

## 买入

## 前 8 月发电量增长 21.86%，未来业绩稳健增长

**龙源电力 (0916.HK)**

2021-09-10 星期五

### 投资要点

目标价: **20.7 港元**  
 现价: 16.96 港元  
 预计升幅: 22%

#### ➤ 2021 年上半年公司盈利同比增长 37.7%:

2021H1, 公司业绩稳健增长, 实现营业收入 178.77 亿元, 同比增长 25.7%; 实现归母净利润 44.20 亿元, 同比增长 37.7%; 从分部收入, 风电收入分别为 127.38 亿元, 同比增长 20.2%; 主要是风电装机容量及利用小时数增长带动风电销售量同比增加及风电平均上网电价提高所致; 火电收入 48.26 亿元, 同比增长 44.9%; 主要是全社会用电量需求增加及平均售电价格上涨推动公司售电量同比增长及全球煤炭价格上涨, 煤炭销售增加所致。

### 重要数据

日期	2021-09-09
收盘价 (港元)	16.96
总股本 (百万股)	8,036
总市值 (百万港元)	136,297
净资产 (百万元)	70,502
总资产 (百万元)	180,235
52 周高低 (港元)	17.64 / 4.33
每股净资产 (元)	7.60

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

#### ➤ 装机容量、发电小时数提升驱动经营现金流大幅改善:

2021H1, 公司经营性现金流大幅增加, 经营活动现金流净额为 79.96 亿元, 较去年同期增长 45.93 亿元, 主要是 1) 装机容量和发电小时数的提升推动公司售电收入大幅增加, 同比增加 26.23 亿元; 2) 公司债券化产品规模的增加; 3) 全球煤价高涨, 公司煤炭销售现金收入增加 11.47 亿元; 4) 工资支付及增值税同比减少 5.76 亿元。

### 主要股东

国家能源投资公司有限责任公司  
 (57.27%)  
 Wellington Management Group LLP  
 (5.37%)

#### ➤ 2021 年 1-8 月累计发电量同比增长 21.86%:

2021 年 8 月公司完成发电量 3,926,861 兆瓦时, 同比减少 0.21%。其中, 风电减少 6.83%, 火电增长 11.55%; 2021 年 1-8 月公司累计完成发电量 41,852.4 吉瓦时, 同比增长 21.86%。其中, 风电累计完成发电量 33,799.0 吉瓦时, 同比增长 20.35%; 火电累计完成发电量 7,413.4 吉瓦时, 同比增长 32.27%, 其他可再生能源发电量累计完成发电量 640.0 吉瓦时, 同比增长 160.82%。2021 年 8 月公司限电率为 3.01%, 去年同期为 3.43%。

### 相关报告

深度报告-20210608  
 更新报告-20210727

#### ➤ 维持买入评级, 提高目标价至 20.7 港元:

我们提高公司目标价至 20.7 港元, 相当于 2021 年和 2022 年 24 倍和 20.5 倍 PE, 目标价较现价有 22% 上升空间, 维持买入评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	27,541	28,667	31,901	35,143	38,197
同比增长 (%)	4.4%	4.1%	11.3%	10.2%	8.7%
归属股东净利润	4,325	4,726	5,751	6,723	7,714
同比增长 (%)	10.2%	9.3%	21.7%	16.9%	14.7%
每股盈利 (人民币分)	53.82	58.81	71.56	83.66	95.99
PE@16.96HKD	26.2	23.9	19.7	16.8	14.7
每股股息 (人民币分)	10.8	11.8	14.3	16.7	19.2
股息率	0.76%	0.84%	1.02%	1.19%	1.36%

