

# 【广发海外】龙源电力(00916.HK)

## 费用增长过快, 18 年业绩低于预期

### 核心观点:

#### ● 2018 年业绩低于预期

2018 年公司实现营业收入人民币 263.9 亿元 (+7.3%), 收入增长主要是风电售电收入增加驱动所致。归母公司净利润 41.7 亿元 (+8.3%), 由于费用上升较多、联营公司收益下降等多项原因, 净利润增幅低于预期。

#### ● 弃风改善成效突出, 风电板块表现强劲

2018 年公司风电板块收入人民币 184.2 亿元 (+14.6%), 经营利润 92.9 亿元 (+17.4%)。18 年公司风电利用小时数达到 2209 小时 (+174h), 弃风率为 5.7% (-4.7pp)。受益于弃风率持续改善和风资源相对较好, 公司发电机组效益明显增长, 存量产能得到显著释放, 收入增幅大于成本增幅。预计 19/20 年将继续维持“双降”趋势, 风电板块将继续强劲表现。

#### ● 18 年新增装机低于指引, 19 年有望新增加速

2018 年公司新增并网装机容量 524MW, 其中包括江苏省的海上装机 200MW, 由于生态环保要求趋严等原因, 陆上新增装机低于预期。公司计划于 19/20 年扩大投产规模, 我们预计 2019/20 年新增装机规模 1.2/1.5GW。

#### ● 18 年费用超预期增长

2018 年公司风电、火电和其他业务分别计提减值准备人民币 2.57/0.09/2.48 亿元, 总计约 5.14 亿元。维修保养费用同比上升 32% 至 8.2 亿元, 员工成本同比上涨 24% 至 20.7 亿元。18 年公司营业支出率约为 68.5%, 与 2017 年基本持平。

#### ● 火电板块表现低迷

2018 年公司火电板块收入人民币 73.1 亿元 (-8.5%), 经营利润 3.83 亿元 (-14.9%), 主要是受煤炭价格上升以及售电量和煤炭销售量下滑影响。

#### ● 补贴情况逐渐向好

截至 2018 年底公司应收账款为人民币 105 亿元, 相比 18 年上半年 111 亿元有所减少, 2018 年下半年公司可再生能源补贴欠款回收有所加速, 18 年补贴回收超过 42 亿元, 补贴回收情况逐渐向好。

#### ● 盈利预测和投资评级

2019 年 3 月 21 日, 龙源电力(00916.HK)最新收盘价 5.52 港元。我们预测 2019-2020 年 EPS 分别为人民币 0.562/0.608 元。虽然公司面临费用上升压力, 但公司风电业务运营情况仍较好, 业绩增长可期, 我们基于 2019 年 9.5 倍市盈率和给予合理价值港币 6.14 元/股, 维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

来风情况不达预期风险, 新增装机不达预期; 补贴政策不确定性; 额外计提资产减值准备; 投产建设进程不及预期等风险。

### 盈利预测:

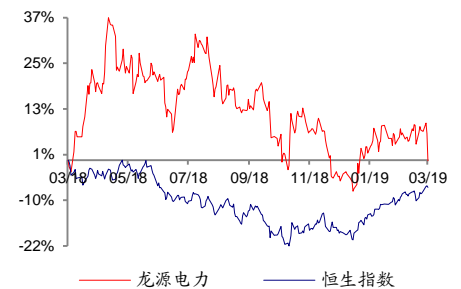
	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入(百万CNY)	22,304	24,592	26,388	28,007	29,462
增长率(%)	13.5	10.3	7.3	6.1	5.2
归母净利润(百万CNY)	3,415	3,688	3,924	4,520	4,890
增长率(%)	18.56	7.98	6.39	15.19	8.18
EPS (CNY/股)	0.425	0.459	0.488	0.562	0.608
市盈率 (P/E)	14.3	12.1	10.9	8.6	8.0
市净率 (P/B)	1.2	1.0	0.9	0.7	0.7

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	5.52 港元
合理价值	6.14 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-03-21

