

龍源電力 (916 HK)

上半年業績符合預期

- ❖ **上半年盈利同比增長 27.2%**。龍源電力 2018 年上半年錄得收入同比增長 8.5% 至人民幣 133.6 億元，其中風電是唯一的增長貢獻因素，風電分佈應收增長 21.3%，而煤電及其他分部收入則出點了一定下滑。管理層解釋煤電和生物質業務部門上半年有機組停運檢修，造成這兩個業務部門的發電量和收入均出現了同比下降。除裝置停產檢修以外，公司上半年調整了部分人員及設備保險費用分配，導致上半年部分費用出現了明顯增加。管理層強調在業務運營層面並無明顯變化，預計主要費用率將在全年維度維持與過往一致。在有效稅率方面，由於公司位元處限電地區的老專案貢獻出力明顯增加，有效稅率也因此同比上升了 3.1 個百分點。公司上半年錄得淨利潤人民幣 30.72 億元，較我們預期低 3.1%。我們認為公司上半年業績大致符合預期。
- ❖ **運營表現穩定改善**。公司上半年風電限電率同比減少 6.35 個百分點至 7.0%，風電利用小時也同比增加 151 小時至 1,181。管理層將約 50% 的利用小時增長歸因於限電量大幅改善，而其餘的利用小時增加則來自上半年較好的風資源。對於全年的業務指引，公司暫維持利用小時指引為 2,160 小時不變，並指出根據目前的發電情況，很有可能在 3 季度業績簡報中將全年利用小時指引上調至 2,200 小時以上。在新增裝機方面，公司上半年沒有新增產能，但仍然維持全年 1 吉瓦裝機目標不變，預料其中 250-300 兆瓦將來自海上風電項目。
- ❖ **補貼應收：問題並非不能解決**。截止至 2018 年上半年，公司共計累計可再生能源補貼應收達人民幣 130 億元。管理層披露，上半年新增補貼應收額為人民幣 49 億，其餘人民幣 80 為 2016-17 年所產生的尚未回收的補貼款。在補貼款回收方面，管理層表示上半年僅回收人民幣 1.32 億。公司於 18 年上半年通過應收賬款保理獲得人民幣 49 億元，保理利息為 4.46%。我們認為補貼應收持續越滾越大是一個問題，但此問題並非無法解決。公司目前 89.6% 的新能源裝機已納入國家補貼名錄，管理層預計隨著財政部新能源補貼基金陸續下發，目前較為嚴峻的補貼狀況將能夠在 9-10 月份能夠得到改善。此外，由於目前補貼專案總體規模已經封頂，我們認為補貼情況將不會繼續惡化。
- ❖ **維持買入評級**。根據公司上半年經營情況，我們對公司的模型假設有所更新，主要項目為調低平均風電電價。我們對 2018E-20E 的盈利預測自人民幣 49.68/54.48/61.57 億分別輕微下調 4.2%/2.9%/0.6% 至人民幣 47.59/52.89/61.20 億。我們的 DCF 目標價也據此從每股 8.48 港元略微下調至每股 8.45 港元。我們對龍源電力樂觀展望維持不變。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	27,070	28,588	30,611
淨利潤 (百萬人民幣)	3,415	3,688	4,759	5,289	6,120
EPS (人民幣)	0.42	0.46	0.59	0.66	0.76
EPS 變動 (%)	18.6	8.0	29.0	11.1	15.7
市盈率 (x)	13.6	12.6	9.8	8.8	7.6
市帳率 (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
股息率 (%)	1.5	1.6	2.0	2.3	2.6
權益收益率 (%)	9.0	9.0	10.5	10.7	11.2
淨財務杠杆率 (%)	195.0	175.8	166.2	153.9	139.7

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$8.45
(此目前目標價)	HK\$8.48)
潛在升幅	+25.6%
當前股價	HK\$6.73

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)	54,085
3 個月平均流通(百萬)	107.86
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	1.0%	2.7%
3 月	-3.6%	6.5%
6 月	32.4%	47.3%

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	27,076	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

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	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

資料來源: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	4,759	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

資料來源：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	69.7	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

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。