

未评级

龙源电力 (0916.HK)

风电运营龙头，静待风起

市场数据

报告日期	2015.03.27
收盘价(港元)	8.12
流通H股(亿股)	33.40
总股本(亿股)	80.36
H股市值(亿港元)	271.21
总市值(亿港元)	652.52
净资产(亿元)	330.57
总资产(亿元)	1,235.18
每股净资产(元)	4.11

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	18,207	26,657	29,183	31,242
增长率(%)	-4.79%	46.41%	9.48%	7.06%
净利润(百万元)	3,551	4,389	5,102	6,630
增长率(%)	19.65%	23.59%	16.24%	29.96%
营业利润率	36.02%	39.22%	40.31%	43.14%
净利润率	19.51%	19.62%	19.62%	19.62%
每股收益(人民币元)	0.32	0.55	0.64	0.80

数据来源: Bloomberg、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
2014 中期业绩点评_20140821
调研纪要_20141012
会议纪要_20141101
调研纪要_20150126

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)

(755) 2382-6005
(852) 3509-5999
luhj@xyzq.com.hk

- **2014 年业绩符合市场预期。**龙源电力(0916.HK)3月24日公告2014年经营业绩。其中营业收入182.7亿元，同比下降4.9%(若扣除特许权项目建设收入与去年基本持平);税前利润40.62亿元，同比增长15%;股东应占利润25.58亿元，同比增长24.7%;每股盈利0.3183元(2012年为0.2553元)，董事会建议每股派息0.0597元。
- **2014 年全国小风年，风电发电量同比增 5.28%。**2014 年全国平均风况较差，公司风电利用小时数为1,980小时，同比下降131小时。控股发电量同比增加5.28%至230.9亿度，提升内部管理至售电量同比增加7.4%，同时风电上网电价稳定。风电板块业务收入增加8.1%至111.33亿元，经营利润增长7.8%至56.86亿元，主要因为风电装机容量提升、管理提效、限电率下降等综合因素所致。2014 年公司共完成28个风电项目投产，新增控股装机容量1583.2兆瓦，另外还完成1个49.5兆瓦的风电项目收购。因此公司风电控股装机容量提升至13,543兆瓦。
- **火电利用小时大幅下降，联营热电机组贡献业绩。**公司控股装机1,875兆瓦的火电业务。2014 年，并表的火电业务收入为61.56亿元，同比下降18.2%，经营利润8.08亿元，同比下降29%。主要原因：1、火电利用小时大幅下降，从2013年5,901小时下降759小时至5,142小时，发电量同比减少12.87%至110.65亿度，2、南通天生港电厂补偿电量到期，今年不再有补偿电量。3、火电含税平均上网电价同比下降0.9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38.8%，今年因为煤炭销售单价和销售量下降，煤炭销售收入下降20.7%。此外，公司合营的2台百万千瓦热电机组贡献联营业绩，体现在应占联营公司净收益4.53亿元，同比去年0.60亿大幅增长。
- **2015 风电新增装机目标1.8-2.2GW，全年投产时点均衡。**2015 年新增装机目标1.8-2.2GW，大约36-40个项目，主要分布我国东部和中部地区。按照投产日期，公司计划上半年投产1GW，其余在下半年投产。另外，海上风电的如东项目剩余11.2万千瓦今年完工。
- **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 年全年业绩主要财务指标变动情况

	2014年	2013年	同比变动	点评
营业收入	18,207,208	19,146,618	-4.9%	风电业务增长8.1%；火电业务下降15.2%，煤炭销售下降20.7%；风电特许权建设收入减少。
其他收入净额	437,410	431,900		
总收入	18,644,618	19,578,518	-4.8%	
运营开支				
折旧和摊销	(5,000,629)	(4,400,606)	13.6%	风电项目投产容量增加
煤炭消耗	(1,740,811)	(2,225,914)	-21.8%	煤炭价格下降平均标煤单价下降10.7%
煤炭销售成本	(2,246,800)	(2,859,817)	-21.4%	煤炭价格下降12.3%，销售量下降10.4%
服务特许权建设成本	(227,579)	(667,060)	-65.9%	特许权在建项目开工量建设
员工成本	(1,224,907)	(1,115,798)	9.8%	
材料成本	(343,818)	(398,202)	-13.7%	出售生物质公司材料成本下降所致
维修保养	(449,520)	(521,154)	-13.7%	
行政费用	(378,136)	(398,791)	-5.2%	管理提升效益
其他经营开支	(473,548)	(980,040)	-51.7%	2013年计提减值准备，今年无
经营利润	6,558,870	6,011,136	9.1%	
财务收入	198,035	539,752	-63.3%	1、费用化利息支出增加。2、今年无坏账计提。3、证券公允价值变动
财务费用	(3,148,807)	(3,077,372)	2.3%	
联营/合营公司	453,760	59,730	659.7%	南通发电公司投产，公司确认参股利润3.3亿元
税前利润	4,061,858	3,533,246	15.0%	
所得税开支	(510,414)	(560,945)	-9.0%	
净利润	3,551,444	2,972,301	19.5%	
本公司拥有人	2,558,010	2,051,584	24.7%	
少数股东权益	993,434	920,717		
基本EPS(分)	31.83	25.53	24.7%	