### 相对市场表现



### 分析师:

韩玲



SAC 执证号: S0260511030002

SFC CE No. ARI073



021-60750603



hanling@gf.com.cn

### 相关研究:

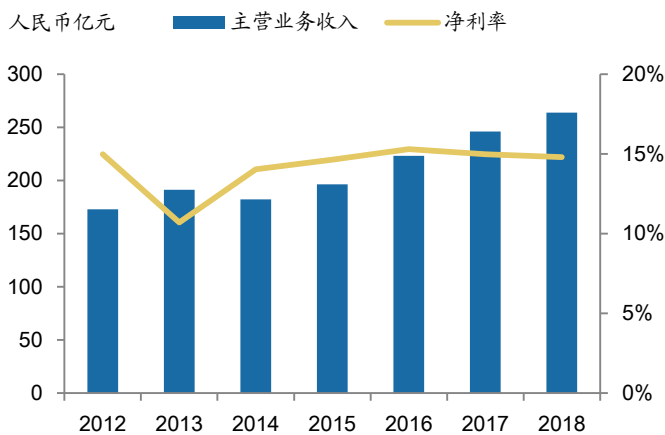
【广发海外】龙源电力 (00916.HK): 弃风改善受益显著, 18 年风电电量创新高	2019-01-18
【广发海外】龙源电力 (0916.HK): 三季度业绩增长超预期	2018-10-31
【广发海外】龙源电力 (0916.HK): 上半年风电业务增长可观, 火电不及预期	2018-08-23

请务必阅读末页的免责声明

## 2018 年业绩低于预期

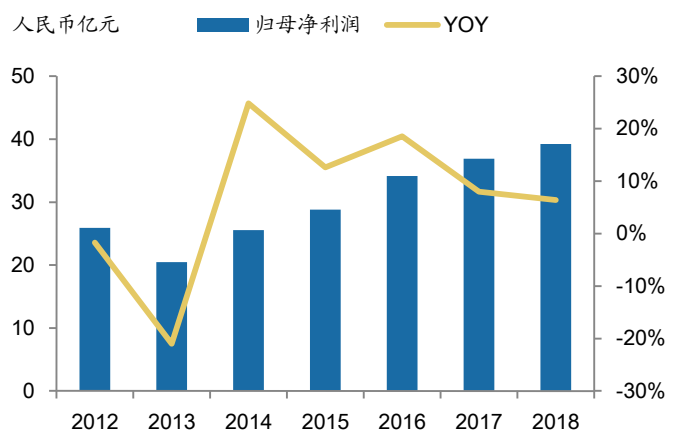
2018年公司实现营业收入人民币263.9亿元（+7.3%），收入增长主要是风电售电收入增加驱动所致。归母公司净利润41.7亿元（+8.3%），由于成本费用上升较多、联营公司收益下降等多项原因，净利润增幅低于预期。

图 1：2012-2018 年公司收入及净利率



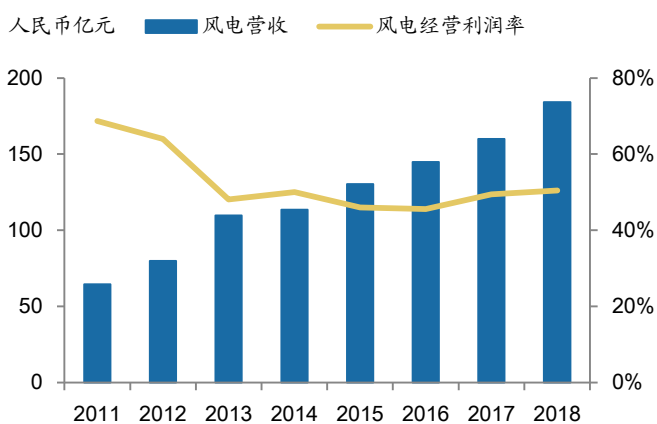
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图 2：2012-2018 年公司归母净利润及增幅



