

# 1月风资源欠佳发电量同比下滑，弃风率持续改善

## 龙源电力（0916.HK）月发电量点评

### 核心结论

**事件：**龙源电力公告1月完成总发电量近45亿千瓦时，同比下降9.0%，12月则同比增长16.3%，其中风电、火电和其他可再生能源发电量分别同比下降8.6%、10.7%和8.6%。

**1月风资源欠佳，风电发电量同比和环比下滑。**龙源1月实现风电发电量为35.7亿千瓦时，环比和同比分别下降13.7%和8.6%，主要是1月风资源不佳影响，受此影响1月非限电地区发电量同比下降了13.1%，相对降幅较大如安徽、江苏-陆上、山西、重庆和海南等区域风电发电量同比下降了44.7%、42.6%、35.9%、32.8%和32.2%。公司前两大风电大省，内蒙古和黑龙江1月风电发电量则同比增长13.0%和21.3%。

**1月弃风率改善，同比和环比下降。**龙源1月弃风限电率为5.0%，较12月的5.8%下降0.8个百分点，较去年同期的7.5%下降了2.5个百分点，处于较低水平。

**1月火电发电量和其他可再生能源发电量下降。**1月火电发电量和可再生能源发电量分别同比下降10.7%和8.6%，较12月的同比增长4.3%和-0.1%，1月降幅继续扩大。

**投资建议：**鉴于1月发电量略不如预期，我们下调龙源19年利润预期，18和19年净利润预期分别为50.3亿元和54.2亿元，EPS为0.60元和0.64元，DCF估值目标价下调至7.36港币，我们预计19年限电率继续改善，目前PB仅0.8倍，维持买入评级。

**风险提示：**电力需求低于预期，煤价上涨高于预期，政策执行慢于预期。

### 核心数据

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	22,304	24,592	26,252	26,725	27,601
增长率(%)	13.3%	10.3%	6.8%	1.8%	3.3%
净利润（百万元）	3,549	3,846	5,034	5,442	5,932
增长率(%)	23.3%	8.4%	30.9%	8.1%	9.0%
每股收益（EPS）	0.42	0.46	0.60	0.64	0.70
市盈率（P/E）	11.9	11.1	8.5	7.9	7.2
市净率（P/B）	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

