

买入

下半年来风改善，业绩稳定增长

龙源电力 (0916.HK)

2022-11-11 星期五

投资要点

目标价: **14.2 港元**
 现价: 9.5 港元
 预计升幅: 49%

➤ 下半年来风改善，预期 2022 年全年业绩稳定增长：

公司 2022 年前三季度实现收入人民币 302.12 亿元，同比增长 9.41%，归母净利润人民币 53.62 亿元，同比减少 9.33%；其中第三季度实现营业收入人民币 85.43 亿元，同比增长 5.15%，实现归母净利润人民币 10.2 亿元，同比增长 93.06%。受益风资源改善，2022 年 8 月和 9 月公司风电发电量分别同比增长 41.62% 和 32.16%，预期 Q4 盈利有望持续改善。我们初步预计 2022 年归母净利润人民币 72.16 亿元，同比增长 17.2%。

重要数据

日期	2022-11-10
收盘价 (港元)	9.5
总股本 (百万股)	8,382
总市值 (亿港元)	1,334
净资产 (百万元)	68,681
总资产 (百万元)	216,873
52 周高低 (港元)	22.5/10.79
每股净资产 (港元)	7.48

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 2022 年新增装机 3GW 目标不变，未来“以大带小”增容空间较大：

公司维持全年新增自建新能源装机 3GW 目标不变，将于四季度集中投产。十四五期间公司规划新增装机 30GW，主要通过自建+合作+以大压小三种方式来实现。目前公司老旧风机 1.5S 及以下占比达到 70%，已经在新疆、宁夏和广东，开始改造的备案手续，可以实现三倍扩容，预期以大带小增容改造空间将大，将贡献十四五期间 1/3 新增装机。

➤ 公司补贴项目整体合规性高，补贴欠款陆续回收：

公司前三季度累计收到补贴人民币 130.19 亿元，预计四季度将持续收回财政部给所有企业的正常补贴，预计全年将回收人民币 137 亿元。根据第一批公布的核查合规项目公示清单，除去在全容量并网方面，因为政府前后文件口径不一致可能影响小部分项目补贴外（行业共性），预计公司整体项目合规性高，对整体补贴欠款回收影响较小。

主要股东

国家能源投资集团有限责任公司
 (58.44%)

相关报告

深度报告-20210608
 更新报告-20210727
 更新报告-20210913
 更新报告-20211213
 更新报告-20220112/0908

➤ 维持买入评级，目标价 14.2 港元：

近期中电联提出上调煤电基准价，并建议建立新能源“绿证交易+强制配额”制度，利好电力板块估值修复。我们更新公司目标价 14.2 港元，相当于 2022 年和 2023 年 15 倍和 12 倍 PE，目标价较现价有 49% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	28,667	37,195	43,532	47,892	53,828
同比增长 (%)	4.1%	29.7%	17.0%	10.0%	12.4%
净利润	4,726	6,159	7,216	9,092	10,451
同比增长 (%)	9.3%	30.3%	17.2%	26.0%	15.0%
每股盈利 (元)	0.59	0.77	0.86	1.08	1.25
PE@9.5HKD	14.8	11.4	10.1	8.0	7.0
每股股息 (人民币分)	11.8	14.7	17.2	21.7	24.9
股息率	1.35%	1.69%	1.98%	2.49%	2.86%

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

報告正文

下半年來風改善，預期 2022 年全年業績穩定增長：

公司 2022 年前三季度實現收入人民幣 302.12 億元，同比增長 9.41%，歸母淨利潤人民幣 53.62 億元，同比減少 9.33%；其中第三季度實現營業收入人民幣 85.43 億元，同比增長 5.15%，實現歸母淨利潤人民幣 10.2 億元，同比增長 93.06%。受益風資源改善，2022 年 8 月和 9 月公司風電發電量分別同比增長 41.62% 和 32.16%，預期 Q4 盈利有望持續改善。我們初步預計 2022 年歸母淨利潤人民幣 72.16 億元，同比增長 17.2%。