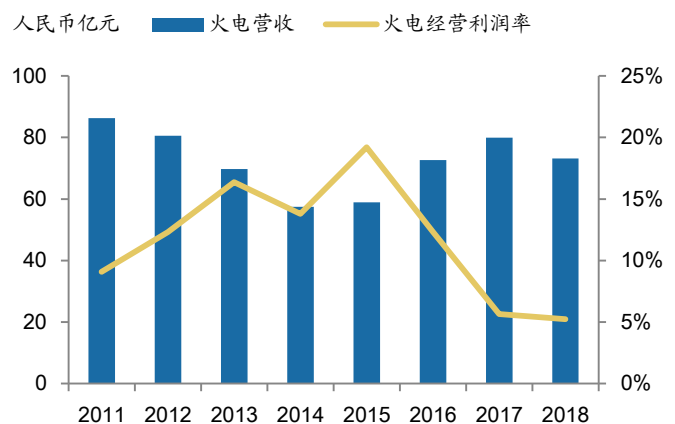
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图 3：2011-2018 年公司风电营收和经营利润率



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图 4：2011-2018 年公司火电营收和经营利润率



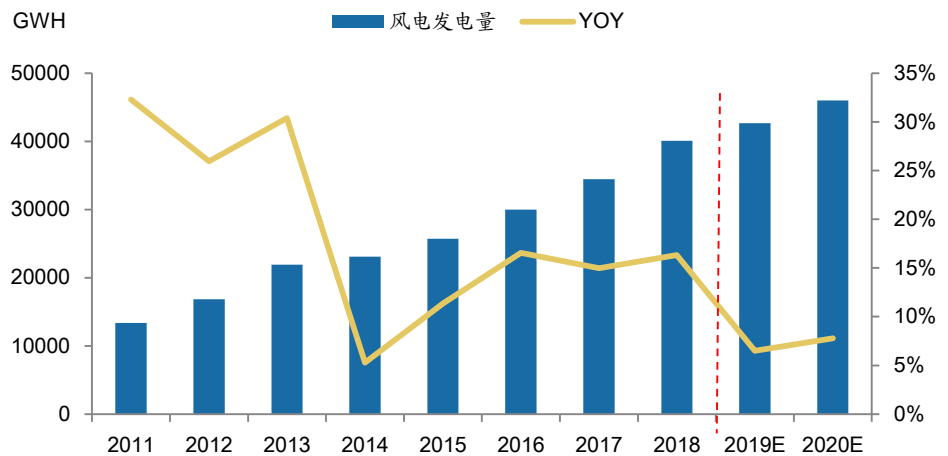
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

## 弃风改善成效显著，风电板块表现强劲

2018年公司风电板块收入人民币184.2亿元(+14.6%)，经营利润92.9亿元(+17.4%)。18年公司风电利用小时数达到2209小时(+174h)，弃风率为5.7%(-4.7pp)，风电板块的运营情况基本符合预期。受益于弃风率持续改善和全年风资源相对较好，公司发电机组效益明显增长，存量产能得到显著释放，收入增幅大于成本增幅。预计19/20年将保持“双降”趋势，风电板块将继续强劲表现。

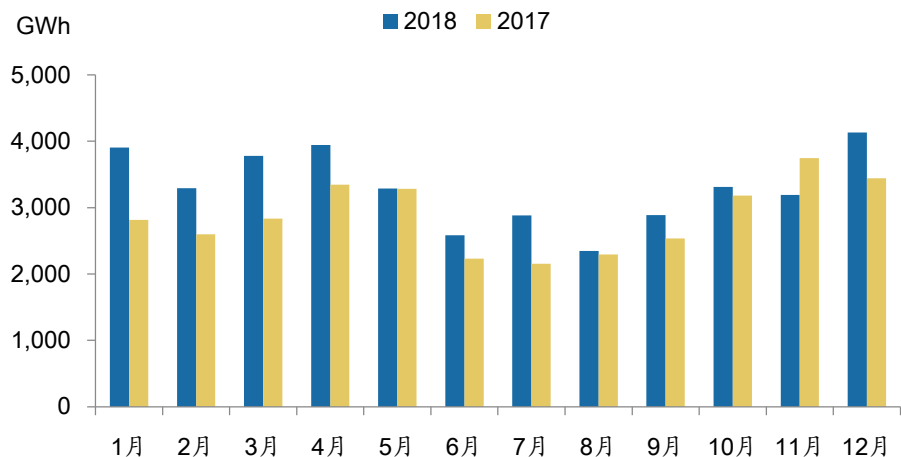
2018年公司风电平均税后上网电价为人民币0.482元/KWh，较2017年降低0.002元/KWh，市场交易电量规模占比为25.5%，同比增加了约5个百分点，折价幅度较2017年有所改善。

