

未评级

龙源电力 (0916.HK)

风电运营龙头，稳健发展

市场数据

报告日期	2014.8.21
收盘价(港元)	8.57
流通H股(亿股)	33.40
总股本(亿股)	80.36
H股市值(亿港元)	286.24
总市值(亿港元)	688.69
净资产(亿元)	309.08
总资产(亿元)	1106.74
每股净资产(元)	3.85

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	17,308	19,141	21,168	23,601
增长率(%)	6.90%	10.59%	10.59%	11.49%
净利润(百万元)	2,049	2,968	3,287	4,096
增长率(%)	-20.97%	44.82%	10.76%	24.61%
营业利润率	27.59%	28.37%	36.76%	39.47%
净利润率	15.00%	10.72%	15.53%	17.36%
每股收益(人民币元)	0.35	0.26	0.40	0.51

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

投资要点

相关报告

2013年业绩点评_20140319
调研纪要_20140711

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)(852) 3509-5999
(755) 2382-6005
luhj@xyzq.com.hk

- **2014年中期业绩符合市场预期。**龙源电力(0916.HK)8月19日公告2014年中期业绩,其中营业收入为人民币(下同)89.87亿元,同比下降6.9%;税前利润21.76亿元,同比下降5.0%;股东应占利润13.65亿元,同比下降6.8%;每股盈利下降0.0123元至0.1699元,董事会建议不派发中期股息。公司2014中期业绩符合之前市场一致预期。
- **火电业务并表收入下降,新增联营火电机组贡献业绩。**2014年上半年,并表的火电业务收入为人民币29.99亿元,同比下降20.3%。主要原因:1、火电发电量因为部分机组环保改造下降,2、南通天生港电厂补偿电量到期,今年不再有补偿电量。今年上半年,火电机组利用小时数2,514小时,同比下降305小时。3、火电含税平均上网电价同比下降1.7分/千瓦时。4、煤炭销售部分并表在火电业务中,销售收入占比38%,今年因为煤炭销售单价和销售量下降,煤炭销售收入下降24.9%。火电业务板块上半年经营利润4.16亿,同比下降25.2%,因受售电量减少以及电价下调影响。此外,公司与华能合营的热电厂贡献业绩,体现在应占联营公司收益1.67亿元,同比去年0.23亿增长626.1%。
- **风电挖潜增收显效益,新增装机目标1.5-1.8GW不变,陆续在四季度投产。**今年上半年,风电业务板块收入56.3亿元,同比增长0.2%,实际上风电售电收入增长9.08%,但特许权建设收入从去年4.99亿下降到0.20亿。今年上半年风况较差,风速平均下降0.6米/秒,利用小时数下降68小时至1,036小时,公司仍维持全年风电平均利用小时2,100小时的预测。由于去年下半年公司对出质保期的风机进行集中维修,今年上半年运营效益显现。今年预计风机维修费用1.5分/度电,低于去年2.0分/度电。全年新增装机目标不变,即维持确保装机1.5GW,力争完成1.8GW。预计10月份投产400MW,11月份投产700多MW,剩下600-700MW在12月份投产。
- **持有股票投资浮亏致净利润同比下降。**2014年上半年,归属股东净利润同比下降6.8%,主要是公司持有的3只股票浮亏所致,已体现在财务收入及费用分项中。去年持有3只股票同期实现浮盈2.45亿,而今年则出现8,623万浮亏。公司的各个板块,包括火电部分(加上联营火电业绩),经营利润实际上均正增长,唯股票投资浮亏拖累净利润表现。
- **巩固风电龙头地位,发展海上风电。**预期未来几年全国年新增风电装机20GW左右,公司

规划每年新增装机 1.5-2.0GW 左右，公司新增装机量占全国十分之一规模。公司海上风电技术领先，公司的龙源振华 2 号海上风电施工船交付使用，为公司的海上风电施工提供了技术上的保障。现在中国海上风电装机总量为 460MW，龙源电力占 260MW，预计未来 3 年公司海上风电装机达到 1GW 的规模。

