

买入 (维持)

0916.HK 龙源电力

港股通 (沪、深)

目标价: 7.28 港元

现价: 5.96 港元

利用小时持续改善, 经营业绩节节攀升

2018年11月01日

预期升幅: 22.1%

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	24,592	26,438	26,905	28,287
同比增长(%)	10.3	7.5	1.8	5.1
归母净利润(百万元)	3,688	4,853	5,188	5,792
同比增长(%)	8.0	31.6	6.9	11.6
经营利润率(%)	33.9	37.5	38.8	40.8
净利润率(%)	15.0	18.4	19.3	20.5
净资产收益率(%)	7.3	8.9	8.8	9.0
基本每股收益(元)	0.46	0.60	0.65	0.72

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

市场数据

日期	2018.10.31
收盘价(港元)	5.96
总股本(百万股)	8,036
流通股本(百万股)	3,340
总市值(百万港元)	47,897
流通市值(百万港元)	19,906
净资产(百万元)	55,602
总资产(百万元)	146,400
每股净资产(元)	6.01

数据来源: Wind

相关报告

海外跟踪报告_20180315

业绩点评_20180823

海外能源、公用事业、工业行业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

投资要点

- **前三季度表现亮眼, 归母净利润涨幅达 42.9%。**2018 年第三季度, 公司业绩保持稳中有升的态势。公司前三季度营业收入 19,174 百万元, 同比增长 8.5%; 归属权益所有人净利润 4,014 百万元, 较去年同期的 2,809 万元同比增长 42.9%; 其中, 三季度归母净利润归入 761 百万元, 较去年同期的 314 百万元同比增长 142.4%。
- **全国平均限电比例再度下降, 风电利用小时数大幅提升。**2018 年前三季度, 公司风电利用小时数 1,637 小时, 同比增长 204 小时, 较全国风电利用小时数 1,565 小时高出 72 小时。得益于报告期内台风情况的有利影响, 海上风电利用小时数达到 1,945 小时。另外海外运营情况也较为良好, 南非平均利用小时数达到 2,199 小时, 加拿大为 1,926 小时。
- **资本结构持续改善, 融资情况趋于宽松。**截至 2018 年九月末, 公司净资产负债率为 56.62%, 较去年同期下降将近 4 个百分点, 与前年数据呈现持续下降趋势, 公司资产负债表状况持续改善。得益于负债减少以及融资环境的持续宽松, 公司前三季度财务费用为 731 百万元, 较去年同期下降 11.4%。
- **我们的观点:** 龙源电力 (917.HK) 是国内最早开发风电的专业化公司。公司受益于行业弃风限电改善周期, 业绩持续增长。我们预测公司 2018-2020 年营收分别为人民币 26,438、26,905 和 28,287 百万元, 净利润分别为 4,853、5,188 和 5,792 百万元, EPS 分别为 0.60、0.65 和 0.72 元, 对应 2018 年 10 月 31 日股价 P/E 分别为 8.76、8.2 和 7.34 倍, 我们维持公司“买入”评级, 并调整目标价 7.28 港元, 建议投资者积极关注。