图5：公司2011-2020E风电发电量和增速



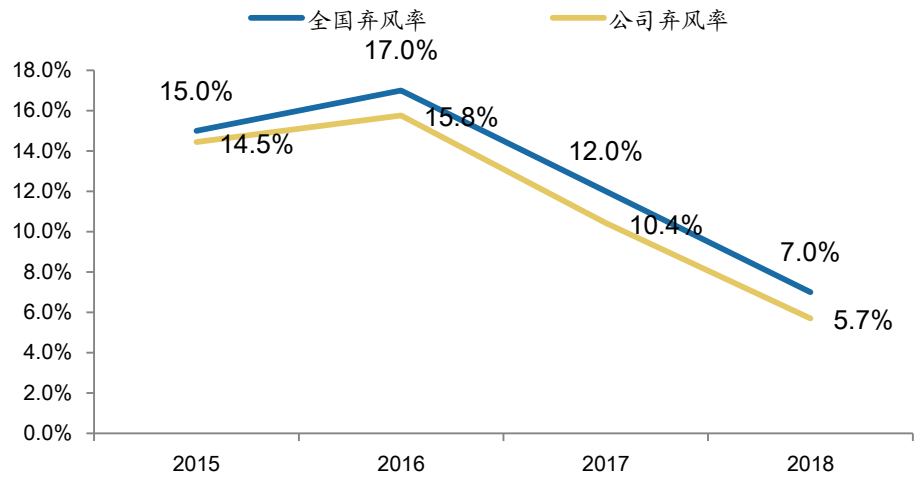
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图6：公司2017-2018年分月度风电发电量



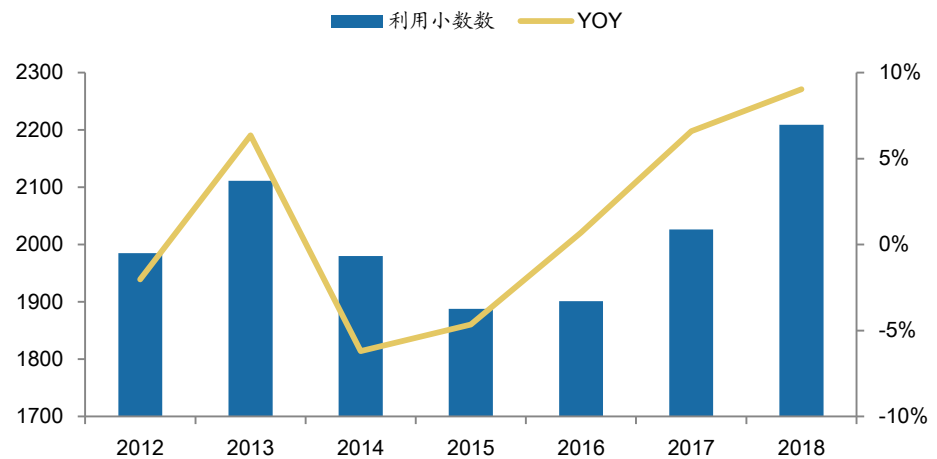
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图7： 2015-2018全国弃风率和公司弃风率



