

0916.HK 龙源电力

未评级

提升风电装机目标至 2.6GW

2015年08月21日

市场数据

报告日期	2015.8.21
收盘价(港元)	8.32
流通H股(亿股)	33.40
总股本(亿股)	80.36
流通H市值(亿港元)	277.89
总市值(亿港元)	668.60
净资产(亿元)	347.30
总资产(亿元)	1,271.14
每股净资产(元)	4.32

数据来源: Wind

相关报告

业绩点评_20140319
调研纪要_20140711
业绩点评_20140821
调研纪要_20141012
会议摘要_20141101
调研纪要_20150126
业绩点评_20150327
会议摘要_20150428

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

主要财务指标

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	19,141	18,227	21,110	23,063
增长率(%)	10.59%	-4.78%	15.82%	9.25%
股东净利润(百万元)	2,049	2,558	3,725	4,306
增长率(%)	-20.97%	24.81%	45.62%	15.58%
净资产收益率	6.63%	7.74%	10.86%	11.38%
净利润率	10.71%	14.03%	17.36%	17.54%
每股收益(元)	0.26	0.32	0.46	0.54

数据来源: Wind、公司资料

投资要点

- **2015 年中期业绩靓丽, 超市场预期。**龙源电力(0916.HK)8月18日公告 2015 年中期业绩, 其中营业收入为人民币(下同)105.41 亿元, 同比上升 17%; 税前利润 32.38 亿元, 同比上升 48.6%; 股东应占利润 22.07 亿元, 同比上升 61.5%; 每股盈利上升 0.1046 元至 0.2746 元。公司 2015 中期业绩靓丽, 超之前市场预期。净利润大幅增加主要由于 1、风资源好转, 利用小时回升。2、同比新投产 165 万千瓦新增装机。3、适时出售持有股票获利。4、度电综合生产成本下降 3.2 分。
- **风电利用小时回升 49 小时。**上半年风力发电 141.91 亿度, 同比增加 22.09%。风电限电率从去年 11.27% 上升 0.65 个百分点至 11.92%, 同期全国风电限电率为 15.2%。风电平均利用小时数 1,085 小时, 同比增加 49 小时, 主要是风资源改善增加 89 小时, 同时限电率导致下降 40 小时。风电业务板块收入 70.94 亿元, 同比增长 25.5%, 其中风电售电收入增长 19.75%, 特许权建设收入从去年 0.2 亿上升到 3.81 亿。
- **提升全年风电装机目标, 力争完成 2.6GW 新增装机目标。**截至 2015 年 6 月 30 日, 龙源风电控股装机容量 14.6GW, 已经世界上最大的独立风电运营商。今年上半年新投产风电 1.02GW, 下半年计划投产目标更新为 1.0-1.60GW。全年新增投产目标则从之前的 1.8-2.2GW 提升至 2.2-2.6GW, 力争完成 2.6GW。总计约 860MW 处于明年降价区域, 因此加速风电装机。龙源以提升运营质量和效益为目标, 计划“十三五”期间, 每年至少新增 2GW 装机, 到 2020 年达到控股装机容量至少 26GW 以上规模。
- **海上风电优势明显, 规划增加海上风电项目装机。**目前公司共运营 480MW 海上风电, 龙源的海上风电技术、经验、运营管理非常成熟。公司初步决定明年开工 3 个项目 300MW 的上海风电, 以后每年海上风电投产规模为 500-600MW, 到 2020 年龙源总计海上风电装机能达到 3GW。
- **火电业务净利润增长受益于煤炭价格下降。**2015 年上半年, 火电业务(含煤炭销售)收入 30.56 亿元, 同比增长 1.9%。但受益于煤炭价格下降, 经营利润同比增长 35.6% 至 5.64 亿元。与华能合营的南通发电体现在应占联营公司收益 2.24 亿元, 同比去年 1.67 亿元增长 34%。

- **我们的观点:** 龙源电力作为全球最大的独立风电运营企业,具有装机规模大、技术力量领先、运营经验丰富等优势。今年是龙源抓住历史机遇的投产高峰年,全年新增风电装机力争达到 2.6GW。公司未来几年计划以每年新增投产 2GW 速度发展,公司进入提升运营质量和重视效益的发展阶段,故公司业绩有望持续稳健增长,建议投资者积极关注。
- **风险提示:** 风机装机不及预期,风电、火电上网电价下调

