



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



中国替代能源行业 核能：能源的未来



目录

核能：能源的未来.....	2
替代能源：2020年艰难，但不断扩大的市场继续使运营商受益.....	3
核电：强劲的产能和发电量增长，但债务增加令人担忧.....	4
风电：大型国企将成最终赢家.....	6
替代能源行业的风险因素.....	7
中广核电力 (1816 HK, 003816 CH).....	8
龙源电力 (916 HK).....	16
大唐新能源 (1798 HK).....	23
权益披露.....	30

中国替代能源行业

核能：能源的未来

- 替代能源占中国发电量比例仍然很低，使其成为一个潜力巨大的市场
- 新冠肺炎的爆发将减少国家对电力的需求；2020年预计整体发电量将同比增长2.1%；替代能源将有9%的同比增长
- 核电：装机容量和发电量将在2019-2022年以12%/12%的年均复合增长率增长
- 风电：装机容量和发电量将在2019-2022年以11%/10%的年均复合增长率增长
- 行业评级中性；首选中广核电力(1816 HK, 003816 CH)。

替代能源对中国发电量的贡献仍然很低，使其成为具有巨大潜力的快速发展的市场。随着政府继续倡导低能耗经济增长模式，与其他能源（例如燃煤和水力发电）相比，替代能源在2020年将继续取得更好的增长成果。2019年，替代能源行业（风能，太阳能和核电）约占中国总发电量的13.4%，这一数据与发达国家相比仍然很低。

核电：2019-22年的装机容量和发电量将以12%/12%的年均复合增长率增长。新冠肺炎爆发和全球经济下滑可能会抑制中国核电发电量的增长。但我们相信中国将继续在全国范围内推广核电；此外，核电对国家总发电量的低占比将提供很大的增长空间。我们预计在2019-22年期间核电装机容量将以12%的年均复合增长率增长。在装机容量提高的驱动下，加上核电的高利用小时数，以及其优先上网的性质，核电发电量将有较快增长，核电发电量将在2019-22年以12%的年均复合增长率增长。

在2019-22年，风电装机容量和发电量的年均复合增长率将达到11%/10%。我们预计，由于国家发展和改革委员会（NDRC）将不再对2020年底后完工的风力发电设施有电价补贴，全国的风电装机容量将在2020年加速增长。由于风电公司急于在2020年底之前完成这些项目，我们估计2020年全国装机容量将同比增长15%。之后，增长将会放缓，我们预计2019-22年的装机容量的年均复合增长率将达到11%。根据我们的估计，鉴于利用率将持续超过1900小时，风电发电量将在2019-22年以10%的年均复合增长率增长。

行业评级中性；首选中广核。我们认为，替代能源在2019-22年将继续以12%的年均复合增长率增长，但新冠肺炎的爆发将减缓今年的增长 - 我们预计替代能源将在2020年实现9%的同比增长（低于2019年的17%的同比增长和2009-19年的年均复合增长率26%）。我们对行业维持中性评级，等待未来几年的好转。我们相信政府将继续加快核电的发展，使市场领先者**中广核（1816 HK, 003816 CH）**受益。

风险。 1) 上网电价下降带来的收入风险； 2) 电力需求减少可能会阻碍替代能源的发展； 3) 弃风限电可能会降低行业利用小时数； 4) 与核电有关的安全问题； 5) 核电的巨大初期投资可能会增加净负债率

行业估值摘要（截至2020年4月17日）

公司	股票代码	评级	目标价 (HK\$)	FY20E 市盈率(x)	FY21E 市盈率(x)	FY20E 市净率(x)	FY21E 市净率(x)	FY20E 股息率(%)	FY21E 股息率(%)
中广核 - H股	1816 HK	买入	2.20	8.7	8.5	0.9	0.8	4.1	4.1
中广核 - A股	003816 CH	买入	3.30	14.6	14.3	1.5	1.4	2.4	2.5
龙源电力	916 HK	持有	4.10	6.5	6.2	0.6	0.5	3.1	3.2
大唐新能源	1798 HK	卖出	0.50	4.9	5.0	0.4	0.3	2.4	2.4

来源：彭博，农银国际证券预测

行业报告

2020年4月22日

中性

分析师：吴景荃

电话：(852) 2147 8869

电邮：kelvinng@abci.com.hk

主要数据

2020年平均市盈率(倍)	6.71
2020年平均市净率(倍)	0.60
2020年平均股息率(倍)	3.20

来源：彭博，农银国际证券预测

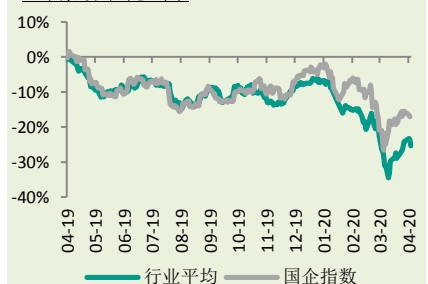
行业表现

	绝对值	相对值*
1个月	(2.05%)	(3.72%)
3个月	(18.65%)	(5.05%)
6个月	(17.42%)	(10.79%)