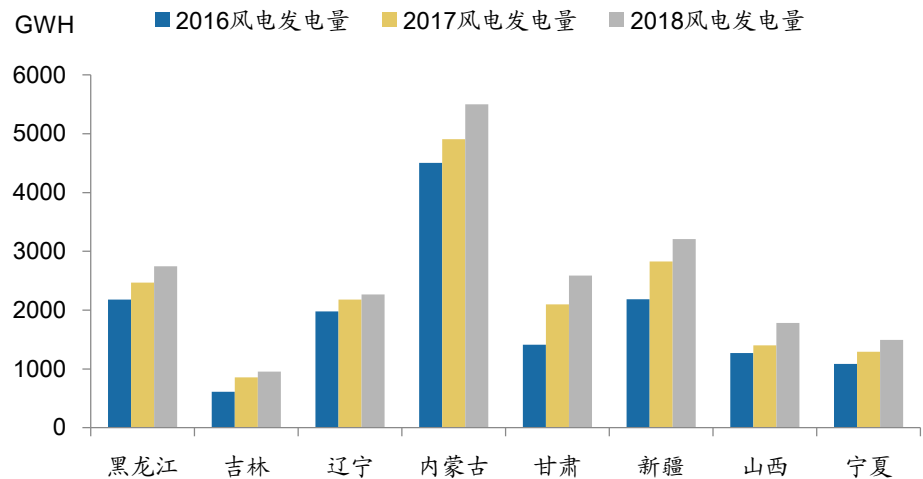
数据来源：公司业绩会纪要，广发证券发展研究中心

图8： 公司2012-2018风电利用小时数和增速



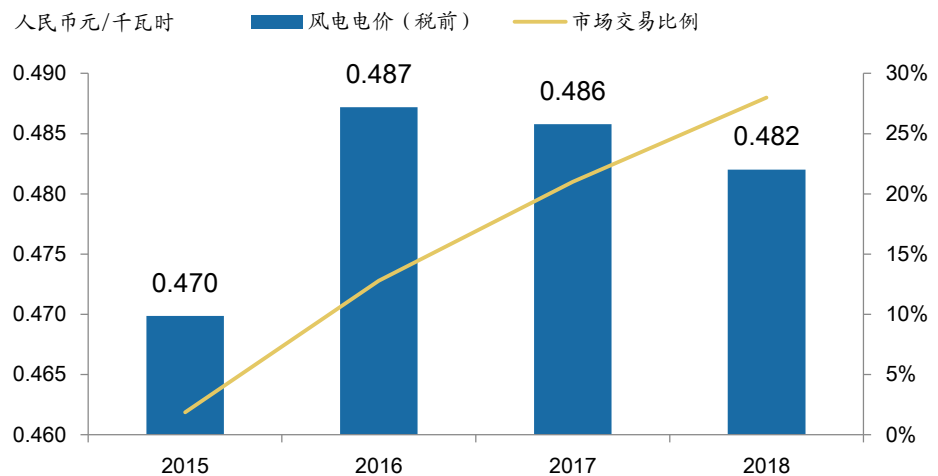
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图9: 公司2016-2018弃风省份发电量



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图10: 公司2015-2018风电点电价和市场交易比例