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

## 报告正文

### 2021年上半年公司业绩同比增长 37.7%:

2021年上半年,公司业绩稳健增长,实现营业收入人民币 178.77 亿元,同比增长 25.7%;实现归母净利润 44.20 亿元,同比增长 37.7%;从分部收入,风电发电板块收入分别为人民币 127.38 亿元,同比增长 20.2%;主要是 1) 风电装机容量及利用小时数增长带动风电销售量同比增加 19.5%; 2) 风电平均上网电价(不含增值税)同比增长 3 元/兆瓦时;火电板块实现营业收入 48.26 亿元,同比增长 44.9%;主要是 1) 全社会用电量需求增加及平均售电价格上涨推动公司售电量同比增长 31.4%; 2) 全球煤炭价格上涨,煤炭销售贡献收入人民币 25.52 亿元,同比增长 59.9%。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)

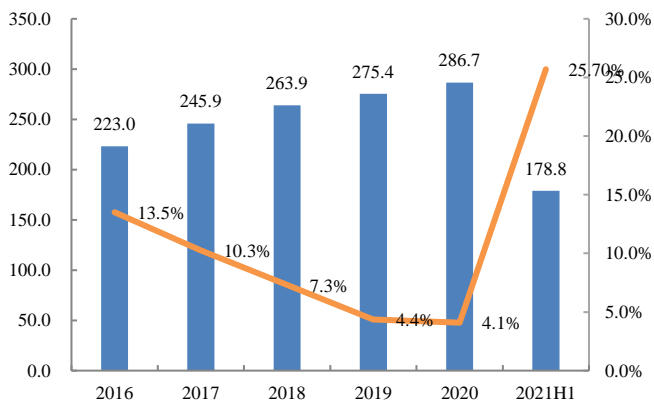
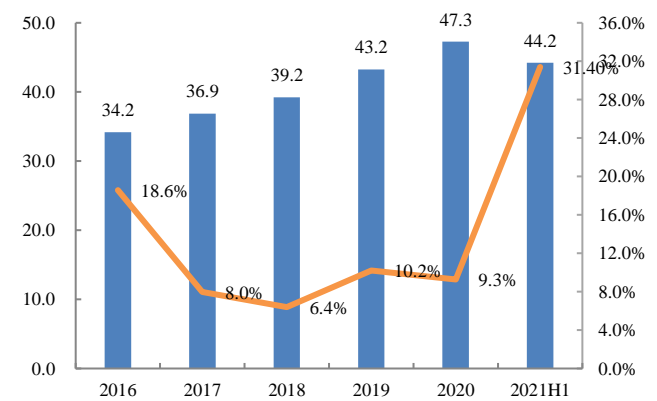


图 2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

### 装机容量、发电小时数提升驱动经营现金流大幅改善:

2021H1, 公司新增装机容量 226.5 兆瓦, 总控股装机容量达到 24,907 兆瓦, 其中风电控股装机容量 22,429 兆瓦、火电控股装机容量 1,875 兆瓦, 其他可再生能源控股装机容量 603 兆瓦。风电利用小时数为 1,297 小时, 同比增长 110 小时或 9.27%, 高出全国平均 85 小时; 火电机组平均利用小时数达到 2,805 小时, 同比增加 690 小时; 2021H1, 公司经营性现金流大幅增加, 经营活动现金流净额为 79.96 亿元, 较去年同期增长 45.93 亿元, 主要是 1) 装机容量和发电小时数的提升推动公司售电收入大幅增加, 同比增加 26.23 亿元; 2) 公司资产证券化产品规模的增加; 3) 全球煤价高涨, 公司煤炭销售现金收入增加 11.47 亿元; 4) 工资支付及增值税同比减少 5.76 亿元。

### 2021年8月限电率优于去年同期, 风电发电量同比增长 21.86%:

2021年8月公司限电率为 3.01%, 去年同期为 3.43%。2021年1-8月公司累计完成发电量 41,852.4 吉瓦时, 同比增长 21.86%。其中, 风电累计完成发电量 33,799.0 吉