图表 1 龙源电力 2015 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币千元)		同比变动	点评
	2015年中期	2014年中期		
收入	10,540,624	9,008,071	17.0%	风电售电量上升风电收入增加19.2%; 特许经营权建设收入增加。
其他收入净额	209,900	217,590	-3.5%	去年同期未发生去年因风机供货商延迟交货产生的违约金, 本期未发生。
经营开支				
折旧和摊销	(2,682,972)	(2,415,935)	11.1%	风电项目投产容量增加。
煤炭消耗	(760,632)	(892,660)	-14.8%	上半年煤炭价格下降。
煤炭销售成本	(1,060,412)	(1,076,539)	-1.5%	
服务特许权建设成本	(381,050)	(20,461)	1762.3%	特许权在建项目的数量及开工量增加。
员工成本	(547,812)	(495,715)	10.5%	风电的员工人数增加。
材料成本	(187,857)	(180,472)	4.1%	
维修保养	(205,711)	(190,504)	8.0%	
行政费用	(134,052)	(114,774)	16.8%	租赁费及办公费等支出增加。
其他经营开支	(366,351)	(239,453)	53.0%	南通天生港发电有限公司开始提供维护检修服务, 发生服务成本。
经营利润	4,423,675	3,599,148	22.9%	
财务费用净额	(1,409,415)	(1,587,650)	-11.2%	持有三只股票从去年浮亏8,600万, 今年为浮盈3,900万。
应占联营公司和合营企业利润减亏损	223,669	166,884	34.0%	公司与华能合营的热电厂业绩同期上升。
除税前利润	3,237,929	2,178,382	48.6%	
所得税	(362,791)	(286,688)	26.5%	
税后利润	2,875,138	1,891,694	52.0%	
应占利润				
本公司股东	2,206,743	1,366,497	61.5%	
非控股权益持有人	668,395	525,197	27.3%	
基本EPS(人民币分)	27.46	17.00	61.5%	

资源来源: 公司资料, 兴业证券研究所

附: 8月20日业绩发布会 Q&A

1、今年下半年风电装机目标确认 1.0-1.6GW, 投产时间?

基本上是均衡推进,可以平均分开,下半年每月都有投产项目,不会集中到年底投产,并网装机时间可以按月平均均分。

2、火电和风电维修费用的分拆?

上半年风电度电维修成本是 1.2 分,只占整个风力发电成本 3.1%-3.2%。一般讲维修成本占度电成本的 3-4%,是风电维修成本控制的最佳目标。公司计划全年维修成本控制在 1.5 分钱水平。

另外风机出质保期后，公司有自己专业的维修运营队伍，出质保后我们的管理更精细，是管理的很大提升。今年上半年风电度电综合成本为 0.326 元(0.358 元去年)，比去年下降 3.2 分。这是企业管理的提升所带来经营效益向好的表现。

火电维修情况基本上保持稳定状态，没有大的新的变化。

3、公司对 2020 年风电装机规划目标提高到 250-280GW 传闻的看法？

原来计划是 2020 年完成风电装机 200GW，随着国家对可再生能源支持力度提高，现在社会上传提高是全社会共识，具体提升到多少要大家期待，肯定有个提升。在全社会的用电量和发电厂的发电量同比回落幅度约 4-5 个百分点的历史背景下，今年上半年风电发电量逆势同比增加 20%，使风力发电在整个发电中的比例由去年的 3%提升到 3.7%，说明了国家在政策上对可再生资源尤其是风电的支持力度，也说明政府在着力调整我国的电力结构。2020 年规划目标预期提高就代表国家政策对风电的支持力度以及对风电市场的信心。

4、公司提升 2015 年新装机的目标，是否影响 2016 年的装机规划？

今年上半年投产 100 万千瓦，下半年计划 160 万千瓦，全年力争达到 260 万千瓦规模，达到历年以来投产的小高峰。主要原因是：一，项目的成熟度比较高，公司优化项目的布局；二，有些项目将处于明年降价区，所以要抓住这个机遇，确保目前电价下投产。这些项目的 IRR 都在 15%以上。

