

# 龍源電力 (916 HK)

## 吸收合併將鞏固領先地位並釋放企業價值

龍源電力發佈了合併平莊能源 (000780 CH) 的具體方案，並在隨後進行了方案說明電話會。公司計畫發行 3.42 億 A 股吸收合併平莊能源以實現 A 股上市，在發行 A 股的同時，公司亦同步計畫將平莊能源的煤炭資產與國家能源集團的新能源發電資產進行置換。整個交易過程尚有待國資委、證監會以及雙方股東大會審批，管理層預期在 2021 年 12 月完成。在合併完成後，龍源將成為一家 A+H 雙平台上市企業，融資能力將顯著增強。我們認為交易將進一步鞏固龍源的領先地位，並有助於釋放公司價值。我們將目標價上調 103% 至每股 15 港元以體現盈利加速增長。維持買入評級。

- **目標價上調 103% 至每股 15.0 港元。**我們對 2020-22 年盈利預測微調 -2.5%/0.9%/-2.1% 以體現近期的運營更新及運營假設變化。我們的 DCF 估值就 1) 永續增長率自 2% 上調至 3%; 2) 港元/人民幣匯率自 0.90 調整至 0.83; 以及 3) 新增光伏發電展望預期進行了調整。由於交易審批需時較長，我們尚未將吸收合併及資產置換所帶來的影響納入模型預測。我們的目標價自 7.38 港元上調 103% 至 15 港元，對應 2021 年預測市盈率/市淨率分別為 17.2/1.8 倍。我們認為公司的價值沖過尚未完成，預料國家十四五可再生能源發展規劃及補貼問題解決方案將成為短期催化劑。維持買入評級。
- **合併方案對雙方均公平。**龍源提出發行 3.42 億 A 股，作價人民幣 11.42 元以置換平莊能源全部股份。交換比率為 1:0.3771，對應平莊能源股權價值為人民幣 3.80，較平莊能源停牌前 20 個交易日平均收盤價有 10% 溢價。對於龍源電力來說，整個交易為非現金交易，對價人民幣 39 億元，並對平莊能源 2020 年 9 月 30 日的淨資產有 7.5% 的溢價。考慮到平莊能源在 2018-19 均錄得虧損，同時龍源迫切需要獲得 A 股的股權融資管道，我們認為交易方案對雙方均為公平，並預期方案將獲較小反對阻力。
- **注入 2.04GW 高品質資產。**交易的第二及第三步為出售平莊能源的存量煤炭資產，並置換為國家能源旗下其它子公司的新能源資產。資產置換將以純現金方式進行，龍源管理層已在國家能源集團的 9 個下屬企業中確定了 2.04GW 風電資產。管理層透露待注入資產 2020 年前九個月貢獻歸母盈利人民幣 5.6 億，並且年化股本回報率高達 16.8%，顯著高於龍源電力自身約 9% 的股本回報水準。目前平莊能源及待注入資產的估值尚未確定，我們預期估值水準將不會較 1 倍市淨率顯著偏離。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	26,388	27,541	28,431	31,806	35,118
同比增長 (%)	7.3	4.4	3.2	11.9	10.4
淨收入 (百萬元人民幣)	3,924	4,325	4,710	5,882	6,685
每股盈利 (元人民幣)	0.49	0.54	0.59	0.73	0.83
每股盈利變動 (%)	6.39	10.22	8.9	24.9	13.7
市場預測每股盈利 (元人民幣)	N/A	N/A	0.60	0.68	0.77
市盈率 (倍)	19.2	17.4	16.0	12.8	11.3
市帳率 (倍)	1.7	1.57	1.45	1.33	1.21
股息率 (%)	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8
權益收益率 (%)	8.9	9.0	9.1	10.4	10.7
淨負債比率 (%)	163	156	168	176	173

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$15.00
(此前目標價)	HK\$7.38)
潛在升幅	+33.0%
當前股價	HK\$11.28

### 中國風電行業

#### 蕭小川

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

#### 公司資料

市值(百萬港元)	90,650
3 月平均流通量 (百萬港元)	250.8
52 周內股價高/低 (港元)	12.22/3.30
總股本 (百萬)	8,036

資料來源：彭博

#### 股東結構 - H 股

威靈頓	13.0%
貝萊德	7.0%
流通股	80.0%

資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	65.6%	52.1%
3-月	105.5%	73.6%
6-月	142.0%	110.4%
12-月	128.9%	130.4%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：萬德資訊