瓦时，同比增长 20.35%；火电累计完成发电量 7,413.4 吉瓦时，同比增长 32.27%，其他可再生能源发电量累计完成发电量 640.0 吉瓦时，同比增长 160.82%。公司风电发电量增长表现较好，主要受益良好的风资源以及增量电站发电量贡献。

**表 1：公司 2021 年 1-8 月发电量及同比增长**

	2021 年 8 月 发电量 (吉瓦时)	2020 年 8 月 发电量 (吉瓦时)	8 月同比 变化率 (%)	2021 年 1-8 月 累计发电量 (吉瓦时)	2020 年 1-8 月 累计发电量 (吉瓦时)	年累计发电量 同比变化率 (%)
风电业务	2,713.2	2,912.1	-6.83	33,799.0	28,493.8	18.62
火电业务	1,111.4	996.3	11.55	7,413.4	5,604.8	32.27
其他可再生能源业务	102.2	26.7	283.02	640.0	245.4	160.82
总计	3,926.9	3,935.1	-0.21	41,852.4	34,343.9	21.86

数据来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 维持买入评级，提高目标价至 20.7 港元：

我们看好未来 CCER 重启、绿电市场化交易以及未来综合电价提升对新能源运营商业绩增厚的利好，有利进一步提升新能源运营商的估值水平。我们亦期待 H+A 顺利推进，资产重组完成为公司带来整体估值的提升。我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，提高公司目标价至 20.7 港元，相当于 2021 年和 2022 年 24 倍和 20.5 倍 PE，目标价较现价有 22% 上升空间，维持买入评级。

### 风险提示：

资产重组总体方案进展延迟，新增装机不及预期，补贴回款滞后

**表 2：行业估值**

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
2380.HK	中国电力	HKD	3.43	336	16.6	14.4	12.3	11.4	0.8	0.8	0.8	0.8
0836.HK	华润电力	HKD	21.40	1,029	13.6	12.2	10.1	8.5	1.1	1.1	1.0	1.0
1811.HK	中广核新能源	HKD	5.92	254	20.2	16.8	14.6	13.0	2.5	2.5	2.2	2.0
0182.HK	协合新能源	HKD	0.78	66	8.2	6.5	5.2	4.1	0.8	0.8	0.7	0.6
0956.HK	新天绿色能源	HKD	6.63	498	14.2	11.0	10.0	8.8	1.5	1.5	1.3	1.2
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.97	216	15.3	10.0	8.9	7.2	0.7	0.6	0.6	0.7
0991.HK	大唐发电	HKD	1.50	531	7.8	7.5	7.0	6.4	0.6	0.4	0.4	0.3
0902.HK	华能国际	HKD	4.30	1,100	23.9	8.3	8.1	7.5	0.4	0.4	0.4	0.4
1071.HK	华电国际	HKD	3.07	502	6.1	4.7	3.9	4.1	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>平均</b>					<b>14.0</b>	<b>10.2</b>	<b>8.9</b>	<b>7.9</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>
0916.HK	龙源电力	HKD	16.96	1,363	23.9	19.7	16.8	14.7	1.9	1.8	1.7	0.8

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**财务报表摘要**
**损益表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	27,541	28,667	31,901	35,143	38,197
经营成本	(18,438)	(19,898)	(21,589)	(23,316)	(24,832)
<b>经营利润</b>	9,946	10,056	11,728	13,384	15,078
其他收入	843	1,287	1,415	1,557	1,713
行政费用	(564)	(607)	(658)	(711)	(757)
财务开支	(3,626)	(3,458)	(3,699)	(3,951)	(4,215)
应占联营公司利润	(10)	(51)	(51)	(51)	(51)
其他开支	(1,034)	(1,871)	(1,965)	(2,063)	(2,166)
<b>税前盈利</b>	6,450	6,922	8,422	9,846	11,297
所得税	(1,131)	(1,236)	(1,504)	(1,758)	(2,017)
少数股东应占利润	753	661	1,167	1,364	1,565
<b>净利润</b>	4,325	4,726	5,751	6,723	7,714
折旧及摊销	(7,633)	(7,735)	(8,392)	(9,063)	(9,653)
<b>EBITDA</b>	16,876	16,878	19,148	21,354	23,502
<b>增长</b>					
总收入 (%)	4%	4%	11%	10%	9%
净利润 (%)	10%	9%	22%	17%	15%