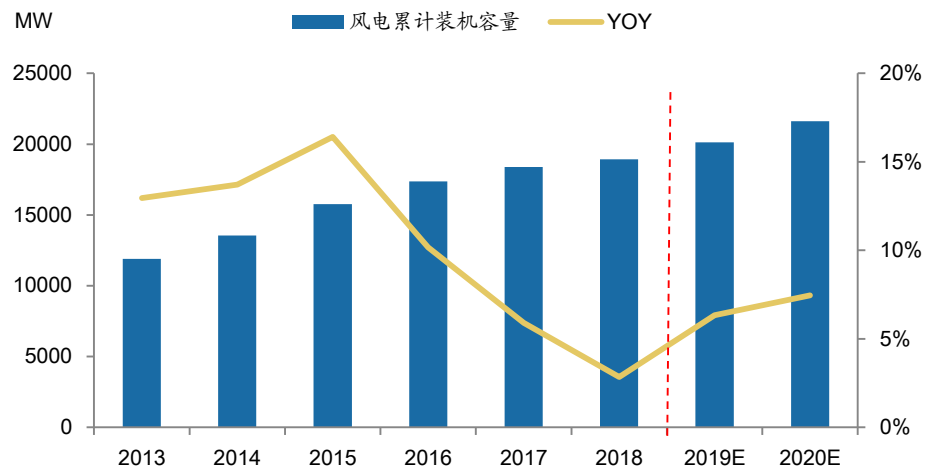


数据来源: 公司业绩公告, 公司业绩会纪要, 广发证券发展研究中心

## 全年新增装机低于指引, 19年有望新增加速

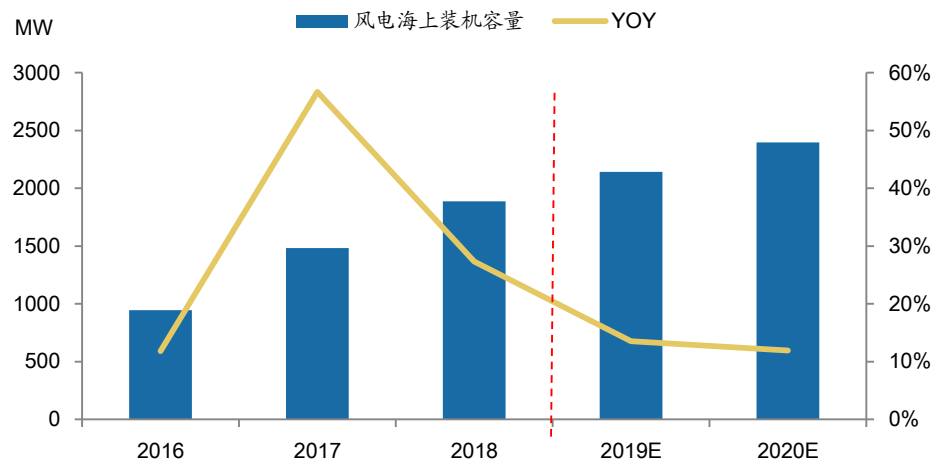
2018年公司新增并网装机容量524MW, 其中包括江苏省的海上装机200MW, 陆上新增装机集中在福建(148MW)、山西(50MW)、贵州(50MW)和湖南省(50MW)。由于生态环保要求趋严等原因, 风机建设工期大幅拉长, 陆上新增装机低于预期。公司计划于19/20年扩大投产规模, 我们保守预计2019/20年新增装机规模为1.2/1.5GW。

图11: 公司2013-2020E累计装机容量和增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图12: 公司2016-2020E海上累计装机容量和增速

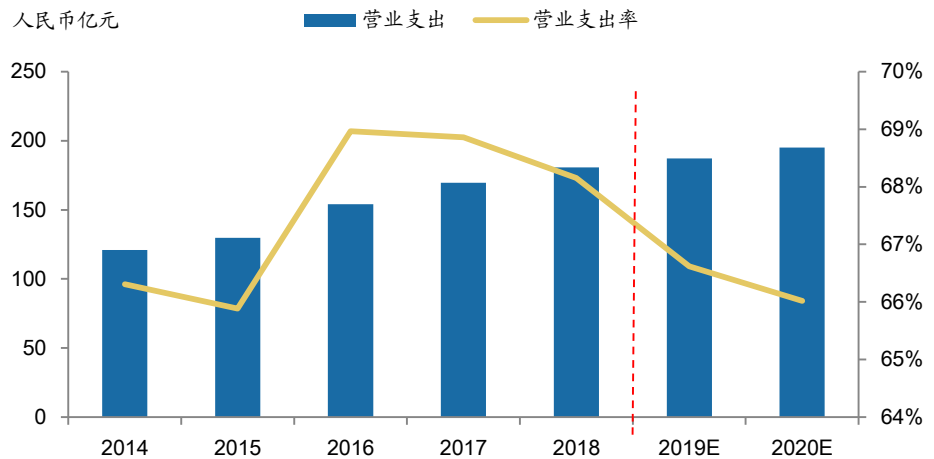


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 18年费用超预期增长

2018年公司风电、火电和和其他业务分别计提减值准备人民币2.57/0.09/2.48亿元, 总计约5.14亿元, 相比2017年计提减值准备1.05亿元有较大增长, 短期内给公司业绩形成压力。维修保养费用同比上升32%至8.2亿元, 主要是风场增加以及老风场的维修保养需求有所增加。员工成本同比上涨24%至20.7亿元, 主要是因为公司扩大规模后员工数量增加以及员工薪酬福利水平上升所致。18年公司营业支出率约为68.5%, 与2017年基本持平。我们预计2019年公司费用端不会延续18年的快速增长, 计提减值准备费用会有所下降, 同时风电效益有望进一步提高, 营运支出率将在未来两年呈逐年下行趋势。

