

## 买入

## 收购母公司资产顺利进行，期待风速改善提升业绩

龙源电力 (0916.HK)

2024-10-23 星期三

## 投资要点

目标价: **10 港元**  
现价: 6.87 港元  
预计升幅: 46%

## ➤ 收购母公司 8 家新能源公司股权，现金对价为人民币 16.86 亿元：

公司公告，拟现金收购控股股东国家能源集团旗下国能资产管理公司、国能甘肃电力和国能广西电力所持有的山东、江西、甘肃、广西区域共计 8 家新能源公司股权，标的公司在运和在建装机容量合计 203.29 万千瓦，其中在运 144.69 万千瓦，在建 58.60 万千瓦；风电 131.60 万千瓦，光伏 71.69 万千瓦。初步预计交易对价合计为人民币 16.86 亿元。收购完成后，上述 8 家标的公司将纳入公司合并报表范围。

## ➤ 通过资产重组，剥离火电业务，聚焦新能源发电主业：

今年以来公司资产重组开始加速，8 月 23 日，公司已完成所持有的江苏龙热电厂有限公司 27% 股权的转让事宜。火电业务剥离后，公司将更加聚焦新能源发电主业。此次收购母公司新能源资产，将减少公司与控股股东间的同业竞争，扩展公司在新能源领域的业务布局，扩大市场份额，增加发电收入并提升盈利能力，增强公司核心竞争力。

## ➤ 预期 Q4 风速改善，业绩有望开始回升：

公司公告将于 2024 年 10 月 30 日举行董事会会议，以审议及批准公司及其附属公司三季度业绩及发布该业绩公告。根据上半年业绩及 Q3 发电量数据，预期 Q3 业绩承压同比下跌，我们认为市场前期已充分反应此部分利空因素。而随着 9 月发电量回升以及 Q4 风速改善，业绩有望走出低谷。在 2024 年业绩下滑的低基数，以及明年风速相对稳定和限电有所改善的预期下，期待公司盈利和估值将呈现正向回升。

## ➤ 维持买入评级，目标价 10 港元：

我们维持公司目标价 10 港元，相当于 2024 年和 2025 年 12.8 倍和 10.7 倍 PE，目标价较现价有 46% 上升空间，给予买入评级。

## 重要数据

| 日期          | 2024-10-23 |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元)    | 6.87       |
| 总股本 (百万股)   | 8,360      |
| 总市值 (亿港元)   | 1,108      |
| 净资产 (百万元)   | 84,596     |
| 总资产 (百万元)   | 242,628    |
| 52 周高低 (港元) | 8.30/4.23  |
| 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-20230906/20240417/1004

## 研究部

姓名: 杨义琼  
SFC: AXU943  
电话: 0755-21516065  
Email: yangyq@gyzq.com.hk

| 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  | 5,968  | 7,157  | 7,483  |
| 同比增长(%)     | -20.4% | 26.4%  | -3.7%  | 19.9%  | 4.6%   |
| 每股盈利 (元)    | 0.59   | 0.74   | 0.71   | 0.86   | 0.90   |
| PE@6.87HKD  | 10.7   | 8.5    | 8.8    | 7.4    | 7.0    |
| 每股股息 (人民币分) | 11.7   | 22.3   | 21.4   | 25.7   | 26.9   |
| 股息率         | 1.86%  | 3.53%  | 3.40%  | 4.08%  | 4.26%  |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 收购母公司 8 家新能源公司股权，现金对价为人民币 16.86 亿元：

公司公告，拟现金收购控股股东国家能源集团旗下国能资产管理公司、国能甘肃电力和国能广西电力所持有的山东、江西、甘肃、广西区域共计 8 家新能源公司股权，标的公司在运和在建装机容量合计 203.29 万千瓦，其中在运 144.69 万千瓦，在建 58.60 万千瓦；风电 131.60 万千瓦，光伏 71.69 万千瓦。初步预计交易对价合计为人民币 16.86 亿元。收购完成后，上述 8 家标的公司将纳入公司合并报表范围。

### 通过资产重组，剥离火电业务，聚焦新能源发电主业：

今年以来公司资产重组开始加速，8 月 23 日，公司已完成所持有的江阴苏龙热电有限公司 27% 股权的转让事宜。火电业务剥离后，公司将更加聚焦新能源发电主业。此次收购母公司新能源资产，将减少公司与控股股东间的同业竞争，扩展公司在新能源领域的业务布局，扩大市场份额，增加发电收入并提升盈利能力，增强公司核心竞争力。

### 预期 Q4 风速改善，业绩有望开始回升：

公司公告将于 2024 年 10 月 30 日举行董事会会议，以审议及批准公司及其附属公司三季度业绩及发布该业绩公告。根据上半年业绩及 Q3 发电量数据，预期 Q3 业绩承压同比下跌，我们认为市场前期已充分反应此部分利空因素。而随着 9 月发电量回升以及 Q4 风速改善，业绩有望走出低谷。在 2024 年业绩下滑的低基数，以及明年风速相对稳定和限电有所改善的预期下，期待公司盈利和估值将呈现正向回升。

### 维持买入评级，目标价 10 港元：

我们维持公司目标价 10 港元，相当于 2024 年和 2025 年 12.8 倍和 10.7 倍 PE，目标价较现价有 46% 上升空间，给予买入评级

### 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<br>(亿港元) | PE         |            |            |            | PB         |            |            |            |
|-----------|----------|-----|-------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|           |          |     |       |             | 2023A      | 2024E      | 2025E      | 2026E      | 2023A      | 2024E      | 2025E      | 2026E      |
| 3868.HK   | 信义能源     | HKD | 0.83  | 70          | 7.0        | 7.2        | 6.0        | 5.3        | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 0.4        |
| 2208.HK   | 金风科技     | HKD | 6.82  | 454         | 19.6       | 11.4       | 9.3        | 8.3        | 0.7        | 0.7        | 0.6        | 0.6        |
| 0182.HK   | 协合新能源    | HKD | 0.54  | 43          | 4.1        | 3.6        | 3.3        | 3.1        | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 0.4        |
| 1798.HK   | 大唐新能源    | HKD | 2.27  | 165         | 5.4        | 6.2        | 5.4        | 4.9        | 0.8        | 0.6        | 0.5        | 0.5        |
| 0956.HK   | 新天绿色能源   | HKD | 3.64  | 264         | 6.3        | 5.6        | 4.6        | 4.1        | 0.7        | 0.6        | 0.5        | 0.5        |
| 1811.HK   | 中广核新能源   | HKD | 2.35  | 101         | 4.8        | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 0.8        | 0.8        | 0.7        | 0.7        |
| 0836.HK   | 华润电力     | HKD | 20.75 | 998         | 9.1        | 6.7        | 5.9        | 5.2        | 1.1        | 1.0        | 0.9        | 0.8        |
| 2380.HK   | 中国电力     | HKD | 3.67  | 454         | 13.3       | 8.4        | 6.8        | 5.8        | 0.8        | 0.8        | 0.7        | 0.7        |
| 1071.HK   | 华电国际电力股份 | HKD | 4.23  | 604         | 8.5        | 6.2        | 6.0        | 5.6        | 0.9        | 0.9        | 0.8        | 0.8        |
| <b>平均</b> |          |     |       |             | <b>8.7</b> | <b>6.1</b> | <b>5.3</b> | <b>4.7</b> | <b>0.7</b> | <b>0.7</b> | <b>0.6</b> | <b>0.6</b> |
| 0916.HK   | 龙源电力     | HKD | 6.87  | 1,108       | 8.2        | 8.8        | 7.4        | 7.0        | 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**

