

买入

A股上市获核准，打造A+H股新能源上市平台

龙源电力 (0916.HK)

2021-12-13 星期一

投资要点

目标价: **22.8 港元**
 现价: 17.18 港元
 预计升幅: 33%

➤ 获证监会核发A股上市批文，打造A+H股新能源上市平台：

2021年12月8日，公司换股吸收合并平庄能源交易正式获得中国证监会核准，预计近期将正式于A股上市。本次交易由换股吸收合并、资产出售及现金购买三部分组成。交易完成后，公司装机规模将提升至2440.01万千瓦。此外，国家能源承诺未来将推进下属其他风电资产合计2140.67万千瓦注入公司。公司作为新能源发电H股上市公司成功回归A股资本市场，打国家能源集团旗下A+H股新能源上市平台，有利优质资产整合，拓展融资渠道、增强融资能力。

重要数据

日期	2021-12-10
收盘价 (港元)	17.18
总股本 (百万股)	8,036
总市值 (百万港元)	138,065
净资产 (百万元)	70,502
总资产 (百万元)	180,235
52周高低 (港元)	20.25 / 5.79
每股净资产 (元)	6.9

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 公司2021年11月风电发电量同比增长11.52%：

2021年11月，公司完成发电量5,646,823兆瓦时，同比增长11.52%。其中，风电增长12.08%。截至2021年11月31日，公司累计完成发电量56,735,386兆瓦时，同比增长19.48%。其中，风电同比增长17.39%，火电同比增长23.65%，其他可再生能源同比增长174.39%。公司风电发电量增长主要得益于良好的风资源以及增量电站发电贡献。

➤ 第二批风电大基地项目开始申报，利好新能源运营商：

近日国家能源局下发通知，要求各省在12月15日前上报第二批新能源大基地名单。第二批风光大基地项目总量为100GW，与第一批一致。强调坚持集约整装开发，单体项目规模不小于100万千瓦。大型风电光伏基地的快速推进将推动我国绿色电力行业的快速发展，加快我国新型电力系统建设，公司作为新能源板块领军旗舰企业，将较大受益风光大基地开发建设。

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
 更新报告-20210727
 更新报告-20210913

➤ 维持买入评级，提高目标价至22.8港元：

我们提高公司目标价至22.8港元，相当于2021年和2022年26倍和22.3倍PE，目标价较现价有33%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	31,901	35,143	38,197
同比增长 (%)	4.4%	4.1%	11.3%	10.2%	8.7%
净利润	4,325	4,726	5,751	6,723	7,714
同比增长 (%)	10.2%	9.3%	21.7%	16.9%	14.7%
每股盈利 (元)	0.54	0.59	0.72	0.84	0.96
PE@17.18HKD	26.1	23.9	19.6	16.8	14.6
每股股息 (人民币分)	10.8	11.8	14.3	16.7	19.2
股息率	0.77%	0.84%	1.02%	1.19%	1.37%

