

龙源电力 (916 HK)

2019 年开局启缓

- ❖ **2019 年开局启缓。**龙源电力 2019 年前两月录得发电量 8,631 吉瓦时，同比下降 2.6%。由于风资源弱于去年同期，风电板块表现出轻微下降，前两月发电量为 6,931 吉瓦时，同比下降 3.7%。火电和其他可再生能源板块则表现稳定，前两月发电量分别为 1,613 吉瓦时和 87 吉瓦时，与去年同期相若。根据我们对龙源电力季节性发电情况的跟踪，公司在 2018 年前四个月录得异常丰沛的风资源情况，为 4M19 的发电增长奠定了很高的基数。综合上述理解，我们认为公司 2019 年前两个月运营表现符合市场预期，并且表现领先于风电运营商。
- ❖ **2019 年风力发电将保持温和增长。**尽管 2018 年风力发电量创历史新高，但我们预计 2019 年公司风电板块发电量将保持 7.4% 的增长。我们预计有效风电装机容量将增加 6.8% 至超过 19 吉瓦，同时由于风电限电的进一步下降，利用小时将略有增加。长远来看，我们认为龙源电力的盈利能力将随下列因素逐步释放：1) 优于同行的资产质量；2) 广泛的风电场分布；以及 3) 海上风电项目逐渐增加。我们认为良好的资产质量和广泛的风电场分布将有助于公司平顺风资源波动的影响，同时海上风电项目贡献增加将有助于公司重塑其风电发电量目前所呈现的季节性波动。在 2018 年，随着公司江苏海上风电项目的增加，我们已观察到海上项目在小风季对于公司带来显著的发电增量贡献。
- ❖ **补贴回收和现金流将成为 3 月份的市场关注焦点。**基于 2018 年实现 14.8% 的风力发电量增长，我们预期市场对公司的盈利增长并不怀疑，市场焦点将放在可再生补贴回收。此外，由于公司主动放缓了产能扩张步伐，我们预计市场将会对公司的自由现金流状况，以及管理层计划如何支配日渐增长的自由现金流感到好奇。截至 2018 年三季度，公司已累积约 150 亿元人民币的应收补贴，并通过保理回笼部分资金。我们预期公司的补贴回收情况将影响公司的派息能力，回收越多补贴将有助于公司增加派息。
- ❖ **下调 2018 年盈利预测 5.6%。**由于 2018 年 11 至 12 月的风电发电量低于预期，我们将公司的 2018 年每股盈利预测下调 5.6% 至人民币 0.58 元。基于对未来更加保守的风电电价预期，我们将 2019/20 年每股盈利预测分别略微下调 1.8%/2.9% 至每股人民币 0.65/0.72 元。我们的 DCF 目标价格由每股 8.00 港元调整至每股 7.45 港元。维持买入。

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	26,609	28,067	29,418
净利润 (百万人民币)	3,415	3,688	4,693	5,208	5,811
EPS (人民币)	0.42	0.46	0.58	0.65	0.72
EPS 变动 (%)	18.6	8.0	27.2	11.0	11.6
市盈率 (x)	13.6	12.6	8.7	7.8	7.0
市帐率 (x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8
股息率 (%)	1.5	1.6	2.3	2.6	2.9
权益收益率 (%)	9.0	9.0	10.4	10.6	10.7
净财务杠杆率 (%)	195.0	175.8	167.5	148.4	128.4

资料来源：公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$7.45
(此前目标价)	HK\$8.00
潜在升幅	+24.3%
当前股价	HK\$5.99

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)	48,138
3 个月平均流通(百万)	69.60
52 周内高/低(港元)	7.78/4.87
总股本(百万)	8,036

