

龍源電力 (916 HK)

上半年業績預覽

- ❖ **我們預期上半年實現卓越盈利增長。**龍源電力 2017 年僅實現新增裝機增速為 5.9%，但在去年較低裝機增速狀態下 2018 上半年仍然驅動了高雙位數的發電量增長，顯示公司的資產品質和盈利水準明顯上升，我們也預期公司上半年盈利能夠實現卓越增長。除資產品質明顯改善以外，我們也對模型預測進行了微調，包括 1) 將全年財務成本調增 30 個基點，2) 調低火電全年火電利用小時 5%，同時調高火電燃料成本 5%，以及 3) 調低其它發電部門利用小時數 10%。我們的測算顯示公司能夠實現中期淨利潤人民幣 31.71 億元，同比增長 31.3%。我們同時將公司的 2018 年全年淨利潤預測提升 4.5%，自人民幣 47.54 億人民幣上調至 49.68 億元。
- ❖ **風電表現強勁。**公司上半年實現發電量同比增長 13.6% 至 25,384 吉瓦時。強勁的發電量增長主要有風力發電同比增長 21.6% 所拉動，而火電和其它發電量則同比分別下跌了 10.0% 及 17.7%。風電業務板塊的靚麗表現驅動因素為 1) 18 年 1 季度風資源條件較好，以及 2) 限電率獲得顯著改善，我們根據月度資料估計，限電率將自 2017 年上半年 13.4% 下降至 2018 年上半年 6.5%。我們測算風電利用小時較 2017 年同期增長 100 小時至 1,130 小時。基於我們對於下半年限電率維持較低水準的樂觀預判，以及 7 月份風電同比維持 33.7% 高增速，同時限電率實現進一步下降至 2.97%，我們對下半年展望維持正面，預料風電利用小時任然能夠維持優秀表現。
- ❖ **潛在的業績催化劑仍有待確認。**我們相信龍源上半年強勁的業務表現已大部分反應在目前股價之中，我們預料有更多業績的催化劑仍在下半年有待確認。若以影響力排序，我們認為這些催化劑包括 1) 來自第七批國補發放所帶來的現金流改善將有助於公司實現明顯價值重估；2) 市場電價折扣幅度縮小將有助於公司實現較高的平均電價；以及 3) 火電業務部門若確認觸底反彈將幫助公司提升盈利。基於上述預期催化劑，我們認為龍源電力下半年主要業績影響因素將包括財政部的補貼下放，用電量，市場化電量交易情況，以及煤價等。
- ❖ **維持買入評級，目標價 8.62 港元。**除對 2018 年盈利預測進行調整外，基於我們對未來的市場化電量交易折扣幅度將趨向更小的判斷，我們對 2019E-20E 盈利預測也分別提升 0.8% 及 1.2%。在目前市場對於公司 2018E-19E 的市盈率分別為 9.0 倍及 8.2 倍估值下，我們維持對於公司短期估值水準趨向公允價值判斷（市盈率 10 倍）。儘管如此，基於多項潛在的價值重估催化因素，我們對於龍源電力長期的盈利增速維持樂觀。我們將 DCF 估值更新至 2019 年，目標價自每股 8.70 港元略下調至 8.48 港元。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	27,596	29,149	30,908
淨利潤 (百萬人民幣)	3,415	3,688	4,968	5,448	6,157
EPS (人民幣)	0.42	0.46	0.62	0.68	0.77
EPS 變動 (%)	18.6	8.0	34.7	9.7	13.0
市盈率 (x)	13.2	12.2	9.0	8.2	7.3
市帳率 (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	1.5	1.6	2.2	2.4	2.7
權益收益率 (%)	9.0	9.0	11.0	10.9	11.2
淨財務杠杆率 (%)	195.0	175.8	170.4	154.4	137.5

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$8.48
(此前目標價)	HK\$8.70)
潛在升幅	+30.5%
當前股價	HK\$6.50

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)	52,237
3 個月平均流通(百萬)	111.26
52 周內高/低(港元)	7.78/5.02
總股本(百萬)	8,036

資料來源：彭博

股東結構

國家能源集團	58.4%
流通股	41.6%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-0.3%	2.5%
3 月	-6.2%	5.2%
6 月	30.6%	40.4%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：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	27,596	29,149	30,908
风电	13,950	15,998	19,401	20,923	22,682
火电	7,270	7,990	7,712	7,724	7,724
其它	543	530	483	502	502
特许权收益	541	74	-	-	-
销售成本	(12,853)	(13,965)	(14,813)	(15,443)	(16,065)
毛利	9,451	10,627	12,783	13,706	14,843
其它净收入	647	712	690	729	773
行政费用	(429)	(542)	(552)	(583)	(618)
人员成本	(1,603)	(1,677)	(1,769)	(1,878)	(1,991)
其它费用	(518)	(784)	(883)	(933)	(989)
息税前收益	7,548	8,337	10,269	11,041	12,018
融资成本净额	(2,774)	(3,215)	(3,441)	(3,561)	(3,603)
合资及联营企业	376	344	361	379	398
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	5,150	5,465	7,189	7,859	8,813
所得税	(660)	(916)	(1,261)	(1,437)	(1,667)
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	4,968	5,448	6,157

資料來源: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	18,302	22,252	26,779
现金及现金等价物	1,933	5,105	3,825	6,934	10,512
应收账款	5,901	7,155	8,834	9,621	10,509
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	45,365	49,820	54,887
股东权益	37,899	41,135	45,365	49,820	54,887

資料來源:公司及招銀國際預測

現金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
净利润	3,415	3,688	4,968	5,448	6,157
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)	(2,450)	(841)	(947)
其它	5,704	376	(917)	89	86
经营活动所得现金流	13,533	9,594	9,171	12,797	13,923
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)	(994)	(1,090)
其它	(3,542)	277	-	200	200
融资活动所得现金净额	(3,284)	3,746	1,750	1,911	1,274
现金增加净额	(961)	2,230	(1,610)	3,096	3,569
年初现金及现金等价物	2,887	1,901	5,072	3,462	6,558
汇兑	(25)	941	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,901	5,072	3,462	6,558	10,127
受限制现金	28	33	363	376	385
资产负债表现金	1,933	5,105	3,825	6,934	10,512

資料來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
风电	62.5	65.1	70.3	71.8	73.4
火电	32.6	32.5	27.9	26.5	25.0
其它	2.4	2.2	1.8	1.7	1.6
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	37.2	37.9	38.9
税前利率	23.1	22.2	26.1	27.0	28.5
净利润率	15.3	15.0	18.0	18.7	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	0.36	0.42	0.50
速动比率 (x)	0.22	0.34	0.33	0.40	0.48
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	14.2	15.2	14.5
平均应收款周转天数	83.0	96.9	105.7	115.5	118.9
平均应付周转天数	63.2	58.0	45.8	43.1	41.4
债务 / 股本比率 (%)	200.0	188.1	178.0	167.5	156.0
净负债 / 股东权益比率 (%)	195.0	175.8	170.4	154.4	137.5
回报率 (%)					
资本回报率	9.0	9.0	11.0	10.9	11.2
资产回报率	2.5	2.5	3.3	3.4	3.7
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.42	0.46	0.62	0.68	0.77
每股股息 (人民币)	0.08	0.09	0.12	0.14	0.15
每股账面价值 (人民币)	4.72	5.12	5.64	6.20	6.83

資料來源：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	: 招銀國際並未給予投資評級

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。報告所載資料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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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資訊，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。