龙源电力 0916.HK

一季度业绩大幅超预期，限电率快速改善

东方证券 ORIENT SECURITIES

龙源电力公布 2018 年一季度未经审计之合并业绩：一季度公司实现营业收入 68.6 亿元，同比增 13%，其中风力售电收入同比增 31%，火力售电收入同比降 16%；经营利润同比增 44%，归母净利润同比增 67%。一季度盈利水平大超市场及我们的预期，主要来自于三北地区风电项目限电率的快速改善；增值税返还带来的其他收入的大幅提升；盈利好转后实际所得税率下降。

- **限电率快速改善。**2018 年 1 季度公司利用小时达到 626 小时，同比增 25%；限电率降至 7.49%，较去年同期下降 8.9 个百分点。2018 年一季度，北方传统限电地区分省来看，黑龙江、吉林、内蒙、甘肃和新疆限电率分别大幅降至 8.1%、3.4%、20%、12%、22%，我们预计未来内蒙、新疆限电率有望继续回落。公司暂维持全年风电利用小时指引 2160 小时（vs 2017 2035 小时），我们预计在限电率继续改善以及来风趋势向好的背景下，公司实际利用小时有望超越这一指引，我们上调 2018-2020 年风电利用小时同比增幅至 6%、3%、3%（之前 5%、2%、2%）。
- **实际所得税率短期回落，但谨慎考虑，趋势仍向上。**公司 2018 年一季度实际所得税率较去年同期回落 2.4 个百分点，主要源于风电机组盈利好转，但考虑到部分风电机组所得税优惠政策到期，我们预计未来三年公司所得税率将继续上升，至 2020 年达到 20%。
- **强制性配额制（绿证政策）落地后，重铸盈利预期。**正在研讨中的强制性配额制（绿证政策）的出现是为了填补可再生能源发展基金的缺口，由可再生能源补贴到绿证政策，我们认为这将仅影响风电未来的新增机组且利好风电资产的现金流改善（电费收入账期缩短），政策落地后，行业盈利前景明朗，盈利预期重铸。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级。**我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 48.9、56.5、62.8 亿元（较之前业绩分别上调 5%、2%、1%，主要源于利用小时同比增幅的提升），对应摊薄 EPS 为 0.61、0.70、0.78 元。由于现金流的相对可预测性，我们采用 DCF 估值法，目标价 8.35 港币，对应 2018 年 PE11 倍，2018 年 PB1.2 倍，维持买入评级。

风险提示：风电电价下降速度超预期；应收账款周转天数超预期上升。

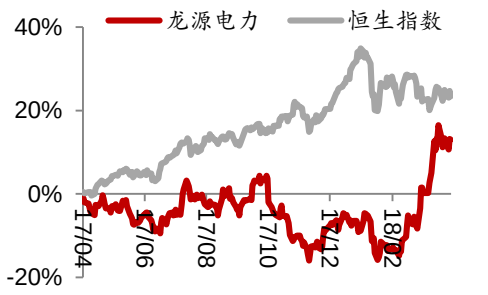
公司主要财务信息

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	22,304	24,592	27,368	28,944	30,367
同比增长	*13.3%*	*10.3%*	*11.3%*	*5.8%*	*4.9%*
营业利润（百万元）	7,548	8,337	10,029	11,165	12,025
同比增长	*5.8%*	*10.5%*	*20.3%*	*11.3%*	*7.7%*
归属母公司净利润（百万元）	3,415	3,688	4,890	5,651	6,282
同比增长	*18.7%*	*8.0%*	*32.6%*	*15.5%*	*11.2%*
每股收益（元）	0.42	0.46	0.61	0.70	0.78
毛利率	32.9%	32.9%	35.6%	37.5%	38.4%
净利率	18.7%	8.0%	32.6%	15.5%	11.2%
净资产收益率	8.4%	8.0%	9.7%	10.3%	10.5%
市盈率（倍）	13.2	12.2	9.2	8.0	7.2
市净率（倍）	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，按人民币兑港币汇率 0.807.

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价（2018 年 04 月 26 日）	6.96 港币
目标价格	8.35 港币
52 周最高价/最低价	7.05/5.02 港币
总股本（百万股）	8,036
港股市值（亿港币）	559
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2018 年 04 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现（%）	-0.3	19.5	22.3	13.0
相对表现（%）	0.9	23.4	27.5	-10.4
恒生指数（%）	-1.2	-3.9	-5.2	23.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 陈舒薇

021-63325888*6071

chenshuwei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517070001

相关报告

龙源电力年报点评——风电利用小时略超预期，期待现金流改善	2018-3-13
龙源电力首次报告——风电运营商龙头，更受益于三北地区持续的限电改善	2017-10-18

动态跟踪

【公司·证券研究报告】

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：龙源电力 DCF 相对 WACC、永续增长率敏感性分析

		WACC						
		7.2%	8.2%	9.2%	10.2%	11.2%	12.2%	13.2%
永续增长率	0%	19.02	14.07	10.34	7.44	5.16	3.31	1.80
	1%	20.63	15.05	10.96	7.85	5.43	3.49	1.93
	2%	22.86	16.35	11.75	8.35	5.75	3.71	2.08
	3%	26.16	18.15	12.80	8.99	6.16	3.98	2.25
	4%	31.56	20.82	14.26	9.85	6.68	4.31	2.47

