

龙源电力 (916 HK)

吸收合并将巩固领先地位并释放企业价值

龙源电力发布了合并平庄能源 (000780 CH) 的具体方案，并在随后进行了方案说明电话会。公司计划发行 3.42 亿 A 股吸收合并平庄能源以实现 A 股上市，在发行 A 股的同时，公司亦同步计划将平庄能源的煤炭资产与国家能源集团的新能源发电资产进行置换。整个交易过程尚有待国资委、证监会以及双方股东大会审批，管理层预期在 2021 年 12 月完成。在合并完成后，龙源将成为一家 A+H 双平台上市企业，融资能力将显著增强。我们认为交易将进一步巩固龙源的领先地位，并有助于释放公司价值。我们将目标价上调 103% 至每股 15 港元以体现盈利加速增长。维持买入评级。

■ **目标价上调 103% 至每股 15.0 港元。**我们对 2020-22 年盈利预测微调 -2.5%/0.9%/-2.1% 以体现近期的运营更新及运营假设变化。我们的 DCF 估值就 1) 永续增长率自 2% 上调至 3%; 2) 港元/人民币汇率自 0.90 调整至 0.83; 以及 3) 新增光伏发电展望预期进行了调整。由于交易审批需时较长，我们尚未将吸收合并及资产置换所带来的影响纳入模型预测。我们的目标价自 7.38 港元上调 103% 至 15 港元，对应 2021 年预测市盈率/市净率分别为 17.2/1.8 倍。我们认为公司的价值冲过尚未完成，预料国家十四五可再生能源发展规划及补贴问题解决方案将成为短期催化剂。维持买入评级。

■ **合并方案对双方均公平。**龙源提出发行 3.42 亿 A 股，作价人民币 11.42 元以置换平庄能源全部股份。交换比率为 1:0.3771，对应平庄能源股权价值为人民币 3.80，较平庄能源停牌前 20 个交易日平均收盘价有 10% 溢价。对于龙源电力来说，整个交易为非现金交易，对价人民币 39 亿元，并对平庄能源 2020 年 9 月 30 日的净资产有 7.5% 的溢价。考虑到平庄能源在 2018-19 均录得亏损，同时龙源迫切需要获得 A 股的股权融资渠道，我们认为交易方案对双方均为公平，并预期方案将获较小反对阻力。

■ **注入 2.04GW 高质量资产。**交易的第二及第三步为出售平庄能源的存量煤炭资产，并置换为国家能源旗下其它子公司的新能源资产。资产置换将以纯现金方式进行，龙源管理层已在国家能源集团的 9 个下属企业中确定了 2.04GW 风电资产。管理层透露待注入资产 2020 年前九个月贡献归母盈利人民币 5.6 亿，并且年化股本回报率高达 16.8%，显著高于龙源电力自身约 9% 的股本回报水平。目前平庄能源及待注入资产的估值尚未确定，我们预期估值水平将不会较 1 倍市净率显著偏离。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	26,388	27,541	28,431	31,806	35,118
同比增长 (%)	7.3	4.4	3.2	11.9	10.4
净收入 (百万元人民币)	3,924	4,325	4,710	5,882	6,685
每股盈利 (元人民币)	0.49	0.54	0.59	0.73	0.83
每股盈利变动 (%)	6.39	10.22	8.9	24.9	13.7
市场预测每股盈利 (元人民币)	N/A	N/A	0.60	0.68	0.77
市盈率 (倍)	19.2	17.4	16.0	12.8	11.3
市帐率 (倍)	1.7	1.57	1.45	1.33	1.21
股息率 (%)	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8
权益收益率 (%)	8.9	9.0	9.1	10.4	10.7
净负债比率 (%)	163	156	168	176	173

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\$15.00
(此前目标价)	HK\$7.38
潜在升幅	+33.0%
当前股价	HK\$11.28

