

龙源电力 (916 HK)

强劲趋势将继续驱动四季度价值重估

我们认为国务院电价市场交易政策的更新，将是继续推动风电运营商重估的正面催化剂。与同行相比，我们相信 1) 龙源电力将受益于电力市场销售提升；2) 公司回归 A 股临近，目前已完成中国证监会的第一轮项目审查反馈提问。鉴于近期中国电力供应紧张的局面，进入 4 季度大风季节，我们认为市场将对发电量表现越发关注。我们并预计绿电带来的项目回报率增加，以及整体盈利表现改善将进一步反映在股价端。我们维持目标价 19.0 港元不变。重申买入评级。

- **风电电价将有望随新的市场电交易政策上升。** 龙源电力市场电交易占比在 2021 年上半年及 2020 年分别为 24.75% 及 29.78%。市场电交易较基准电价折让高 (20-30%)。根据目前电力供应紧张局面，我们认为市场电价差将可获得缩窄，或有机会高于基准水平。我们相信龙源电力的盈利表现将随潜在电价增长获得提高。
- **回归 A 股如期进展。** 龙源电力在 10 月 8 日就证监会第一轮项目审查反馈问答发布公告。证监会共提出 27 个问题。我们认为其中大部分是一般性询问，龙源电力已就提问作出详细回应。我们相信公司有望按计划在 2021 年底实现 A 股上市，回归 A 股步伐临近。
- **市场情绪有望加强。** 在近期电力供应紧张背景下，我们认为 4 季度风电随大风季到发电处理增加会部分弥补短期电力供给不足。此外，随着中国对“双控”要求愈发严格，我们认为市场对于风电运营商通过绿电交易获得更好电价水平的期望在逐步增加。对于省级地方政府以及企业来说，增加可再生能源发电量/消费量将对于实现地方经济增长以及企业的产能扩张扮演更加显著的作用。
- **重申买入评级。** 我们认为龙源电力已经积累了多重催化剂以进一步支持短期价值重估。从中长期角度，我们预计十四五期间龙源电力增加 30GW 新能源装机，并通过母公司新能源资产注入至少 17GW，对应目前 23GW 左右的新能源装机规模将具备 25% 的 2020-25 年 CAGR。我们对龙源电力的目标价维持 19.0 港元不变。重申买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入 (百万元人民币)	27,541	28,667	32,446	35,312	39,577
净收入 (百万元人民币)	0.54	0.59	0.77	0.84	0.98
每股盈利 (元人民币)	10.22	9.3	31.0	9.4	15.9
每股盈利变动 (%)	N/A	N/A	0.74	0.84	1.0
市场预测每股盈利 (元人民币)	25.6	23.5	17.9	16.4	14.1
市盈率 (倍)	2.31	2.15	1.95	1.78	1.61
市帐率 (倍)	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4
股息率 (%)	9.0	9.2	10.9	10.9	11.4
权益收益率 (%)	156	165	175	189	199.3
淨負債比率 (%)	27,541	28,667	32,446	35,312	39,577

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$19.00
(此前目标价)	HK\$19.00)
潜在升幅	+15.3%
当前股价	HK\$16.46

中国风电行业

萧小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	132,279
3 月平均流通量 (百万港元)	358.4
52 周内股价高/低 (港元)	20.25/5.08
总股本 (百万)	8,036

资料来源：彭博

股东结构 - H 股

威灵顿	13.0%
贝莱德	7.0%
流通股	80.0%

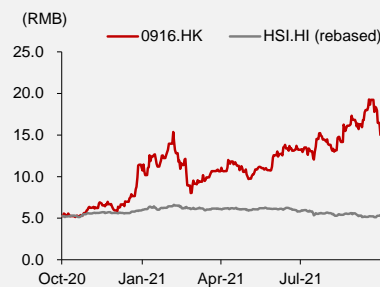
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.1%	3.2%
3-月	24.3%	36.9%
6-月	54.7%	78.7%
12-月	196.7%	188.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：万德资讯

审计师：安永

财务分析

利润表

12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	27,541	28,667	32,446	35,312	39,577
风电	18,981	20,403	24,011	25,850	28,502
火电	7,784	7,593	7,807	7,971	7,968
其它	657	358	628	1,491	3,107
特许权收益	118	313	-	-	-
销售成本	(14,488)	(14,774)	(16,244)	(17,499)	(19,206)
毛利	13,053	13,893	16,202	17,813	20,371
其它净收入	843	1,287	1,022	1,095	1,207
行政费用	(564)	(607)	(687)	(748)	(838)
人员成本	(2,352)	(2,645)	(2,843)	(3,095)	(3,372)
其它费用	(1,034)	(1,871)	(1,298)	(1,412)	(1,583)
息税前收益	9,946	10,056	12,397	13,653	15,785
融资成本净额	(3,486)	(3,083)	(3,608)	(4,268)	(5,045)
合资及联营企业	(10)	(51)	(43)	21	21
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	6,450	6,922	8,746	9,406	10,761
所得税	(1,131)	(1,236)	(1,626)	(1,706)	(1,987)
减去:					
非控制股东权益	753	661	661	661	661
永续中期票据权益	242	299	266	266	266
净利润	4,325	4,726	6,194	6,773	7,848

