

**强烈推荐**

**9月发电量改善，期待四季度补贴回款加快**

龙源电力 (916.HK)

2018-10-15 星期一

目标价: HK\$ 8.00

现价: HK\$ 5.91

预计升幅: 35%

**股本数据**

总股本(亿股): 80.36

总市值(亿港元): 475

港股股本(亿股): 33.4

港股市值(亿港元): 197

52周高/低 (HK\$): 7.76/5.05

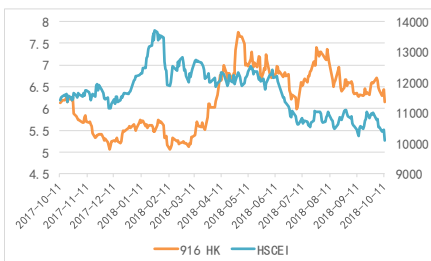
每股净值(港元): 6.88

所属行业: 清洁能源行业

**主要股东**

国家能源投资集团有限责任公司  
(58.44%)

52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



**相关报告:**

更新报告 20160408

更新报告 20160811

更新报告 20180115

更新报告 20170115

国元国际研究部

姓名: 杨义琼

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

**投资要点**

**2018年9月发电量增长明显:**

受益风资源改善, 2018年9月公司完成发电量359.74万兆瓦时, 同比增长11.22%。其中, 风电同比增长14.03%, 火电同比增长0.75%。2018年前9月累计完成发电量3,645.88万兆瓦时, 同比增长11.85%。其中, 风电同比增长20.04%, 火电同比减少10.92%。9月风电发电量较8月环比增长23%, 对比8月风电发电量同比仅增长2.46%, 9月风电发电量增长明显。

**配额指标提高+绿证与补贴结合, 利好可再生能源行业长期健康发展:**

近日国家发改委下发了《可再生能源电力配额及考核办法(第二次征求意见稿)》, 相较于2018年3月发布的第一版《征求意见稿》, 此次文件中配额指标再度提高, 2018、2020年用电侧配额指标(按加权平均计)分别由第一版的8.11%、10.15%提高到此次的8.51%、10.74%。并规定绿证可在配额义务主体之间、发电企业与配额义务主体之间进行交易, 其价格由市场形成。发电企业通过绿证交易可获得市场增量收益, 国家向发电企业发放补贴时相应扣减这部分收益。我们认为, 新配额制将有效保障可再生能源消纳, 而绿证交易与补贴结合, 将促进电力交易市场化, 缓解补贴欠款缺口, 改善企业现金流。长远来看, 利好可再生能源的长期健康发展。

**期待四季度补贴回款加快:**

2018年上半年公司应收账款111.24亿元, 较去年同期71.54元净增加39.7亿元, 同比增加55.5%。2018年6月, 第七批可再生能源附加补贴目录下发, 共涉及34GW风电, 覆盖2016年3月底前并网项目, 粗略计算, 第七批目录中34GW风电每年需要的补贴金额超过100亿人民币。预计第七批补贴或将于四季度陆续回款, 将大大改善公司现金流。

**行业首选, 给予强烈推荐评级, 目标价8港元**

公司经营持续稳健, 截止2018年6月底, 公司总资产负债率为62%, 远低于同行水平(华能源新能源69%, 大唐新能源79%)。目前公司2018年PE和PB分别为9倍和0.84倍, 安全边际高。我们更新公司目标价8港元, 目标价相当于2018年1倍PB和12倍PE, 目标价较现价有+35%升幅, 给予强烈推荐评级。

截止 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额(人民币百万元)	22,304	24,592	25,994	27,695	29,517
变动(%)	13.5%	10.3%	5.7%	6.5%	6.6%
净利润(人民币百万元)	3,415	3,688	4,644	5,130	5,645
变动(%)	18.6%	8.0%	25.9%	10.5%	10.1%
每股盈利(人民币分)	42.50	45.89	57.78	63.83	70.25
市盈率@5.91港元(倍)	12.3	11.4	9.0	8.2	7.4
每股股息(分)	8.5	9.2	11.6	12.8	14.0
股息现价比率(%)	1.63%	1.76%	2.22%	2.45%	2.69%

表 1、行业相关公司估值

H股风电运营商												
名称	代码	交易货币	股价	市值	PE				PB			
					2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
新天绿色能源	956 HK	HKD	1.93	71.70	6.82	5.09	4.40	3.88	0.74	0.64	0.58	0.53
京能清洁能源	579 HK	HKD	1.52	125.32	6.77	5.17	4.80	4.40	0.71	0.52	0.48	0.44
华能新能源	958 HK	HKD	2.16	228.24	7.51	5.49	5.01	4.53	0.95	0.73	0.64	0.57
大唐新能源	1798 HK	HKD	0.94	68.37	9.21	4.72	3.92	3.43	0.60	0.48	0.45	0.40
华电福新	816 HK	HKD	1.48	124.44	6.74	4.92	4.01	3.48	0.69	0.45	0.41	0.38
协合新能源	182 HK	HKD	0.31	26.78	12.33	4.09	3.75	3.19	0.48	0.41	0.38	0.35
中广核新能源	1811 HK	HKD	1.08	46.34	9.78	5.99	5.74	4.75	0.69	0.19	0.56	0.52
行业平均		HKD			8.45	5.07	4.52	3.95	0.70	0.49	0.50	0.46
龙源电力	916 HK	HKD	5.91	495.85	11.36	9.03	8.17	7.42	0.90	0.89	0.82	0.75