资料来源：公司资料，兴证香港

业绩发布会 Q&A (2015. 3. 19)

1、2014 年净利润中，风电、火电各是多少？与去年比增长还是下降？

2014 年股东净利润 25.58 亿，如果剔除一次性因素影响，比如减值、持有股票损益，CDM 等，实际上归属股东利润在 26.4 亿，与 13 年的 24.4 亿比，同比增长 8.2%，具体风电增长 12.7%，火电增长 20.9%。

风电由于去年小风年，风资源下降 10%，公司强化内部管理，提升效益，苦练内功，风电发电量同比增长 5.28%，售电量增长 7.4%，风电归属股东增长 12.7%，抵消自然因素风况不佳的影响。

火电净利润增长 20.9%，重点是新增 2 台 100 万火电机组的贡献，因为原来 2 个火电厂利用小时下降，贡献都低了一些，这个新增 200 万投产，2014 年就多出了 3 亿的净利润，所以火电板块增加 20.9%。

2、风电 2015 年计划新增 1.8-2.5GW，具体投产的具体时间分布？。

2015 年计划投产 1.8-2.2GW，投产时间表很重要，给大家汇报下我们安排的投产时点很好，上半年投产 100 万千瓦，这是历年没有过的。

3、风电场的场内用电，即售电量和发电量的比还有没有下降空间？

厂用电率是我们火电、风电内部控制管理的一个指标。这个指标越低越好，龙源在风电管理讲究精细化，包括紧追国际上的标准。我们去年场用电率是 3.54%，前年是 3.64%，这 0.1 个百分点提升是非常突出明显的，但进一步下降空间不会很大，控制在 3.5% 以内水平就是国际水平。当然这个指标的计算口径不同公司有差异，要考虑哪个时点，因为比我们高很多或低都有很多的，实际上是统计口径问题。

4、公司的单位维修成本，今年承诺 1.5 分/度电做到了，未来维修成本走势如何？

单位维修成本，我们控制也比较好。2013 年风电维修成本是 2 分/度，去年是 1.5 分/度，如果去年风好，应该还会低点。2 分/度是比较高的，去年风机出质保后，有一批机型集中做了维修整改，多花了一笔钱。我们认为维修成本按照 1.5 分/度，或按每千瓦 30 元（去年是 30.33 元/千瓦）是一个相对先进的水平。

5、今年风电国家第五批核准的规模？

风电第五批核准计划应该 4 月份出台。我们分析了一下，整体控制平衡平稳，龙源还是比较期待的，占比远远高于第四批。龙源在项目储备、核准上准备充分，我们全国可以有更多选择优质项目。

6、可再生能源配额制考核办法后限电率改善？

国家酝酿正在出台的配额制考核办法很久了，因为要调动电网、地方政府、风电投资商的积极性。这个办法出台会改善限电率，尤其是局部地区的限电情况。

各个省的比例最终结果以国家出台文件为准。总体我们认为配额制出台很快，这和电改有关系，总体对风电利好消息。

7、电改的情况？如果风电参与直供电交易，风电电价有没有下降的趋势？

电改已经出台了一个意见，有个提法叫“管住中间，放开两头”。中间指输配环节，两头一个发电侧，另一个是配售。这个还需要许多配套细则出台，重点是针对火电其他能源，针对风电和可再生能源，国家一贯政策是支持和保障的。3 月 23 日，发改委和能源局，出台了文件改善调度，叫“促进清洁能源多发满发的指导意见”。这个和之前的政策是一脉相承、如出一辙。国家对可再生能源，清洁能源是鼓励的，对清洁能源发电是鼓励和支持的。

另外，电改中有 3 个基本特征，第一个是绿色低碳是主要增长方式。2、跨区域，大范围、远距离输电将成为电力资源配送的主要途径。3、中国当前雾霾严重，污染严重，国家下决心对于节能减排提出更苛刻的环保要求，将来要有硬约束。有些

火电厂要关了，现在听到北京石景山电厂关了，运营的火电都要上环保脱硫脱硝，要花大价钱，应该关掉腾出空间让清洁能源多发一点。

8、去年基于管理提升发电量有 5% 的改善，是否之后可以维持？

管理提升使得发电量增加 5.28%，售电量增加了 7.4%，这里管理提升不是只针对去年小风年，以后大风年将发挥更大的作用，不会退回去。

9、有多少风机出质保期？

2014 年约 700-800 台出质保期，2015 年应该在 1,000 台，以后大致这个速度。

10、今年新上风电项目主要集中在哪里？有没有包括海外和海上风电项目？

2015 年准备新投产 180-220 万千瓦规模。总体上布局在中部和东南沿海，三北限电地区没有。大约分了 36-40 个项目，每个项目回报率内部 IRR 都在 15% 以上，收益非常好的。投产时间上，2015 年投产全年比较均衡，对全年电量贡献是一个利好的因素。

海上风电，如东 20 万千瓦，2014 年投了 8.8 万千瓦，还有 11.2 万千瓦今年年投产。另外我们今年想在建福建海上风电。海外是南非 24.4 兆瓦，9 月份开工，17 年 10 月份要投产。

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。