### 公司评级

买入

股票代码	00916
目标价格	7.36
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	5.80

### 近一年股价走势



### 分析师

**李培玉** S0800517110001  
021-38584236  
lpeiyu@research.xbmail.com.cn

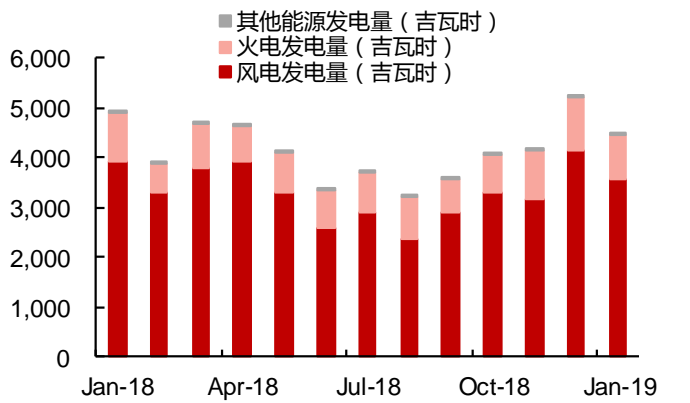
### 联系人

**陈旭** S0800117050045  
021-38584235  
chenxu@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

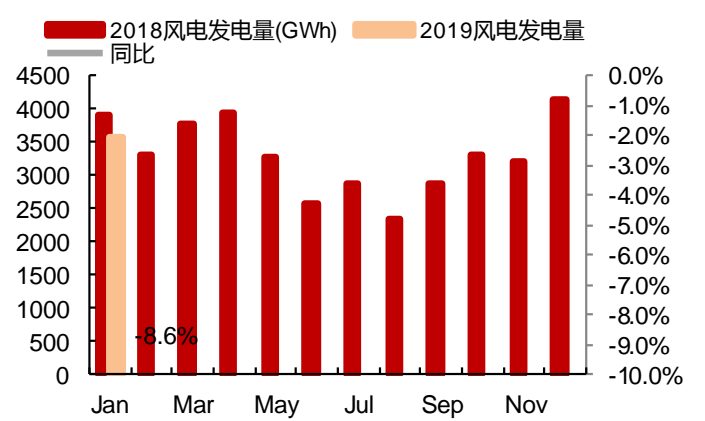
龙源电力：12月电量改善，18年全年发电量增9.6%—龙源电力（0916.HK）月发电量点评 2019-01-09  
龙源电力：11月风资源欠佳发电量下滑，弃风限电率续降—龙源电力（0916.HK）月发电量点评 2018-12-09  
龙源电力：10月风资源不佳，风电发电量仅增4.1%—龙源电力（0916.HK）月发电量点评 2018-11-07

图 1: 1 月总发电量 45.0 亿千瓦时, 同比下降 9.0%



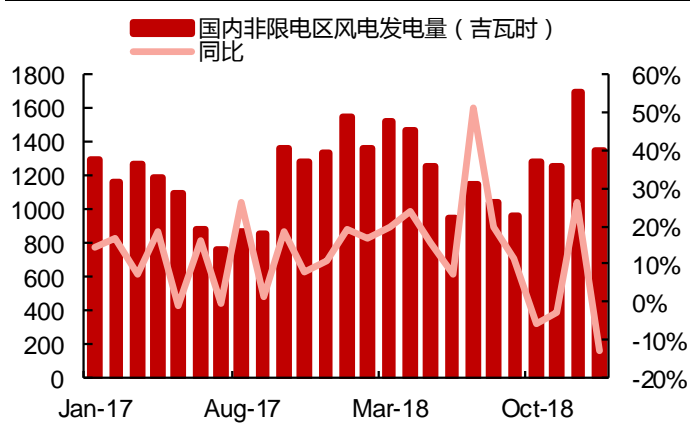
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 2: 1 月风电发电量同比下降 8.6%



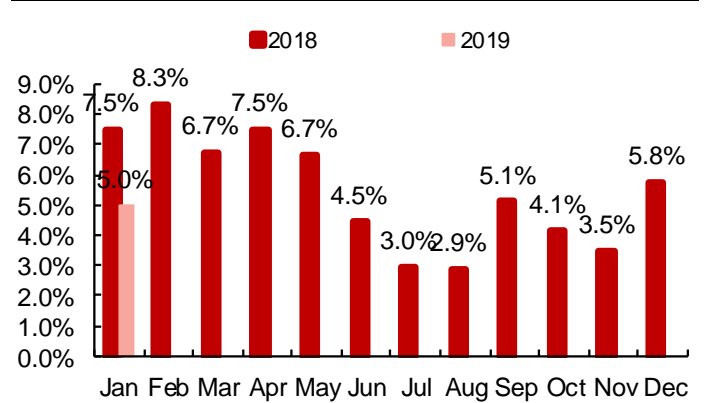
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 3: 1 月非限电区风电发电量同比下降 13.1%



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 4: 1 月风电弃风率下降至 5.0%



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

表 1: 1月龙源总发电量同比下降 9.0%

省份	1月发电量(兆瓦时)	同比	今年累计发电量(兆瓦时)	同比
黑龙江	350,818	21.3%	350,818	21.3%
吉林	121,438	38.4%	121,438	38.4%
辽宁	187,835	25.5%	187,835	25.5%
内蒙古	616,146	13.0%	616,146	13.0%
江苏-陆上	151,996	-42.6%	151,996	-42.6%
江苏-海上	164,620	-5.5%	164,620	-5.5%
浙江	29,010	2.5%	29,010	2.5%
福建	225,392	-14.8%	225,392	-14.8%
海南	13,069	-32.2%	13,069	-32.2%
甘肃	130,341	-50.7%	130,341	-50.7%
新疆	191,574	-22.4%	191,574	-22.4%
河北	286,257	-10.3%	286,257	-10.3%
云南	279,957	8.5%	279,957	8.5%
安徽	87,052	-44.7%	87,052	-44.7%
山东	56,450	-20.0%	56,450	-20.0%
天津	29,910	16.9%	29,910	16.9%
山西	127,508	-35.9%	127,508	-35.9%
宁夏	97,794	-30.5%	97,794	-30.5%
甘肃	150,172	2.5%	150,172	2.5%
陕西	60,271	18.1%	60,271	18.1%
西藏	2,161	37.9%	2,161	37.9%
重庆	6,070	-32.8%	6,070	-32.8%
上海	9,070	-25.3%	9,070	-25.3%
广东	20,019	7.5%	20,019	7.5%
湖南	10,859	232.0%	10,859	232.0%
甘肃	37,955	19.9%	37,955	19.9%
江西	5,333	6.2%	5,333	6.2%
湖北	7,056	-2.2%	7,056	-2.2%
加拿大	29,832	-22.1%	29,832	-22.1%
南非	80,960	7.1%	80,960	7.1%
<b>风电合计</b>	<b>3,566,923</b>	<b>-8.6%</b>	<b>3,566,923</b>	<b>-8.6%</b>
<b>火电合计</b>	<b>883,336</b>	<b>-10.7%</b>	<b>883,336</b>	<b>-10.7%</b>
<b>其他可再生能源业务</b>	<b>45,016</b>	<b>-8.6%</b>	<b>45,016</b>	<b>-8.6%</b>
<b>总计</b>	<b>4,495,275</b>	<b>-9.0%</b>	<b>4,495,275</b>	<b>-9.0%</b>