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

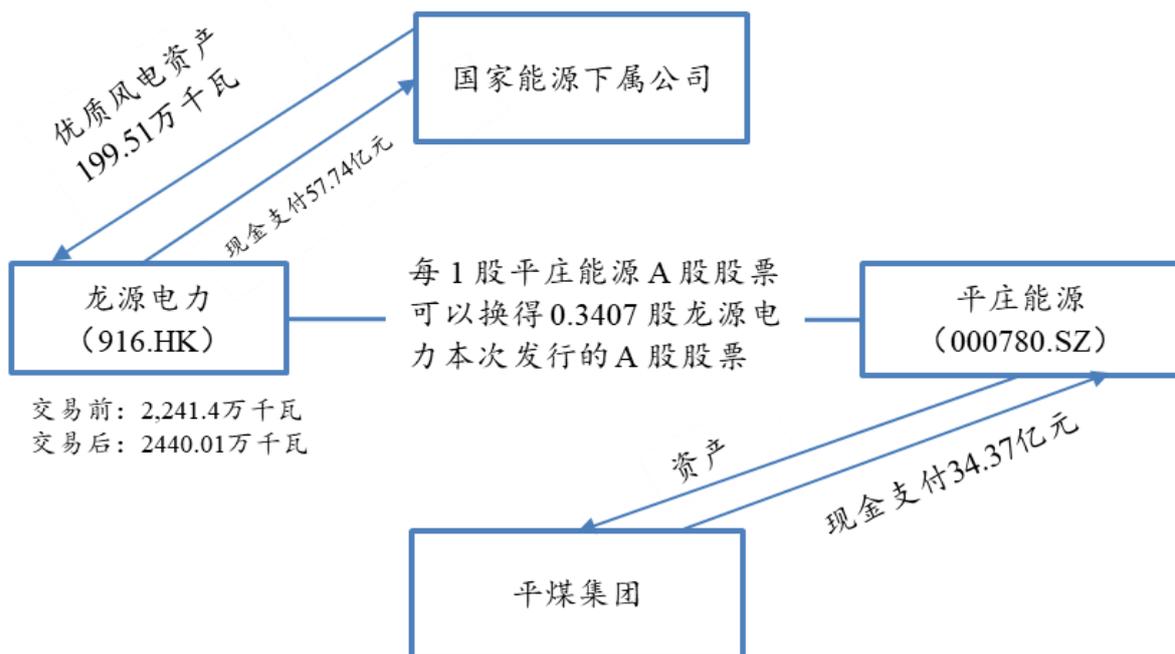
报告正文

获证监会核发 A 股上市批文，打造 A+H 股新能源上市平台

2021 年 12 月 8 日，公司换股吸收合并内蒙古平庄能源股份有限公司交易正式获得中国证监会核准，预计近期将正式于 A 股上市。本次交易由换股吸收合并、资产出售及现金购买三部分组成，1) 公司以 1:0.3407 的换股比例向平庄能源的全体换股股东发行 A 股股票换股吸收合并平庄能源；2) 平庄能源将拟出售资产转让至内蒙古平庄煤业，平煤集团以现金支付交易对价 34.37 亿元；3) 公司向国家能源集团下属公司购买优质风电资产 199.51 万千瓦，并以现金支付交易对价 57.74 亿元。

本次交易完成后，公司装机规模进一步提升至 2,440.01 万千瓦。此外，国家能源承诺未来将通过资产注入、组建合资公司、资产置换等方式，推进下属其他风电资产合计 2,140.67 万千瓦注入公司。A 股上市有利于公司拓展融资渠道，增强融资能力，并且随着风电装机规模的不断提升，预计未来公司风电业务将会进一步提升，不断扩大新能源发电领域的领先优势。

图 1：换股吸收合并平庄能源方案



数据来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

2021 年 11 月风电发电量同比增长 11.52%:

2021 年 11 月，按合并报表口径，公司完成发电量 5,646,823 兆瓦时，同比增长 11.52%。其中，风电发电量增长 12.08%，火电发电量同比增长 1.11%，其他可再生资源发电量

同比增长 304.72%。截至 2021 年 11 月 31 日，公司累计完成发电量 56,735,386 兆瓦时，同比增长 19.48%。其中，风电发电量增长 17.39%，火电发电量同比增长 23.65%，其他可再生能源发电量同比增长 174.39%。得益于良好的风资源、设备治理成效明显以及新增电站发电贡献，公司风电发电量良好，其他可在生能源发电量增长亮眼。

表 1：公司 2021 年 11 月发电量数据

业务	2021 年 11 月 发电量 (吉瓦时)	2020 年 11 月 发电量 (吉瓦时)	11 月同比 变化率 (%)	2021 年 1-11 月 累计发电量 (吉瓦时)	2020 年 1-11 月 累计发电量 (吉瓦时)	累计发电量 同比变化率 (%)
风电	4,809.4	4,291.2	12.08	46,141.1	39,305.7	17.39
火电	761.9	753.5	1.11	9,271.5	7,862.4	23.65
其他可再 生能源	75.5	18.7	304.72	872.7	318.1	174.39
总计	5,646.8	5,063.3	11.5	56,285.4	47,486.1	19.5

