

买入

H+A 顺利推进，资产注入增厚盈利

龙源电力 (0916.HK)

2021-07-27 星期二

投资要点

目标价: 16.2 港元
现价: 12.3 港元
预计升幅: 32%

重要数据

日期	2021-07-26
收盘价 (港元)	12.3
总股本 (百万股)	8,036
总市值 (百万港元)	98,848
净资产 (百万元)	66,449
总资产 (百万元)	175,286
52 周高低 (港元)	15.62 / 4.33
每股净资产 (元)	7.18

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

 国家能源投资集团有限责任公司
 (57.27%)

 Wellington Management Group LLP
 (5.37%)

相关报告

深度报告-20210608

➤ 2021 年上半年风电发电量同比增长 20.35%:

2021 年上半年公司累计完成发电量 33,106,304 兆瓦时，同比增长 22.96%。其中，风电增长 20.35%，火电增长 32.62%，其他可再生能源发电量增长 134.58%。公司风电发电量增长表现较好，主要受益良好的风资源以及增量电站发电量贡献。

➤ H+A 顺利推进，资产注入增厚盈利:

公司重大资产重组方案顺利推进，预期深交所问询函答复完成+相关股东大会通过后，有望进入证监会发审会审核通过的关键阶段。关于现金收购部分，此次拟收购的国家能源旗下的风电场权益装机容量约 1.975GW，目标资产 2020 年收入约 20.18 亿元人民币，合并前归母净利润约 4.98 亿元人民币，2020 年底净资产 42.16 亿元人民币，交易代价 57.74 亿元人民币。初步测算，且此次收购 PE 约 11.6 倍，PB 约 1.37 倍，估值合理，资产注入后将增厚公司盈利 10% 左右。

➤ 全国碳交易正式上线，利好新能源运营商:

全国碳市场正式上线以来，碳排放配额 (CEA) 价格逐步攀升，市场交易量总体稳定。全国碳市场首批纳入发电行业重点排放单位 2,162 家，覆盖约 45 亿吨二氧化碳排放量。预期未来国家核证自愿减排量即 CCER 有望重启审批和交易。若按照 50 元/吨的 CCER 价格，风电和光伏项目有望从 CCER 额外获益 4.5 分/千瓦时 (以均值 0.8953tCO₂/MWh 的减排因子计算)。未来随着 CCER 价格的上涨，预期新能源运营商的度电收益将进一步提升，公司作为新能源龙头公司，将较大受益。

➤ 维持买入评级，提高目标价至 16.2 港元:

我们提高公司目标价至 16.2 港元，相当于 2021 年和 2022 年 19 倍和 16 倍 PE，目标价较现价有 32% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	27,541	28,667	31,660	35,076	38,404
同比增长 (%)	4.4%	4.1%	10.4%	10.8%	9.5%
净利润	4,325	4,726	5,654	6,750	7,727
同比增长 (%)	10.2%	9.3%	19.6%	19.4%	14.5%
每股盈利 (人民币分)	53.82	58.81	70.36	84.00	96.15
PE@12.3HKD	20.2	18.5	15.5	13.0	11.3
每股股息 (人民币分)	10.8	11.8	14.1	16.8	19.2
股息率	0.99%	1.08%	1.29%	1.54%	1.77%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

报告正文

2021 年上半年风电发电量同比增长 20.35%:

2021 年上半年公司累计完成发电量 33,106,304 兆瓦时，同比增长 22.96%。其中，风电增长 20.35%，火电增长 32.62%，其他可再生能源发电量增长 134.58%。公司风电发电量增长表现较好，主要受益良好的风资源以及增量电站发电量贡献。

H+A 顺利推进，资产注入增厚盈利:

公司重大资产重组方案顺利推进，预期深交所问询函答复完成+相关股东大会通过后，有望进入证监会发审会审核通过的关键阶段。关于现金收购部分，此次拟收购的国家能源旗下的风电场权益装机容量 1.975GW，目标资产 2020 年收入约 20.18 亿元人民币，合并前归母净利润约 4.98 亿元人民币，2020 年底净资产 42.16 亿元人民币，交易代价 57.74 亿元人民币。初步测算，资产注入后将增厚公司盈利 10% 左右，且此次收购 PE 约 11.6 倍，PB 约 1.37 倍，估值合理且低于公司目前估值水平。

