

买入

母公司资产注入启动，利好公司盈利估值双提升

龙源电力 (0916.HK)

2024-07-02 星期二

投资要点

目标价: **10.36 港元**
现价: 7.02 港元
预计升幅: 48%

➤ 母公司分批注入新能源资产，利好公司盈利估值双提升：

公司公告，近期接到控股股东国家能源集团通知，为落实《国家能源投资集团有限责任公司关于避免与龙源电力集团股份有限公司同业竞争的补充承诺函》的约定，推动减少和解决同业竞争，国家能源集团拟启动向该公司注入部分新能源资产的工作。国家能源集团下属部分省公司体内符合注入条件的新能源公司的股权，预计新能源装机规模约 400 万千瓦，初步计划分批注入。“十四五”期间公司目标新增风光装机 30GW，规划 2024-2025 年将分别投产 7.5GW 和 11.5GW，因此，国能集团新能源资产注入将有力支撑公司装机目标的实现。预期母公司新能源资产注入后，将带来公司盈利和估值双提升。

➤ 市场憧憬新电改政策，绿电环境价值实现指日可待：

今年 5 月份以来，国家政策层面释放出积极信号，将着重解决新能源消纳问题，特别是国务院印发了《2024—2025 年节能降碳行动方案》，要求“十四五”后两年新上高耗能项目的非化石能源消费比例不得低于 20%，加强可再生能源绿证交易与节能降碳政策衔接，2024 年底实现绿证核发全覆盖，预期绿电交易市场有望加速扩容，绿电环境价值有望逐步体现。我们认为，新 10% 的消纳红线保障了利用率底线，并将促进新增装机的理性发展，确保了新能源发电的合理收益。新能源行业盈利有了保底，加上装机增长的成长性，以及分红派息的逐步提升，行业公用事业属性增加，估值有望进一步提升。

➤ 维持买入评级，目标价 10.36 港元：

公司作为行为龙头，资源分布优势显著，估值有望优于行业平均，享有一定幅度溢价。我们更新公司目标价 10.36 港元，相当于 2024 年和 2025 年 9 倍和 8 倍 PE，目标价较现价有 48% 上升空间，维持买入评级。

重要数据

日期	2024-06-28
收盘价 (港元)	7.02
总股本 (百万股)	8,360
总市值 (亿港元)	1,220
净资产 (百万元)	82,026
总资产 (百万元)	239,915
52 周高低 (港元)	8.13/4.23
每股净资产 (港元)	9.23

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

国家能源投资集团有限责任公司
(54.91%)

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-20220112/0908/1111

更新报告-202302148/20230508

更新报告-20230906/20240417

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gzyq.com.hk

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	39,862	37,638	42,949	47,173	49,889
同比增长(%)	7.2%	-5.6%	14.1%	9.8%	5.8%
净利润	4,903	6,200	8,724	9,726	10,238
同比增长(%)	-20.4%	26.4%	40.7%	11.5%	5.3%
每股盈利 (元)	0.59	0.74	1.04	1.16	1.22
PE@7.02HKD	10.9	8.7	6.1	5.5	5.2
每股股息 (人民币分)	11.7	22.3	31.3	34.9	36.7
股息率	1.83%	3.47%	4.89%	5.45%	5.73%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

母公司分批注入新能源资产，利好公司盈利估值双提升：

公司公告，近期接到控股股东国家能源集团通知，为落实《国家能源投资集团有限责任公司关于避免与龙源电力集团股份有限公司同业竞争的补充承诺函》的约定，推动减少和解决同业竞争，国家能源集团拟启动向该公司注入部分新能源资产的工作。国家能源集团下属部分省公司体内符合注入条件的新能源公司的股权，预计新能源装机规模约400万千瓦，初步计划分批注入。“十四五”期间公司目标新增风光装机30GW，规划2024-2025年将分别投产7.5GW和11.5GW，因此，国能集团新能源资产注入将有力支撑公司装机目标的实现。预期母公司新能源资产注入后，将带来公司盈利和估值双提升。

市场憧憬新电改政策，绿电环境价值实现指日可待：

今年5月份以来，国家政策层面释放出积极信号，将着重解决新能源消纳问题，特别是国务院印发了《2024—2025年节能降碳行动方案》，要求“十四五”后两年新上高耗能项目的非化石能源消费比例不得低于20%，加强可再生能源绿证交易与节能降碳政策衔接，2024年底实现绿证核发全覆盖，预期绿电交易市场有望加速扩容，绿电环境价值有望逐步体现。我们认为，新10%的消纳红线保障了利用率底线，并将促进新增装机的理性发展，确保了新能源发电的合理收益。新能源行业盈利有了保底，加上装机增长的成长性，以及分红派息的逐步提升，行业公用事业属性增加，估值有望进一步提升。

维持买入评级，目标价10.36港元：

公司作为行为龙头，资源分布优势显著，估值有望优于行业平均，享有一定幅度溢价。我们更新公司目标价10.36港元，相当于2024年和2025年9倍和8倍PE，目标价较现价有48%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

