

未评级

龙源电力 (0916.HK)

中国风力发电的龙头企业

市场数据

报告日期	2014. 7. 11
收盘价(港元)	7.79
流通H股(亿股)	33.40
总股本(亿股)	80.36
H股市值(亿港元)	260.19
总市值(亿港元)	626.00
净资产(亿元)	309.08
总资产(亿元)	1,106.74
每股净资产(元)	3.85

数据来源: Wind

事件:

我们于2014年7月2日上午到龙源电力总部(北京)调研, 与公司投资者关系部兰主任和王经理就近期公司的经营状况做了沟通交流。

我们的观点:

龙源电力是中国风力发电运营的领军企业, 公司现有风电装机 11.9GW, 2014年公司预计新增风电装机 1.5-1.8GW。公司海上风电装机运营 250MW, 今年预计投产 100MW, 公司认为当前的海上风电价格不算很有吸引力。公司取得核准批复的资源有 4.97GW, 随时可以开工。当前行业主要问题还是风电送出的问题, 随着特高压输电通道的建设, 未来风电限电率有望继续下降。公司对光伏发展谨慎乐观, 因为光伏的补贴较风电高, 未来假若光伏补贴削减, 收益率可能未必有当前这么高, 公司认为分布式光伏发展或更有前景。2013年公司EPS为人民币0.26元, 当前静态PE约为25-26倍。

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

会议要点如下:

公司基本情况

龙源电力集团股份有限公司最早前身为龙源电力技术开发公司, 成立于1993年1月, 隶属国家能源部。1999年6月, 龙源、中能、福霖三家公司合并重组为龙源电力集团公司。2002年底, 公司在电力体制改革中划归中国国电集团公司。2009年7月, 经国资委批准, 公司正式改制为龙源电力集团股份有限公司。

公司主要从事风电场的设计、开发、建设、管理和运营。同时, 还经营火电、太阳能、潮汐、生物质、地热等其他发电项目; 向风电场提供咨询、维修、保养、培训及其他专业服务。

龙源电力(0916.HK)3月17日公告2013年经营业绩, 其中营业收入(扣除特许权项目建设收入)为人民币(下同)184.56亿元, 同比增长10.1%; 税前利润32.59亿元, 同比下降3.8%; 股东应占利润20.49亿元, 同比下降21%; 每股盈利0.255元(2012年为0.3466元), 董事会建议每股派息0.0475元。

1、公司 2014 年风电装机规划？

公司主业是风电，截止去年年底总装机 1,191 万千瓦，目前归属母公司 90%的利润是风电贡献。

今年风电装机目标 1.5-1.8GW，明年的装机计划还没看到，可能会比今年多。原来我们规划今年明年都是 2GW，但是很多特高压电网线路原来说到 2015 年投产，后来推迟到了 2017 年，所以我们也减少了装机量。

2、公司的风电项目的资源储备？

公司有资源，有资金，关键就是电网配套减少滞后。公司储备了近 5GW 项目，都是核准过的，可以即刻开工。另有立项批复的项目有 9GW。

3、上半年的风况情况？

今年风资源我们预测就比去年低。今年上半年 1 月、5 月风资源好些，其他都很差，刚过去 6 月风况也很差。传统上 1 季度和 4 季度是大风季，3 季度 7-8 月最差。我们预测今年利用小时 2,100 小时，暂无调整，具体还要看下半年的风况。

4、现在风电的限电情况？

1-2-3 月份，弃风率 12-13%，最近两个月接近 10%。现在限电是按比例上网，因为各央企都有人脉资源，对于调度来讲，只能按比例限电。

另外，2012 年国家出台了一个特许权项目政策，如果区域有限电情况的话，国家特许权项目优先上网，前期龙源的特许权项目最多，甘肃、内蒙、吉林共 100 多万千瓦都是特许权项目，特许权项目是国家招标的项目。虽然限电的情况一直在好转，但是风电营运主要还是看风力资源情况。

5、全国今年并网风电装机情况？

去年说风电 18GW，实际上并网是 14.09GW，今年估计也就 15GW，我们认为今年国家装机并网总量 18GW 的目标肯定达不到。电力供给是和经济同步的，经济景气的话，需求量就增大，限电就能解决。目前看也就华东、华中区域需要外送电，其他哪个地区都不缺电。

6、公司的风机供应商情况？

2008 年之前用国外的机型多，2008 年之后开始采购国内风机。设备商主要有 6

家，国外的有维斯塔斯、歌美飒、GE，现在海上用的西门子。国内金风、远景和联合动力（关联公司），联合动力总量占在运行总风机 30%，公司有 9,000 台风机在运行。实际上风机的选择有地域性，公司在全国 21 个地区有项目，在同等条件下优先使用我们国电集团下联合动力的产品。

7、风电电价调整的可能？

近一两年电价应该不会调，主要是国家调整能源结构和产业政策的大环境不支持。另外央企在风电领域占比不高，一半左右，地方企业的风电项目并不赚钱，或者微利运营，他们的资金成本和技术比较差，降价会对行业生态造成破坏。

另外，即使未来调价也可能是更细分上网电价的区域划分，目前是 4 个区域的价格，未来可能分的更细化，有升有降。

8、公司的热电厂情况？

从现在的业务来看，仍然有两家火电厂，这两家火电厂是国内首单利用外资的火电厂，是在美国发了美元债后成立的中外合资企业，这两家企业也是国内同类的标杆企业，经营效益非常好。产能利用率较高，每年利用小时数是 6,000 多小时，而且是热电联产。