| <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 |          |          |          |          |          |                |          |          |          |          |          |
|                      | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |                | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
| <b>收入</b>            | 39,862   | 37,638   | 39,286   | 43,768   | 46,241   | <b>盈利能力</b>    |          |          |          |          |          |
| 经营成本                 | (29,165) | (27,157) | (29,058) | (31,819) | (33,728) | 毛利率 (%)        | 30%      | 31%      | 30%      | 31%      | 31%      |
| <b>经营利润</b>          | 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)  | <b>营运表现</b>    |          |          |          |          |          |
| 财务开支                 | (4,107)  | (3,688)  | (3,803)  | (4,062)  | (4,344)  | 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%      |
| <b>税前盈利</b>          | 7,684    | 8,398    | 8,084    | 9,693    | 10,135   | 库存周转           | 15       | 15       | 15       | 15       | 15       |
| 所得税                  | (1,554)  | (1,530)  | (1,473)  | (1,766)  | (1,846)  | 应付账款天数         | 203      | 203      | 203      | 203      | 203      |
| 少数股东应占利润             | 997      | 513      | 643      | 771      | 806      | 应收账款天数         | 275      | 275      | 275      | 275      | 275      |
| <b>净利润</b>           | 4,903    | 6,200    | 5,968    | 7,157    | 7,483    | 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%       |
| <b>EBITDA</b>        | 21,263   | 21,516   | 22,017   | 24,835   | 26,157   | <b>财务状况</b>    |          |          |          |          |          |
| <b>增长</b>            |          |          |          |          |          | 净负债/股本         | 1.5      | 1.7      | 1.7      | 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%      | -4%      | 20%      | 5%       | 总资产/股本         | 3.26     | 3.26     | 3.26     | 3.05     | 3.02     |
|                      |          |          |          |          |          | 收入对利息倍数        | 9.7      | 10.2     | 10.3     | 10.8     | 10.6     |
| <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 |          |          |          |          |          |                |          |          |          |          |          |
|                      | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |                | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
| 现金                   | 18,338   | 4,529    | 5,481    | 6,531    | 6,591    | <b>EBITDA</b>  | 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    | (1,018)  | 11,478   | (4,427)  | 1,185    |
| 存货                   | 750      | 727      | 1,177    | 1,289    | 1,366    | 营运资金变化         | 1,518    | (5,084)  | (4,887)  | 3,986    | 1,530    |
| 其他流动资产               | 6,119    | 4,022    | 3,991    | 3,960    | 3,930    | 所得税            | (1,554)  | (1,530)  | (1,473)  | (1,766)  | (1,846)  |
| <b>流动资产</b>          | 52,864   | 45,008   | 40,254   | 44,763   | 46,734   | <b>营运现金流</b>   | 29,606   | 13,884   | 27,135   | 22,629   | 27,026   |
| 固定资产                 | 151,600  | 162,009  | 171,203  | 186,360  | 199,435  | 资本开支           | (22,320) | (21,112) | (23,223) | (23,688) | (24,872) |
| 其他固定资产               | 18,755   | 22,898   | 23,157   | 23,417   | 23,681   | 其他投资活动         | 3,311    | (322)    | 173      | 187      | 201      |
| <b>非流动资产</b>         | 170,355  | 184,907  | 194,360  | 209,777  | 223,116  | <b>投资活动现金流</b> | (19,009) | (21,434) | (23,050) | (23,501) | (24,671) |
| <b>总资产</b>           | 223,219  | 229,915  | 234,614  | 254,540  | 269,850  | 负债变化           | 24,575   | 2,640    | 3,826    | 8,571    | 9,348    |
| <b>流动负债</b>          | 74,027   | 71,255   | 71,388   | 71,910   | 72,351   | 股本变化           | 346      | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 应付帐款                 | 2,936    | 7,249    | 7,757    | 8,494    | 9,003    | 股息             | 979      | 1,860    | 1,791    | 2,147    | 2,245    |
| 短期银行贷款               | 53,279   | 49,499   | 50,489   | 51,498   | 52,528   | 其他融资活动         | (22,061) | (10,765) | (8,735)  | (8,782)  | (13,871) |
| 其他短期负债               | 17,811   | 14,507   | 13,142   | 11,918   | 10,819   | <b>融资活动现金流</b> | 3,839    | (6,265)  | (3,118)  | 1,937    | (2,279)  |
| <b>非流动负债</b>         | 69,449   | 76,634   | 79,605   | 87,307   | 95,771   | <b>现金变化</b>    | 14,436   | (13,814) | 967      | 1,065    | 76       |
| 长期银行贷款               | 66,359   | 72,780   | 75,616   | 83,178   | 91,496   | 期初持有现金         | 3,913    | 18,338   | 4,529    | 5,481    | 6,531    |
| 其他负债                 | 3,090    | 3,854    | 3,989    | 4,129    | 4,275    | 汇率变动           | (11)     | 5        | (15)     | (15)     | (15)     |
| <b>总负债</b>           | 143,476  | 147,889  | 150,993  | 159,216  | 168,122  | 期末持有现金         | 18,338   | 4,529    | 5,481    | 6,531    | 6,591    |
| 少数股东权益               | 11,296   | 11,446   | 11,694   | 11,993   | 12,305   |                |          |          |          |          |          |
| <b>股东权益</b>          | 68,448   | 70,580   | 71,928   | 83,331   | 89,423   |                |          |          |          |          |          |
| 每股账面价值(元)            | 8.17     | 8.42     | 8.75     | 9.43     | 10.15    |                |          |          |          |          |          |
| 营运资金                 | (21,162) | (26,246) | (31,133) | (27,147) | (25,617) |                |          |          |          |          |          |

## 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>