表 1: 目标资产收购交易前后财务指标 (单位: 人民币)

项目	2020 年 12 月 31 日	
	合并前	备考合并后
资产总计 (万元)	17,462,862.30	19,316,299.10
负债总计 (万元)	10,775,706.97	12,391,224.57
归属于母公司所有者权益合计 (万元)	5,810,358.80	5,994,280.61
营业收入 (万元)	2,880,711.91	3,081,278.52
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	497,737.79	547,656.77
加权平均净资产收益率 (%)	9.32	9.99
基本每股收益 (元/股)	0.58	0.62
扣除非经常性损益后基本每股收益 (元/股)	0.56	0.59
资产负债率 (%)	61.71%	64.15%

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

全国碳交易正式上线，利好新能源运营商:

全国碳市场正式上线以来，碳排放配额 (CEA) 价格逐步攀升，市场交易量总体稳定。全国碳市场首批纳入发电行业重点排放单位 2162 家，覆盖约 45 亿吨二氧化碳排放量。预期未来国家核证自愿减排量即 CCER 有望重启审批和交易。若按照 50 元/吨的 CCER 价格，风电和光伏项目有望从 CCER 额外获益 4.5 分/千瓦时 (以均值 0.8953tCO₂/MWh 的减排因子计算)。未来随着 CCER 价格的上涨，预期新能源运营商的度电收益将进一步提升，公司作为新能源龙头公司，将较大受益。

维持买入评级，提高目标价至 16.2 港元：

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，提高公司目标价至 16.2 港元，相当于 2021 年和 2022 年 19 倍和 16 倍 PE，目标价较现价有 32% 上升空间，维持买入评级。

风险提示：

资产重组总体方案进展延迟，新增装机不及预期，补贴回款滞后

表 2：行业估值

新能源行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	35.20	1,072	39.0	27.5	22.4	17.4	5.9	6.0	7.8	0.0
	0968.HK	信义光能	HKD	15.24	1,355	29.7	21.0	18.7	15.4	5.1	4.4	3.8	3.9
	3868.HK	信义能源	HKD	4.88	347	37.6	27.4	24.1	21.7	2.9	2.8	2.7	2.5
	3800.HK	保利协鑫能源	HKD	1.98	496	-	48.5	25.1	-	2.5	2.1	2.1	0.0
	0451.HK	协鑫新能源	HKD	0.36	76	-	28.3	22.4	22.9	1.3	1.0	1.0	0.9
	0750.HK	水发兴业能源	HKD	2.04	51	14.4	-	-	-	1.0	-	-	-
	0686.HK	北京能源国际	HKD	0.26	57	20.0	-	-	-	0.9	-	-	-
平均						28.1	30.5	22.5	19.4	2.8	3.3	3.5	1.5
风电	2208.HK	金风科技	HKD	12.24	659	14.7	12.6	11.0	9.8	1.2	1.2	1.1	1.0
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.55	46	5.8	4.6	3.8	3.4	0.6	0.5	0.5	0.5
	1798.HK	大唐新能源	HKD	2.07	151	10.7	-	-	-	0.5	-	-	-
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.66	349	7.9	6.3	5.7	5.0	0.8	0.8	0.7	0.7
	1811.HK	中广核新能源	HKD	2.70	116	7.7	6.5	5.7	5.0	1.2	1.3	1.3	1.3
平均						9.3	7.5	6.6	5.8	0.9	1.0	0.9	0.8
	0916.HK	龙源电力	HKD	12.30	988.48	18.5	15.5	13.0	11.3	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