数据来源：东方证券研究所

表 2：龙源电力 DCF 相对应收账款周转天数敏感性分析

应收账款周转天数年均变动						
-20	-15	-10	-5	0	5	10
10.32	9.66	9.01	8.35	7.69	7.04	6.38

注：应收账款周转天数年均变动为 2018-2020 年每年变动幅度

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位：百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,933	5,105	8,248	12,556	18,125
应收账款	5,901	7,155	7,582	7,617	7,569
预付账款	3,644	3,629	3,266	2,940	2,646
存货	1,040	953	1,019	1,047	1,082
其他	814	280	280	280	280
流动资产合计	**13,333**	**17,122**	**20,396**	**24,440**	**29,703**
长期股权投资	4,483	4,472	4,472	4,472	4,472
固定资产	105,598	109,473	111,489	113,372	114,625
投资物业	4	10	10	10	9
无形资产等	10,935	10,857	10,775	10,697	10,623
其他	4,307	3,700	3,700	3,700	3,700
非流动资产合计	**125,328**	**128,513**	**130,447**	**132,251**	**133,430**
资产总计	**138,661**	**145,635**	**150,843**	**156,691**	**163,132**
短期借款	44,472	35,774	35,774	35,774	35,774
应付账款	2,726	2,119	2,250	2,363	2,475
其他	8,610	9,266	9,266	9,266	9,266
流动负债合计	**55,807**	**47,159**	**47,290**	**47,403**	**47,515**
长期借款	31,327	41,620	41,620	41,620	41,620
递延收入	1,685	1,554	1,554	1,554	1,554
其他	2,056	2,003	2,003	2,003	2,003
非流动负债合计	**35,067**	**45,176**	**45,176**	**45,176**	**45,176**
负债合计	**90,874**	**92,336**	**92,467**	**92,579**	**92,691**
少数股东权益	6,896	7,173	8,097	9,160	10,338
股本	8,036	8,036	8,036	8,036	8,036
永续中期票据	2,991	4,991	4,991	4,991	4,991
储备	29,862	33,098	37,251	41,924	47,076
股东权益合计	**47,786**	**53,299**	**58,376**	**64,111**	**70,441**
负债和股东权益	**138,661**	**145,635**	**150,843**	**156,691**	**163,132**

现金流量表

单位：百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	5,150	5,465	7,261	8,458	9,494
折旧摊销	6,342	6,798	7,513	7,628	7,703
财务费用	2,602	2,983	3,163	3,162	3,054
投资损失	(411)	(115)	(395)	(455)	(523)
营运资金变动	615	(2,065)	0	377	418
其它	(634)	(780)	(1,289)	(1,586)	(1,875)
经营活动现金流	**13,533**	**12,131**	**16,253**	**17,583**	**18,271**
资本支出	(13,990)	(9,104)	(9,447)	(9,432)	(8,882)
其他	2,781	491	638	698	874
投资活动现金流	**(11,209)**	**(8,614)**	**(8,809)**	**(8,734)**	**(8,008)**
债权融资	(1,960)	493	(3,563)	(3,563)	(3,563)
股权融资	(1,306)	(1,297)	(738)	(978)	(1,130)
其他	(18)	451	0	0	0
筹资活动现金流	**(3,284)**	**(352)**	**(4,301)**	**(4,541)**	**(4,693)**
现金净增加额	**(961)**	**3,165**	**3,143**	**4,308**	**5,569**
汇率变动影响	(25)	6	0	0	0

利润表

单位：百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**22,951**	**25,304**	**28,168**	**29,804**	**31,283**
主营业务收入	22,304	24,592	27,368	28,944	30,367
其他收入	647	712	799	861	916
经营开支	(15,403)	(16,967)	(18,139)	(18,639)	(19,258)
营业利润	**7,548**	**8,337**	**10,029**	**11,165**	**12,025**
EBITDA	13,890	15,135	17,542	18,793	19,728
财务收入	175	208	242	243	351
财务费用	(2,949)	(3,423)	(3,405)	(3,405)	(3,405)
投资收益	376	344	395	455	523
利润总额	**5,150**	**5,465**	**7,261**	**8,458**	**9,494**
所得税	(660)	(916)	(1,289)	(1,586)	(1,875)
净利润	**4,490**	**4,550**	**5,972**	**6,872**	**7,618**
少数股东损益	941	704	924	1,063	1,178
永续中票持有人	133	158	158	158	158
归母净利润	**3,415**	**3,688**	**4,890**	**5,651**	**6,282**
每股基本收益（元）	0.42	0.46	0.61	0.70	0.78
每股稀释收益（元）	0.42	0.46	0.61	0.70	0.78

主要财务比率

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	14.0%	10.3%	11.3%	5.8%	0.0%
营业利润	5.8%	10.5%	20.3%	11.3%	7.7%
归母净利润	18.7%	8.0%	32.6%	15.5%	11.2%
获利能力					
营业利润率	32.9%	32.9%	35.6%	37.5%	38.4%
净利率	19.6%	18.0%	21.2%	23.1%	24.4%
ROE	8.4%	8.0%	9.7%	10.3%	10.5%
ROIC	5.3%	5.3%	6.1%	6.4%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	54.1%	51.5%	48.5%	45.0%	40.9%
净负债率	154.7%	135.8%	118.6%	101.3%	84.3%
流动比率	0.24	0.36	0.43	0.52	0.63
速动比率	0.22	0.34	0.41	0.49	0.60
营运能力					
应收账款周转天数	95	105	100	95	90
存货周转天数	24	20	20	20	20
总资产周转天数	2,238	2,132	1,984	1,949	1,934
每股指标（元）					
每股收益	0.42	0.46	0.61	0.70	0.78
每股经营现金流	1.68	1.51	2.02	2.19	2.27
每股净资产	5.95	6.63	7.26	7.98	8.77
估值比率					
市盈率	13.2	12.2	9.2	8.0	7.2
市净率	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.7	7.9	6.7	6.1	5.6
EV/EBIT	16.0	14.4	11.7	10.3	9.2

数据来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn