

财务费用有效控制，利润大幅超预期

龙源电力公布 2018 财年三季度业绩：财报期公司实现营业收入 192 亿元，同比增长 8.5%，其中风力分部收入同比增 21%，火电分部收入同比降 12%；经营利润同比增 24%，归母净利润同比增 43%。三季报利润大幅超预期。

- **限电率继续改善，风电利用小时如期回升。** 2018 年前三个季度公司风电项目限电率由去年同期的 11.7% 下降至 6.3%，在内蒙古、新疆、甘肃、宁夏、黑龙江、辽宁等 6 个传统高限电率地区风电项目利用小时数进一步提升，公司风电综合利用小时快速回升 14% 至 1647 小时，带来公司整体经营利润同比提升 24%；我们预计，2018 年全年公司限电率将维持在 6.5% 以下，长期来看有望继续回落至 5% 以下，即 2019 年公司综合利用小时有进一步上升的空间。
- **装机放缓带来杠杆下降，财务费用有效控制。** 2018 年前三季度财务费用同比仅略增 1.4%，在今年资金成本普遍上升的背景下，公司财务费用的有效控制反映了公司在融资方面的优势，同时随着装机放缓资本开支有所下降，公司有息负债率由去年的 60.84% 下降至 56.62%，我们预计公司降杠杆趋势将在未来 3 年内得以持续。
- **补贴欠款 9-10 月份集中回款，期待后续现金流改善。** 2018H1 公司应收账款同比上升 55.5%，远快于同期收入上升幅度，主要源于可再生能源电价附加补贴款的回款滞后拉长，9-10 月份补贴欠款开始逐步收回。我们认为，随着第七批风电补贴目录落实（大部分运营项目已取得电价附加审批），公司的应收账款周转天数将重新回落；同时，正在研讨中的绿证政策，我们预计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。** 我们维持之前盈利预测，公司 2018-2020 年归母净利润分别为人民币 47.49、55.78、62.00 亿元，对应摊薄 EPS 为人民币 0.59、0.69、0.77 元。由于现金流的相对可预见性，我们采用 DCF 估值法，目标价 8.17 港币，对应 2018 年 PE12 倍，2018 年 PB1.27 倍，维持买入评级。

风险提示： 风电电价下降幅度超预期；应收账款周转天数超预期上升。

2

公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	22,304	24,592	27,666	29,446	30,937
同比增长	13.3%	10.3%	12.5%	6.4%	5.1%
营业利润（百万元）	7,548	8,337	10,583	11,933	12,922
同比增长	5.8%	10.5%	26.9%	12.8%	8.3%
归属母公司净利润（百万元）	3,415	3,688	4,749	5,578	6,200
同比增长	18.7%	8.0%	28.8%	17.5%	11.1%
每股收益（元）	0.42	0.46	0.59	0.69	0.77
毛利率	32.9%	32.9%	37.1%	39.3%	40.5%
净利率	18.7%	8.0%	28.8%	17.5%	11.1%
净资产收益率	8.4%	8.0%	9.5%	10.2%	10.4%
市盈率（倍）	11.5	10.6	8.2	7.0	6.3
市净率（倍）	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7

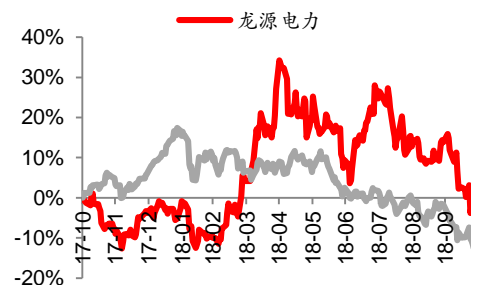
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，按人民币兑港币汇率 0.8845。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2018 年 10 月 30 日)	5.51 港币
目标价格	8.17 港币
52 周最高价/最低价	7.78/5.02 港币
总股本 (百万股)	8,036
港股市值 (亿港元)	443
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2018 年 10 月 31 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-0.9	-16.6	-24.1	-4.7
相对表现 (%)	2.1	-5.3	-12.8	8.3
恒生指数 (%)	-3.0	-11.3	-11.3	-13.0



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 2018 年中报点评——风电利用小时如期改善，期待下半年补贴款到位 2018-08-23
- 龙源电力 2018 年一季报点评——一季度业绩大幅超预期，限电率快速改善 2018-04-27
- 龙源电力 2017 年报点评——风电利用小时略超预期，期待现金流改善 2018-03-13
- 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