数据来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

第二批风电大基地项目开始申报，利好新能源运营商：

今年以来，国家发改委、国家能源局确定了第一批以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地项目，总规模约 1 亿千瓦，主要分布在内蒙古、青海、甘肃、宁夏、陕西、新疆 6 省区和新疆生产建设兵团等。截至 11 月 24 日，第一批以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地项目开工数量达到 21 个，建设规模超 55.14GW，覆盖青海、甘肃、内蒙古、宁夏、安徽、广西、山东、吉林、贵州、云南、山西、陕西、河北 13 个省自治区。

近日国家能源局下发《关于组织拟纳入国家第二批以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地项目的通知》，要求各省在 12 月 15 日前上报第二批新能源大基地的名单。第二批风光大基地项目总量为 100GW，与第一批基本一致。此外，通知强调坚持集约整装开发，避免碎片化，单体项目规模不小于 100 万千瓦，要求已核准（备案）且能够在 2022 年开工建设，原则上能在 2023 年内建成并网。大型风电光伏基地的建设将推动我国绿色电力行业的快速发展，利好新能源运营商。

表 2：首批风光大基地项目梳理

省份	基地名称	规模 (万千瓦)
已开工		3435
青海	青海海南、海西新能源基地	1090
甘肃	甘肃省新能源基地项目	1285
内蒙古	内蒙古托克托 200 万千瓦外送项目	200
	蒙西基地库布其 200 万千瓦光伏治沙项目	200
宁夏	国能电力宁夏公司 200 万千瓦光伏项目	200
山东	鲁北盐碱滩涂地千瓦千瓦风光储一体化基地	200
广西	横州 260 万千瓦风光储一体化大型基地示范项目	260
完成项目分配		1733
内蒙古	蒙西鄂尔多斯外送项目风电光伏基地	340
吉林	鲁固直流吉西白城外送项目	140
陕西	陕武直流一期外送新能源项目	600
	渭南市新能源基地项目	353
	神府-河北南网特高压通道配套新能源项目	300
合计		5168

数据来源：智汇光伏、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，提高目标价至 22.8 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 22.8 港元，相当于 2021 年和 2022 年 26 倍和 22.3 倍 PE，目标价较现价有 33% 上升空间，维持买入评级。

风险提示：

新增装机不及预期，补贴回款滞后

表 3：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	35.30	1,202	39.2	27.7	20.8	15.9	5.5	6.3	5.3	4.0
	0968.HK	信义光能	HKD	14.30	1,271	27.9	23.7	18.9	15.1	4.5	4.0	3.4	3.3
	3868.HK	信义能源	HKD	4.31	306	33.2	23.8	20.2	17.4	2.5	2.4	2.2	2.1
	3800.HK	保利协鑫能源	HKD	2.68	672	-	10.4	8.7	-	2.5	0.0	0.0	0.0
	0451.HK	协鑫新能源	HKD	0.24	51	-	38.7	17.3	13.4	0.7	0.4	0.3	0.2
平均						27.2	24.9	17.2	15.4	2.5	2.6	2.2	1.9
风电	2208.HK	金风科技	HKD	17.22	884	20.7	15.2	13.6	12.1	1.8	1.6	1.5	1.3
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.80	71	8.9	6.9	5.5	4.4	0.9	0.8	0.7	0.7
	1798.HK	大唐新能源	HKD	2.99	217	15.4	9.9	8.8	7.2	1.4	0.6	0.6	0.7
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	5.92	542	12.7	8.1	7.2	6.7	1.5	1.2	1.0	0.9
	1811.HK	中广核新能源	HKD	7.28	312	24.9	17.5	14.6	13.1	3.1	3.1	2.7	2.3
平均						16.5	11.5	9.9	8.7	1.8	1.5	1.3	1.2
	0916.HK	龙源电力	HKD	17.18	1,381	24.6	19.6	16.8	14.6	1.5	1.8	1.7	1.5

