。**我們認為上半年較低的煤炭價格能夠有助於彌補火電板塊因利用小時下降而帶來的損失。我們預計上半年煤炭單位燃料成本同比下降約 10%。此外，我們也持續觀察到財務成本顯著下降。公司近期發行的超短融工具利率較去年四季度降低近 100 個基點，同時公司也調整了 2017 年發行的綠債，票面利率自 4.9% 下降至 2.5%。我們認為公司全年的財務成本可以實現 50 個基點以上的降幅，將顯著改善公司的盈利表現。
- **上半年盈利同比將增長 7.3%。**基於上半年的運營數據及假設更新，我們測算 20 財年上半年盈利人民幣 33.12 億，同比增長 7.3%。我們預計盈利增速將在下半年加快，主要由於財務成本的優化主要反映在下半年。我們對 2020-22 財年盈利預測上調 5.1-9.1%，主要反映財務成本改善，我們的預測較市場一致預測分別高 5.8%/17.3%/26.1%。
- **上調目標價至 5.51 港元。**基於 1) 對於公司的私有化投機預期，以及 2) 基本面呈現改善，我們認為市場對於龍源電力的情緒正顯著恢復，儘管公司在可再生能源補貼回收問題上並沒有進展。我們更新後的 DCF 目標價上調 16.5% 至 5.51 港元，維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	26,388	27,541	28,531	31,668	34,545
同比增長 (%)	7.3	4.4	3.6	11.0	9.1
淨收入 (百萬元人民幣)	3,924	4,325	4,931	5,960	6,994
每股盈利 (元人民幣)	0.49	0.54	0.61	0.74	0.87
每股盈利變動 (%)	6.39	10.22	14.0	20.9	17.4
市場預測每股盈利 (元人民幣)	N/A	N/A	0.58	0.63	0.69
市盈率 (倍)	8.73	7.92	6.94	5.75	4.9
市帳率 (倍)	0.8	0.71	0.66	0.60	0.55
股息率 (%)	2.3	2.5	2.9	3.5	4.1
權益收益率 (%)	8.9	9.0	9.5	10.5	11.1
淨負債比率 (%)	163	156	164	166	147

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$5.51
(此前目標價)	HK\$4.73)
潛在升幅	+16.0%
當前股價	HK\$4.75

中國風電行業

蕭小川

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

公司數據

市值(百萬港元)	38,173
3 月平均流通量 (百萬港元)	66.81
52 周內股價高/低 (港元)	5.07/3.30
總股本 (百萬)	8,036

資料來源：彭博

股東結構 - H 股

威靈頓	13.0%
貝萊德	7.0%
流通股	80.0%

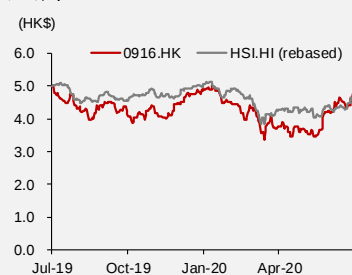
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	12.8%	7.0%
3-月	25.7%	15.3%
6-月	-2.0%	5.4%
12-月	-5.6%	2.4%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：萬德資訊

審計師：安永

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

財務分析

利潤表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	26,388	27,541	28,531	31,668	34,545
風電	18,410	18,981	20,535	23,316	26,083
火電	7,314	7,784	7,373	7,665	7,775
其它	650	657	624	688	688
特許權收益	14	118	-	-	-
銷售成本	(13,927)	(14,488)	(14,723)	(15,817)	(16,903)
毛利	12,461	13,053	13,808	15,851	17,643
其它淨收入	917	843	884	998	1,071
行政費用	(588)	(564)	(585)	(649)	(708)
人員成本	(2,075)	(2,352)	(2,606)	(2,843)	(3,004)
其它費用	(1,473)	(1,034)	(999)	(1,108)	(1,209)
息稅前收益	9,242	9,946	10,503	12,249	13,792
融資成本淨額	(3,513)	(3,486)	(3,291)	(3,713)	(3,915)
合資及聯營企業	167	(10)	43	44	44
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	5,897	6,450	7,255	8,580	9,921
所得稅	(976)	(1,131)	(1,314)	(1,587)	(1,894)
減去:					
非控制股東權益	755	753	768	791	791
永續中期票據權益	242	242	242	242	242
淨利潤	3,924	4,325	4,931	5,960	6,994