现金流量表

12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
净利润	4,325	4,726	6,194	6,773	7,848
折旧和摊销	7,786	7,968	8,819	10,130	11,730
运营资金变动	(1,865)	(5,665)	(10,086)	(3,285)	(2,901)
其它	2,270	83	440	8	14
经营活动所得现金流	12,515	7,112	5,367	13,627	16,690
资本开支	(9,799)	(18,030)	(19,160)	(30,639)	(34,724)
联营公司	221	272	(178)	(21)	(21)
其它	(1,196)	779	(924)	(81)	(79)
投资活动所得现金净额	(10,774)	(16,979)	(20,262)	(30,741)	(34,823)
股份发行	-	904	-	-	-
净借贷	3,286	12,392	13,010	19,703	18,914
股息	(785)	(865)	(945)	(1,239)	(1,355)
其它	(4,202)	1,029	150	150	150
融资活动所得现金净额	(1,700)	13,459	12,214	18,614	17,709
现金增加净额	41	3,593	(2,681)	1,500	(424)
年初现金及现金等价物	2,861	2,908	6,501	3,821	5,321
汇兑	(7)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,908	5,226	3,821	5,321	4,897
受限制现金	523	361	373	444	512
定期存款	-	-	-	-	-
资产负债表现金	3,432	5,588	4,193	5,765	5,409

资产负债表

12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	133,773	144,102	153,965	174,394	197,307
固定资产	114,607	124,918	135,437	156,250	179,557
预付租金	-	-	-	-	-
合资及联营公司投资	4,328	4,056	4,234	4,255	4,277
其它非流动资产	11,683	12,267	11,113	10,727	10,335
流动资产	23,029	31,184	35,672	39,522	42,572
现金及现金等价物	3,432	5,588	4,193	5,765	5,409
应收账款	16,365	21,603	27,591	29,671	32,855
预付款	1,963	2,831	2,567	2,648	2,740
其它流动资产	1,269	1,162	1,321	1,437	1,568
流动负债	43,538	52,907	52,226	59,118	67,206
应付账款	3,411	3,615	2,049	2,049	2,049
其它应付	10,840	11,064	8,480	7,474	7,978
借贷	28,965	37,875	41,403	49,312	56,902
其它流动负债	230	328	225	222	223
非流动负债	52,610	55,930	65,563	77,266	88,497
借贷	48,881	52,598	62,105	73,968	85,353
融资租赁	-	-	-	-	-
其它非流动负债	2,984	2,756	2,952	2,852	2,752
少数股东权益	7,732	8,761	8,911	9,061	9,211
永续中期票据	4,991	6,045	6,045	6,045	6,045
股东权益	47,932	51,642	56,891	62,425	68,918
净资产总额	60,655	66,449	71,848	77,532	84,175

主要比率

12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合(%)					
风电	68.9	71.2	74.0	73.2	72.0
火电	28.3	26.5	24.1	22.6	20.1
其它	2.4	1.2	1.9	4.2	7.8
特许权收益	0.4	1.1	-	-	-
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	36.1	35.1	38.2	38.7	39.9
税前利率	23.4	24.1	27.0	26.6	27.2
净利润率	15.7	16.5	19.1	19.2	19.8
有效税率	17.5	17.9	18.6	18.1	18.5
资产负债比率					
流动比率(x)	0.53	0.59	0.68	0.67	0.63
速动比率(x)	0.51	0.57	0.66	0.65	0.61
现金比率(x)	0.07	0.10	0.07	0.09	0.07
平均存货周转天数	11.1	10.3	10.3	11.1	11.1
平均应收款周转天数	178.3	241.7	276.7	295.9	288.3
平均应付周转天数	68.9	86.8	63.6	42.7	38.9
债务/股本比率(%)	162.4	175.2	181.9	197.5	206.4
净负债/股东权益比率(%)	156.3	165.1	175.2	189.0	199.3
回报率(%)					
资本回报率	9.0	9.2	10.9	10.9	11.4
资产回报率	2.8	2.7	3.3	3.2	3.3
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.54	0.59	0.77	0.84	0.98
每股股息(人民币)	0.11	0.12	0.15	0.17	0.20
每股账面价值(人民币)	5.96	6.43	7.08	7.77	8.58

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

对于接收此份报告的美国投资者：招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。