審計師：安永

- **A股平台將鞏固公司領先水準。**我們對於吸收合併感到樂觀，因該交易將使公司打開A股的融資管道，並使公司能過獲得母公司更多的優質資產注入。截止至2019年，國家能源集團擁有41.26/1.34GW風電/光伏資產，減去龍源的20GW風電資產，本次交易中的2GW待注入資產以及國電電力（600795 CH）上市平台的6GW風電資產後，我們預料公司仍將有機會自集團收購13-15GW風電專案。
- **新增裝機節奏加快。**國家能源集團提升了十四五期間的新能源新增裝機展望，龍源電力作為旗下最重要的新能源運營平台，未來5年將承擔約20GW的新增裝機份額。我們預期公司將加速其新增裝機計畫，每年平均將新增2GW風電及2GW光伏裝機。我們亦預期公司的資本開支水準將會提升至每年200億人民幣億上以對應新增裝機加速需求。
- **補貼回收預期仍在。**龍源股價年初至今上漲超過45%。我們認為股價強勁表現除體現出市場對於合併的樂觀以外，更體現市場對於可再生能源補貼加速回收的預期。截止至2020年末，我們預期龍源累積的可再生能源補貼將超過250億人民幣。龍源在2020年內回收了50億人民幣，較管理層全年35億人民幣回收預期更好。展望2021年，為鼓勵新能源行業加速發展，我們預期財政部和能源局將對補貼問題退出特別措施，如發行綠色債券等以解決日益擴張的補貼缺口問題。我們預料潛在的措施將有望進一步提升龍源的估值水準。
- **目標價上調103%至每股15.0港元。**我們對2020-22年盈利預測微調-2.5%/0.9%/-2.1%以體現近期的運營更新及運營假設變化。我們的DCF估值就1) 永續增長率自2%上調至3%；2) 港元/人民幣匯率自0.90調整至0.83；以及3) 新增光伏發電展望預期進行了調整。由於交易審批需時較長，我們尚未將吸收合併及資產置換所帶來的影響納入模型預測。我們的目標價自7.38港元上調103%至15港元，對應2021年預測市盈率/市淨率分別為17.2/1.8倍。我們認為公司的價值沖過尚未完成，預料國家十四五可再生能源發展規劃及補貼問題解決方案將成為短期催化劑。維持買入評級。

## 財務分析

### 利潤表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>銷售收入</b>	<b>26,388</b>	<b>27,541</b>	<b>28,431</b>	<b>31,806</b>	<b>35,118</b>
風電	18,410	18,981	20,354	23,511	25,913
火電	7,314	7,784	7,443	7,526	7,591
其它	650	657	522	769	1,613
特許權收益	14	118	113	-	-
銷售成本	(13,927)	(14,488)	(14,865)	(15,897)	(17,408)
<b>毛利</b>	<b>12,461</b>	<b>13,053</b>	<b>13,566</b>	<b>15,909</b>	<b>17,710</b>
其它淨收入	917	843	878	1,002	1,089
行政費用	(588)	(564)	(582)	(652)	(719)
人員成本	(2,075)	(2,352)	(2,620)	(2,857)	(3,058)
其它費用	(1,473)	(1,034)	(995)	(1,113)	(1,229)
<b>息稅前收益</b>	<b>9,242</b>	<b>9,946</b>	<b>10,246</b>	<b>12,290</b>	<b>13,792</b>
融資成本淨額	(3,513)	(3,486)	(3,240)	(3,827)	(4,304)
合資及聯營企業	167	(10)	(22)	22	22
特殊項目	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>5,897</b>	<b>6,450</b>	<b>6,985</b>	<b>8,484</b>	<b>9,509</b>
所得稅	(976)	(1,131)	(1,265)	(1,569)	(1,792)
減去:					
非控制股東權益	755	753	768	791	791
永續中期票據權益	242	242	242	242	242
<b>淨利潤</b>	<b>3,924</b>	<b>4,325</b>	<b>4,710</b>	<b>5,882</b>	<b>6,685</b>

