

現價：HK\$8.12

潛在上升空間：+2.8%

目標價：HK\$8.35→

新能源行業

龍源電力 (916.HK)

年度業績發佈會紀要，維持“長期買入”評級

落后

同步

领先

公司估值表

	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入 (HK\$m)	17,288	19,123	18,207	21,087	23,260
变化(%)	4.2	10.6	-4.9	15.8	10.3
净利润 (HK\$m)	2,593	2,049	2,558	3,091	3,783
变化(%)	0.6	-21.0	24.7	20.8	22.4
每股基本盈利 (HK\$)	0.323	0.255	0.318	0.385	0.471
变动 (%)	-6.6	-21.0	24.7	20.8	22.4
高于市场一致预期 (%)				-12.6	-5.9
市盈率 (x)	19	23	20.6	17.0	13.9
每股資產淨值 (HK\$)	3.66	3.85	4.11	4.42	4.79
市淨率 (x)	1.6	1.55	1.59	1.48	1.37
每股股息 (HK\$)	0.01	0.05	0.05	0.077	0.09
息率 (%)	0.1	0.8	0.7	1.2	1.4

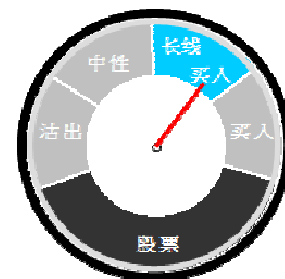
資料來源：公司資料、交銀國際

● **公司業績超預期。**2014 年公司實現營業收入 182.1 億元，同比下降 4.9%，歸屬股東淨利潤 25.6 億元，同比增長 24.7%。公司收入規模符合我們預期，但利潤水平明顯超出我們及市場預期，盈利超預期主要原因是公司運作效率提高，導致生產成本和財務費用低於預期，同時非經營性損失減少，聯營火電項目 14 年投產等。

● **主要業務數據及預期：**2014 年公司新增風電裝機 1.354 GW，累計控股裝機達到 13.5GW，火電控股裝機沒有新增，維持 1.875GW，但聯營火電企業 2 台 1GW 火電機組於 14 年 3 月投產，光伏發電新增 22MW，累計裝機 159.7MW，其他新能源裝機變化不大。2014 年公司新增核准風電項目 2.642GW，截至該年年底已核准未投產項目達到 6.5GW，加上列入國家計劃未核准項目共計 9.6GW，項目儲備充足，公司 15 年計劃新增裝機 1.8-2.2GW 風電裝機。

● **風電運營效率數據：**2014 年公司風機利用小時數位 1980 小時，同比上年下降 131 小時，但比行業平均水平高 75 小時。公司測算由於風資源不足導致的風機利用小時數減少 197 小時，但棄風率降低促使利用小時數增加 40 小時（14 年棄風率 9.9%，比 13 年減少 1.9 個百分點），而風機技改也增加了 26 小時的利用時間。風電發電量同比增長 5.3%，而售電量同比增長 7.4%，售電量增加更多是因為新增風機能更快轉入商業化運行。

● **經營效率提高：**在不利的市場環境、收入同比下降的情況下，公司取得盈利的大幅增長，部分應歸結於公司經營效率的不斷提高。公司 2014 年度電維護成本由上年的 2 分/瓦下降到 1.5 分/瓦，場用電比例也由上年的 3.6% 下降到 3.5%，達到國際先進水平，技改促使風機可利用係數和發電性能提高，增加發電量超過一個百分點。同時公司調整融資結構，大幅增加了短期債務，債務利率比上年下降 0.15 個百分點至 5.29%。



▶ 公司業績超預期

▶ 企業經營效率提高，成本費用比率有所下降

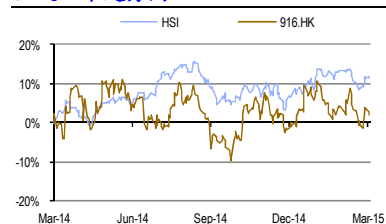
▶ 維持“長期買入”評級

股份資料

52 周高位 (HK\$)	9.06
52 周低位 (HK\$)	7.12
市值 (百萬港幣)	65,979
發行股數 (百萬)	8,036.389
日成交量 (百萬港幣)	14.24
1 個月內變化 (%)	(2.15)
年初至今變化 (%)	1.73
50 天平均價 (HK\$)	8.28
200 天平均價 (HK\$)	8.15
14 天強弱指數	53.68