2022 年新增裝機 3GW 目標不變，未來“以大帶小”增容空間較大：

公司維持全年新增自建新能源裝機 3GW 目標不變，將於四季度集中投產。十四五期間公司規劃新增裝機 30GW，主要通過自建+合作+以大壓小三種方式來實現。目前公司老舊風機 1.5S 及以下占比達到 70%，已經在新疆、寧夏和廣東，開始改造的備案手續，可以實現三倍擴容，預期以大帶小增容改造空間將大，將貢獻十四五期間 1/3 新增裝機。

公司補貼項目整體合規性高，補貼欠款陸續回收：

公司前三季度累計收到補貼人民幣 130.19 億元，預計四季度將持續收回財政部給所有企業的正常補貼，預計全年將回收人民幣 137 億元。根據第一批公布的核查查合規項目公示清單，除去在全容量並網方面，因為政府前後文件口徑不一致可能影響小部分項目補貼外（行業共性），預計公司整體項目合規性高，對整體補貼欠款回收影響較小。

維持買入評級，目標價 14.2 港元：

近期中電聯提出上調煤電基準價，並建議建立新能源“綠證交易+強制配額”制度，利好電力板塊估值修復。我們更新公司目標價 14.2 港元，相當於 2022 年和 2023 年 15 倍和 12 倍 PE，目標價較現價有 49% 上升空間，維持買入評級。

風險提示：

新增裝機不及預期

補貼回款滯後

電價上調不及預期

疫情等其他不可控风险

表 1：行业估值

新能源行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	21.40	806	17.7	17.7	11.9	8.7	3.0	1.7	1.4	1.1
	0968.HK	信义光能	HKD	9.13	812	16.5	16.8	12.1	9.2	2.7	2.4	2.1	1.8
	3868.HK	信义能源	HKD	2.20	164	13.3	11.8	9.8	8.3	1.3	1.2	1.1	1.0
	3800.HK	协鑫科技	HKD	2.24	607	9.8	3.6	3.4	3.6	1.4	1.2	0.9	0.7
	0451.HK	协鑫新能源	HKD	0.69	8	-0.8	-7.1	30.7	10.9	0.2	0.2	0.2	0.2
	0750.HK	水发兴业能源	HKD	0.74	19	6.9	-	-	-	0.4	-	-	-
	0686.HK	北京能源国际	HKD	0.18	41	5.9	-	-	-	0.6	-	-	-
平均						9.9	8.6	13.6	8.1	1.4	1.3	1.1	1.0
风电	2208.HK	金风科技	HKD	7.33	473	7.3	8.1	6.8	5.4	0.8	0.7	0.7	0.6
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.63	57	5.9	5.9	4.2	3.3	0.6	0.6	0.6	0.6
	1798.HK	大唐新能源	HKD	2.23	162	12.7	9.0	7.6	6.3	0.9	0.9	0.9	0.9
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.31	323	5.2	5.5	4.6	4.0	0.7	0.5	0.5	0.4
	1811.HK	中广核新能源	HKD	2.33	100	6.9	0.0	0.0	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0
	平均						7.6	5.7	4.6	3.8	0.8	0.6	0.5
	0916.HK	龙源电力	HKD	9.50	1,334	14.2	11.4	10.1	8.0	1.1	1.1	1.0	0.9

