

未评级

龙源电力 (0916.HK)

龙源海上风电进入规模化开发阶段

市场数据

报告日期	2014.10.12
收盘价(港元)	7.43
流通H股(亿股)	33.40
总股本(亿股)	80.36
H股市值(亿港元)	248.16
总市值(亿港元)	597.07
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

相关报告

2013年业绩点评_20140319

调研纪要_20140711

中期业绩点评_20140821

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

事件:

龙源电力于 2014 年 10 月 10 日在江苏如东举行海上风电反向路演活动, 投资者与我们参观了公司的海上风电升压站并出海参观了海上风电项目, 与公司贾总、兰主任和江苏海上风电张总等领导就海上风电的进展情况及近期公司的经营状况做了沟通交流。

我们的观点:

1、龙源电力是中国风力发电运营的领军企业。截至 2013 年年底, 公司风电装机 11.9GW, 全国总装机量约 91.4GW。2014 年公司预计新增风电装机 1.5-1.8GW, 2015 年计划新增风电 2.0GW。

2、公司是中国海上风电的绝对龙头, 海上风电进入规模化开发阶段。公司已经投产的海上风电项目是 280MW, 占比全国总海上风电装机量约 60%。正在核准并施工的海上风电项目 200MW, 进入规模化开发阶段。公司海上风电项目储备容量是 6,100MW, 其中有 1,749MW 已经列入国家 2014-2016 年的开发计划。

3、假若陆上风电上网电价下调, 可能致公司发展策略为先加速陆上风电项目投产, 之后再重点发展海上风电。现在公司海上风电发展采取的策略是抢占资源, 抓紧核准, 为明后年的大规模开发做好准备。如果陆上风电上网电价下调, 公司加速在 2015 年上半年投产陆上风电, 随后 2015 年下半年和 2016 年加速海上风电项目投产。海上风电装机目标是在 2017 年之前现行的海上上网电价政策有效期间, 公司海上装机容量再投产 1,000 兆瓦。

4、今年全国风资源普遍较差, 按公司公告前 9 月的风力发电量仅同比增长 0.32%, 这是在 2013 年新增装机 1.36GW 基础上, 且新增大部分装机发电量是在 2014 年体现的。我们预计今年风况资源利用小时可能同比下降 10-15%。

5、业绩估值。2013 年公司 EPS 为 0.33 港元, 对应 2013 年静态 PE23 倍。今年风况较差, 预计今年净利润业绩可能同比下降。若按正常风资源情况估计, wind 一致预期给出 2015 年公司的 EPS 是 0.56 港元, 当前 PE 约为 13 倍。公司近期股价随着整个风电板块下行而调整, 建议投资者逢低积极关注。

公司最新公告:

龙源电力(0916.HK)10月8日公告2014年9月份发电量,根据初步统计,9月份公司完成发电量2,127,388兆瓦时,按年减少21.89%,其中,风电减少15.77%,火电减少32.79%,其他可再生能源发电量减少32.60%。

截至9月底止,公司累计完成发电量23,588,911兆瓦时,按年减少4.65%,其中,风电增长0.32%,火电减少14.86%,其他可再生能源发电量增长9.42%。

会议要点如下:

1、公司海上风电发展历程和经营情况?

公司发展海上风电采取的策略是:先试验,再小规模建设,最后大规模开发。从2010年在江苏30MW试验风场起步,经过3-4年发展,当前公司总的海上风电共投产容量280MW。公司的海上风电业务已经走过了小规模试验阶段,现进入大规模开发的阶段。

海上风电经营情况:2013年公司海上风电发电量6亿度,盈利情况非常好,2013年海上风电税前利润2个亿;2014年预计海上风电发电量能到6.75亿度左右。

2、公司海上风电装机目标?储备海上风电项目资源量?

当前公司已经投产的是280MW,正在核准并施工的海上风电项目200MW。储备海上风电项目容量是6,100MW,其中有1,749MW已经列入国家2014-2016年的开发计划。如果按照每年投40-50万千瓦的话,当前的资源储备能做10年。6,100MW的储备项目大多数是属于近海项目。

龙源在海南开始做350MW的海上风电项目,目前在做基础勘探,位于海南西部北部湾。在山东长岛附近公司最近也拿到一片资源,不过还没有列入国家规划。其他地方公司也在抢占一些海上资源,现在公司海上风电发展采取的策略是抢占资源,抓紧核准,为明后年的大规模开发做好准备。目标是在2017年之前现行的海上上网电价政策有效期间,公司海上装机容量再投1,000兆瓦。

3、海上风电的项目审批过程?