图13: 公司2014-2020E营业支出和营业支出率



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

## 火电板块表现低迷

2018年公司火电板块收入为人民币73.1亿元(-8.5%), 经营利润3.83亿元(-14.9%), 主要是受煤炭价格上升以及售电量和煤炭销售量下滑影响。2018年火电售电量同比下降5.6%, 煤炭销售收入同比减少约16%, 符合我们之前对火电板块表现低迷的预期。

## 补贴情况情况逐渐向好

截至2018年底公司应收账款为人民币105亿元, 相比18年上半年111亿元有轻微减少, 2018年下半年公司可再生能源补贴欠款回收有所加速, 公司18业绩会上管理层披露18年补贴回收超过42亿元, 补贴回收情况逐渐向好。

图14: 公司2015-2018应收账款和应收票据



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

## 盈利预测和投资建议

我们预测公司2019-2020年，新增装机容量分别为1200/1500MW，风电利用小时数为2260/2310小时，EPS分别为人民币0.562/0.609元。

2019年3月21日，龙源电力（00916.HK）最新收盘价5.52港元。基于以下逻辑（1）未来弃风改善将持续，风电存量效益持续表现强劲；（2）海上风电开始崛起，较高的内在收益率和新增规模扩大有利于增厚公司业绩；（3）随着非经常性费用降低，公司经营利用率有预计在2019/20年逐渐下降，风电效益提升带来的利润增长将得到充分释放。我们选择了几家港股风电运营商进行比较（见表1），由于龙源电力为国内最大的风电运营商，并一直享有行业龙头估值溢价，我们基于2019年9.5倍市盈率，给予港币6.14元/股的合理价值，维持“买入”评级。

表 1：主要可比公司估值情况（股价为 2019 年 3 月 21 日收盘价）

公司名称	公司代码	股价	股价单位	EPS (单位: 人民币)				PE			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
龙源电力	00916.HK	5.52	港币元	0.46	0.49	0.56	0.61	12.12	10.92	8.63	7.98
华能新能源	00958.HK	2.19	港币元	0.29	0.29	0.32	0.35	6.58	6.57	5.95	5.44
新天绿色能源	00956.HK	1.72	港币元	0.25	0.34	0.40	0.45	5.52	6.50	5.51	4.87
金风科技	02208.HK	11.28	港币元	0.84	0.91	0.94	1.00	11.68	10.80	10.47	9.84

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：表中 EPS 数据除龙源电力、华能新能源为广发证券预测外，其余均为 Wind 一致预测，

## 风险提示

来风情况不达预期风险。

新增装机不达预期风险。

补贴、绿证等政策不确定性风险。

额外计提资产、在建工程减值准备风险。

投产建设进程不及预期风险。



**资产负债表**

单位：人民币百万元

至12月31日	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>13333</b>	<b>17122</b>	<b>17786</b>	<b>21856</b>	<b>20065</b>
货币资金	1901	5072	2861	5713	3129
应收及预付	8648	9957	13571	14391	15136
存货	1040	953	852	903	950
其他流动资产	1743	1140	502	849	849
<b>非流动资产</b>	<b>125328</b>	<b>128513</b>	<b>128718</b>	<b>137487</b>	<b>144950</b>
固定资产	105598	109473	110001	115688	122631
无形资产	8860	8754	8171	8171	8171
其他长期资产	10870	10286	10547	13628	14148
<b>资产总计</b>	<b>138661</b>	<b>145635</b>	<b>146504</b>	<b>159343</b>	<b>165015</b>
<b>流动负债</b>	<b>55807</b>	<b>47159</b>	<b>39780</b>	<b>58487</b>	<b>59573</b>
短期借款	44511	35820	28390	44618	44619
应付及预收	2952	2484	2205	3839	4001
其他流动负债	8344	8856	9185	10030	10953
<b>非流动负债</b>	<b>35067</b>	<b>45176</b>	<b>50158</b>	<b>40126</b>	<b>40272</b>
长期借款	31788	42035	47006	35445	35393
其他非流动负债	3279	3141	3152	4681	4879
<b>负债合计</b>	<b>90874</b>	<b>92336</b>	<b>89939</b>	<b>98613</b>	<b>99845</b>
股本	8036	8036	8036	8036	8036
留存收益	32853	38089	41200	44565	48204
归属母公司股东权益	40890	46126	49236	52601	56240
少数股东权益	6896	7173	7329	8129	8929
<b>负债和股东权益</b>	<b>138661</b>	<b>145635</b>	<b>146504</b>	<b>159343</b>	<b>165015</b>