电价下调

限电率上升

表 1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
3868.HK	信义能源	HKD	1.01	83	8.4	7.1	6.1	5.5	0.6	0.6	0.6	0.5
2208.HK	金风科技	HKD	3.18	280	9.1	5.5	4.6	4.2	0.3	0.3	0.3	0.3
0182.HK	协合新能源	HKD	0.60	49	4.6	4.0	3.7	3.5	0.5	0.5	0.5	0.5
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.02	147	4.8	5.7	4.9	4.5	0.7	1.3	1.2	1.1
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.54	280	6.1	5.2	4.5	3.9	0.6	0.6	0.5	0.5
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.55	109	5.2	4.4	3.9	3.6	0.9	0.9	0.8	0.8
0836.HK	华润电力	HKD	23.95	1,152	10.5	7.9	6.9	6.0	1.4	1.2	1.1	0.9
2380.HK	中国电力	HKD	4.05	501	14.7	9.3	7.2	5.9	0.8	0.9	0.8	0.8
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	4.73	743	9.5	6.9	6.7	6.3	1.1	1.0	1.0	0.9
平均					8.1	6.2	5.4	4.8	0.8	0.8	0.7	0.7
0916.HK	龙源电力	HKD	7.02	1,220	8.4	6.1	5.5	5.2	0.8	0.7	0.6	0.6

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										
	2022E	2023A	2024E	2025E	2026E	2022E	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	39,862	37,638	42,949	47,173	49,889	盈利能力				
经营成本	(29,165)	(27,157)	(29,058)	(31,819)	(33,728)	毛利率 (%)	30%	31%	36%	36%
经营利润	11,903	11,807	15,350	16,958	17,926	EBITDA 利率 (%)	53%	57%	60%	60%
其他收入	1,206	1,326	1,459	1,605	1,765	净利率 (%)	12%	16%	20%	21%
行政费用	(766)	(830)	(888)	(972)	(1,031)	营运表现				
财务开支	(4,107)	(3,688)	(3,735)	(3,986)	(4,261)	SG&A/收入 (%)	2%	2%	2%	2%
应占联营公司利润	(419)	28	(50)	(50)	(50)	实际税率 (%)	20%	18%	18%	18%
其他开支	(3,416)	(3,678)	(4,293)	(4,701)	(4,983)	股息支付率 (%)	20%	30%	30%	30%
税前盈利	7,684	8,398	11,815	13,173	13,866	库存周转	15	15	15	15
所得税	(1,554)	(1,530)	(2,152)	(2,400)	(2,526)	应付账款天数	203	203	203	203
少数股东应占利润	997	513	939	1,047	1,102	应收账款天数	275	275	275	275
净利润	4,903	6,200	8,724	9,726	10,238	ROE (%)	7%	9%	11%	11%
折旧及摊销	(10,260)	(10,784)	(11,539)	(12,635)	(13,393)	ROA (%)	2%	3%	4%	4%
EBITDA	21,263	21,516	25,680	28,240	29,805	财务状况				
增长						净负债/股本	1.5	1.7	1.5	1.5
总收入 (%)	7%	-6%	14%	10%	6%	收入/总资产	0.18	0.16	0.18	0.18
净利润 (%)	-20%	26%	41%	11%	5%	总资产/股本	3.26	3.26	3.05	2.95
						收入对利息倍数	9.7	10.2	11.5	11.7
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										
	2022E	2023A	2024E	2025E	2026E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
现金	18,338	4,529	6,780	4,803	5,302	EBITDA	21,263	21,516	25,680	28,240
应收账款	27,658	35,730	32,366	35,548	37,596	融资成本	8,379	5,533	8,110	592
存货	750	727	1,177	1,289	1,366	营运资金变化	1,518	(5,084)	(827)	764
其他流动资产	6,119	4,022	3,991	3,960	3,930	所得税	(1,554)	(1,530)	(2,152)	(2,400)
流动资产	52,864	45,008	44,314	45,601	48,194	营运现金流	29,606	20,436	30,811	27,196
固定资产	151,600	162,009	171,203	186,360	199,435	资本开支	(22,320)	(25,668)	(28,234)	(29,646)
其他固定资产	18,755	22,898	23,157	23,417	23,681	其他投资活动	3,311	(835)	570	603
非流动资产	170,355	184,907	194,360	209,777	223,116	投资活动现金流	(19,009)	(26,502)	(27,665)	(29,043)
总资产	223,219	229,915	238,674	255,378	271,310	负债变化	24,575	2,640	1,559	8,345
流动负债	74,027	71,255	71,388	71,910	72,351	股本变化	346	0	0	0
应付账款	2,936	7,249	7,757	8,494	9,003	股息	979	1,860	2,617	2,918
短期银行贷款	53,279	49,499	50,489	51,498	52,528	其他融资活动	(22,061)	(12,226)	(5,057)	(11,378)
其他短期负债	17,811	14,507	13,142	11,918	10,819	融资活动现金流	3,839	(7,726)	(881)	(116)
非流动负债	69,449	76,634	77,338	84,813	93,028	现金变化	14,436	(13,793)	2,265	(1,962)
长期银行贷款	66,359	72,780	73,350	80,684	88,753	期初持有现金	3,913	18,338	4,530	6,780
其他负债	3,090	3,854	3,989	4,129	4,275	汇率变动	(11)	(15)	(15)	(15)
总负债	143,476	147,889	148,726	156,723	165,379	期末持有现金	18,338	4,530	6,780	4,803
少数股东权益	11,296	11,446	11,809	12,215	12,641					
股东权益	68,448	70,580	78,140	86,440	93,289					
每股账面值(元)	8.17	8.42	9.01	9.94	10.92					

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>