风险提示: 限电比例反弹; 上网电价下调; 新增产能不能顺利落实。

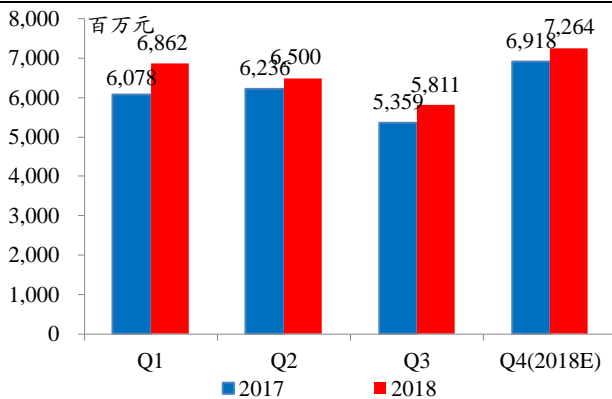


报告正文

2018年第三季度业绩点评

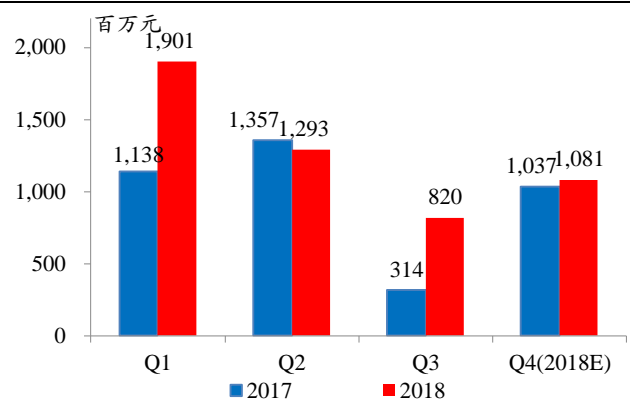
前三季度表现亮眼，归母净利润涨幅达42.9%。2018年第三季度，公司业绩保持稳中有升的态势。公司前三季度营业收入19,174百万元，同比增长8.5%；归属权益所有人净利润4,014百万元，较去年同期的2,809万元同比增长42.9%；其中，三季度归母净利润归入761百万元，较去年同期的314百万元同比增长142.4%。收入和利润的快速增长的主要原因是风电发电量的大幅增加。

图 1、公司 2017-2018 各季度营业收入



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

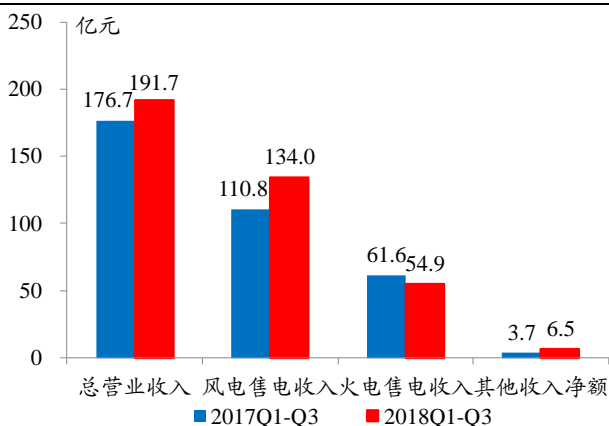
图 2、公司 2017-2018 各季度归母净利润



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

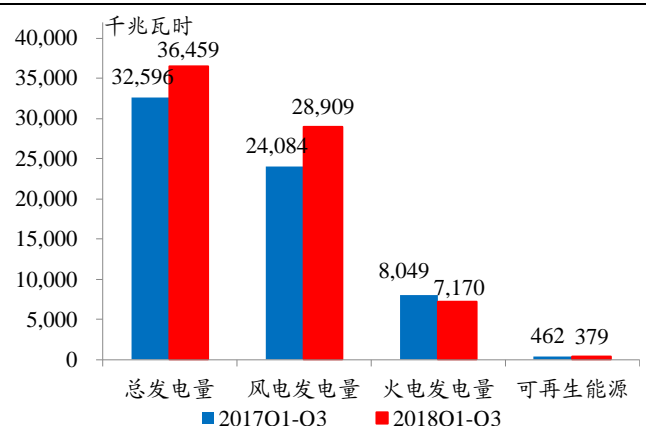
风电板块收入带动公司业绩增长。公司前三季度收入增长8.5%，主要来自于风电板块收入较去年同期增加21%达到134亿元；火电板块因为电量的下调和售煤量的减少导致收入减少11%；其他收入净额增长77%，主要来自于增值税的返还加速。从发电具体情况来看，公司2018年前三季度合计发电36,459千兆瓦时，同比增长11.9%；风力发电28,909千兆瓦时，同比增长20%；火力发电7,170千兆瓦时，同比减少10.9%；可再生能源发电379千兆瓦时，同比增加18%。

图 3、公司 2017-2018 前三季度收入情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司 2017-2018 前三季度发电情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

