

买入

政策推动电力央企重组，市场回暖加速估值修复

龙源电力 (0916.HK)

2024-10-04 星期五

投资要点

目标价: **10 港元**
现价: 6.84 港元
预计升幅: 46%

重要数据

日期	2024-10-03
收盘价 (港元)	6.84
总股本 (百万股)	8,360
总市值 (亿港元)	1,165
净资产 (百万元)	84,596
总资产 (百万元)	242,628
52 周高低 (港元)	8.13/4.23
每股净资产 (港元)	9.36

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-20210727/0913/1213

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@gyzq.com.hk

➤ 证监会发布“并购六条”，有利加快电力央企资产重组：

9月24日，中国证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，主要包括六方面内容，简称“并购六条”，进一步强化并购重组资源配置功能，发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用，适应新质生产力的需要和特点，支持上市公司注入优质资产、提升投资价值。证监会将支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，以提高交易灵活性和资金使用效率。同时，建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。预期“并购六条”出台将加快央企电力集团通过战略性重组和专业化整合，进一步聚焦主责主业、优化国有资本布局。国家能源投资集团作为五大发电集团之首，有望积极响应并购重组政策，根据之前承诺和规划，将清洁能源资产分批注入龙源电力，打造新能源旗舰上市平台。

➤ 绿电利空因素已反应充分，市场回暖有利估值修复向上：

前期市场普遍对未来电价趋势一直呈较为悲观预期，特别是今年风资源不佳加上限电上升，绿电板块估值持续承压下行，远低于1倍市净率水平。近期海内外降息背景下，电力运营商作为重资产投入的利率敏感型板块，有望受益利率下行带来项目投资回报率提升和公司综合财务成本下降，助力电力运营商业绩稳定增长。目前市场资金面，情绪和信心全面回暖情形下，绿电板块估值开始显著修复，特别是对于像龙源电力A+H折价较大的国有资产公司，有望率先修复，且向上空间较大。

➤ 维持买入评级，目标价 10 港元：

我们更新公司目标价 10 港元，相当于 2024 年和 2025 年 12.5 倍和 10.4 倍 PE，目标价较现价有 46% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	39,862	37,638	39,286	43,768	46,241
同比增长(%)	7.2%	-5.6%	4.4%	11.4%	5.6%
净利润	4,903	6,200	6,019	7,212	7,544
同比增长(%)	-20.4%	26.4%	-2.9%	19.8%	4.6%
每股盈利 (元)	0.59	0.74	0.72	0.86	0.90
PE@6.84HKD	10.5	8.3	8.6	7.1	6.8
每股股息 (人民币分)	11.7	22.3	21.6	25.9	27.1
股息率	1.90%	3.61%	3.50%	4.20%	4.39%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

证监会发布“并购六条”，有利加快电力央企资产重组：

9月24日，中国证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，主要包括六方面内容，简称“并购六条”，进一步强化并购重组资源配置功能，发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用，适应新质生产力的需要和特点，支持上市公司注入优质资产、提升投资价值。

证监会将支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，以提高交易灵活性和资金使用效率。同时，建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。

预期“并购六条”出台将加快央企电力集团通过战略性重组和专业化整合，进一步聚焦主责主业、优化国有资本布局。国家能源投资集团作为五大发电集团之首，有望积极响应并购重组政策，根据之前承诺和规划，将清洁能源资产分批注入龙源电力，打造新能源旗舰上市平台。

绿电利空因素已反应充分，市场回暖有利估值修复向上：

前期市场普遍对未来电价趋势一直呈较为悲观预期，特别是今年风资源不佳加上限电上升，绿电板块估值持续承压下行，远低于1倍市净率水平。近期海内外降息背景下，电力运营商作为重资产投入的利率敏感型板块，有望受益利率下行带来项目投资回报率提升和公司综合财务成本下降，助力电力运营商业绩稳定增长。目前市场资金面，情绪和信心全面回暖情形下，绿电板块估值开始显著修复，特别是对于像龙源电力A+H折价较大的国有资产公司，有望率先修复，且向上空间较大。