资料来源：国元国际，Bloomberg

## 财务报表摘要

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入</b>	22,304	24,592	25,994	27,695	29,517	<b>盈利能力</b>					
经营成本	(15,403)	(16,967)	(16,900)	(18,033)	(19,248)	毛利率 (%)	34%	34%	38%	38%	38%
<b>经营利润</b>	7,548	8,337	9,878	10,524	11,216	EBITDA 利率 (%)	60%	59%	59%	57%	56%
其他收入	647	712	784	862	948	净利率 (%)	15%	15%	18%	19%	19%
行政费用	(429)	(542)	(440)	(440)	(440)	<b>营运表现</b>					
财务开支	(2,985)	(3,423)	(2,689)	(2,583)	(2,477)	SG&A/收入 (%)	2%	2%	2%	2%	1%
应占联营公司利润	376	344	344	344	344	实际税率 (%)	13%	17%	15%	15%	15%
其他开支	(518)	(784)	(1,908)	(3,040)	(4,256)	股息支付率 (%)	20%	20%	20%	20%	20%
<b>税前盈利</b>	5,150	5,465	7,189	7,941	8,739	库存周转	20	20	20	20	20
所得税	(660)	(916)	(1,078)	(1,191)	(1,311)	应付账款天数	235	229	229	225	221
少数股东应占利润	941	704	1,466	1,620	1,783	应收账款天数	128	128	128	128	128
<b>净利润</b>	3,415	3,688	4,644	5,130	5,645	ROE (%)	8%	8%	9%	10%	10%
折旧及摊销	(6,342)	(6,798)	(6,596)	(6,596)	(6,596)	ROA (%)	3%	3%	3%	3%	4%
<b>EBITDA</b>	13,455	14,631	15,347	15,914	16,520	<b>财务状况</b>					
<b>增长</b>						净负债/股本	1.8	1.6	1.2	1.0	0.9
总收入 (%)	14%	10%	6%	7%	7%	收入/总资产	0.16	0.17	0.17	0.18	0.19
EBITDA (%)	8%	9%	5%	4%	4%	总资产/股本	3.39	3.16	2.99	2.84	2.70
						收入对利息倍数	7.5	7.2	9.7	10.7	11.9
资产负债表						现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金	1,905	5,072	5,687	6,920	8,718	融资成本	262	(14,022)	(328)	(64)	(866)
应收账款	5,901	7,155	8,024	8,549	9,112	营运资金变化	476	12,438	585	662	1,504
存货	1040	953	939	1002	1069	所得税	(660)	(916)	(1,078)	(1,191)	(1,311)
其他流动资产	4,486	3,943	3,906	3,870	3,835	<b>营运现金流</b>	13,533	12,131	14,526	15,322	15,848
<b>流动资产</b>	13,333	17,122	18,556	20,341	22,734	资本开支	(13,990)	(9,104)	(8,000)	(8,000)	(8,000)
固定资产	105,598	109,473	110,928	112,887	114,540	其他投资活动	2,781	491	638	545	576
其他固定资产	19,730	19,039	19,557	20,023	20,512	<b>投资活动现金流</b>	(11,209)	(8,614)	(7,362)	(7,455)	(7,424)
<b>非流动资产</b>	125,328	128,513	130,485	132,910	135,052	负债变化	1,141	1,595	(11,928)	(2,581)	(2,581)
<b>总资产</b>	138,661	145,635	149,042	153,251	157,786	股本变化	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	55,807	47,159	48,009	49,132	50,020	股息	683	738	929	1,026	1,129
应付账款	0	229	14,944	15,528	16,138	其他融资活动	(5,109)	(2,685)	4,465	(5,063)	(5,158)
短期银行贷款	44,472	35,774	26,428	26,428	26,428	<b>融资活动现金流</b>	(3,284)	(352)	(6,533)	(6,618)	(6,610)
其他短期负债	11335	11157	6637	7176	7454	<b>现金变化</b>	(961)	3,165	630	1,248	1,814
<b>非流动负债</b>	35,067	45,176	42,757	40,345	37,941	期初持有现金	2,887	1,901	5,072	5,687	6,920
长期银行贷款	31,327	41,620	39,039	36,458	33,877	汇率变动	(25)	6	(15)	(15)	(15)
其他负债	3,740	3,556	3,717	3,886	4,064	期末持有现金	1,901	5,072	5,687	6,920	8,718
<b>总负债</b>	90,874	92,336	90,765	89,476	87,961						
少数股东权益	6,896	7,173	8,436	9,830	11,364						
<b>股东权益</b>	40,890	46,126	49,841	53,945	58,461						
每股账面值(元)	5.09	5.74	6.20	6.71	7.27						
营运资金	(42,475)	(30,037)	(29,452)	(28,790)	(27,286)						

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

### 免责声明：

此刊物仅供阁下参考,在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写,所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础,只是表达观点,国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见;及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定,投资者务请运用个人独立思考能力,慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前,应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系;及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权,任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托,并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

### 国元国际控股有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼

电 话: (852) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>