

龍源電力 (916 HK)

以不變應萬變

- ❖ **一季度業績符合預期。**龍源一季度運營收入實現人民幣 70.92 億，同比增長 3.3%，同期風電發電量同比略微下跌 1.1%。管理層解釋收入增長主要由 EPC 業務收入驅動，當期實現 EPC 應收超過人民幣 1 億元，同時主營業務仍未維持穩定運營。運營利潤實現人民幣 30.81 億元，同比下跌 4.0%，運營利潤率則按年下跌 3.3 百分點，自 2018 年一季度 46.8% 下跌至 2019 年一季度 43.4%。我們認為運營利潤率的下跌主要由於員工薪酬調整所致，公司在 2018 年四季度整體上調了人工薪酬。其它方面，公司的火電業務單位燃料成本下降，以及聯營及合營公司利潤分享增加抵消了運營利潤的下跌。公司的財務費用同比下跌了 7.0% 至人民幣 7.31 億元，財務費用水平優於我們預期。公司一季度實現淨利潤人民幣 18.76 億元，同比微跌 1.3%，與發電量表現同步。
- ❖ **2019-20 年新增裝機規劃：以不變應萬變。**對於近期新發布的風電政策徵求意見稿，管理層重申龍源的新增裝機計劃維持不變，包括 1) 2019 年實現新增裝機 1.2-1.5 吉瓦，以及 2) 年內新開工 2.05 吉瓦風電項目。管理層預期能源局將把 2020 年建成運營末作為存量已獲核准項目的截止時點，意味著晚於該時點投運的風電項目將需要轉向競價或平價，面臨一定的電價變化風險。根據管理層透露，電網在徵求意見稿發布後，並沒有放慢目前存量已開工項目的并網節奏，但對於新開工的項目或將收緊并網許可的發放，將有可能對 2019 年全年風電新增裝機規模形成限制。龍源同時預期最終關於 2019 年風電建設實施方案將會在短期內發布，以穩定企業及市場預期。
- ❖ **火電業務板塊將為 2019 年業績帶來利好。**龍源一季度風電及火電業務分別實現發電量 10,865 吉瓦及 2,566 吉瓦，同比分別下跌 1.1% 及上升 2.6%。管理層透露風電限電率同比進一步下跌 2.46 百分點至 5.03%，同時預期全年的限電表現將降至 5% 以內。風電電價方面，公司一季度電量中 2,780 吉瓦時參與了市場電價交易，占比 25.6%，低於管理層 28.5% 的全年指引，同時電價折扣也較預期更低。在火電業務板塊方面，公司透露火電業務一季度貢獻了人民幣 4 千萬利潤，火電單位燃料成本同比也降低了 7.6%。基於一季度的業績表現，我們認為風電業務板塊大致符合我們預期，同時我們認為火電業務板塊隨著燃料成本的下降有望為 2019 年全年業績帶來明顯利好。
- ❖ **上調 2019 年盈利預測 6.7%。**基於龍源電力優於預期的火電單位燃料成本及較好的聯營及合營公司利潤分享，我們將公司 2019-21 年的盈利預測分別上調 6.7/6.3/5.6%。龍源目前估值為 2019 年預測市盈率率的 7.3 倍。儘管公司目前由於政策不確定性將面臨短期估值壓力，我們認為目前估值并不高。**維持買入評級，目標價維持每股 6.90 港元。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	24,592	26,388	27,715	29,261	31,960
淨利潤 (百萬人民幣)	3,688	3,924	4,850	5,259	6,188
EPS (人民幣)	0.46	0.49	0.60	0.65	0.77
EPS 變動 (%)	8.0	6.4	23.6	8.4	17.7
市盈率 (x)	9.7	9.1	7.3	6.8	5.8
市帳率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
股息率 (%)	2.1	2.2	2.7	3.0	3.5
權益收益率 (%)	9.0	8.9	10.0	10.0	10.7
淨財務杠杆率 (%)	173.4	163.0	154.5	153.8	136.2

數據源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$6.90
(此前目標價)	HK\$6.90
潛在升幅	+28.0%
當前股價	HK\$5.39

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)	4,3397
3 個月平均流通(百萬)	70.06
52 周內高/低(港元)	7.78/4.87
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	-3.1%	-5.8%
3 月	-7.4%	-14.7%
6 月	-2.9%	-19.4%
12 月	-28.0%	-27.1%