**现金流量表**

单位：人民币百万元

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>13533</b>	<b>12131</b>	<b>13314</b>	<b>14611</b>	<b>15910</b>
净利润	3415	3688	3924	4520	4890
折旧摊销	6342	6798	0	7536	8015
营运资金变动	483	-2065	-1765	-1465	-1165
其它	-384	-135	6891	-461	-502
<b>投资活动现金流</b>	<b>-11209</b>	<b>-8614</b>	<b>-11120</b>	<b>-13056</b>	<b>-14994</b>
资本支出	14	1921	2244	2436	2629
投资变动	2361	88	-225	-407	-590
其他	371	395	445	455	465
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-3284</b>	<b>-352</b>	<b>-4399</b>	<b>1302</b>	<b>-3494</b>
净增权益	1322	3502	-2459	4667	-51
净增债务	1934	1461	-2397	8674	1232
支付股息	3254	5513	3267	4165	4439
其他融资现金流	-7896	-6644	-4489	-10640	-9165
<b>现金净增加额</b>	<b>-986</b>	<b>3170</b>	<b>-2210</b>	<b>2851</b>	<b>-2583</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2887</b>	<b>1901</b>	<b>5072</b>	<b>2861</b>	<b>5713</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1901</b>	<b>5072</b>	<b>2861</b>	<b>5713</b>	<b>3129</b>

**主要财务比率**

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	11.9	9.4	7.0	5.7	4.9
营业利润增长	3.2	10.7	10.0	11.1	7.1
<b>获利能力(%)</b>					
净利率	15.3	15.0	14.9	16.1	16.6
ROE	8.4	8.0	8.0	8.6	8.7
<b>偿债能力</b>					
利息覆盖率(倍)	2.7	2.6	2.5	2.8	2.9
净权益负债率(%)	173.1	153.2	144.5	138.9	134.8
流动比率	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	24.8	21.1	18.0	16.9	17.1
应收帐款周转天数	120.6	136.2	160.5	179.7	180.4
应付帐款周转天数	52.0	47.1	38.7	50.7	61.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.42	0.46	0.49	0.56	0.61
每股经营现金流	2.9	3.2	2.9	2.7	2.5
<b>估值比率</b>					
P/E	14.3	12.1	10.9	8.6	8.0
P/B	1.2	1.0	0.9	0.7	0.7

**利润表**

单位：人民币百万元

至12月31日	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>22304</b>	<b>24592</b>	<b>26388</b>	<b>28007</b>	<b>29462</b>
营业成本	15403	16967	18063	18725	19517
管理费用	-429	-542	-588	-630	-620
财务费用净额	-2602	-2983	-3267	-3332	-3429
折旧和摊销	-6342	-6798	0	-7536	-8015
<b>营业利润</b>	<b>6931</b>	<b>7673</b>	<b>8441</b>	<b>9382</b>	<b>10045</b>
<b>利润总额</b>	<b>5150</b>	<b>5465</b>	<b>5897</b>	<b>6851</b>	<b>7456</b>
所得税	-660	-916	-976	-1182	-1323
净利润	3415	3688	3924	4520	4890
少数股东损益	-1074	-862	-997	-1149	-1243
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>3415</b>	<b>3688</b>	<b>3924</b>	<b>4520</b>	<b>4889</b>
EBITDA	13273	14423	8325	16819	17960
<b>EPS(元)</b>	<b>0.425</b>	<b>0.459</b>	<b>0.488</b>	<b>0.562</b>	<b>0.608</b>

**广发海外研究小组**

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 武煜：广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017年Asia Money评选，获得H股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘娇：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

**广发证券—行业投资评级说明**

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

**广发证券—公司投资评级说明**

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

**联系我们**

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。