

## 买入

## 8月来风改善，期待下半年补贴回款改善现金流

**龙源电力 (0916.HK)**

2022-09-09 星期五

### 投资要点

目标价: **16.8 港元**  
 现价: 12.86 港元  
 预计升幅: 31%

#### ➤ 8月风资源改善，风电发电量同比增长41.62%:

2022年8月公司完成发电量5,003,300兆瓦时，同比增长27.41%。其中，风电增长41.62%，火电下降12.00%，其他可再生能源增长78.78%。2022年1-8月，公司累计完成发电量46,310,287兆瓦时，同比增长10.65%。其中，风电增长11.86%，火电下降1.34%，其他可再生能源增长85.85%。2022年上半年公司风电利用小时数1173小时，同比下降124小时，主要受资源影响，2022H1风速平均下降0.35米/秒，期待下半年来风改善提升全年利用小时数。

### 重要数据

日期	2022-09-08
收盘价(港元)	12.86
总股本(百万股)	8,382
总市值(亿港元)	1,682
净资产(百万元)	79,835
总资产(百万元)	216,873
52周高低(港元)	20.22/11.22
每股净资产(港元)	8.75

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

#### ➤ 风光储备项目充裕，后续光伏装机将速:

2021-2022H1公司取得风光备案指标24GW，已经取得大基地项目开发指标约20GW，以大带小争取获得的目标是18GW，公司十四五合共储备指标达到60GW以上规模。2022年公司新增装机3GW，为实现公司十四五新增风光30GW目标，预期后续公司新增装机将显著提速，其中光伏占比将达到60-70%。

#### ➤ 期待补贴回款解决，将大幅改善公司现金流:

按照发改委、财政部、国资委要求，国家电网和南方电网将分别成立北京和广州可再生能源发展结算服务有限公司，两家新公司将在财政拨款基础上，补贴资金缺口按照市场化原则通过专项融资解决，统筹解决可再生能源发电补贴问题。2022H1公司在下发的1000亿补贴欠款中收回人民币114.39亿元，截至2022年6月底，公司补贴欠款余额约296亿元人民币，预期存量补贴欠款一次性解决，将大幅改善公司现金流。

### 主要股东

国家能源投资集团有限责任公司  
 (58.44%)

### 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

#### ➤ 维持买入评级，目标价16.8港元:

我们维持公司目标价16.8港元，相当于2022年和2023年16倍和13倍PE，目标价较现价有31%上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	28,667	37,195	43,532	47,892	53,828
同比增长(%)	4.1%	29.7%	17.0%	10.0%	12.4%
净利润	4,726	6,159	7,740	9,439	10,842
同比增长(%)	9.3%	30.3%	25.7%	21.9%	14.9%
每股盈利(元)	0.59	0.77	0.92	1.13	1.29
PE@12.86HKD	19.2	14.8	12.3	10.1	8.8
每股股息(人民币分)	11.8	14.7	18.5	22.5	25.9
股息率	1.04%	1.30%	1.63%	1.99%	2.29%

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

## 報告正文

### 8 月風資源改善，風電發電量同比增長 41.62%：

2022 年 8 月公司完成發電量 5,003,300 兆瓦時，同比增長 27.41%。其中，風電增長 41.62%，火電下降 12.00%，其他可再生能源增長 78.78%。2022 年 1-8 月，公司累計完成發電量 46,310,287 兆瓦時，同比增長 10.65%。其中，風電增長 11.86%，火電下降 1.34%，其他可再生能源增長 85.85%。2022 年上半年公司風電利用小時數 1173 小時，同比下降 124 小時，主要受資源影響，2022H1 風速平均下降 0.35 米/秒，期待下半年來風改善提升全年利用小時數。

### 風光儲備項目充裕，後續光伏裝機將速：

2021-2022H1 公司取得風光備案指標 24GW，已經取得大基地項目開發指標約 20GW，以大帶小爭取獲得的目標是 18GW，公司十四五合共儲備指標達到 60GW 以上規模。2022 年公司新增裝機 3GW，為實現公司十四五新增風光 30GW 目標，預期後續公司新增裝機將顯著提速，其中光伏占比將達到 60-70%。