- **我们的观点：**龙源电力作为国内最大的风电运营企业，具有规模大、技术力量领先、运营经验丰富等优势，公司风电业务未来几年保持 10% 以上复合新增装机量。当前公司正创新开发模式，与国电集团分(子)公司合作，并借助当前中央推进混合所有制经济发展的机遇，加强与地方名企合作开发项目，未来几年公司业绩有望稳健增长，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 2014 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币千元)			点评
	2014年中期	2013年中期	同比变动	
收入	8,986,569	9,653,974	-6.9%	风电收入增加9.6%，火电收入下降14.4%。火电发电量和平均上网电价均有下降。
其他收入净额	217,390	209,880	3.6%	
经营开支				
折旧和摊销	(2,406,445)	(2,085,553)	15.4%	
煤炭消耗	(892,660)	(1,084,300)	-17.7%	
煤炭销售成本	(1,076,539)	(1,445,237)	-25.5%	煤炭销售量减少。
服务特许权建设成本	(20,461)	(499,433)	-95.9%	
员工成本	(495,349)	(445,189)	11.3%	风电的员工人数增加。
材料成本	(180,472)	(164,342)	9.8%	
维修保养	(190,440)	(221,306)	-13.9%	去年下半年进行过风机集中维修，今年支持将减少。
行政费用	(114,774)	(125,132)	-8.3%	
其他经营开支	(238,347)	(219,914)	8.4%	
经营利润	3,588,472	3,573,448	0.4%	
财务费用净额	(1,579,102)	(1,307,129)	20.8%	持有三只股票从去年浮盈2.45亿，今年为浮亏8600万
应占联营公司和合营企业利润减亏损	166,884	(1,307,129)	112.8%	与华能联营的火电机组贡献业绩。
除税前利润	2,176,254	2,289,521	-4.9%	
所得税	(286,688)	(362,240)	-20.9%	
税后利润	1,889,566	1,927,281	-2.0%	
应占利润				
本公司股东	1,365,412	1,464,414	-6.8%	
非控股权益持有人	524,154	462,867	13.2%	联营火电机组贡献业绩，但公司持股比例少。
基本EPS(人民币分)	16.99	18.22	-6.8%	

资料来源：公司资料，兴证香港

附：8月20日业绩发布会 Q&A

1、今年风电装机目标确认 1.5-1.8GW，投产时间？

今年投产装机容量，确保高标准投产 150 万千瓦，力争 180 万千瓦。150 万装机都要发电，投产期不像往年集中在 12 月，今年都分布在四季度 3 个月中，10 月份投产 40 万千瓦，11 月份投产 70 多万千瓦，剩下 60-70 万千瓦在 12 月份。

2、管理层对今年风电利用小时数和限电率的分析？

预计全年风电利用小时 2,100 小时，今年上半年是 1,036 小时。上半年风速下降了 0.6 米/秒，尽管风资源不佳，仍体现了我们的管理成果和技术创新成果。今年上半年风电限电比例同比下降

了 2.18 个百分点至 11.27%，预计全年在 10.8% 个水平上。公司有应对低风速的技术和措施。

3、风机维修成本的分析？

去年下半年风机维修费用支出增加，主要是一部分风机出质保期后发现有些问题，于是集中进行整理，维修费用增加，所以今年上半年这些风机运行都较好。去年风机维修成本全年 2 分/度电，去年上半年是 1.4 分/度电；今年上半年是 1.1 分/度电，预计全年维修成本在 1.5 分/度电，总体比去年会有一个较大幅度下降。

4、今年上半年公司管理费用增加原因？

管理费用整体是平稳的。人工成本增加一些，一方面是风电人手增加 240-250 个员工，增加了 2000 多万；另外其中一个火电厂，本来一般情况在年底对员工进行绩效奖励，今年上半年就提了一半，增加了管理费用支出。这两项总计增加了 4,000 多万元，其他部分都是平稳的。