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)	90,650
3 月平均流通量 (百万港元)	250.8
52 周内股价高/低 (港元)	12.22/3.30
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	65.6%	52.1%
3-月	105.5%	73.6%
6-月	142.0%	110.4%
12-月	128.9%	130.4%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：万德资讯

审计师：安永

- **A 股平台将巩固公司领先水平。**我们对于吸收合并感到乐观，因该交易将使公司打开 A 股的融资渠道，并使公司能过获得母公司更多的优质资产注入。截止至 2019 年，国家能源集团拥有 41.26/1.34GW 风电/光伏资产，减去龙源的 20GW 风电资产，本次交易中的 2GW 待注入资产以及国电电力（600795 CH）上市平台的 6GW 风电资产后，我们预料公司仍将有自集团收购 13-15GW 风电项目。
- **新增装机节奏加快。**国家能源集团提升了十四五期间的新能源新增装机展望，龙源电力作为旗下最重要的新能源运营平台，未来 5 年将承担约 20GW 的新增装机份额。我们预期公司将加速其新增装机计划，每年平均将新增 2GW 风电及 2GW 光伏装机。我们亦预期公司的资本开支水平将会提升至每年 200 亿人民币以上以对应新增装机加速需求。
- **补贴回收预期仍在。**龙源股价年初至今上涨超过 45%。我们认为股价强劲表现除体现出市场对于合并的乐观以外，更体现市场对于可再生能源补贴加速回收的预期。截止至 2020 年末，我们预期龙源累积的可再生能源补贴将超过 250 亿人民币。龙源在 2020 年内回收了 50 亿人民币，较管理层全年 35 亿人民币回收预期更好。展望 2021 年，为鼓励新能源行业加速发展，我们预期财政部和能源局将对补贴问题退出特别措施，如发行绿色债券等以解决日益扩张的补贴缺口问题。我们预料潜在的措施将有望进一步提升龙源的估值水平。
- **目标价上调 103%至每股 15.0 港元。**我们对 2020-22 年盈利预测微调 -2.5%/0.9%/-2.1%以体现近期的运营更新及运营假设变化。我们的 DCF 估值就 1) 永续增长率自 2%上调至 3%；2) 港元/人民币汇率自 0.90 调整至 0.83；以及 3) 新增光伏发电展望预期进行了调整。由于交易审批需时较长，我们尚未将吸收合并及资产置换所带来的影响纳入模型预测。我们的目标价自 7.38 港元上调 103%至 15 港元，对应 2021 年预测市盈率/市净率分别为 17.2/1.8 倍。我们认为公司的价值冲过尚未完成，预料国家十四五可再生能源发展规划及补贴问题解决方案将成为短期催化剂。维持买入评级。

财务分析

利润表

12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	26,388	27,541	28,431	31,806	35,118
风电	18,410	18,981	20,354	23,511	25,913
火电	7,314	7,784	7,443	7,526	7,591
其它	650	657	522	769	1,613
特许权收益	14	118	113	-	-
销售成本	(13,927)	(14,488)	(14,865)	(15,897)	(17,408)
毛利	12,461	13,053	13,566	15,909	17,710
其它净收入	917	843	878	1,002	1,089
行政费用	(588)	(564)	(582)	(652)	(719)
人员成本	(2,075)	(2,352)	(2,620)	(2,857)	(3,058)
其它费用	(1,473)	(1,034)	(995)	(1,113)	(1,229)
息税前收益	9,242	9,946	10,246	12,290	13,792
融资成本净额	(3,513)	(3,486)	(3,240)	(3,827)	(4,304)
合资及联营企业	167	(10)	(22)	22	22
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	5,897	6,450	6,985	8,484	9,509
所得税	(976)	(1,131)	(1,265)	(1,569)	(1,792)
减去:					
非控制股东权益	755	753	768	791	791
永续中期票据权益	242	242	242	242	242
净利润	3,924	4,325	4,710	5,882	6,685