表 1：龙源电力 DCF 相对 WACC、永续增长率敏感性分析

		WACC						
		8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%
永续增长率	0%	17.73	13.42	10.10	7.47	5.36	3.63	2.20
	1%	18.89	14.15	10.57	7.78	5.57	3.77	2.30
	2%	20.43	15.09	11.16	8.17	5.82	3.95	2.42
	3%	22.59	16.34	11.92	8.65	6.14	4.16	2.56
	4%	25.81	18.08	12.93	9.26	6.53	4.41	2.73

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
		9.96	9.36	8.77	8.17	7.57	6.97	6.37

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	8,620	13,423	19,045
应收账款	5,901	7,155	7,665	7,749	7,711
预付账款	3,644	3,629	3,266	2,940	2,646
存货	1,040	953	1,007	1,034	1,066
其他	814	280	280	280	280
流动资产合计	13,333	17,122	20,837	25,426	30,748
长期股权投资	4,483	4,472	4,472	4,472	4,472
固定资产	105,598	109,473	110,676	112,037	113,231
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	129,633	130,916	132,036
资产总计	138,661	145,635	150,470	156,342	162,784
短期借款	44,472	35,774	35,774	35,774	35,774
应付账款	2,726	2,119	2,031	2,210	2,389
其他	8,610	9,266	9,266	9,266	9,266
流动负债合计	55,807	47,159	47,071	47,250	47,429
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	92,247	92,426	92,606
少数股东权益	6,896	7,173	8,086	9,150	10,328
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	37,110	41,739	46,823
股东权益合计	47,786	53,299	58,223	63,916	70,178
负债和股东权益	138,661	145,635	150,470	156,342	162,784

现金流量表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	5,150	5,465	7,216	8,573	9,670
折旧摊销	6,342	6,798	7,462	7,544	7,615
财务费用	2,602	2,983	3,539	3,532	3,423
投资损失	(411)	(115)	(172)	(172)	(172)
营运资金变动	615	(2,065)	(289)	393	480
其它	(634)	(780)	(1,317)	(1,694)	(2,055)
经营活动现金流	13,533	12,131	16,438	18,177	18,962
资本支出	(13,990)	(9,104)	(8,582)	(8,827)	(8,735)
其他	2,781	491	425	432	541
投资活动现金流	(11,209)	(8,614)	(8,157)	(8,395)	(8,194)
债权融资	(1,960)	493	(4,029)	(4,029)	(4,029)
股权融资	(1,306)	(1,297)	(738)	(950)	(1,116)
其他	(18)	451	0	0	0
筹资活动现金流	(3,284)	(352)	(4,767)	(4,979)	(5,145)
现金净增加额	(961)	3,165	3,515	4,803	5,622
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	28,497	30,344	31,889
主营业务收入	22,304	24,592	27,666	29,446	30,937
其他收入	647	712	831	898	953
经营开支	(15,403)	(16,967)	(17,914)	(18,411)	(18,968)
营业利润	7,548	8,337	10,583	11,933	12,922
EBITDA	13,890	15,135	18,045	19,477	20,537
财务收入	175	208	253	260	369
财务费用	(2,949)	(3,423)	(3,792)	(3,792)	(3,792)
投资收益	376	344	172	172	172
利润总额	5,150	5,465	7,216	8,573	9,670
所得税	(660)	(916)	(1,317)	(1,694)	(2,055)
净利润	4,490	4,550	5,899	6,879	7,615
少数股东损益	941	704	912	1,064	1,178
永续中票持有人	133	158	237	237	237
归母净利润	3,415	3,688	4,749	5,578	6,200
每股基本收益(元)	0.42	0.46	0.59	0.69	0.77
每股稀释收益(元)	0.42	0.46	0.59	0.69	0.77

主要财务比率

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	14.0%	10.3%	12.6%	6.5%	0.0%
营业利润	5.8%	10.5%	26.9%	12.8%	8.3%
归母净利润	18.7%	8.0%	28.8%	17.5%	11.1%
获利能力					
营业利润率	32.9%	32.9%	37.1%	39.3%	40.5%
净利率	19.6%	18.0%	20.7%	22.7%	23.9%
ROE	8.4%	8.0%	9.5%	10.2%	10.4%
ROIC	5.3%	5.3%	6.4%	6.8%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	54.1%	51.5%	48.5%	44.8%	40.6%
净负债率	154.7%	135.8%	118.3%	100.2%	83.3%
流动比率	0.24	0.36	0.44	0.54	0.65
速动比率	0.22	0.34	0.42	0.52	0.63
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	1,958	1,911	1,894
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.46	0.59	0.69	0.77
每股经营现金流	1.68	1.51	2.05	2.26	2.36
每股净资产	5.95	6.63	7.24	7.95	8.73
估值比率					
市盈率	11.5	10.6	8.2	7.0	6.3
市净率	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.3	7.5	6.2	5.5	5.0
EV/EBIT	15.2	13.7	10.5	9.0	8.0

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

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