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

## 风险提示

- 1) 电力需求不及预期风险。电力行业发展及盈利水平与经济周期的相关性较为显著。当国民经济增速放缓时，工业生产及居民生活电力需求减少，用电负荷的减少使得电厂发电机组利用小时数下降，直接影响到电厂的生产经营以及盈利能力。近年来，在全球经济不景气的大背景下，受国内经济结构调整、投资增速放缓等众多因素影响，我国经济增速放缓，全社会电力需求增速疲软。2015年以来，国家先后出台一系列稳增长、促改革的政策，宏观经济运行缓中趋稳、稳中向好，但未来仍存在经济增速进一步放缓的可能性。
- 2) 风机价格上涨风险。风机价格受到上游原材料价格变化和风机厂商的技术进步影响较大，不排除风机价格上涨的可能。
- 3) 风电来风不佳风险。风电场的发电量和经营业绩受所在区域来风情况影响明显，无法避免来风的不确定性、季节性波动和差异对风电电力生产及经营业绩的影响。
- 4) 风电电价下滑风险。公司主营业务为电力生产和销售，上网电价和上网电量是影响盈利水平的重要因素。2015年以来，电力体制改革实施市场化竞争上网导致部分电量上网电价出现一定下降。如未来上网电价持续下降，业绩存在进一步下滑的可能。
- 5) 利率风险。为满足电厂建设需求，行业公司一般都会向金融机构借入大量借款，贷款利率波动将直接对行业公司的盈利水平及项目建设成本造成影响，如果未来央行上调贷款基准利率，则会给行业部分公司带来一定的财务风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,905	5,072	7,621	8,494	7,896	营业收入	22,304	24,592	26,252	26,725	27,601
应收款项	5,901	7,155	7,734	9,019	10,714	其他收入净额	647	712	877	912	954
存货净额	1,040	953	864	802	759	折旧和摊销	6,342	6,798	7,334	7,513	7,753
其他流动资产	4,486	3,943	4,390	4,513	4,697	销售费用	-	-	-	-	-
<b>流动资产合计</b>	<b>13,333</b>	<b>17,122</b>	<b>20,610</b>	<b>22,828</b>	<b>24,066</b>	管理费用	429	542	607	626	606
固定资产及在建工程	105,598	109,473	109,436	110,830	113,594	其他成本	8,632	9,627	9,321	9,110	9,074
长期股权投资	4,483	4,472	4,816	5,160	5,503	<b>营业利润</b>	<b>7,548</b>	<b>8,337</b>	<b>9,867</b>	<b>10,388</b>	<b>11,122</b>
无形资产	8,798	8,692	8,268	7,844	7,420	财务费用	2,774	3,215	3,213	3,067	2,945
其他非流动资产	6,449	5,875	5,787	5,699	5,611	营业外净收支	376	344	344	344	344
<b>非流动资产合计</b>	<b>125,328</b>	<b>128,513</b>	<b>128,307</b>	<b>129,533</b>	<b>132,129</b>	<b>利润总额</b>	<b>5,150</b>	<b>5,465</b>	<b>6,998</b>	<b>7,665</b>	<b>8,520</b>
<b>资产总计</b>	<b>138,661</b>	<b>145,635</b>	<b>148,917</b>	<b>152,361</b>	<b>156,195</b>	所得税费用	660	916	1,216	1,375	1,612
短期借款	44,472	35,774	35,122	34,440	33,721	<b>净利润</b>	<b>4,490</b>	<b>4,550</b>	<b>5,782</b>	<b>6,290</b>	<b>6,909</b>
应付款项	2,550	1,891	2,000	1,926	1,821	少数股东损益	941	704	747	848	977
其他流动负债	8,786	9,494	9,494	9,494	9,494	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,549</b>	<b>3,846</b>	<b>5,034</b>	<b>5,442</b>	<b>5,932</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>55,807</b>	<b>47,159</b>	<b>46,616</b>	<b>45,860</b>	<b>45,036</b>	<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
长期借款及应付债券	31,327	41,620	40,862	40,068	39,231	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	3,225	3,225	3,225	3,225	3,226	ROE	8.7%	8.3%	10.1%	10.1%	10.1%
<b>长期负债合计</b>	<b>35,067</b>	<b>45,176</b>	<b>44,418</b>	<b>43,624</b>	<b>42,787</b>	EBITDA 利润率	62%	62%	66%	67%	68%
<b>负债合计</b>	<b>90,874</b>	<b>92,336</b>	<b>91,034</b>	<b>89,484</b>	<b>87,823</b>	营业利润率	34%	34%	38%	39%	40%
股本	8,036	8,036	8,036	8,036	8,036	销售净利率	20%	19%	22%	24%	25%
股东权益	39,750	45,263	49,847	54,841	60,335	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>138,661</b>	<b>145,635</b>	<b>148,917</b>	<b>152,361</b>	<b>156,195</b>	营业收入增长率	13.3%	10.3%	6.8%	1.8%	3.3%
						营业利润增长率	5.8%	10.5%	18.3%	5.3%	7.1%
						净利润增长率	23.3%	8.4%	30.9%	8.1%	9.0%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	66%	63%	61%	59%	56%
						流动比	0.24	0.36	0.44	0.50	0.53
						速动比	0.11	0.19	0.26	0.28	0.28
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.42	0.46	0.60	0.64	0.70
						BVPS	5.09	5.74	6.22	6.73	7.30
						<b>估值</b>					
						P/E	11.9	11.1	8.5	7.9	7.2
						P/B	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
						P/S	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 大于 20%
增持:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 介于 5%到 20%之间
中性:	个股预期未来 6-12 个月内的波动幅度 (复权后) 介于-5%到 5%
卖出:	个股预期未来 6-12 个月内的跌幅 (复权后) 大于 5%

## 联系我们

**联系地址:** 上海市浦东新区张杨路 500 号华润时代广场 12 楼 A2BC  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队:

徐青	上海	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
戴茂戎	上海	区域销售总监	13585757755	daimaorong@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
董家华	上海	高级机构销售	14782171026	dongjiahua@research.xbmail.com.cn
程琰	上海	高级机构销售	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
李思	全国	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
李书聪	上海	机构销售助理	18721871307	lishucong@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	机构销售助理	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
朱晓敏	上海	非公募销售总监	15800560626	zhuxiaomin@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	非公募资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。