现金流量表

12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
净利润	3,924	4,325	4,710	5,882	6,685
折旧和摊销	7,316	7,786	8,411	9,414	10,747
运营资金变动	(2,405)	(1,865)	(5,979)	(6,060)	(3,278)
其它	5,420	2,270	338	42	49
经营活动所得现金流	14,255	12,515	7,479	9,278	14,202
资本开支	(7,248)	(9,799)	(18,563)	(21,291)	(21,075)
联营公司	(78)	221	22	(22)	(22)
其它	(1,308)	(1,196)	(61)	(83)	(81)
投资活动所得现金净额	(8,633)	(10,774)	(18,603)	(21,396)	(21,178)
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	(2,459)	3,286	11,796	12,556	8,263
股息	(738)	(785)	(865)	(942)	(1,176)
其它	(4,605)	(4,202)	150	150	150
融资活动所得现金净额	(7,802)	(1,700)	11,081	11,764	7,237
现金增加净额	(2,179)	41	(43)	(355)	262
年初现金及现金等价物	5,071	2,861	2,908	2,866	2,511
汇兑	(31)	(7)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,861	2,908	2,866	2,511	2,773
受限制现金	253	523	323	369	399
资产负债表现金	3,114	3,432	3,189	2,880	3,171

资产负债表

12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	128,718	133,773	143,886	155,686	165,935
固定资产	110,001	114,607	124,889	137,064	147,697
预付租金	2,152	-	-	-	-
合资及联营公司投资	4,549	4,328	4,306	4,328	4,350
其它非流动资产	12,016	14,838	14,690	14,294	13,888
流动资产	17,786	23,029	27,027	30,793	33,357
现金及现金等价物	3,114	3,432	3,189	2,880	3,171
应收账款	10,542	16,365	19,921	23,869	26,000
预付款	2,819	1,963	2,495	2,567	2,648
其它流动资产	1,312	1,269	1,423	1,477	1,537
流动负债	39,780	43,538	48,716	51,784	54,102
应付账款	2,059	3,411	2,049	2,049	2,049
其它应付	9,122	10,840	10,465	8,480	7,474
借贷	28,336	28,965	35,894	40,952	44,289
其它流动负债	264	230	312	314	301
非流动负债	50,158	52,610	57,547	64,956	69,792
借贷	46,645	48,881	53,841	61,428	66,433
融资租赁	361	-	-	-	-
其它非流动负债	3,152	3,728	3,706	3,528	3,359
少数股东权益	7,329	7,732	7,882	8,032	8,182
永续中期票据	4,991	4,991	4,991	4,991	4,991
股东权益	44,245	47,932	51,776	56,716	62,225
净资产总额	56,566	60,655	64,650	69,740	75,398

主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
风电	69.8	68.9	71.6	73.9	73.8
火电	27.7	28.3	26.2	23.7	21.6
其它	2.5	2.4	1.8	2.4	4.6
特许权收益	0.1	0.4	0.4	-	-
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	35.0	36.1	36.0	38.6	39.3
税前利率	22.3	23.4	24.6	26.7	27.1
净利润率	14.9	15.7	16.6	18.5	19.0
有效税率	16.5	17.5	18.1	18.5	18.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.45	0.53	0.55	0.59	0.62
速动比率 (x)	0.43	0.51	0.53	0.57	0.60
现金比率 (x)	0.07	0.07	0.06	0.05	0.05
平均存货周转天数	12.5	11.1	11.5	11.5	11.0
平均应收款周转天数	122.4	178.3	232.9	251.3	259.2
平均应付周转天数	51.8	68.9	67.0	47.0	43.0
债务 / 股本比率 (%)	169.5	162.4	173.3	180.5	177.9
净负债 / 股东权益比率 (%)	163.0	156.3	167.8	176.1	173.5
回报率 (%)					
资本回报率	8.9	9.0	9.1	10.4	10.7
资产回报率	2.7	2.8	2.8	3.2	3.4

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 个月的潜在涨幅在-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上责任。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商投资者

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关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师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属制的报告。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。