全国平均限电比例再度下降，风电利用小时数大幅提升。2018年前三季度，公司风电利用小时数 1,637 小时，同比增长 204 小时，较全国风电利用小时数 1,565 小时高出 72 小时。得益于报告期内台风情况的有利影响，海上风电利用小时数达到 1,945 小时。另外海外运营情况也较为良好，南非平均利用小时数达到 2,199 小时，加拿大为 1,926 小时。公司披露，截至 2018 年九月末，全国平均限电比例已从去年的 7% 左右降至 6.3%，预计明年将继续降至 5% 以下。限电比例的减少程度是决定公司整体盈利增加的一个关键因素。

图 5、2018 前三季度利用小时数情况

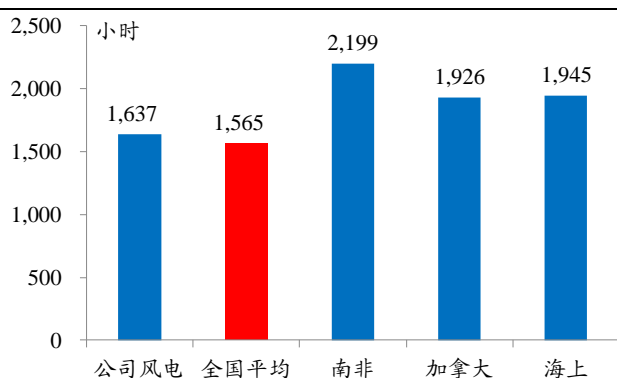
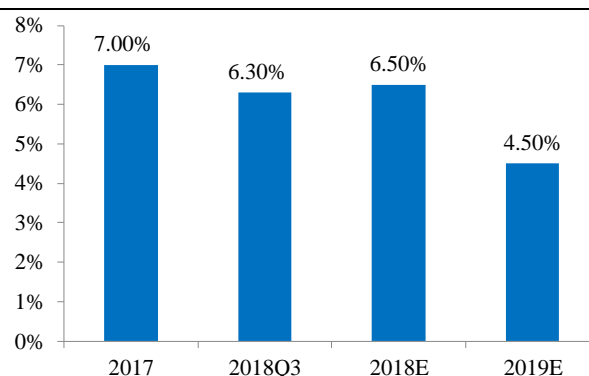


图 6、公司历史及预测全国平均限电比例



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资本结构持续改善，融资情况趋于宽松。截至 2018 年九月末，公司净资产负债率¹为 56.62%，较去年同期下降将近 4 个百分点，与前年数据呈现持续下降趋势，公司资产负债表状况持续改善。得益于公司第三季度负债减少 63 个亿，以及融资环境的持续宽松，公司在报告期内财务费用为 731 百万元，较去年同期下降 11.4%。

图 7、公司 2017-2018 年分季度财务费用

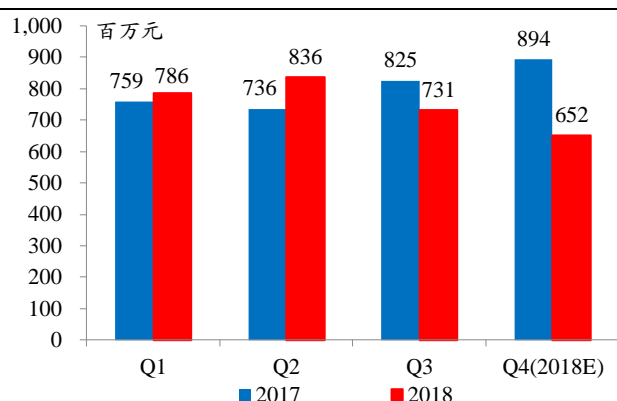
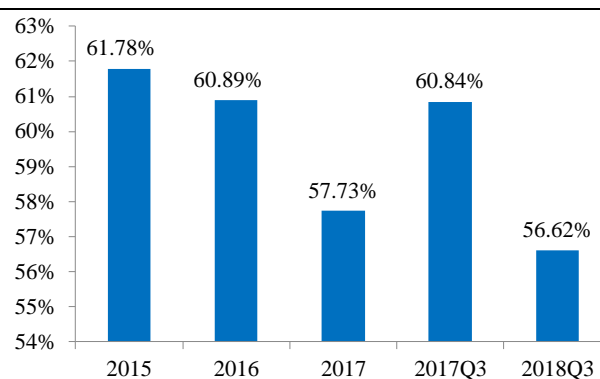