現金流量表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
淨利潤	3,924	4,325	4,931	5,960	6,994
折舊和攤銷	7,316	7,786	8,421	9,251	10,163
運營資金變動	(2,405)	(1,865)	(6,042)	(5,867)	(2,903)
其它	5,420	2,270	341	53	83
經營活動所得現金流	14,255	12,515	7,652	9,398	14,337
資本開支	(7,248)	(9,799)	(17,289)	(17,500)	(10,753)
聯營公司	(78)	221	(43)	(44)	(44)
其它	(1,308)	(1,196)	(61)	(83)	(81)
投資活動所得現金淨額	(8,633)	(10,774)	(17,393)	(17,627)	(10,878)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	(2,459)	3,286	10,967	9,417	(1,132)
股息	(738)	(785)	(865)	(986)	(1,192)
其它	(4,605)	(4,202)	150	150	150
融資活動所得現金淨額	(7,802)	(1,700)	10,252	8,580	(2,174)
現金增加淨額	(2,179)	41	511	351	1,285
年初現金及現金等價物	5,071	2,861	2,908	3,419	3,771
匯兌	(31)	(7)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,861	2,908	3,419	3,771	5,056
受限制現金	253	523	320	354	350
資產負債表現金	5,105	3,114	3,432	3,739	4,125

資產負債表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	128,718	133,773	142,665	150,858	151,391
固定資產	110,001	114,607	123,604	132,149	133,044
預付租金	2,152	-	-	-	-
合資及聯營公司投資	4,549	4,328	4,371	4,415	4,459
其它非流動資產	12,016	14,838	14,690	14,294	13,888
流動資產	17,786	23,029	27,641	31,908	35,087
現金及現金等價物	3,114	3,432	3,739	4,125	5,407
應收賬款	10,542	16,365	19,991	23,767	25,577
預付款	2,819	1,963	2,495	2,567	2,648
其它流動資產	1,312	1,269	1,415	1,450	1,455
流動負債	39,780	43,538	48,384	50,197	48,757
應付帳款	2,059	3,411	2,049	2,049	2,049
其它應付	9,122	10,840	10,465	8,480	7,474
借貸	28,336	28,965	35,562	39,365	38,943
其它流動負債	264	230	312	314	301
非流動負債	50,158	52,610	57,050	62,575	61,774
借貸	46,645	48,881	53,343	59,047	58,415
融資租賃	361	-	-	-	-
其它非流動負債	3,152	3,728	3,706	3,528	3,359
少數股東權益	7,329	7,732	7,882	8,032	8,182
永續中期票據	4,991	4,991	4,991	4,991	4,991
股東權益	44,245	47,932	51,998	56,971	62,774
淨資產總額	56,566	60,655	64,871	69,995	75,947

主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
風電	69.8	68.9	72.0	73.6	75.5
火電	27.7	28.3	25.8	24.2	22.5
其它	2.5	2.4	2.2	2.2	2.0
特許權收益	0.1	0.4	-	-	-
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	35.0	36.1	36.8	38.7	39.9
稅前利率	22.3	23.4	25.4	27.1	28.7
淨利潤率	14.9	15.7	17.3	18.8	20.2
有效稅率	16.5	17.5	18.1	18.5	19.1
資產負債比率					
流動比率(X)	0.45	0.53	0.57	0.64	0.72
速動比率(X)	0.43	0.51	0.55	0.62	0.70
現金比率(X)	0.07	0.07	0.07	0.08	0.10
平均存貨周轉天數	12.5	11.1	11.4	11.3	10.6
平均應收款周轉天數	122.4	178.3	232.6	252.2	260.7
平均應付周轉天數	51.8	68.9	67.7	47.3	44.2
債務/股本比率(%)	169.5	162.4	171.0	172.7	155.1
淨負債/股東權益比率(%)	163.0	156.3	164.4	166.1	147.0
回報率(%)					
資本回報率	8.9	9.0	9.5	10.5	11.1
資產回報率	2.7	2.8	2.9	3.3	3.8

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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(“招銀國際證券”)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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際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。而過去的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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，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數據。報告中的信息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責任。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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。招銀國際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并不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。接收本報告之行爲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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。