陆上风电只要取得省能源局的核准就行,海上风电有使用海域的问题,核准比较复杂,除了能源管理部门,还要取得海洋海事等方面的许可,如海洋环评、海缆路由等支撑性文件,还要有港口码头军事等部门许可。另外还要当地政府的支持,

没有政府的支持是拿不到海洋数据资料的。一个海上风电项目审批要1-1.5年。

4、海上风电的造价成本？

陆上风电项目成本7,800元/KW左右。海上风电近海造价成本18,000元/kw，潮间带15,000元/kw以内，实际上可能还要更低。英国海上风电造价要3,000-4,000欧元/Kw，国内五大发电集团对去英国投海上风电兴趣都不大。公司采购的西门子风机成本7,100元/kw左右。。

5、公司在发展海上风电方面的技术优势？

龙源掌握了海上风电尤其是潮间带的施工技术，这是龙源专有的技术。龙源和上海振华集团成立了合资公司，造了两条施工船，专门用来做海上风电施工，包括基础施工和吊装。一条是800吨不带支腿的，另一条船是带支腿的，上个月下海了，已经施工了一个桩了。按当前两条船施工能力每年可以装300MW。第三条船还在建设，集团已同意明年要去国外买S2000的施工船。因为现在单机容量越来越大，买回来这条船后会大大提升装机量。未来海上风电发展趋势是大规模，大容量发展。

公司现在掌握了单桩沉桩技术，1天就可以安装一台风机，以前要30天才能安装1台。一年中实际可操作施工窗口期有200多天。

因为从成本和工期上控制的很好，整体造价控制很好，所以盈利是非常可观的，现有海上风电标杆上网电价的回报率非常好。

6、海上风电的运维成本？

海上风电运维的问题是通达性差，要开船过去维护，不是24小时可以去，夜间，大风情况下无法出海，故可维护时间远远低于陆上。在大部件更换上，发生的费用要高的多，比如发电机、叶片，起吊设备船的使用费用很高。假设更换一台发电机100万，用船成本还要100万。所以海上风电对设备的要求可靠性非常高。海上风电设备要求的都是5年质保，质保期内由设备厂家负责维护。维护设备主要发生在风机上，其他的修补的很少，还有一种可能就是海缆被破坏，这个费用也很高。公司的海缆都是深埋型的，海底2米以下，当前区域还没有大型渔船抛锚挂断海缆现象。

7、海上风机和陆上风机设备的主要差别？

海上风电和陆上风电设备的差别：1、可靠性要更高一些。因为海上风电检修很

麻烦。2、防腐要求高。总体上讲海上风电的质量要求要比陆上高一个档次。

8、公司采用海上风机厂家情况？

在已经投产的 280MW 机组中，江苏如东风场试验了 8 个厂家的机组；基本上国内所有生产海上风电的厂家在公司风场都有设备，公司对厂家的设备运营情况也最了解。总体看，现阶段西门子和远景的风机使用效果还是非常好的。因为国产设备还是有一些小的毛病，公司更偏向使用进口设备，比如西门子的。因为海上风电要求可靠性高，贵一点并不是特别大的问题，目前今年投产项目采购设备两家，一家远景，一家西门子。

9、海上风电的风资源情况，可利用小时数？

海上风资源比较稳定，如东海域每年比陆上高百分之十几二十，全年利用小时 2,600-2,700 小时。近海风电项目的利用小时数，具体要分地区，福建南日达 3,500-4,000 小时。

10、国家能源局关于海上风电的发展规划？

国家能源局规划的到 2015 年投产 5GW，目前看是有难度的，之前中标的特许权项目还没怎么做。海上风电还是看龙源的海上风电进展。2020 年国家规划 30GW 还是有可能，这需要政府部门如发改委、海洋局等的通力配合。现在看，简政放权对未来项目的核准非常有好处。

09 年国家海上风电进行过特许权招标，这些项目总计 1,300MW 已经核准了，但是因为电价的问题一直没有开工建设。主要是中标电价太低了，现在没有动力做了。之前龙源中标电价是 0.64 元/度，现在是 0.85 元/度标杆电价，所以中标的特许权项目几家公司都没开工。

11、华锐风机在公司装机的占比？

华锐公司的风机在海上用了 17 台，陆上只有 1GW 的容量，总体占比不到 8%。

去年公司做了一次对华锐机组的集中维护，现在来看运行情况还是很好的。去年运行成本上去一大块，主要是就修的他们的设备。我们自己有运维队伍，有小毛病就自己修了，处理起来就简单了。

12、陆上风电上网电价下调对公司发展风电策略的影响？

9 月初发改委价格司组织企业做了一个研讨会讨论风电电价下调，具体降电价时间现在也不太好说。如果风电上网电价降了之后有些地区就没有投资价值了，比

如内蒙、甘肃，本来就有弃风限电情况。公司的策略上会抓紧建设，不管审批流程怎样，唯一标准就是回报率标准。

公司计划 2015 年增加 2GW 量，都是核准了的，已经在做设备招标和施工准备了。公司在明年的建设上加快速度，把投产时间尽量提前，避免电价下调影响回报率。目前来看这 2GW 的所有项目的回报率都在 15%以上，总共 34 个项目，现行电价政策下的平均回报率 20%。

公司风电发展到 15 年下半年和 16 年工作重点会转到海上项目来。16 年年底之前，海上风电电价是确定的。故 16 年会多投一些海上的，海上的回报率是非常好的。

13、公司的项目资金来源，融资成本以及 IRR 回报率？

目前公司风电项目基本上资本金 20%，银行贷款或发债 80%。现在银行授信规模超过 2,000 亿。

加上国内外发债，平均融资成本 5.21%。

公司项目回报率 IRR 要求最低超过 12%，好的会超过 30%（纯股权 IRR，含资金杠杆），全资金的话回报率超过 8%。目前海上风电项目的回报率整体超过 20%。

【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。