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											
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	28,667	37,195	43,532	47,892	53,828	盈利能力					
经营成本	(19,898)	(25,774)	(30,671)	(32,204)	(33,492)	毛利率 (%)	35%	34%	32%	36%	36%
经营利润	10,056	12,558	14,111	17,063	19,178	EBITDA 利率 (%)	59%	54%	55%	57%	55%
其他收入	1,287	1,136	1,250	1,375	1,512	净利率 (%)	16%	17%	17%	19%	19%
行政费用	(607)	(735)	(875)	(918)	(955)	营运表现					
财务开支	(3,458)	(3,722)	(3,988)	(4,200)	(4,309)	SG&A/收入 (%)	2%	2%	2%	2%	2%
应占联营公司利润	(51)	(577)	(577)	(577)	(577)	实际税率 (%)	18%	17%	20%	20%	20%
其他开支	(1,871)	(1,584)	(1,663)	(1,747)	(2,059)	股息支付率 (%)	20%	19%	20%	20%	20%
税前盈利	6,922	8,756	10,644	13,410	15,416	库存周转	15	15	15	15	15
所得税	(1,236)	(1,488)	(2,129)	(2,682)	(3,083)	应付账款天数	203	203	203	203	203
少数股东应占利润	661	854	1,299	1,637	1,881	应收账款天数	275	275	275	275	275
净利润	4,726	6,159	7,216	9,092	10,451	ROE (%)	8%	10%	10%	12%	12%
折旧及摊销	(7,735)	(8,295)	(9,871)	(10,365)	(10,779)	ROA (%)	3%	3%	4%	4%	5%
EBITDA	16,878	20,213	23,830	27,177	29,569	财务状况					
增长						净负债/股本	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
总收入 (%)	4%	30%	17%	10%	12%	收入/总资产	0.16	0.20	0.21	0.22	0.23
净利润 (%)	9%	30%	17%	26%	15%	总资产/股本	3.04	3.02	2.98	2.90	2.75
						收入对利息倍数	8.3	10.0	10.9	11.4	12.5
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											
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	5,226	3,616	3,861	6,134	6,149	EBITDA	16,878	20,213	23,830	27,177	29,569
应收账款	21,603	27,087	32,805	36,091	40,564	融资成本	(2,154)	(1,013)	(8,690)	(4,576)	(8,104)
存货	806	752	1,242	1,305	1,357	营运资金变化	(1,215)	(957)	4,424	2,749	5,288
其他流动资产	3,548	4,411	4,514	4,620	4,586	所得税	(1,236)	(1,488)	(2,129)	(2,682)	(3,083)
流动资产	31,184	35,865	42,422	48,150	52,656	营运现金流	12,273	16,755	17,435	22,667	23,669
固定资产	124,918	134,525	142,810	153,089	159,453	资本开支	(20,215)	(17,676)	(18,560)	(20,416)	(24,500)
其他固定资产	19,184	19,465	19,744	20,078	20,324	其他投资活动	236	(791)	1,036	1,160	1,308
非流动资产	144,102	153,989	162,554	173,166	179,777	投资活动现金流	(19,979)	(18,467)	(17,524)	(19,256)	(23,191)
总资产	175,286	189,855	204,976	221,316	232,433	负债变化	12,627	4,590	6,798	5,415	2,792
流动负债	52,907	58,546	60,679	63,658	62,876	股本变化	0	0	346	0	0
应付账款	3,615	4,083	4,859	5,102	5,306	股息	945	1,181	1,443	1,818	2,090
短期银行贷款	37,875	39,998	40,798	41,614	42,446	其他融资活动	(3,575)	(5,677)	(8,236)	(8,356)	(5,330)
其他短期负债	11,417	14,465	15,022	16,942	15,124	融资活动现金流	9,997	95	350	(1,123)	(448)
非流动负债	55,930	58,988	65,020	69,664	71,780	现金变化	2,292	(1,618)	261	2,288	30
长期银行贷款	52,598	55,065	61,063	65,663	67,623	期初持有现金	2,908	5,226	3,616	3,861	6,134
其他负债	3,332	3,923	3,957	4,002	4,158	汇率变动	26	7	(15)	(15)	(15)
总负债	108,837	117,534	125,699	133,322	134,656	期末持有现金	5,226	3,616	3,861	6,134	6,149
少数股东权益	8,761	9,388	10,514	11,776	13,197						
股东权益	57,688	62,933	68,763	76,218	84,579						
每股账面值(元)	7.18	7.83	8.20	9.09	10.09						
营运资金	(21,723)	(22,680)	(18,257)	(15,508)	(10,220)						

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。