维持买入评级，目标价 10 港元：

我们更新公司目标价 10 港元，相当于 2024 年和 2025 年 12.5 倍和 10.4 倍 PE，目标价较现价有 46% 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	0.95	78	7.9	8.2	6.8	6.0	0.6	0.6	0.5	0.5
2208.HK	金风科技	HKD	6.15	431	17.7	10.1	8.3	7.4	0.6	0.6	0.6	0.5
0182.HK	协合新能源	HKD	0.57	46	4.3	3.7	3.4	3.3	0.5	0.5	0.5	0.5
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.18	159	5.2	5.9	5.2	4.8	0.8	0.8	0.7	0.7
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.75	283	6.5	5.4	4.7	4.1	0.7	0.6	0.5	0.5
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.52	108	5.2	4.3	3.9	3.6	0.9	0.8	0.8	0.7
0836.HK	华润电力	HKD	21.00	1,010	9.2	6.8	6.0	5.2	1.1	1.1	0.9	0.8
2380.HK	中国电力	HKD	3.65	452	13.3	8.3	6.6	5.5	0.7	0.8	0.7	0.7
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	4.36	640	8.8	6.2	6.1	5.7	1.0	0.9	0.9	0.8
平均					8.7	6.6	5.7	5.1	0.8	0.7	0.7	0.6
0916.HK	龙源电力	HKD	6.84	1,165	8.2	8.6	7.1	6.8	0.7	0.7	0.7	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											
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	39,862	37,638	39,286	43,768	46,241	盈利能力					
经营成本	(29,165)	(27,157)	(29,058)	(31,819)	(33,728)	毛利率 (%)	30%	31%	30%	31%	31%
经营利润	11,903	11,807	11,686	13,554	14,278	EBITDA 利率 (%)	53%	57%	56%	57%	57%
其他收入	1,206	1,326	1,459	1,605	1,765	净利率 (%)	12%	16%	15%	16%	16%
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%	2%
应占联营公司利润	(419)	28	(50)	(50)	(50)	实际税率 (%)	20%	18%	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%	30%
税前盈利	7,684	8,398	8,152	9,768	10,218	库存周转	15	15	15	15	15
所得税	(1,554)	(1,530)	(1,485)	(1,779)	(1,861)	应付账款天数	203	203	203	203	203
少数股东应占利润	997	513	648	777	812	应收账款天数	275	275	275	275	275
净利润	4,903	6,200	6,019	7,212	7,544	ROE (%)	7%	9%	8%	9%	8%
折旧及摊销	(10,260)	(10,784)	(11,539)	(12,635)	(13,393)	ROA (%)	2%	3%	3%	3%	3%
EBITDA	21,263	21,516	22,017	24,835	26,157	财务状况					
增长						净负债/股本	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5
总收入 (%)	7%	-6%	4%	11%	6%	收入/总资产	0.18	0.16	0.17	0.17	0.17
净利润 (%)	-20%	26%	-3%	20%	5%	总资产/股本	3.26	3.26	3.13	3.00	2.94
						收入对利息倍数	9.7	10.2	10.5	11.0	10.9
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											
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	18,338	4,529	6,544	5,128	6,068	EBITDA	21,263	21,516	22,017	24,835	26,157
应收账款	27,658	35,730	29,605	32,983	34,846	融资成本	8,379	5,533	13,868	(360)	1,991
存货	750	727	1,177	1,289	1,366	营运资金变化	1,518	(5,084)	(3,825)	1,521	2,409
其他流动资产	6,119	4,022	3,991	3,960	3,930	所得税	(1,554)	(1,530)	(1,485)	(1,779)	(1,861)
流动资产	52,864	45,008	41,317	43,360	46,210	营运现金流	29,606	20,436	30,575	24,217	28,696
固定资产	151,600	162,009	171,203	186,360	199,435	资本开支	(22,320)	(25,668)	(28,234)	(28,799)	(30,239)
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	639
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)	(28,196)	(29,600)
总资产	223,219	229,915	235,677	253,137	269,327	负债变化	24,575	2,640	1,559	8,345	9,098
流动负债	74,027	71,255	71,388	71,910	72,351	股本变化	346	0	0	0	0
应付账款	2,936	7,249	7,757	8,494	9,003	股息	979	1,860	1,806	2,164	2,263
短期银行贷款	53,279	49,499	50,489	51,498	52,528	其他融资活动	(22,061)	(12,227)	(4,246)	(7,930)	(9,503)
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	(7,727)	(881)	2,579	1,859
非流动负债	69,449	76,634	77,338	84,813	93,028	现金变化	14,436	(13,794)	2,030	(1,400)	955
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	4,529	6,544	5,128
其他负债	3,090	3,854	3,989	4,129	4,275	汇率变动	(11)	(15)	(15)	(15)	(15)
总负债	143,476	147,889	148,726	156,723	165,379	期末持有现金	18,338	4,529	6,544	5,128	6,068
少数股东权益	11,296	11,446	11,697	11,997	12,312						
股东权益	68,448	70,580	75,255	84,417	91,636						
每股账面值(元)	8.17	8.42	8.75	9.44	10.16						
营运资金	(21,162)	(26,246)	(30,071)	(28,549)	(26,140)						

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>