5、今年上半年资本话利息 1.63 亿，同比减少 26% 原因？

资本化利息方面，一个是整体利率比去年降低，利息支出少了一些，其次，上半年转固的资产少了一些，资本化利息就少了一些。

6、少数股东权益 5.27 亿元，同比增加 13%？

少数股东权益增加是因为联营火电厂盈利在增加，我们和华能合资的 2 台 100 万机组，权益上今年就计入 1.55 亿的收益，因为其税收还少些，而公司持股比例比较低，于是少数股东权益增加。

7、归属股东净利润下降的原因？

归属股东净利润，从报表看下降了 6.8%，实际上风电，火电，光伏等业务的经营利润都是同比大幅度提高，总的净利润下降时因为龙源投资持有的 3 只股票，今年上半年出现浮亏 8,000 万，去年是浮盈 2.45 亿。上半年，风电业务利润 14.69 亿，增幅 13.7%，火电要把与华能合资的一台机组并进来，尽管电量电价下调，经营利润仍同比增加 25%，光伏利润增加 23%，持有的生物质减亏了 50%。所以每个板块经营利润都很好，就是持有的 3 只股票浮亏致净利润下降。

8、今年规划新增 8 亿度发电，实现情况如何？

年初提到的计划今年新增 8 亿度发电量，其中 3 个亿的电量来自技术管理、技术创新提升发电性能，基本没有投入。上半年实现了 5,700 万度电，压力不小。现在运营的 97 个风场有都举措，渴望下半年有效果，新增发电量的任务已经分解下去。另外 5 亿度由新投产电厂产生，这些电厂陆续在四季度投产，电量也已经分解到 31 个项目中。我是有信心完成任务的，实际上今年大陆各个地区的风资源不同，但有些地区风资源很好，上半年就完成了全年的新增发电任务。

9、风电上网电价下调的可能？

关于风电电价，目前没有明确的指导性意见。我们认为：1、国家对发展新能源政策信心是坚定的和长期的。国家规划明年并网装机要达到 1 个亿，2012 年再翻一番。国家对能源结构调整是坚定的。2、电价需要考虑投资企业有积极性，如果电价下调，就没有积极性了。国家要保护投

资者的积极性的。3、整体风电电价并不高。龙源上半年平均风电是 0.583 元/度(税前)，这个价格是不高的，国外都是 0.7-0.8 元/度，如果降价与国家调整能源结构的政策是不适应的。另外即使风电电价有所调整，也是对新增量，对存量风场不会有影响。

10、海上风电规划？

海上风电是龙源的优势，现在海上风电价格出台后，公司要巩固和发展自己的优势，今后 3 年海上风电要到百万级装机，现在海上风电运营的全国有 46 万千瓦，龙源是 26 万千瓦，未来发展分部在江苏，福建和山东。当海上风电的标杆电价公布后，龙源通过测算，加上技术先进和管理优势，公司认为回报率要好于陆上风电，但这是龙源来做，其他同行做未必就是这个回报率。

11、预期未来中国每年新增的风电装机量？

全国风电开发是相对平衡的，每年 2,000 万千瓦的规模，公司保持 180 万规模，约在 150-200 万左右，龙源占全国十分之一。等海上风电开起来后，每年龙源总共就可达 200 万左右规模。国家制定的从 1 亿千瓦到 2 亿千瓦总装机，总计 5 年时间，每年 2,000 万千瓦也差不多。

12、风电今年风速不好，但 EBITDA 毛利率 89.6%，略有下降，但还比 12-13 年高？

风电的 EBITDA 毛利率维持 85-90%，有些波动正常，比如折旧、精细成本变动、费用开支等有所不同，而不仅仅是受风速影响。

13、上半年营运现金流 62 亿，下降 25%，为什么？

营运现金流下降，正凸显龙源资金管理优势。加快资金流转，资金需求少了，资金流是降低的。通过公司的资金管理平台，每天平均债务额少 50 亿，一年下来光这项财务费用就节省了 1.25 亿。

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

公司评级以报告发布日后的 12 个月内公司股票涨跌幅度衡量, 投资建议的评级标准为:

- 买入: 涨幅大于 15%
- 增持: 涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中性: 涨幅在 -5% ~ 5% 之间
- 减持: 涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室

总机: (852) 35095999

传真: (852) 35095900

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

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证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港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）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第 [4] 类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。