### 期待補貼回款解決，將大幅改善公司現金流：

按照發改委、財政部、國資委要求，國家電網和南方電網將分別成立北京和廣州可再生能源發展結算服務有限公司，兩家新公司將在財政撥款基礎上，補貼資金缺口按照市場化原則通過專項融資解決，統籌解決可再生能源發電補貼問題。2022H1 公司在下發的 1000 億補貼欠款中收回人民幣 114.39 億元，截至 2022 年 6 月底，公司補貼欠款餘額約 296 億元人民幣，預期存量補貼欠款一次性解決，將大幅改善公司現金流。

### 維持買入評級，目標價 16.8 港元：

我們結合行業內可比公司估值情況，我們更新公司目標價 16.8 港元，相當於 2022 年和 2023 年 16 倍和 13 倍 PE，目標價較現價有 31% 上升空間，維持買入評級。

### 風險提示：

新增裝機不及預期

補貼回款滯後

煤價上漲

電價下調

**表 1：行业估值**

新能源行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	24.20	909	20.0	18.4	12.1	8.8	3.4	3.6	2.9	2.3
	0968.HK	信义光能	HKD	10.30	916	18.6	19.2	13.6	10.2	3.0	2.7	2.4	2.0
	3868.HK	信义能源	HKD	3.13	228	18.5	16.5	13.6	11.6	1.8	1.7	1.6	1.4
	3800.HK	协鑫科技	HKD	2.74	743	11.9	5.2	5.2	5.7	1.8	1.5	1.2	1.0
	0451.HK	协鑫新能源	HKD	0.09	20	-2.1	-16.6	74.8	25.8	0.4	0.4	0.4	0.4
	0750.HK	水发兴业能源	HKD	1.02	26	9.5	7.1	3.5	2.2	0.5	0.5	0.5	0.5
	0686.HK	北京能源国际	HKD	0.23	52	7.6	-	-	-	0.7	0.5	0.5	0.5
<b>平均</b>						<b>12.0</b>	<b>8.3</b>	<b>20.5</b>	<b>10.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>
风电	2208.HK	金风科技	HKD	11.50	603	11.5	11.8	10.3	9.1	1.1	1.1	1.0	1.0
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.74	66	7.0	6.7	4.7	3.7	0.7	0.7	0.6	0.6
	1798.HK	大唐新能源	HKD	2.32	169	7.5	8.2	7.1	6.0	1.0	0.5	0.6	0.6
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.68	381	5.8	6.0	4.8	4.1	0.7	0.6	0.6	0.5
	1811.HK	中广核新能源	HKD	3.23	139	9.6	6.9	6.0	5.4	1.3	1.2	1.1	0.9
<b>平均</b>						<b>8.3</b>	<b>7.9</b>	<b>6.6</b>	<b>5.7</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>
	0916.HK	龙源电力	HKD	12.86	1,682	14.8	12.3	10.1	8.8	1.5	1.4	1.4	1.2