图 8、公司历年净资产负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

我们的观点：龙源电力(917.HK)是国内最早开发风电的专业化公司，主要从事风电场的设计、开发、建设、管理和运营，同时火电以及太阳能等其他新能源产

¹ 借款总额与融资租赁承担之和减现金及现金等价物除以净债务及权益总额之和。

业。公司受益于行业弃风限电改善周期，业绩持续增长。我们预测公司 2018-2020 年营收分别为人民币 26,438、26,905 和 28,287 百万元，净利润分别为 4,853、5,188 和 5,792 百万元，EPS 分别为 0.60、0.65 和 0.72 元，对应 2018 年 10 月 31 日股价 P/E 分别为 8.76、8.2 和 7.34 倍，我们维持公司“买入”评级，并调整目标价 7.28 港元，建议投资者积极关注。

风险提示：限电比例反弹；上网电价下调；新增产能不能顺利落实。

表 1、公司分季度业绩对比

	2017Q3	2018Q1	2018Q2	2018Q3	yoy	点评
收入						
风电	3,175,605	4,987,626	4,592,809	3,822,897	20%	限电比例减少，利用小时数增加
火电	2,019,883	1,768,097	1,790,251	1,926,453	-5%	电量下调和售煤量的减少
其他	164,086	103,826	90,751	81,626	-50%	
特许权服务收入	26,766	2,875	20,836	(14,048)	-152%	
其他收入净额	76,973	200,410	243,014	205,070	166%	增值税返还增加
经营开支	(4,022,283)	(3,854,477)	(4,027,571)	(4,285,831)	7%	
经营利润	1,413,714	3,208,357	2,715,907	1,730,350	22%	
财务费用净额	(825,478)	(786,105)	(835,804)	(731,156)	-11%	负债减少63亿元
应占联营公司和合营公司利润减亏损	38,469	39,038	30,801	89,779	133%	确认时点问题
除税前利润	626,705	2,461,290	1,910,904	1,088,973	74%	
所得税	(137,312)	(341,132)	(428,070)	(133,676)	-3%	收入结构改变
期间利润	489,393	2,120,158	1,482,834	955,297	95%	
属于						
本公司权益持有人	314,024	1,900,625	1,292,874	820,090	161%	
非控股权益持有人	175,369	219,533	189,960	135,207	-23%	
EPS	0.04	0.24	0.16	0.10		

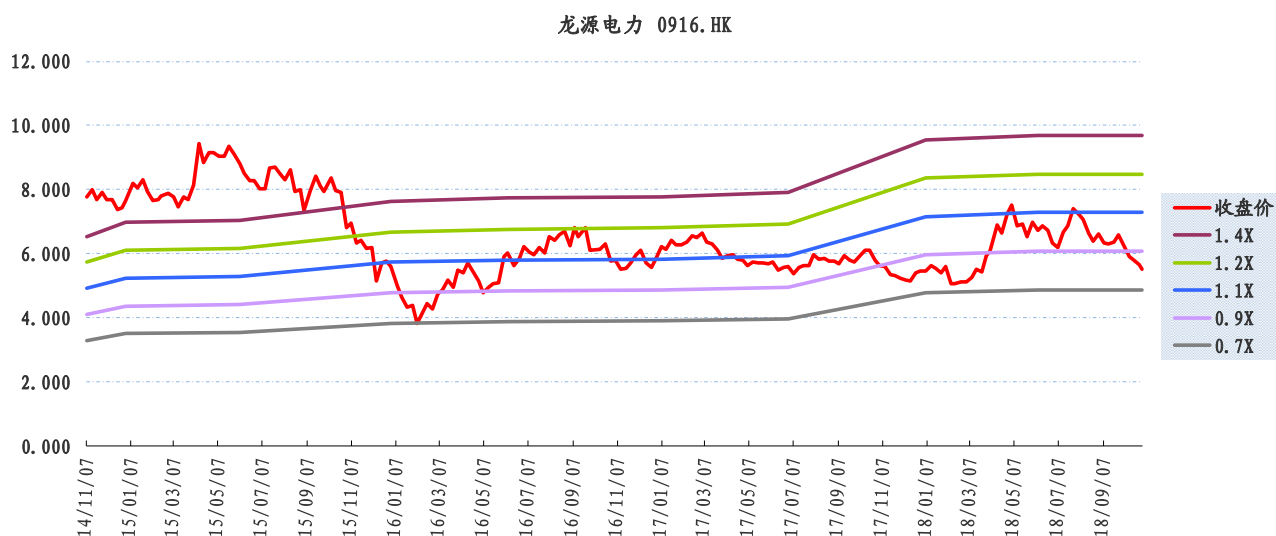
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、公司 2017-2018 前三季度业绩对比