資料來源：Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源：Bloomberg

孫勝權

louis.sun@bocomgroup.com

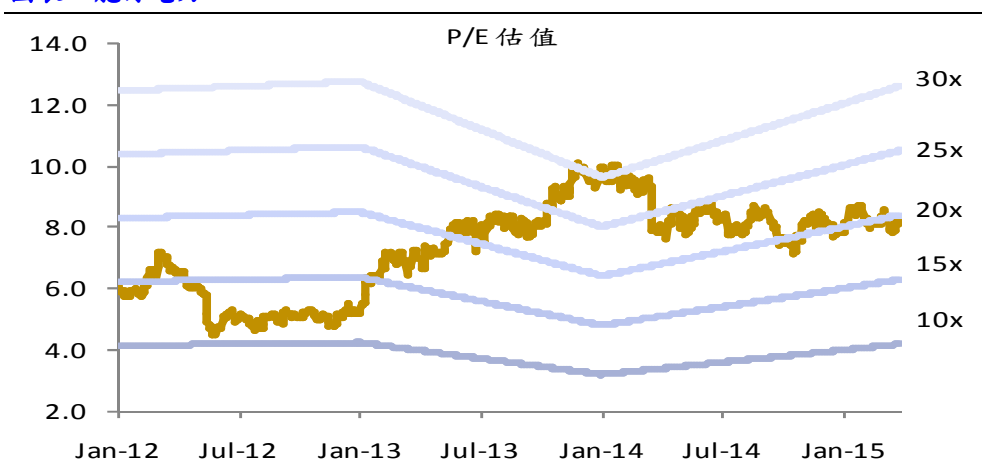
電話：(8621) 6065 3606

圖表 1: 龍源電力關鍵業務數據及預測

	2011年	2012年	2013年	2014E	2015E	2016E
風力	當年新增核准 (兆瓦)	2,603	2,231.8	2,760		
	年底裝機量 (兆瓦)	8,598	10,544	11,910	13,542.7	15,492.7
	其中: 當年新裝	2,042	1,946	1,366	1,632.7	1,950
	利用小時	2,026	1,985	2,111	1,980	2,059
	電價 (含稅, 元)	0.578	0.582	0.583	0.585	0.584
其他可再生 能源	年底裝機量 (兆瓦)	100	279	288	279.6	299.6
	其中: 當年新裝	0	179	9	-8.4	20
	電價 (含稅, 元)	0.733	0.733	0.786	0.825	0.825
火電	年底裝機量 (兆瓦)	1,875	1,875	1,875	1,875	1,875
	電價 (含稅, 元)	0.433	0.452	0.448	0.439	0.432
折舊和攤銷 (百萬元)	2,999.2	3,698.9	4,392.5	5,000.2	5,524.1	6,234.5

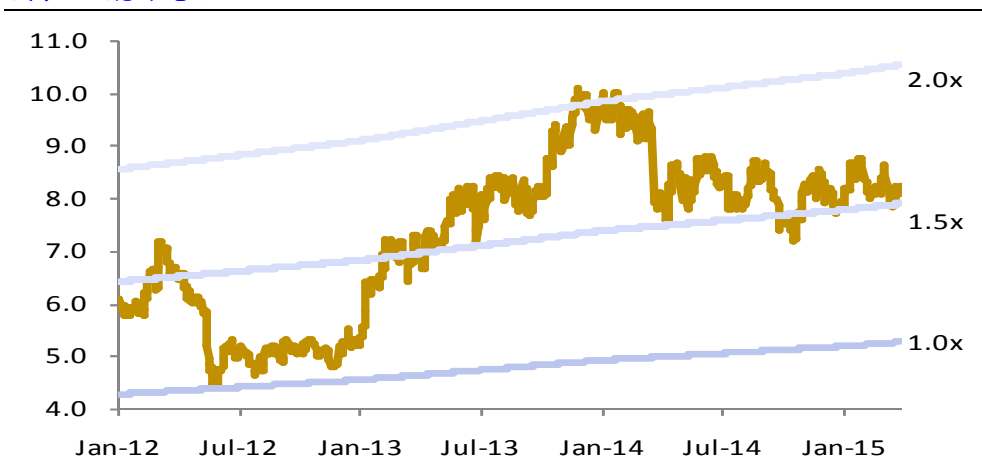
資料來源: 交銀國際

圖表 2: 龍源電力 PE Band



資料來源: 交銀國際

圖表 1: 龍源電力 PB Band



資料來源: 交銀國際

交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

銀行/網絡新金融

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

非必需品消費

黃文嫻 (852) 2977 9391 phoebe.wong

朱曉滌 (852) 2977 9205 anita.chu

必需品消費

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang

吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

醫藥生物

劉一賀 (852) 2977 9387 milo.liu

保險及證券

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing

張雨璿 (852) 2977 9250 yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

毅馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

宏觀經濟

李苗獻 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

油氣/燃氣

吳菲 (852) 2977 9392 fei.wu

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

謝騏聰 CFA, FRM (852) 2977 9220 philip.tse

過瑋瑋 (852) 2977 9211 luella.guo

新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

電訊/中小盤

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

科技

謝劍英 (852) 2977 9216 miles.xie

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

周雲飛 (852) 2977 9381 fay.zhou

汽車

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、哈爾濱銀行股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司、四川發展(控股)有限責任公司、奧星生命科技有限公司及北京汽車股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海復星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。