**财务分析**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	36%	35%	37%	38%	39%
EBITDA 利率 (%)	61%	59%	60%	61%	62%
净利率 (%)	16%	16%	18%	19%	20%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	2%	2%	2%	2%	2%
实际税率 (%)	18%	18%	18%	18%	18%
股息支付率 (%)	20%	20%	20%	20%	20%
库存周转	16	15	15	15	15
应付账款天数	215	203	203	203	203
应收账款天数	217	275	275	275	275
ROE (%)	8%	8%	9%	10%	11%
ROA (%)	3%	3%	3%	3%	4%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4
收入/总资产	0.18	0.16	0.17	0.17	0.17
总资产/股本	2.96	3.04	3.06	3.04	3.00
收入对利息倍数	7.6	8.3	8.6	8.9	9.1

**资产负债表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	2,908	5,226	3,407	3,964	6,656
应收账款	16,365	21,603	24,040	26,483	28,785
存货	819	806	875	945	1,006
其他流动资产	2,936	3,548	3,620	3,694	3,770
<b>流动资产</b>	23,029	31,184	31,942	35,086	40,216
固定资产	114,607	124,918	136,256	147,227	157,824
其他固定资产	19,166	19,184	19,517	19,846	20,320
<b>非流动资产</b>	133,773	144,102	155,773	167,073	178,143
<b>总资产</b>	156,803	175,286	187,716	202,159	218,360
<b>流动负债</b>	43,538	52,907	55,095	57,416	59,836
应付账款	3,411	3,615	3,922	4,236	4,512
短期银行贷款	28,965	37,875	38,633	39,405	40,193
其他短期负债	11,162	11,417	12,540	13,774	15,131
<b>非流动负债</b>	52,610	55,930	61,527	67,374	73,522
长期银行贷款	48,881	52,598	58,148	63,976	70,096
其他负债	3,728	3,332	3,379	3,397	3,426
<b>总负债</b>	96,148	108,837	116,622	124,789	133,357
少数股东权益	7,732	8,761	9,725	10,892	12,199
<b>股东权益</b>	52,923	57,688	61,368	66,478	72,803
每股账面价值(元)	6.59	7.18	7.64	8.27	9.06
营运资金	(20,509)	(21,723)	(23,153)	(22,330)	(19,620)

**现金流量表**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>EBITDA</b>	16,876	16,878	19,148	21,354	23,502
融资成本	(4,716)	(2,154)	1,301	(856)	(2,519)
营运资金变化	1,486	(1,215)	(1,429)	823	2,710
所得税	(1,131)	(1,236)	(1,504)	(1,758)	(2,017)
<b>营运现金流</b>	12,515	12,273	17,516	19,562	21,675
资本开支	(11,787)	(20,215)	(21,226)	(22,287)	(23,401)
其他投资活动	1,013	236	668	795	944
<b>投资活动现金流</b>	(10,774)	(19,979)	(20,558)	(21,492)	(22,457)
负债变化	2,866	12,627	6,308	6,601	6,907
股本变化	0	0	0	0	0
股息	865	945	1,150	1,344	1,542
其他融资活动	(5,431)	(3,575)	(6,220)	(5,443)	(4,961)
<b>融资活动现金流</b>	(1,700)	9,997	1,238	2,501	3,488
<b>现金变化</b>	41	2,292	(1,804)	572	2,707
期初持有现金	2,861	2,908	5,226	3,407	3,964
汇率变动	7	26	(15)	(15)	(15)
期末持有现金	2,908	5,226	3,407	3,964	6,656

## 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。