

限电改善明显，补贴回收加快

海外公司研究简报

◆**全年业绩略低于一致预期**：收入同比+10.3%至245.9亿元；归属股东净利润同比+8.0%至36.9亿元，基本符合我们预期，但较市场一致预期低约5%。风电板块经营利润+19.8%；火电板块受到煤炭成本上涨影响，经营利润-49.8%。末期股息0.0918元，股息支付率20%。截至17年底，公司控股装机20.52GW(+5.3%)，其中风电18.40GW(+5.9%)，火电1.88GW，其他可再生能源0.25GW。

◆**限电改善明显，电价补贴回收加快**：17年公司弃风率下降5.3ppts至10.4%，限电情况持续改善，预计18年弃风率控制在7%。利用小时增加134至2,035小时，较行业平均高87小时，预计18年公司利用小时达到2,160小时。公司全年市场交易电量占比扩大至20%，但市场交易平均电价折让幅度缩减至0.118元/kwh。公司全年风电平均上网电价0.566元/kwh，同比下降0.004元/kwh，主要是限电改善使得低电价地区发电量占比提升。此外，可再生能源补贴回收明显加快，公司的可再生能源补贴应收款由截至17Q3的75亿减少至17年底的49亿。净债务负债率同比下降3.2ppts至57.7%。

◆**17年新增装机放缓，预计18年有所回升**：17年公司共实现新增装机1GW，其中552MW为海上风电，245MW为南非风电项目，为公司在海外首个自主投资、施工、运行的项目。17年全年公司获核准32个风电项目，合计容量为1,788MW，其中非限电地区占比97%以上。截至17年底，公司已核准未投产风电项目达7.3GW，开发区域遍布全国除港澳台以外所有省、直辖市及自治区，资源储备充裕。公司指引18年新增装机1.2GW，其中陆上风电0.9GW，海上风电0.3GW。

◆**维持“买入”评级，上调目标价至HK\$7.34**：公司可再生能源补贴回收明显加快，限电率持续改善，利用小时提升、风机价格下降，推动风电度电成本下降。我们根据公司最新装机指引及利用小时情况，调整盈利预测至18-20年EPS分别为0.53、0.59、0.64元，预计收入、净利CAGR分别为6%、12%。上调目标价至HK\$7.34，维持“买入”评级。

◆**风险提示**：限电改善不及预期，新增装机不达预期，融资成本明显上升

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	22,304	24,592	26,234	27,688	29,067
营业收入增长率	13%	10%	7%	6%	5%
净利润(百万元)	3,415	3,688	4,244	4,742	5,162
净利润增长率	19%	8%	15%	12%	9%
EPS(元)(摊薄)	0.42	0.46	0.53	0.59	0.64
ROE(归属股东)(摊薄)	9.4%	8.5%	9.2%	9.4%	9.4%
P/E	10.6	9.8	8.5	7.6	7.0
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：公司资料、光大证券研究所预测

买入(维持)

当前价/目标价：5.56/7.34 港币

目标期限：6个月

分析师

殷磊(执业证书编号：S0930515070001)

021-22169176

yinl@ebsec.com

联系人

刘佳

021-22167201

liujia1@ebsec.com

市场数据

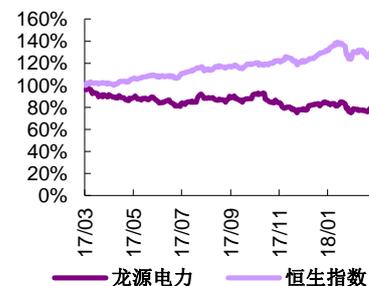
总股本(亿股)：80.36

总市值(亿港元)：446.82

一年最低/最高(港币)：5.02/6.75

近3月换手率：36.5%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.7	-3.6	-48.2
绝对	7.8	6.1	-15.6

相关研报

- 1.龙源电力(916.hk)-限电改善明显，未来两年装机增速或放缓(2017-10-27)
- 2.龙源电力(916.hk)-维持装机指引，限电改善趋势持续(2017-8-24)
- 3.龙源电力(916.hk)-1季度净利同比增7%，蓄势待发等风来(2017-4-28)

表 1: 盈利预测调整

人民币百万元	新 2018E	旧 2018E	变化%	新 2019E	旧 2019E	变化%
营业收入	26,234	25,838	1.5%	27,688	27,113	2.1%
净利润	4,244	4,631	-8.3%	4,742	5,256	-9.8%
EPS (元)	0.53	0.58	-8.3%	0.59	0.65	-9.8%
净利率	16.2%	17.9%	-1.7 pct	17.1%	19.4%	-2.3 pct