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	27,541	28,667	31,901	35,143	38,197
经营成本	(18,438)	(19,898)	(21,589)	(23,316)	(24,832)
经营利润	9,946	10,056	11,728	13,384	15,078
其他收入	843	1,287	1,415	1,557	1,713
行政费用	(564)	(607)	(658)	(711)	(757)
财务开支	(3,626)	(3,458)	(3,699)	(3,951)	(4,215)
应占联营公司利润	(10)	(51)	(51)	(51)	(51)
其他开支	(1,034)	(1,871)	(1,965)	(2,063)	(2,166)
税前盈利	6,450	6,922	8,422	9,846	11,297
所得税	(1,131)	(1,236)	(1,504)	(1,758)	(2,017)
少数股东应占利润	753	661	1,167	1,364	1,565
净利润	4,325	4,726	5,751	6,723	7,714
折旧及摊销	(7,633)	(7,735)	(8,392)	(9,063)	(9,653)
EBITDA	16,876	16,878	19,148	21,354	23,502
增长					
总收入 (%)	4%	4%	11%	10%	9%
净利润 (%)	10%	9%	22%	17%	15%

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率 (%)	36%	35%	37%	38%	39%
EBITDA 利率 (%)	61%	59%	60%	61%	62%
净利率 (%)	16%	16%	18%	19%	20%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	2%	2%	2%	2%	2%
实际税率 (%)	18%	18%	18%	18%	18%
股息支付率 (%)	20%	20%	20%	20%	20%
库存周转	16	15	15	15	15
应付账款天数	215	203	203	203	203
应收账款天数	217	275	275	275	275
ROE (%)	8%	8%	9%	10%	11%
ROA (%)	3%	3%	3%	3%	4%
财务状况					
净负债/股本	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4
收入/总资产	0.18	0.16	0.17	0.17	0.17
总资产/股本	2.96	3.04	3.06	3.04	3.00
收入对利息倍数	7.6	8.3	8.6	8.9	9.1

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	2,908	5,226	3,407	3,964	6,656
应收账款	16,365	21,603	24,040	26,483	28,785
存货	819	806	875	945	1,006
其他流动资产	2,936	3,548	3,620	3,694	3,770
流动资产	23,029	31,184	31,942	35,086	40,216
固定资产	114,607	124,918	136,256	147,227	157,824
其他固定资产	19,166	19,184	19,517	19,846	20,320
非流动资产	133,773	144,102	155,773	167,073	178,143
总资产	156,803	175,286	187,716	202,159	218,360
流动负债	43,538	52,907	55,095	57,416	59,836
应付账款	3,411	3,615	3,922	4,236	4,512
短期银行贷款	28,965	37,875	38,633	39,405	40,193
其他短期负债	11,162	11,417	12,540	13,774	15,131
非流动负债	52,610	55,930	61,527	67,374	73,522
长期银行贷款	48,881	52,598	58,148	63,976	70,096
其他负债	3,728	3,332	3,379	3,397	3,426
总负债	96,148	108,837	116,622	124,789	133,357
少数股东权益	7,732	8,761	9,725	10,892	12,199
股东权益	52,923	57,688	61,368	66,478	72,803
每股账面价值(元)	6.59	7.18	7.64	8.27	9.06
营运资金	(20,509)	(21,723)	(23,153)	(22,330)	(19,620)

现金流量表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	16,876	16,878	19,148	21,354	23,502
融资成本	(4,716)	(2,154)	1,301	(856)	(2,519)
营运资金变化	1,486	(1,215)	(1,429)	823	2,710
所得税	(1,131)	(1,236)	(1,504)	(1,758)	(2,017)
营运现金流	12,515	12,273	17,516	19,562	21,675
资本开支	(11,787)	(20,215)	(21,226)	(22,287)	(23,401)
其他投资活动	1,013	236	668	795	944
投资活动现金流	(10,774)	(19,979)	(20,558)	(21,492)	(22,457)
负债变化	2,866	12,627	6,308	6,601	6,907
股本变化	0	0	0	0	0
股息	865	945	1,150	1,344	1,542
其他融资活动	(5,431)	(3,575)	(6,220)	(5,443)	(4,961)
融资活动现金流	(1,700)	9,997	1,238	2,501	3,488
现金变化	41	2,292	(1,804)	572	2,707
期初持有现金	2,861	2,908	5,226	3,407	3,964
汇率变动	7	26	(15)	(15)	(15)
期末持有现金	2,908	5,226	3,407	3,964	6,656

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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>