### 現金流量表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>淨利潤</b>	<b>3,924</b>	<b>4,325</b>	<b>4,710</b>	<b>5,882</b>	<b>6,685</b>
折舊和攤銷	7,316	7,786	8,411	9,414	10,747
運營資金變動	(2,405)	(1,865)	(5,979)	(6,060)	(3,278)
其它	5,420	2,270	338	42	49
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>14,255</b>	<b>12,515</b>	<b>7,479</b>	<b>9,278</b>	<b>14,202</b>
資本開支	(7,248)	(9,799)	(18,563)	(21,291)	(21,075)
聯營公司	(78)	221	22	(22)	(22)
其它	(1,308)	(1,196)	(61)	(83)	(81)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(8,633)</b>	<b>(10,774)</b>	<b>(18,603)</b>	<b>(21,396)</b>	<b>(21,178)</b>
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	(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
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(7,802)</b>	<b>(1,700)</b>	<b>11,081</b>	<b>11,764</b>	<b>7,237</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(2,179)</b>	<b>41</b>	<b>(43)</b>	<b>(355)</b>	<b>262</b>
年初現金及現金等價物	5,071	2,861	2,908	2,866	2,511
匯兌	(31)	(7)	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>2,861</b>	<b>2,908</b>	<b>2,866</b>	<b>2,511</b>	<b>2,773</b>
受限制現金	253	523	323	369	399
資產負債表現金	3,114	3,432	3,189	2,880	3,171

### 資產負債表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>非流動資產</b>	<b>128,718</b>	<b>133,773</b>	<b>143,886</b>	<b>155,686</b>	<b>165,935</b>
固定資產	110,001	114,607	124,889	137,064	147,697
預付租金	2,152	-	-	-	-
合資及聯營公司投資	4,549	4,328	4,306	4,328	4,350
其它非流動資產	12,016	14,838	14,690	14,294	13,888
<b>流動資產</b>	<b>17,786</b>	<b>23,029</b>	<b>27,027</b>	<b>30,793</b>	<b>33,357</b>
現金及現金等價物	3,114	3,432	3,189	2,880	3,171
應收賬款	10,542	16,365	19,921	23,869	26,000
預付款	2,819	1,963	2,495	2,567	2,648
其它流動資產	1,312	1,269	1,423	1,477	1,537
<b>流動負債</b>	<b>39,780</b>	<b>43,538</b>	<b>48,716</b>	<b>51,784</b>	<b>54,102</b>
應付帳款	2,059	3,411	2,049	2,049	2,049
其它應付	9,122	10,840	10,465	8,480	7,474
借貸	28,336	28,965	35,894	40,952	44,289
其它流動負債	264	230	312	314	301
<b>非流動負債</b>	<b>50,158</b>	<b>52,610</b>	<b>57,547</b>	<b>64,956</b>	<b>69,792</b>
借貸	46,645	48,881	53,841	61,428	66,433
融資租賃	361	-	-	-	-
其它非流動負債	3,152	3,728	3,706	3,528	3,359
<b>少數股東權益</b>	<b>7,329</b>	<b>7,732</b>	<b>7,882</b>	<b>8,032</b>	<b>8,182</b>
<b>永續中期票據</b>	<b>4,991</b>	<b>4,991</b>	<b>4,991</b>	<b>4,991</b>	<b>4,991</b>
<b>股東權益</b>	<b>44,245</b>	<b>47,932</b>	<b>51,776</b>	<b>56,716</b>	<b>62,225</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>56,566</b>	<b>60,655</b>	<b>64,650</b>	<b>69,740</b>	<b>75,398</b>

### 主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>銷售組合 (%)</b>					
風電	69.8	68.9	71.6	73.9	73.8
火電	27.7	28.3	26.2	23.7	21.6
其它	2.5	2.4	1.8	2.4	4.6
特許權收益	0.1	0.4	0.4	-	-
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	35.0	36.1	36.0	38.6	39.3
稅前利率	22.3	23.4	24.6	26.7	27.1
淨利潤率	14.9	15.7	16.6	18.5	19.0
有效稅率	16.5	17.5	18.1	18.5	18.8
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	0.45	0.53	0.55	0.59	0.62
速動比率 (x)	0.43	0.51	0.53	0.57	0.60
現金比率 (x)	0.07	0.07	0.06	0.05	0.05
平均存貨周轉天數	12.5	11.1	11.5	11.5	11.0
平均應收款周轉天數	122.4	178.3	232.9	251.3	259.2
平均應付周轉天數	51.8	68.9	67.0	47.0	43.0
債務 / 股本比率 (%)	169.5	162.4	173.3	180.5	177.9
淨負債 / 股東權益比率 (%)	163.0	156.3	167.8	176.1	173.5
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	8.9	9.0	9.1	10.4	10.7
資產回報率	2.7	2.8	2.8	3.2	3.4

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀國際證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局("FINRA")註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。