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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	24,592	26,388	27,715	29,261	31,960
风电	15,998	18,410	19,296	20,884	23,686
火电	7,990	7,314	7,595	7,603	7,500
其它	530	650	824	774	774
特许权收益	74	14	-	-	-
销售成本	(13,965)	(13,927)	(14,509)	(15,121)	(16,119)
毛利	10,627	12,461	13,206	14,139	15,840
其它净收入	712	917	901	936	1,007
行政费用	(542)	(588)	(618)	(653)	(713)
人员成本	(1,677)	(2,075)	(2,205)	(2,395)	(2,539)
其它费用	(784)	(1,473)	(942)	(995)	(1,087)
息税前收益	8,337	9,242	10,341	11,033	12,509
融资成本净额	(3,215)	(3,513)	(3,455)	(3,608)	(3,875)
合资及联营企业	344	167	273	338	361
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	5,465	5,897	7,159	7,763	8,995
所得税	(916)	(976)	(1,273)	(1,430)	(1,691)
减去:					
非控制股东权益	704	755	793	833	874
永续中期票据持有人	158	242	242	242	242
净利润	3,688	3,924	4,850	5,259	6,188

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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	128,513	128,718	132,839	142,476	144,234
固定资产	109,473	110,001	113,981	123,633	125,392
预付租金	2,165	2,152	2,179	2,201	2,219
合资及联营公司投资	4,472	4,549	4,822	5,160	5,521
其它非流动资产	12,403	12,016	11,857	11,482	11,102
流动资产	17,122	17,786	20,327	23,574	27,021
现金及现金等价物	5,105	3,114	3,461	5,964	8,222
应收账款	7,155	10,542	11,666	12,314	13,446
预付款	3,629	2,819	3,792	3,829	3,876
其它流动资产	1,233	1,312	1,408	1,466	1,477
流动负债	47,159	39,780	42,246	45,601	45,668
应付账款	1,891	2,059	2,049	2,049	2,049
其它应付	9,220	9,122	8,805	8,671	8,739
借贷	35,774	28,336	31,119	34,615	34,615
其它流动负债	275	264	273	267	265
非流动负债	45,176	50,158	50,138	55,229	55,081
借贷	41,620	46,645	46,679	51,922	51,922
融资租赁	415	361	307	255	207
其它非流动负债	3,141	3,152	3,152	3,052	2,952
少数股东权益	7,173	7,329	7,479	7,629	7,779
永续中期票据	4,991	4,991	4,991	4,991	4,991
净资产总额	41,135	44,245	48,311	52,600	57,736
股东权益	41,135	44,245	48,311	52,600	57,736

數據來源: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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
净利润	3,688	3,924	4,850	5,259	6,188
折旧和摊销	6,952	7,316	7,745	8,293	9,253
运营资金变动	(1,162)	(2,405)	(2,555)	(879)	(1,121)
其它	376	(335)	90	168	(3)
经营活动所得现金流	9,855	8,500	10,130	12,841	14,317
资本开支	(10,755)	(7,248)	(11,471)	(17,678)	(10,733)
联营公司	11	(78)	(273)	(338)	(361)
其它	(627)	(163)	122	(86)	(83)
投资活动所得现金净额	(11,371)	(7,488)	(11,621)	(18,102)	(11,178)
股份发行	1,954	(76)	-	-	-
净借贷	2,198	(2,565)	2,446	8,553	20
股息	(683)	(738)	(785)	(970)	(1,052)
其它	277	156	150	150	150
融资活动所得现金净额	3,746	(3,222)	1,811	7,733	(882)
现金增加净额	2,230	(2,210)	320	2,472	2,257
年初现金及现金等价物	1,901	5,072	2,861	3,181	5,653
汇兑	941	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	5,072	2,861	3,181	5,653	7,910
受限制现金	33	253	280	312	312
定期存款					
资产负债表现金	5,105	3,114	3,461	5,964	8,222

數據來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
风电	65.1	69.8	69.6	71.4	74.1
火电	32.5	27.7	27.4	26.0	23.5
其它	2.2	2.5	3.0	2.6	2.4
特许权收益	0.3	0.1	-	-	-
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	33.9	35.0	37.3	37.7	39.1
税前利率	22.2	22.3	25.8	26.5	28.1
净利润率	15.0	14.9	17.5	18.0	19.4
有效税率	16.8	16.5	17.8	18.4	18.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.36	0.45	0.48	0.52	0.59
速动比率 (x)	0.34	0.43	0.46	0.49	0.57
现金比率 (x)	0.11	0.07	0.08	0.12	0.17
平均存货周转天数	14.8	12.5	12.1	12.6	12.0
平均应收款周转天数	96.9	122.4	146.2	149.6	147.1
平均应付周转天数	58.0	51.8	51.7	49.5	46.4
债务 / 股本比率 (%)	185.7	169.5	161.0	164.5	149.9
净负债/股东权益比率 (%)	173.4	163.0	154.5	153.8	136.2
回报率 (%)					
资本回报率	9.0	8.9	10.0	10.0	10.7
资产回报率	2.5	2.7	3.2	3.2	3.6
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.46	0.49	0.60	0.65	0.77
每股股息 (人民币)	0.09	0.10	0.12	0.13	0.15
每股账面价值 (人民币)	5.12	5.51	6.01	6.55	7.18

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)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。