

龍源電力 (916 HK)

1 季度優秀業績為 18 年高增長奠定基礎

- ❖ **1 季度淨利同比增長 67%**。龍源電力 1 季度營收實現人民幣 68.6 億元，同比增長 12.9%。收入增長均由風電業務部門所驅動，受風電發電量同比增長 33.2% 所帶動，一季度龍源電力實現風電收入同比增長 30.9%。根據中國會計準則，公司運營利潤同比增長 43.5% 至人民幣 32.1 億，顯示公司存量風電項目資產的運營效率和資產素質明顯提升。一季度淨利潤同比大增 67.0% 至人民幣 19.0 億元，顯著超出市場一致預期，並為 2018 全年盈利增長奠定了良好基礎。
- ❖ **強勁的風資源是一季度盈利增長的關鍵**。風電發電量一季度同比增長 33.2% 至 10,977 吉瓦時。由於公司 2017 年風電裝機僅實現增長 5.9%，我們認為公司風電業務能够在 1 季度實現如此高速增長實屬優異。管理層透露 1 季度風電利用小時自 17 年 1 季度 501 小時增加 125 小時至 626 小時，並表示強勁的利用小時增長主要源于 1) 平均風速同比增加 0.15 米/秒帶來利用小時提升 65 小時，以及 2) 限電率同比自 16.4% 下降 8.9 百分點至 7.5%。公司一季度實現市場電量銷售 26.4 億度，根據我們測算約占銷售電量的 25%，較管理層給予的全年 20.5% 左右指引水平為高。管理層透露公司 1 季度執行較積極的市場電量銷售策略，希望在冬季供暖期間獲取更多的發電量。此外，管理層表示平均電價折讓幅度較 2017 年明顯收窄。
- ❖ **全年展望目標提升**。基于一季度所實現的優異的利用小時水平，我們對公司全年的表現更為樂觀。我們認為一季風速較高的氣候條件有一定的偶然性，而限電率下跌將帶來持續性的電量增長。我們判斷在內蒙、甘肅、新疆等限電較高，而公司有具有較多風電場布局的區域仍然均有限電進一步改善的空間，而目前限電率表現較好的省份則會在 2018 年中所推出的配額制政策的支持下得到鞏固。基于上述預判，我們將公司 2018 年風電利用小時預測自 2,134 小時上調至 2,200 小時，較管理層給予 2018 年指引高 40 小時。
- ❖ **估值向短期公允值靠近**。基于公司將實現更高的風電利用小時數預測，我們將 2018/2019/2020 年淨利預測分別調升 10.3%/3.3%/0.1% 至人民幣 47.5/54.1/60.9 億元。我們的 DCF 目標價也隨之自每股 7.17 港元提升至 8.70 港元，對應 2018 年預測市盈率、市淨率分別為 11.2 及 1.1 倍。自我們上一次更新（2018 年 3 月）至目前，公司的股價漲幅累計已達 38.5%。我們相信公司目前估值水平已接近短期公允值。我們預期公司的長期公允值將參照全球公用事業股份的平均估值水平（即前瞻市盈率和市淨率分別為 17 倍及 2 倍），而那時將依賴公司未來的現金流情況以及分紅派息的水平。我們對於公司的長期發展保持樂觀，維持買入評級。

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	27,329	29,016	30,652
淨利潤 (百萬人民幣)	3,415	3,688	4,754	5,406	6,085
EPS (人民幣)	0.42	0.46	0.59	0.67	0.76
EPS 變動 (%)	18.6	8.0	28.9	13.7	12.6
市盈率 (x)	14.6	13.5	10.5	9.2	8.2
市帳率 (x)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	1.4	1.5	1.9	2.2	2.4
權益收益率 (%)	9.0	9.0	10.5	10.9	11.1
淨財務杠杆率 (%)	195.0	175.8	171.5	155.4	138.6

數據源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$8.70
(此目前目標價)	HK\$7.17)
潛在升幅	+13.7%
當前股價	HK\$7.65

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)	61,559
3 個月平均流通(百萬)	121.81
52 周內高/低(港元)	7.78/5.02
總股本(百萬)	8,036

數據源：彭博

股東結構

國電集團	58.4%
流通股	41.6%

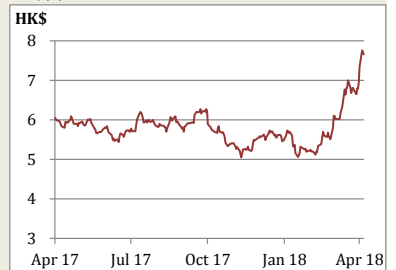
數據源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	28.9%	25.9%
3 月	35.7%	44.8%
6 月	34.3%	23.1%

數據源：彭博

股價表現



數據源：彭博

審計師：KPMG

公司網站：www.clypg.com.cn

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	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

數據來源: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	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

數據來源: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	4,754	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

數據來源：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	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	0.35	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

數據來源：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）發表于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載數據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，并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，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责任。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。

本報告基于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，任何機構或個人于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)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。