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											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	27,541	28,667	31,660	35,076	38,404	盈利能力					
经营成本	(18,438)	(19,898)	(21,490)	(23,209)	(25,066)	毛利率 (%)	36%	35%	37%	38%	39%
经营利润	9,946	10,056	11,586	13,424	15,051	EBITDA 利率 (%)	61%	59%	60%	61%	61%
其他收入	843	1,287	1,415	1,557	1,713	净利率 (%)	16%	16%	18%	19%	20%
行政费用	(564)	(607)	(655)	(708)	(765)	营运表现					
财务开支	(3,626)	(3,458)	(3,699)	(3,951)	(4,168)	SG&A/收入 (%)	2%	2%	2%	2%	2%
应占联营公司利润	(10)	(51)	(51)	(51)	(51)	实际税率 (%)	18%	18%	18%	18%	18%
其他开支	(1,034)	(1,871)	(1,965)	(2,063)	(2,166)	股息支付率 (%)	20%	20%	20%	20%	20%
税前盈利	6,450	6,922	8,280	9,886	11,316	库存周转	16	15	15	15	15
所得税	(1,131)	(1,236)	(1,479)	(1,765)	(2,021)	应付账款天数	215	203	203	203	203
少数股东应占利润	753	661	1,147	1,370	1,568	应收账款天数	217	275	275	275	275
净利润	4,325	4,726	5,654	6,750	7,727	ROE (%)	8%	8%	9%	10%	11%
折旧及摊销	(7,633)	(7,735)	(8,353)	(9,022)	(9,743)	ROA (%)	3%	3%	3%	3%	4%
EBITDA	16,876	16,878	18,968	21,352	23,566	财务状况					
增长						净负债/股本	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4
总收入 (%)	4%	4%	10%	11%	9%	收入/总资产	0.18	0.16	0.17	0.17	0.18
净利润 (%)	10%	9%	20%	19%	14%	总资产/股本	2.96	3.04	3.06	3.04	2.98
						收入对利息倍数	7.6	8.3	8.6	8.9	9.2
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											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	2,908	5,226	3,420	3,855	5,266	EBITDA	16,876	16,878	18,968	21,352	23,566
应收账款	16,365	21,603	23,859	26,433	28,941	融资成本	(4,716)	(2,154)	1,623	(999)	(1,555)
存货	819	806	871	940	1,015	营运资金变化	1,486	(1,215)	(1,584)	833	1,587
其他流动资产	2,936	3,548	3,620	3,694	3,770	所得税	(1,131)	(1,236)	(1,479)	(1,765)	(2,021)
流动资产	23,029	31,184	31,769	34,922	38,992	营运现金流	12,515	12,273	17,529	19,422	21,577
固定资产	114,607	124,918	136,256	147,227	157,824	资本开支	(11,787)	(20,215)	(21,226)	(22,287)	(23,401)
其他固定资产	19,166	19,184	19,569	19,836	20,227	其他投资活动	1,013	236	668	795	944
非流动资产	133,773	144,102	155,825	167,063	178,051	投资活动现金流	(10,774)	(19,979)	(20,558)	(21,492)	(22,457)
总资产	156,803	175,286	187,594	201,985	217,043	负债变化	2,866	12,627	6,308	6,601	5,684
流动负债	43,538	52,907	55,077	57,396	59,878	股本变化	0	0	0	0	0
应付帐款	3,411	3,615	3,904	4,217	4,554	股息	865	945	1,131	1,350	1,545
短期银行贷款	28,965	37,875	38,633	39,405	40,193	其他融资活动	(5,431)	(3,575)	(6,200)	(5,430)	(4,923)
其他短期负债	11162	11417	12540	13774	15131	融资活动现金流	(1,700)	9,997	1,238	2,521	2,306
非流动负债	52,610	55,930	61,486	67,357	72,409	现金变化	41	2,292	(1,791)	451	1,426
长期银行贷款	48,881	52,598	58,148	63,976	68,872	期初持有现金	2,861	2,908	5,226	3,420	3,855
其他负债	3,728	3,332	3,338	3,381	3,537	汇率变动	7	26	(15)	(15)	(15)
总负债	96,148	108,837	116,563	124,753	132,287	期末持有现金	2,908	5,226	3,420	3,855	5,266
少数股东权益	7,732	8,761	9,725	10,795	11,982						
股东权益	52,923	57,688	61,306	66,437	72,773						
每股账面值(元)	6.59	7.18	7.63	8.27	9.06						
营运资金	(20,509)	(21,723)	(23,307)	(22,474)	(20,887)						

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-20%
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

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）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，国元证券经纪（香港）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，国元证券经纪（香港）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证券经纪（香港）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证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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指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，国元证券经纪（香港）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证券经纪（香港）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证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。