	单位：人名币千元	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	yoy	点评
收入					
风电	11,076,580	13,403,332	21%	限电比例减少，利用小时数增加	
火电	6,155,142	5,484,801	-11%	电量下调和售煤量的减少	
其他	403,307	276,203	-32%		
特许权服务收入	38,780	9,663	-75%		
其他收入净额	365,610	648,494	77%	增值税返还增加	
经营开支	(11,862,448)	(12,167,879)	3%		
经营利润	6,176,971	7,654,614	24%		
财务费用净额	(2,321,183)	(2,353,065)	1%	负债减少63亿元	
应占联营公司和合营公司利润减亏损	177,608	159,618	-10%	确认时点问题	
除税前利润	4,033,396	5,461,167	35%		
所得税	(692,630)	(902,878)	30%	收入结构改变	
期间利润	3,340,766	4,558,289	36%		
属于					
本公司权益持有人	2,808,633	4,013,589	43%		
非控股权益持有人	532,133	544,700	2%		
EPS	0.35	0.50			

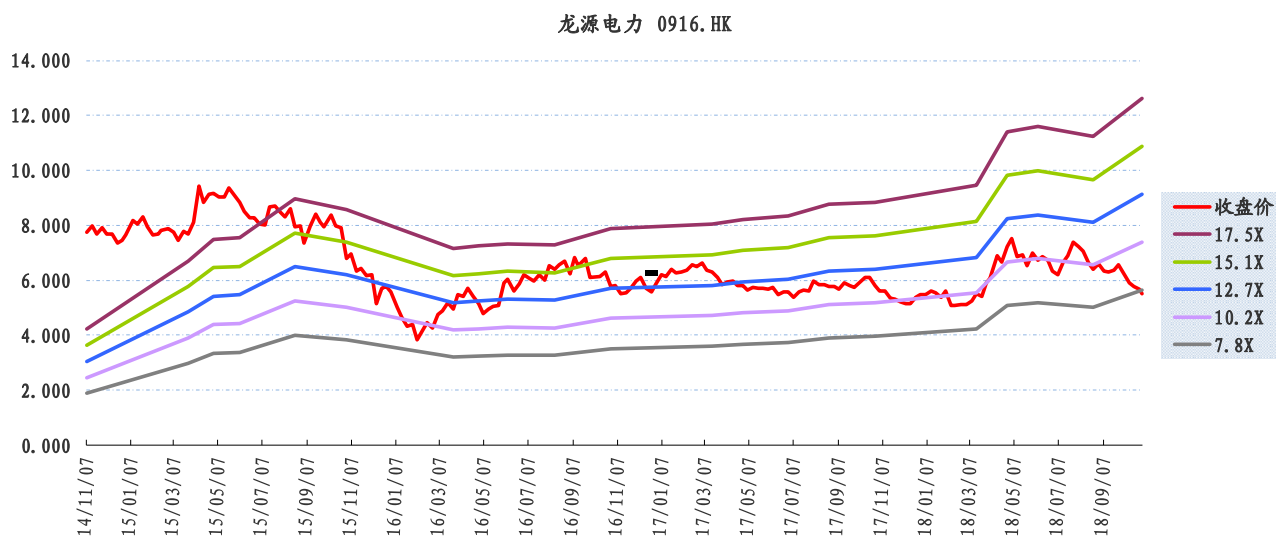
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、历年龙源电力 PB-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、历年龙源电力 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及等价物	5,072	6,394	7,482	8,182	收入	24,592	26,438	26,905	28,287
应收帐款	7,155	10,229	11,148	13,652	其他收入及收益	712	1,015	1,035	1,056
存货	953	1,008	988	988	折旧和摊销	(6,798)	(7,169)	(7,142)	(7,225)
其他流动资产	3,943	4,052	4,164	4,279	员工成本	(1,677)	(1,828)	(1,862)	(1,961)
总流动资产	17,122	21,683	23,781	27,102	管理费用	(542)	(574)	(580)	(612)
固定资产	109,47	111,942	114,00	115,69	其他开支	(784)	(948)	(961)	(1,014)
无形资产	8,692	8,186	7,709	7,260	经营利润	8,337	9,925	10,452	11,529
其他非流动资产	10,347	10,465	10,583	10,700	融资成本	(3,423)	(1,737)	(3,229)	(3,394)
总资产	145,63	152,27	156,07	160,76	税前利润	5,465	7,021	7,588	8,499
银行借款	35,774	35,997	35,865	35,639	所得税	(916)	(1,193)	(1,328)	(1,530)
应付帐款	1,891	2,431	1,881	2,023	税后利润	4,550	5,828	6,260	6,969
其他流动负债	9,494	9,389	9,115	8,850	少数股东权益	704	734	832	937
总流动负债	47,159	47,817	46,861	46,512	归母净利润	3,688	4,853	5,188	5,792
递延收入	1,554	1,554	1,554	1,554	EBITDA	13,891	16,267	17,250	18,567