火电公司前期的也为公司的输送了很多技术、管理经验和人才支持，也保障了前期风电开发的现金流，没有把火电剥离出去，也是这个历史渊源。这两家火电厂公司占比并不高，一个控股 31.94%，一个 27%，对母公司的影响也就在两三千万元左右，这两家火电厂都在江苏，当地电价也比较高，平均电价在 0.45 元，经营效益非常好。

另外江苏新建并表的热电厂，是公司持股 31.94%的火电厂和华能国际合资，归属上市公司很少。一季度运营利润分到公司是 400 万（50%），归属母公司的 120 万。

9、公司海外风电项目的进展情况？

公司在海外有两个项目，加拿大项目今年会投运，99MW。南非 244MW，还在做前期准备，南非当地要求本地用工比例达到多少，建设速度就慢了，设备用我们自己带过去的。

10、海上风电项目的进展？

整个中国做海上风电也就龙源，龙源是国内目前做海上风电最成熟的企业，截止去年年底运营了 250MW 海上风电（都在江苏，我们争取的电价是 0.778 元/度，利用小时 2,700 左右，前年高些将近 2,800），公司还储备了 100 万千瓦的海上风电

项目，预计 2017 年前会全部投建。海上风电是先开工，占上点，具体建设不建设再说。

今年海上风电要投 10 万千瓦，主要在江苏如东，福建也会投 4 台。

11、海上风电的造价成本以及收益率情况？

已投运的海上风电项目，因为前期造价较高，有实验的性质，平均 1.5 万/KW。项目尝试了不同的技术，使用了 8 种风电机型(含明阳的两叶片机型)，4 种桩基。未来做到 1.3 万/KW 是可能的。潮间带标杆电价是 0.75 元/度，近海是 0.85 元/度。

当然不同区域的使用的建造技术可能不一样，我们在福建南日岛拿到一个 40 万千瓦的路条(5 万已经核准了，未来规划到 60 万千瓦，今年准备做 4 台样机试验)，海下都是岩层，造价自然会高一些。

施工的话部分外包。我们有两条自己的施工船，与振华港合资的，各占 50%，这是其他企业没有的优势。施工船除了海上风电建设，还可以施工海上钻井平台、大桥等等。

12、海上风电的风机选择？

国内海上风机制造商有金风、华锐，我们主要用的是西门子(全部是国外进口的)。目前用的 2.3MW 的风机，未来可能会用 3-5MW 的。

海上风电用双馈电机，因为技术成熟。海上单机较大，因此用直驱可能有问题，我们从金风了解到，他们准备在一台机器上安装双馈和直驱两种系统。已运营的海上风电 250MW 还未出质保期。

13、公司对光伏行业的看法？

公司对光伏谨慎乐观，不是特别积极。因为光伏资源好的区域也是风电比较好的地区，同样面临限电问题，现在建不是特别赚钱，尽管未来可能会盈利很好，光伏电价很高，目前光伏电站的造价和风电项目造价已经很接近了，但国家可再生资源补贴光伏是风电的三倍。

未来要做光伏也是在分布式方向上做，地面电站很占地，分布式有发展空间。

14、公司做的电站的收益率情况？

公司风电做的比较专业，在精力有限的情况下，优先选择风电，风电也比较赚钱。风电 IRR 最高的收益率能达到 30%，光伏项目不过 15%。

公司自建了一些太阳能电站，总计 37MW，盈利都是盈利的，但达不到 IRR12%的要求，一个是因为当时造价比较高，格尔木一期二期和西藏的一期二期，收益率可能在 5%，电价西藏 1.1 元/度，格尔木 1 元/度。后几期项目 IRR 收益有所提高，10%左右，第五期能到 15%。

几个央企对光伏并不是很积极，但地方企业比较积极，目前市场上说的光伏项目的收益率，我们做过光伏项目觉得没那么高。

15、今年公司几块业务的维修成本？

风电维修费用若按度电则 1.5 分/度，若按装机则 40 元/千瓦。维修费用风电这块今年不会增长，去年做了一些处理。

火电每年都要检修，但金额比较平衡，去年有个脱销改造费用。

16、公司风电的运维模式？

公司有培养自己专业的维修队伍，会有一些开支。技术人员、维修人员每年都培训。相比同业而言，公司不会在风机质保期内过了之后才从风机公司接手维护，从风电场投产运营起，都是我们自己的维修队伍同时跟进。

公司有全国最好的资源评估、微观选址队伍。公司有 4 个科技类公司，有搞前期测风、资源评估，有的进行设计，有的后期运营维护，全国风电所有维修基本都能做，还有一个可调剂的配件库。

17、有否风电项目的收购计划？

公司不会去收购别人的项目，因为在同一区域的微观选址非常重要，不同公司做的项目，利用小时能差上 1,000 小时。收购的项目若是风机地址没选好，后期无法更改。

18、今年的资本开支计划？

今年预测资本开支是 110 亿元，资金到账没问题，自有和贷款比例 2:8，银行贷款也没问题，利率也是同业拿到最低的。

公司也会发一些短融债，所有的融资手段能用的都用了。公司没有发可转债，因为公司注册在国内，发可转债需要中国证监会审批，比较复杂，目前没有计划。另外也没有股权融资的计划。

【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。