至于明年装机，截至去年年底，龙源整个风电的装机规模已经到了 1,457 万千瓦，已经是世界上最大的独立风电运营商，已经过了快速发展规模期，目前公司更注重发展质量和效益。“十三五”期间，基于公司拥有的风力储备资源项目，龙源每年基本会保证 200 万千瓦的装机。未来 5 年平均每年新增装机 200 万千瓦，5 年 1,000 万规模投产，到 2020 年装规模基本到达 2,600 万千瓦规模以上。

在这个结构里面，还有一部分海上风电，龙源有海上风电开发的经验和成熟的技术，在未来几年海上风电的发展中，龙源在海上风电有绝对发展优势。

5、人民币贬值对公司利润的影响？

人民币近期出现贬值，在我们的预判和预案中。前几年龙源抓住了人民币升值的机遇，很好的利用了海外资金的优势，获得了汇率带来的收益。我们将海外资金重点投资了海外的项目，像加拿大项目，可以有效的规避汇率波动的风险。

对于未来汇率的波动，管理层已经高度关注并采取了措施。措施就是“调结构，强保护”，主要为合理调整外资和人民币的融资结构；与银行加强联系，对于海

外资金可能带来的风险，公司必要的进行汇率的保护。

目前所有的投资项目收益模型都是按融资成本 6.4%做概算，成本加上现有的价格远远没有达到概算，因此汇率变动不会对项目的盈利能力产生实质性影响。

6、公司融资结构中人民币与外币占比？

龙源到 6 月末，公司 780 亿负债中外币借款占比 18%左右；外币借款中，主要有美元、加元、南非兰特等，以美元为主。美元负责构成中一半为发行债券，一半从银行贷款。

7、今年上半年限电情况？

上半年龙源限电率 11.92%，全国为 15.2%，低 3.28 个百分点。龙源自身限电率比上年同期 11.27%上升 0.65 个百分点。这主要与甘肃、新疆两地限电情况有关。甘肃今年情况差一些，去年限电比率 17.97%，今年 34.65%，这已经引起了政府很大的关注。今年上半年甘肃省的经济特别低迷，自身电力消化能力特别差；另外电网的跨省交易电量也下降了。因此，自身的消纳和跨省交易电量下降导致甘肃今年用电情况差。新疆也属于当地消纳问题和风速问题。

国家会采取措施来改善。在全国用电低迷、经济乏力的情况下，全国风电发展大趋势向好。今年年底到明年，新疆、甘肃都处于降价区，因此在这两地区风电的投资也会减缓。龙源明年会优化布局，加大在非限电区的发展。我们看待全年的限电还是低于 10%，下半年还会好转一些。

8、如果每年保持 200 万千瓦装机增长速度，公司自由现金流由负转正的时间？

按龙源现有的建设速度、建设造价以及折旧和盈利能力来大体匡算，大概 2-3 年时间自由现金流由负转正。

9、上半年风电利用小时情况，全年风电利用小时指引有没有变化？

目前全年利用小时指引还是 2,030 小时，但是我们期待更好一些。

今年上半年风电利用小时数 1,085 小时，比全国高 83 小时，同比去年增加 49 小时，其中风资源改善带来增加 89 小时，同时由于限电率从 11.27%到 11.92%，又消耗掉 40 小时，所以只同比增加 49 小时。

11、海上风电规划？

龙源海上风电技术、经验、运营管理非常成熟。目前海上风电运营能力非常好，共运营 48 万千瓦投产，下一步会适当加大海上风电投资力度。若海上风电发展速度快的话，有可能在每年 200 万千瓦装机规划的基础上再加一些。目前在制定

海上风电发展规划，初步决定明年开 3 个项目投 30 万千瓦的上海风电，再以后每年海上风电投产规模为 50-60 万千瓦，算下来到 2018 年，可到 200 万千瓦，到 2020 年总计海上风电装机能达到 300 万千瓦。

12、在未来 2、3 年现金流变正后，会增加派息比率还是寻找新的业务增长点？

公司仍将立足于风电运营，未来 5 年内都有很大的风电建设规划，开辟新的业务没有太多的概念。派息上公司维持 20%的分红比率，现金流转正是否改变派息率，届时根据各种情况重新研判。

13、下半年在降价的区域建设的项目有多少？

今年计划投产的在明年降价 2 分钱的区域一共有 12 个项目，86 万千瓦。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.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。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司于香港提供。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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

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、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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。