银行及其他借款	41,620	42,513	41,983	41,081	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
其他	2,003	2,003	2,003	2,003	盈利能力				
负债总额	92,336	93,886	92,400	91,149	EBIT 利润率	33.9%	37.5%	38.8%	40.8%
股本	8,036	8,036	8,036	8,036	EBITDA 利润率	56.5%	61.5%	64.1%	65.6%
永续中期票据	4,991	4,991	4,991	4,991	净利率	15.0%	18.4%	19.3%	20.5%
储备	33,098	37,772	42,373	47,534	ROE	7.3%	8.9%	8.8%	9.0%
少数股东权益	7,173	7,591	8,278	9,049	ROIC	7.4%	8.6%	8.8%	9.4%
权益总值	53,299	56,165	61,454	67,386	ROA	2.6%	3.3%	3.4%	3.7%
每股净资产(元)	5.74	6.32	6.89	7.54	营业收入增长率	10.3%	7.5%	1.8%	5.1%
					经营利润增长率	10.5%	19.0%	5.3%	10.3%
					净利润增长率	8.0%	31.6%	6.9%	11.6%
现金流量表	2,017	2018E	2019E	2020E	营运表现				
EBITDA	13,891	16,267	17,250	18,567	资产周转率	17.3%	17.7%	17.5%	17.9%
融资成本(收入)	3,013	1,737	3,229	3,394	SG&A/收入	9.0%	9.1%	9.1%	9.1%
营运资金变化	(1,803)	(3,582)	(1,358)	(2,971)	实际税率	16.8%	17.0%	17.5%	18.0%
所得税	(780)	(1,193)	(1,328)	(1,530)	财务状况				
营运现金流	12,131	11,383	14,380	14,429	负债/权益	173.2%	167.2%	150.4%	135.3%
资本开支	(9,104)	(9,000)	(8,730)	(8,468)	收入/总资产	16.9%	17.4%	17.2%	17.6%
其他投资活动	491	299	299	299	资产负债率	63.4%	61.7%	59.2%	56.7%
投资活动现金流	(8,614)	(8,701)	(8,431)	(8,169)	总资产/权益	273.2%	271.1%	254.0%	238.6%
已付股息	(1,297)	(738)	(971)	(1,038)	盈利保障倍数	1.60	4.04	2.35	2.50
其他融资活动	944	(622)	(3,891)	(4,522)	流动比率	0.36	0.45	0.51	0.58
融资活动现金流	(352)	(1,359)	(4,862)	(5,560)	估值比率(倍)				
现金变化	3,165	1,322	1,088	700	PE	11.53	8.76	8.20	7.34
汇兑调整	6	0	0	0	PB	0.92	0.84	0.77	0.70
期初持有现金	1,901	5,072	6,394	7,482					
期末持有现金	5,072	6,394	7,482	8,182					

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、掟蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司和成志控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明