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**财务报表摘要**

<b>损益表</b>						<b>财务分析</b>					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	28,667	37,195	43,532	47,892	53,828	<b>盈利能力</b>					
经营成本	(19,898)	(25,774)	(29,898)	(31,691)	(32,959)	毛利率 (%)	35%	34%	34%	37%	37%
<b>经营利润</b>	10,056	12,558	14,884	17,576	19,754	EBITDA 利率 (%)	59%	54%	56%	57%	56%
其他收入	1,287	1,136	1,250	1,375	1,512	净利率 (%)	16%	17%	18%	20%	20%
行政费用	(607)	(735)	(853)	(904)	(940)	<b>营运表现</b>					
财务开支	(3,458)	(3,722)	(3,988)	(4,200)	(4,309)	SG&A/收入 (%)	2%	2%	2%	2%	2%
应占联营公司利润	(51)	(577)	(577)	(577)	(577)	实际税率 (%)	18%	17%	20%	20%	20%
其他开支	(1,871)	(1,584)	(1,663)	(1,747)	(2,026)	股息支付率 (%)	20%	19%	20%	20%	20%
<b>税前盈利</b>	6,922	8,756	11,417	13,923	15,992	库存周转	15	15	15	15	15
所得税	(1,236)	(1,488)	(2,283)	(2,785)	(3,198)	应付账款天数	203	203	203	203	203
少数股东应占利润	661	854	1,393	1,699	1,952	应收账款天数	275	275	275	275	275
<b>净利润</b>	4,726	6,159	7,740	9,439	10,842	ROE (%)	8%	10%	11%	12%	13%
折旧及摊销	(7,735)	(8,295)	(9,622)	(10,199)	(10,607)	ROA (%)	3%	3%	4%	4%	5%
<b>EBITDA</b>	16,878	20,213	24,355	27,525	29,974	<b>财务状况</b>					
<b>增长</b>						净负债/股本	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
总收入 (%)	4%	30%	17%	10%	12%	收入/总资产	0.16	0.20	0.21	0.22	0.23
净利润 (%)	9%	30%	26%	22%	15%	总资产/股本	3.04	3.02	2.97	2.88	2.72
						收入对利息倍数	8.3	10.0	10.9	11.4	12.5
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	5,226	3,616	4,140	6,584	6,816	<b>EBITDA</b>	16,878	20,213	24,355	27,525	29,974
应收账款	21,603	27,087	32,805	36,091	40,564	融资成本	(2,154)	(1,013)	(9,180)	(4,831)	(8,473)
存货	806	752	1,211	1,284	1,335	营运资金变化	(1,215)	(957)	4,822	3,034	5,654
其他流动资产	3,548	4,411	4,514	4,620	4,586	所得税	(1,236)	(1,488)	(2,283)	(2,785)	(3,198)
<b>流动资产</b>	31,184	35,865	42,669	48,578	53,301	<b>营运现金流</b>	12,273	16,755	17,714	22,943	23,956
固定资产	124,918	134,525	142,810	153,089	159,453	资本开支	(20,215)	(17,676)	(18,560)	(20,416)	(24,500)
其他固定资产	19,184	19,465	19,744	20,078	20,324	其他投资活动	236	(791)	1,036	1,160	1,308
<b>非流动资产</b>	144,102	153,989	162,554	173,166	179,777	<b>投资活动现金流</b>	(19,979)	(18,467)	(17,524)	(19,256)	(23,191)
<b>总资产</b>	175,286	189,855	205,223	221,745	233,078	负债变化	12,627	4,590	6,798	5,415	2,792
<b>流动负债</b>	52,907	58,546	60,528	63,403	62,472	股本变化	0	0	346	0	0
应付账款	3,615	4,083	4,737	5,021	5,222	股息	945	1,181	1,548	1,888	2,168
短期银行贷款	37,875	39,998	40,798	41,614	42,446	其他融资活动	(3,575)	(5,677)	(8,341)	(8,531)	(5,478)
其他短期负债	11,417	14,465	14,993	16,768	14,804	<b>融资活动现金流</b>	9,997	95	350	(1,228)	(517)
<b>非流动负债</b>	55,930	58,988	65,020	69,664	71,780	<b>现金变化</b>	2,292	(1,618)	539	2,459	248
长期银行贷款	52,598	55,065	61,063	65,663	67,623	期初持有现金	2,908	5,226	3,616	4,140	6,584
其他负债	3,332	3,923	3,957	4,002	4,158	汇率变动	26	7	(15)	(15)	(15)
<b>总负债</b>	108,837	117,534	125,548	133,067	134,253	期末持有现金	5,226	3,616	4,140	6,584	6,816
少数股东权益	8,761	9,388	10,514	11,776	13,251						
<b>股东权益</b>	57,688	62,933	69,161	76,901	85,575						
每股账面值(元)	7.18	7.83	8.25	9.17	10.21						
营运资金	(21,723)	(22,680)	(17,858)	(14,825)	(9,171)						

# 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。

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>