资料来源：彭博

股东结构

国家能源集团	58.4%
流通股	41.6%

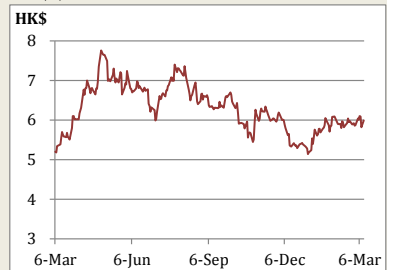
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	1.5%	-0.5%
3 月	6.0%	-4.1%
6 月	-5.7%	-11.9%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：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	26,609	28,067	29,418
风电	13,950	15,998	18,442	19,815	21,166
火电	7,270	7,990	7,690	7,750	7,750
其它	543	530	471	502	502
特许权收益	541	74	6	-	-
销售成本	(12,853)	(13,965)	(14,515)	(15,122)	(15,587)
毛利	9,451	10,627	12,094	12,945	13,832
其它净收入	647	712	838	912	941
行政费用	(429)	(542)	(559)	(589)	(618)
人员成本	(1,603)	(1,677)	(1,749)	(1,834)	(1,921)
其它费用	(518)	(784)	(878)	(926)	(971)
息税前收益	7,548	8,337	9,746	10,507	11,263
融资成本净额	(2,774)	(3,215)	(3,268)	(3,322)	(3,276)
合资及联营企业	376	344	361	379	398
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	5,150	5,465	6,839	7,565	8,386
所得税	(660)	(916)	(1,186)	(1,383)	(1,586)
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	4,693	5,208	5,811

资料来源: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	130,132	131,059	131,610
固定资产	105,598	109,473	110,323	111,120	111,536
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	19,570	23,860	28,616
现金及现金等价物	1,933	5,105	3,310	6,420	10,564
应收账款	5,901	7,155	10,644	11,787	12,353
预付款	3,644	3,629	3,628	3,660	3,702
其它流动资产	1,854	1,233	1,988	1,994	1,997
流动负债	55,807	47,159	50,099	50,511	50,717
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	39,239	39,650	39,856
其它流动负债	215	275	275	275	275
非流动负债	35,067	45,176	42,349	42,685	42,816
借贷	31,327	41,620	39,239	39,650	39,856
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	45,090	49,359	54,129
股东权益	37,899	41,135	45,090	49,359	54,129

资料来源: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	4,693	5,208	5,811
折旧和摊销	6,352	6,691	7,413	7,917	8,314
运营资金变动	(1,939)	(1,162)	(4,233)	(1,180)	(610)
其它	5,704	376	(907)	98	94
经营活动所得现金流	13,533	9,594	6,966	12,042	13,609
资本开支	(13,248)	(10,494)	(8,240)	(8,553)	(8,553)
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)	(8,553)	(9,021)	(9,038)
股份发行	(85)	1,954	-	-	-
净借贷	919	2,198	210	823	412
股息	(576)	(683)	(738)	(939)	(1,042)
其它	(3,542)	277	-	200	200
融资活动所得现金净额	(3,284)	3,746	(527)	85	(429)
现金增加净额	(961)	2,230	(2,115)	3,106	4,142
年初现金及现金等价物	2,887	1,901	5,072	2,957	6,063
汇兑	(25)	941	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,901	5,072	2,957	6,063	10,205
受限制现金	28	33	353	357	359

资产负债表现金 1,933 5,105 3,310 6,420 10,564

资料来源：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	69.3	70.6	71.9
火电	32.6	32.5	28.9	27.6	26.3
其它	2.4	2.2	1.8	1.8	1.7
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	36.6	37.4	38.3
税前利率	23.1	22.2	25.7	27.0	28.5
净利润率	15.3	15.0	17.6	18.6	19.8
有效税率	12.8	16.8	17.3	18.3	18.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.24	0.36	0.39	0.47	0.56
速动比率 (x)	0.22	0.34	0.37	0.45	0.54
现金比率 (x)	0.03	0.11	0.06	0.12	0.20
平均存货周转天数	17.4	14.8	14.6	15.3	14.6
平均应收款周转天数	83.0	96.9	122.1	145.8	149.8
平均应付周转天数	63.2	58.0	46.7	44.0	42.7
债务 / 股本比率 (%)	200.0	188.1	174.0	160.7	147.3
净负债 / 股东权益比率 (%)	195.0	175.8	167.5	148.4	128.4
回报率 (%)					
资本回报率	9.0	9.0	10.4	10.6	10.7
资产回报率	2.5	2.5	3.1	3.4	3.6
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.42	0.46	0.58	0.65	0.72
每股股息 (人民币)	0.08	0.09	0.12	0.13	0.14
每股账面价值 (人民币)	4.72	5.12	5.61	6.14	6.74

资料来源：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的分析员，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）没有在有关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責任。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。