

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

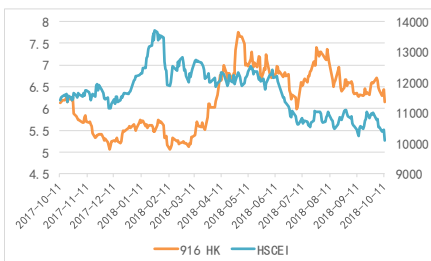
每股净值(港元): 6.88

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
收入	22,304	24,592	25,994	27,695	29,517	盈利能力					
经营成本	(15,403)	(16,967)	(16,900)	(18,033)	(19,248)	毛利率 (%)	34%	34%	38%	38%	38%
经营利润	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)	营运表现					
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%
税前盈利	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
净利润	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%
EBITDA	13,455	14,631	15,347	15,914	16,520	财务状况					
增长						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	营运现金流	13,533	12,131	14,526	15,322	15,848
流动资产	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	投资活动现金流	(11,209)	(8,614)	(7,362)	(7,455)	(7,424)
非流动资产	125,328	128,513	130,485	132,910	135,052	负债变化	1,141	1,595	(11,928)	(2,581)	(2,581)
总资产	138,661	145,635	149,042	153,251	157,786	股本变化	0	0	0	0	0
流动负债	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	融资活动现金流	(3,284)	(352)	(6,533)	(6,618)	(6,610)
其他短期负债	11335	11157	6637	7176	7454	现金变化	(961)	3,165	630	1,248	1,814
非流动负债	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
总负债	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						
股东权益	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)						

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20% 以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5% 以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20% 以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或被視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能買入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元國際控股有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元國際”)編寫，所載資料的來源皆被國元國際認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元國際或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元國際於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一併考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元國際、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元國際事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元國際保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元國際控股有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元國際控股有限公司

香港中環干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>