

未评级

龙源电力 (0916.HK)

2015 年风电装机加速，业绩增长可期

市场数据

报告日期	2015. 01. 26
收盘价(港元)	8.70
流通 H 股(亿股)	33.40
总股本(亿股)	80.36
H 股市值(亿港元)	290.58
总市值(亿港元)	699.13
净资产(亿元)	319.07
总资产(亿元)	1,160.46
每股净资产(元)	3.97

数据来源: Wind

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
 会议摘要_20141101

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:

公司于 2015 年 1 月 23 日下午到龙源电力北京总部,就陆上风电上网电价下调政策公布之后公司发展规划以及公司的经营状况与投资者关系部兰主任进行了沟通交流。

我们的观点:

1、公司 2014 年风电控股装机量增加 1.63GW。风电上网电价公告下调后,原计划 6 月 30 日前加速风电装机 2GW 计划不变,因为项目已经开工,明年下半年之后仍将会有新增的陆上风电装机,而海上风电项目的投产或有所延后。

2、2014 全国风资源普遍较差,平均风速下降 0.5 米/秒。我们预计利用小时数可能同比下降 10%以上。

3、我们根据公司公告的发电量数据,预计 2014 年公司业绩表现没有明显增长,2013 年 EPS 为 0.33 港元,当前 8.7 港元对应静态 PE26 倍。2015 年若按正常风资源估计,风资源改善助业绩提升 10%,2014 年新增的 1.63GW 贡献总装机量增长 13.5%,再考虑 2015 年下半年将有部分新建风电场贡献业绩,几个因素相加我们预测 2015 年业绩将有约 25%-30%左右的增长,估值约在 20 倍左右。龙源电力作为中国风电的领军企业,海上风电建设的绝对龙头,具备长期投资价值,建议投资者逢低积极关注。

公司最新公告:

龙源电力 12 月完成发电量 377.14 万兆瓦时,按年增加 22.09%,其中,风电增加 38.99%,火电减少 3.62%,其他可再生能源发电量减少 28.32%。

累计全年完成发电量 3,338.76 万兆瓦时,按年减少 0.83%,其中,风电增长 5.28%,火电减少 12.87%,其他可再生能源发电量减少 2.1%。

2014 年龙源电力新增投产风电项目 1,583.2 兆瓦,新增项目分布于中国 14 个省份及加拿大。此外,公司完成收购风电项目 49.5 兆瓦。公司全年共计新增控股风电装机 1,632.7 兆瓦。2014 年新增投产光伏发电项目 22 兆瓦。

会议要点如下:

1、公司 2014 年的装机量和新增核准情况？

公司在网站做了相关公告，2014 年龙源电力新增投产风电项目 1,583.2 兆瓦，新增项目分布于中国 14 个省份及加拿大。此外，公司完成收购风电项目 49.5 兆瓦。公司全年共计新增控股风电装机 1,632.7 兆瓦。2014 年新增投产光伏发电项目 22 兆瓦。

2014 年龙源电力新增核准风电项目 36 个，核准容量 2,642.4 兆瓦。新增核准项目分布在江苏、云南、广西、山东、福建等 18 个省区，绝大部分项目处于电网消纳能力较强的不限电地区。

2、陆地风电上网电价下调后公司的最新装机规划？

公司之前说过的 6.30 项目都已经开工了。这次公布的电价下降幅度没有原来预计的幅度大，因此对公司影响有限。所以还是按原来的 6.30 说的 2GW 的项目进度做，虽然下边可能绷得不那么紧了，或许会放松，但是管理本部对下边的要求依然是 6.30 完成之前规划 2GW 的量。

2014 年年底已核准还没投产的储备 6.08GW，其中 3.6GW 在四类地区，占 59%，不受电价下调影响；剩下的 2-3GW 在一二三类地区，有些区域还是有限电现象，也不会急着去做。另外已经拿到了大路条，但未核准的产能还有 3.23GW，其中 93% 在四类地区。

3、2014 年的风电利用小时情况？

2014 年利用小时数 3 月份披露。但是 2014 年风资源平均降 0.5 米/每秒。以前正常的时候全年有 2,250-2,300 小时，2014 年利用小时数很低，主要是受天气影响。

公司的风电所有项目都要分析 30 年的历史气象数据，再去实地测量，2014 年是近 5 年来最差的。沿海地区（福建、江苏）在夏季有台风的时候利用小时数比较好。2015 年 1 月风资源估计和去年差不多吧，但这几天天气也不太好。