资料来源: 光大证券研究所

表 2: DCF 估值假设与目标价

WACC 计算		人民币百万元	
无风险利率	2.12%	现金流现值	58,951
贝塔	1.39	2025 年 FCF	12,011
风险溢价-%	15.46%	永续增长率	1%
权益成本-%	23.65%	终值折现值	60,915
债务成本-%	3.95%	企业价值	119,866
税率%	16.75%	净债务	72,111
税后债务成本-%	3.29%	权益价值	47,754
目标负债率-%	65%	股份数 (百万)	8,036
WACC-%	10.42%	DCF 目标价 (港币)	7.34

资料来源: 光大证券研究所

表 3: DCF 目标价敏感性分析 (HK\$)

永续增长率	WACC							
	HK\$7.34	6.80%	7.10%	7.40%	10.42%	8.00%	8.30%	8.60%
0.10%	16.92	15.63	14.44	6.44	12.35	11.42	10.56	
0.40%	17.79	16.41	15.15	6.72	12.92	11.94	11.03	
0.70%	18.75	17.26	15.91	7.02	13.54	12.50	11.54	
1.00%	19.81	18.20	16.75	7.34	14.21	13.11	12.09	
1.30%	20.99	19.24	17.67	7.67	14.95	13.76	12.68	
1.60%	22.30	20.39	18.68	8.03	15.75	14.48	13.32	
1.90%	23.77	21.67	19.80	8.42	16.63	15.26	14.03	

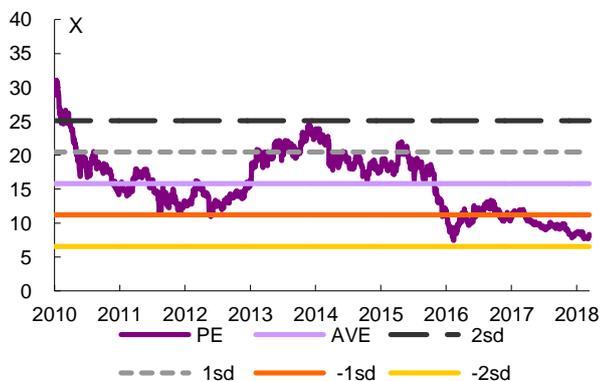
资料来源: 光大证券研究所

表 4：同业比较

公司	代码	货币	股价	市值 (百万)	P/B(x)			P/E(x)			ROE(%)		
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
海外风电													
Acciona	ANA SM	EUR	65.66	3,767	0.1	0.1	0.1	10.6	15.0	13.4	7.3	6.2	6.5
Endesa	ELE SM	EUR	17.62	18,666	0.3	0.2	0.2	13.2	13.2	12.8	15.2	15.3	16.2
EDP	EDPR PL	EUR	7.43	6,481	0.1	0.1	0.1	123.8	30.2	26.0	3.6	3.5	4.1
AES Corp.	AES US	USD	10.74	7,094	0.3	0.3	0.3	N/A	9.3	8.4	22.3	24.4	26.3
平均值					0.2	0.2	0.2	35.4	16.9	15.1	12.1	12.4	13.3
中位数					0.2	0.2	0.2	11.9	14.1	13.1	11.3	10.8	11.4
港股风电													
龙源电力	916 HK	CNY	5.56	44,682	0.9	0.8	0.7	10.6	9.8	8.5	9.4	8.5	9.2
大唐新能源	1798 HK	CNY	1.01	7,346	0.5	0.5	0.5	30.0	8.8	7.3	1.8	6.0	6.9
华能新能源	958 HK	CNY	2.73	28,847	1.1	1.0	0.9	8.1	7.2	6.5	13.2	13.8	13.9
新天绿色能源	956 HK	CNY	1.96	7,282	0.8	0.7	0.6	13.4	8.0	7.2	6.0	10.0	10.8
京能清洁能源	579 HK	CNY	2.01	13,810	0.8	0.7	0.6	7.1	6.9	6.7	13.4	12.4	12.0
华电福新能源	816 HK	CNY	2.04	17,152	0.8	0.7	0.6	7.3	6.8	6.1	9.9	9.8	10.1
平均值					0.8	0.7	0.7	12.7	7.9	7.0	9.0	10.1	10.5
中位数					0.8	0.7	0.6	9.3	7.6	6.9	9.7	9.9	10.5

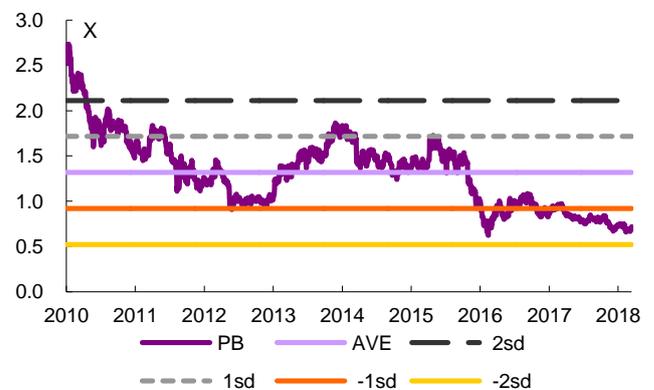
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（龙源电力、大唐新能源、华能新能源及华电福新盈利预测为光大证券预测数字，其他公司为 Bloomberg 一致预期，股价为 2018 年 3 月 13 日收盘价）

