

买入

预计全年新增装机 1.5GW

龙源电力 (916.HK)

2019-8-22 星期四

目标价: HK\$ 5.86

现价: HK\$ 4.42

预计升幅: 33%

股本数据

总股本(亿股): 80.36

总市值(亿港元): 355.2

港股股本(亿股): 33.4

港股市值(亿港元): 147.6

52 周高/低 (HK\$): 6.89/4.23

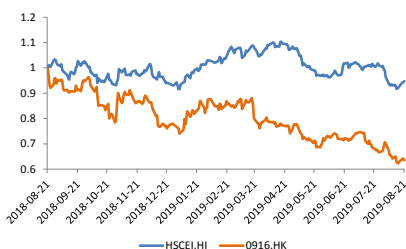
每股净值(港元): 6.98

所属行业: 清洁能源行业

主要股东

国家能源投资集团有限责任公司
(58.44%)

52 周行情图 (Vs 恒生中国指数)



相关报告:

更新报告 20160408

更新报告 20160811

更新报告 20170115

更新报告 20180115/20181011

更新报告 20190108

国元国际研究部

姓名: 段静娴

电话: 0755-21519166

Email: duanjx@gyzq.com.hk

投资要点

2019 年中期盈利 32.08 亿元, 同比增长 0.5%:

公司 2019 年上半年实现收入人民币 (下同) 140.38 亿元, 同比增长 5.1%; 公司经营开支为 83.77 亿元, 同比增长 6.3%, 主要原因为: ①风电分部项目装机容量增长带来折旧、摊销费用及员工成本增加, ②火电分部煤炭销售成本增加; 期内实现权益持有人应占净利润 32.08 亿元, 同比增 0.5%; 每股盈利 0.3841 元, 不派中期股息。

风资源下降致上半年风电发电量增速显著回落:

2019 年上半年, 公司累计完成发电量 262.91 亿千瓦时, 其中风电发电量 214.45 亿千瓦时, 同比增加 3.15%, 增速受风资源下降影响较去年同期 (同比增加 21.55%) 显著回落。2019 年上半年风电平均利用小时数为 1,172 小时, 较 2018 年同期下降 9 小时, 主要由于风资源下降、有效的设备治理和限电比例下降综合影响所致。上半年公司火电控股发电量为 45.80 亿千瓦时, 同比下降 4.44%, 主要受省外来电增加、新能源发电增长挤压火电空间以及部分机组检修影响所致。2019 年上半年公司火电机组平均利用小时数为 2,443 小时, 较 2018 年同期下降 113 小时。

预计全年新增装机 1.5GW:

由于新能源发电平价上网时代即将来临, 2019 年起, 公司将加快风电项目的开工和投产力度, 目前公司在建项目规模约 1.5GW 并力争于今年底全部建成投产, 下半年计划开工 2.6GW, 预计 2020-2021 年每年新增投产规模约 2GW。

维持买入评级, 目标价 5.86 港元

考虑到公司 2019 年起将加大项目开工和投产力度, 我们更新公司盈利预测并给予目标价 5.86 港元, 相当于 2019 年和 2020 年 9 倍和 8 倍 PE, 目标价较现价有 33% 上升空间, 维持买入评级。

截止 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(人民币百万元)	24,592	26,388	27,695	29,517	32,203
变动(%)	10.3%	7.3%	5.0%	6.6%	9.1%
净利润(人民币百万元)	3,688	3,924	4,712	5,334	5,830
变动(%)	8.0%	6.4%	20.1%	13.2%	9.3%
每股盈利(人民币分)	45.89	48.83	58.63	66.38	72.55
市盈率@4.42港元(倍)	8.7	8.2	6.8	6.0	5.5
每股股息(分)	9.2	9.8	11.7	13.3	14.5
股息现价比率(%)	2.31%	2.45%	2.95%	3.33%	3.64%

表 1、行业相关公司估值

H股风电运营商					PE				PB			
名称	代码	交易货币	股价	市值	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
新天绿色能源	956 HK	HKD	1.96	72.8	5.32	4.43	3.97	3.63	0.66	0.58	0.53	0.49
京能清洁能源	579 HK	HKD	1.30	107.2	6.25	4.49	4.03	3.94	0.65	0.43	0.40	0.37
华能新能源	958 HK	HKD	1.97	208.2	6.31	5.09	4.59	4.25	0.71	0.61	0.54	0.49
大唐新能源	1798 HK	HKD	0.78	56.7	5.49	3.62	3.18	2.95	0.58	0.38	0.35	0.31
华电福新	816 HK	HKD	1.38	116.0	7.07	4.01	3.47	3.33	0.67	0.38	0.35	0.33
协合新能源	182 HK	HKD	0.37	31.2	4.63	4.28	3.51	2.93	0.42	0.46	0.41	0.37
中广核新能源	1811 HK	HKD	0.92	39.5	6.69	4.89	4.69	3.91	0.68	0.49	0.45	0.42
行业平均					5.97	4.40	3.92	3.56	0.62	0.48	0.43	0.40
龙源电力	916 HK	HKD	4.42	355.2	8.15	6.79	6.00	5.49	0.65	0.60	0.56	0.52