4、海上风电建设的规划有否变动？

今年会加快投资陆上风电项目，因为总体投资额是有规划的，陆地上加大量，那么海上项目会往后推迟。目前海上风电 2015 年底 500MW，2016 年是 1GW，具体最新规划等 3 月份业绩发布会时候更新。

5、2014 年火电利用小时下降的原因？

公司公告的 2014 年火电业务发电量下降 12.87%。主要原因由于青奥会举行，江苏当地火电厂利用小时数都下降，而是从外地调入的水电。其次，江苏所有火电机组要求做脱硫提效改造，公司至今还有一台没有改造完，肯定有所影响。

6、风电上网电价下调后对公司的收益率的影响？

风电上网电价下降，但不会因为电网买的电电价低了而有任何影响，因为这个多出火电部分资金是出来可再生能源基金的。上网电价下调后，如果导致 IRR 下降过多的项目，公司就不会做。

7、公司的风电厂限电影响最严重的区域？

限电影响最大的省是吉林，因为吉林的风电没有通道往外送。其次，吉林以农业为主，自身经济发展不够理想，自身对于风电的消纳也不佳。辽宁自身经济也不佳，所以也用不了吉林的风电，并且没有规划通道把多的电送到华北去。

8、特高压电网建设的进展？

特高压项目集中在蒙西、西北地区等资源大省，点对点直接把电送到华中、华东等地区，所以都是外送电，但现在通道有限，所以建设特高压项目。今年国家电网加大投入，投资 4,202 亿元，其中特高压占一半。

9、风电上网电价下调后风机采购价格有否变化？

风机采购成本没有变化，现在是 4,200-4,300 元/千瓦。各风机厂来龙源谈业务，首先都保证龙源的风机需求，另外还不提价。公司 2015 年风机三大厂家为：金风科技、远景、联合动力。

10、海外风电项目的进展情况？

加拿大项目收益率 IRR 是 14.9%，公司在发一些加元债，替换过去的高成本债务，在谈的一个当地银团贷款项目，计划发 19 年的债，利率 4.2%。南非项目预计 15 年开工，但进展比较慢，预期短期不会给公司带来实际贡献。

公司的海外发展模式是自己派人自己建，公司认为收购的收益率比自己建低。

11、火电的会计折旧年限？

火电会计折旧 25 年。其实火电如果是热电联产则是符合政策的，大机组带供热反而是浪费，因为有个供热有个区域问题，所以 30 万千瓦或更小小火电机组未必就都能说停就停。

12、公司生物质发电的策略？

公司计划将剩下生物质发电厂全部挂牌出售股权。主要是秸秆收购比较麻烦，里面农民卖家经常掺杂一些东西，热值不高。

13、光伏板块的发展规划？

2014 年公司光伏板块容量增加 22MW。公司认为光伏收益率没有风电收益高，也没有精力去发展。公司的光伏电站在青海格尔木、西藏阿里，没有限电现象。阿里项目是财政补贴项目，平均海拔 4,300 米，公司派人过去，当地条件比较艰苦。

14、《可再生能源配额制考核办法》进展？

配额制考核办法预计可能 3 月份前后很快推出。由于之前存在地方保护，过去一些省市会限制对外来省的风电接收。假如配额制推出之后，会鼓励接纳方接收外来省市的输电。

15、与国电集团的项目合作？

与国电集团的合作是在龙源的空白区域（重庆，广东，广西等地）进行项目合作，他们拿项目，我们运营管理。实际上公司自己手里项目很多，自己建设即可，不需要通过收购增加装机量。

16、风电 2015 年的行业看法？

（1）6.30 事件。公司提前规划了 2GW 大部分项目，去年 11 月已经开工，2015 年上半年投产的比例比往年增大，15 年下半年发电量就会有所显现。

（2）风电行业的业绩会向上回归，如果风资源回归正常，约有 10% 的增长。

（3）配额制推出会利好风电、光伏（没有水火），二级市场带来利好。

17、融资计划和融资渠道？

（1）融资计划：目前资产负债率为 60% 左右，最近没有融资计划。

（2）金融创新渠道：龙源公司信用评级高，国内已经能拿到 5.1-5.2% 的利率成本，暂时也不用做资产打包等一些创新降低成本。

（3）境外融资渠道：公司发的美元债的成本最低 2% 左右，即便加上汇率成本，也很便宜。在境外发的人民币债也很便宜，3% 左右。

（4）具体的融资成本会在 3 月份业绩会披露。

【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。