图 1：Forward PE



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 2：Forward PB



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	22,304	24,592	26,234	27,688	29,067
经营开支	15,403	16,967	17,650	18,359	19,100
折旧和摊销	6,342	6,785	7,224	7,705	8,230
煤炭销售成本	3,410	3,762	3,762	3,762	3,762
煤炭消耗	1,702	2,475	2,475	2,475	2,475
人工成本	1,603	1,677	1,789	1,888	1,982
其他费用	2,346	2,268	2,400	2,529	2,651
营业利润	7,548	8,337	9,344	10,131	10,810
财务费用净额	2,774	3,215	3,366	3,445	3,528
应占联营公司和合营公司	376	344	344	344	344
除税前利润	5,150	5,465	6,321	7,029	7,625
所得税	660	916	1,059	1,178	1,278
少数股东损益	941	704	777	868	944
永续中期票据	133	158	242	242	242
公司股东应占净利	3,415	3,688	4,244	4,742	5,162
基本及摊薄 EPS	0.42	0.46	0.53	0.59	0.64

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	138,661	145,635	152,626	159,283	166,451
流动资产	13,333	17,122	21,338	23,681	27,096
银行存款及现金	1,905	5,072	8,716	10,459	13,284
应收帐款及票据	5,901	7,155	6,941	7,325	7,690
其他	5,526	4,896	5,681	5,896	6,122
非流动资产	125,328	128,513	131,288	135,602	139,356
物业、厂房及设备	105,598	109,473	112,800	117,666	121,971
无形资产	8,798	8,692	8,223	7,753	7,284
其他	10,931	10,347	10,265	10,183	10,101
总负债	90,874	92,336	95,155	97,151	99,245
流动负债	55,807	47,159	49,979	51,974	54,069
长期负债	35,067	45,176	45,176	45,176	45,176
权益总额	47,786	53,299	57,471	62,132	67,206
永续中期票据	2,991	4,991	4,991	4,991	4,991
公司持有人应占权益	40,890	46,126	49,521	53,315	57,444
少数股东权益	6,896	7,173	7,950	8,818	9,762

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	13,533	12,739	16,313	16,519	17,638
净利润	3,415	3,688	4,244	4,742	5,162
折旧摊销	6,342	6,785	7,224	7,705	8,230
营运资本变动	483	-1,811	460	-483	-468
其他调整	3,292	4,077	4,385	4,555	4,714
投资活动产生现金流	-11,209	-10,309	-10,000	-12,019	-11,983
资本性支出	-13,990	-10,309	-10,000	-12,019	-11,983
出售固定资产	50	-	-	-	-
已收股息	96	-	-	-	-
其它	2,636	-	-	-	-
融资活动现金流	-3,284	-12,809	-2,668	-2,757	-2,830
债务增减	792	-8,698	1,789	1,878	1,972
股本增减	-	-	-	1.00	2.00
股利支付	-576	-896	-1,091	-1,190	-1,274
其它调整	-3,500	-3,215	-3,366	-3,446	-3,530
净现金流	-961	-10,379	3,645	1,743	2,825

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
营业收入增长率	13.3%	10.3%	6.7%	5.5%	5.0%
营业利润增长率	5.8%	10.5%	12.1%	8.4%	6.7%
净利润增长率	18.7%	8.0%	15.1%	11.7%	8.8%
估值指标					
PE	10.6	9.8	8.5	7.6	7.0
PB	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.40	7.75	7.09	6.59	6.18
盈利能力 (%)					
营业利润率	33.8%	33.9%	35.6%	36.6%	37.2%
净利率	15.3%	15.0%	16.2%	17.1%	17.8%
ROE	9.4%	8.5%	9.2%	9.4%	9.4%
ROIC	5.6%	5.5%	5.9%	6.1%	6.2%
偿债能力					
资产负债率	65.5%	63.4%	62.3%	61.0%	59.6%
净负债比率	60.9%	57.7%	55.2%	53.4%	51.1%
流动比率	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
每股收益	0.42	0.46	0.53	0.59	0.64
每股经营现金流	1.68	1.59	2.03	2.06	2.19
每股净资产	5.09	5.74	6.16	6.63	7.15
每股股利	0.07	0.09	0.09	0.11	0.12

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股市场基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
高菲		010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
		张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
		王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
		张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
王通		021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
陈樑		021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
赵纪青		021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
私募业务部		谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
		曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
		王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
		安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		