资料来源：国元国际，Bloomberg

投资风险

新增装机投产延后

弃风限电造成利用小时不及预期

风资源大幅下降

财务报表摘要

损益表						财务分析					
人民币百万元，财务年度截至12月31日											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	24,592	26,388	27,695	29,517	32,203	盈利能力					
经营成本	(16,967)	(18,063)	(18,263)	(19,558)	(21,348)	毛利率 (%)	34%	35%	38%	38%	38%
经营利润	8,337	9,242	10,441	11,069	12,076	EBITDA 利率 (%)	59%	60%	57%	55%	53%
其他收入	712	917	1,009	1,110	1,221	净利率 (%)	15%	15%	17%	18%	18%
行政费用	(542)	(588)	(502)	(502)	(502)	营运表现					
财务开支	(3,423)	(3,724)	(3,592)	(3,308)	(3,596)	SG&A/收入 (%)	2%	2%	2%	2%	2%
应占联营公司利润	344	167	167	167	167	实际税率 (%)	17%	17%	17%	17%	17%
其他开支	(784)	(1,473)	(4,595)	(5,890)	(7,679)	股息支付率 (%)	20%	20%	20%	20%	20%
税前盈利	5,465	5,897	7,081	8,016	8,762	库存周转	21	17	17	17	17
所得税	(916)	(976)	(1,172)	(1,326)	(1,450)	应付账款天数	229	225	224	220	220
少数股东应占利润	704	755	1,198	1,356	1,482	应收账款天数	106	146	146	146	146
净利润	3,688	3,924	4,712	5,334	5,830	ROE (%)	8%	8%	9%	9%	9%
折旧及摊销	(6,798)	(7,286)	(6,213)	(6,213)	(6,213)	ROA (%)	3%	3%	3%	3%	4%
EBITDA	14,631	15,823	15,710	16,260	17,182	财务状况					
增长						净负债/股本	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
总收入 (%)	10%	7%	5%	7%	9%	收入/总资产	0.17	0.18	0.18	0.19	0.20
净利润 (%)	8%	6%	20%	13%	9%	总资产/股本	3.16	2.98	2.88	2.76	2.59
						收入对利息倍数	7.2	7.1	7.7	8.9	9.0

资产负债表						现金流量表					
人民币百万元，财务年度截至12月31日											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金	5,072	2,861	7,029	6,192	6,725	EBITDA	14,631	15,823	15,710	16,260	17,182
应收账款	7,155	10,542	11,064	12,381	12,864	融资成本	(14,022)	(8,634)	(2,718)	(1,957)	(492)
存货	953	852	844	904	987	营运资金变化	12,438	8,043	5,111	2,546	1,884
其他流动资产	3,943	3,531	3,503	3,475	3,448	所得税	(916)	(976)	(1,172)	(1,326)	(1,450)
流动资产	17,122	17,786	22,440	22,952	24,024	营运现金流	12,131	14,255	16,932	15,524	17,125
固定资产	109,473	110,001	111,769	115,674	116,860	资本开支	(9,104)	(8,720)	(8,000)	(8,000)	(8,000)
其他固定资产	19,039	18,718	18,474	19,361	19,580	其他投资活动	491	87	299	(792)	(610)
非流动资产	128,513	128,718	130,243	135,035	136,440	投资活动现金流	(8,614)	(8,633)	(7,701)	(8,792)	(8,610)
总资产	145,635	146,504	152,684	157,987	160,464	负债变化	1,595	(2,414)	1,148	(441)	(3,289)
流动负债	47,159	39,780	39,324	37,288	36,477	股本变化	0	0	0	0	0
应付帐款	229	0	89	230	244	股息	738	785	942	1,067	1,166
短期银行贷款	35,774	28,336	27,769	25,548	25,037	其他融资活动	(2,685)	(6,173)	(7,138)	(8,180)	(5,843)
其他短期负债	11157	11444	11466	11511	11196	融资活动现金流	(352)	(7,802)	(5,048)	(7,554)	(7,966)
非流动负债	45,176	50,158	52,034	53,983	51,383	现金变化	3,165	(2,179)	4,183	(823)	549
长期银行贷款	41,620	46,645	48,359	50,140	47,362	期初持有现金	1,901	5,072	2,861	7,029	6,192
其他负债	3,556	3,513	3,675	3,844	4,021	汇率变动	6	(31)	(15)	(15)	(15)
总负债	92,336	89,939	91,358	91,272	87,860	期末持有现金	5,072	2,861	7,029	6,192	6,725
少数股东权益	7,173	7,329	8,320	9,441	10,667						
股东权益	46,126	49,236	53,006	57,273	61,938						
每股账面值(元)	5.74	6.13	6.60	7.13	7.71						
营运资金	(30,037)	(21,994)	(16,883)	(14,337)	(12,453)						

投资评级定义和免责条款

投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-15%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,国元国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、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。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/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。

本报告的版权仅为国元国际所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼
电话: (852) 37696888
传真: (852) 37696999
服务热线: 400-888-1313
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>