*相对于恒生国企指数

来源：彭博，农银国际证券

1年股价表现(%)



来源：彭博，农银国际证券

替代能源：2020年艰难，但不断扩大的市场继续使运营商受益

新冠肺炎爆发将减少电力需求；2020年整体发电量将同比增长2.1%；替代能源将有9%的同比增长率

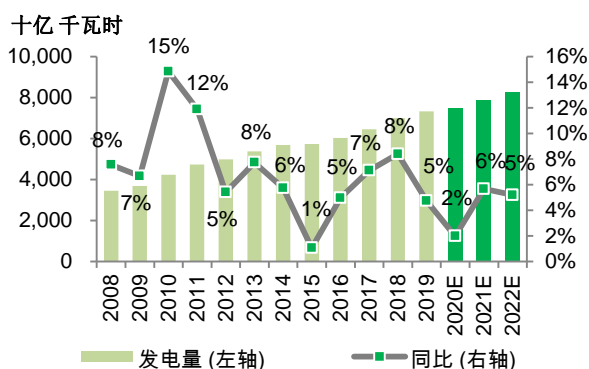
2020年1月及2月，新冠肺炎疫情使中国的经济活动几乎陷入停顿；根据中国电力企业联合会（CEC，中电联）的数据，2020年首2个月累计的全国发电量同比下降8.2%。从历史上看，1月和2月的发电量占中国全年发电量的14.9%；因此，2020年首2个月下降8.2%将使全国全年的发电量下降1.22%。随着新冠肺炎疫情的消退，我们认为经济活动将在4月底恢复一定程度的正常水平。中国的发电量可能会在2020年达到2.1%的同比增长率，而2019年的数字则为4.7%。

如果全球经济在新冠肺炎疫情引发的低迷后无法在今年晚些时候反弹，中国的发电量增长可能会持平或下降。但替代能源的表现将比整体发电量更好：我们预计，到2020年，核能，风能和太阳能的发电量将同比增长9%，超过全国增速。但该数字将低于2019年的17%同比增长率和2009-19年的26%的年均复合增长率。我们预计2021年和2022年的增长率将反弹至同比15%和12%。

中国替代能源占全国发电量的贡献很低

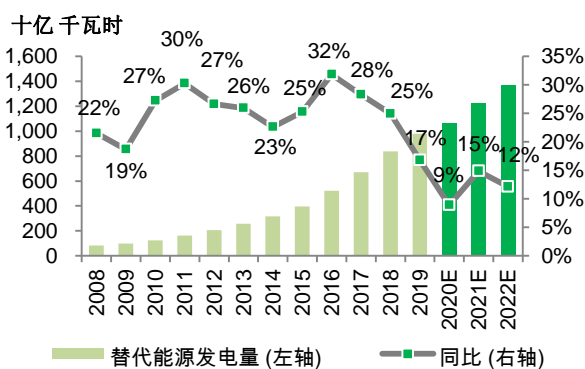
我们认为中国政府将继续推广低能耗经济增长模式，这意味着长期电力需求增长将处于中单位数水平。然而，2019年替代能源行业（风能，太阳能和核能）仅占中国总发电量的13.4%（先进国家约为30%）。鉴于替代能源比化石燃料更清洁，更具可持续性，我们认为政府将继续把目前的13.4%贡献提高到30%或更高。

图表 1: 2020年中国整体发电量增速将低于2019年



来源: 能源局, 中电联, 农银国际证券预测

图表 2: 替代能源发电量增长在2020年将较低,但预计在2021年和2022年会反弹



来源: 能源局, 中电联, 农银国际证券预测



核电：强劲的产能和发电量增长，但债务增加令人担忧

2019年中国核电发电量同比增长18%

根据中国电力企业联合会（CEC）的数据，截至2019年底，中国的核电发电量同比增长18%，增幅在所有能源中排名第二（太阳能增幅最高，同比增长27%）。在过去几年中，核电发电量维持快速增长（2013-19年的年均复合增长率为21%），我们估计未来几年将有望达到15%左右的同比增长。

核电发电量在总体能源结构中仍然很低

我们相信，中国未来将能源结构继续转向可再生能源（例如风能，太阳能和核能）。核电仅占2019年全国总发电量的5%，远低于发达国家的约30%的平均值。我们认为中国政府未来将建设更多的核电站以提升比率。

中国的核电装机容量和发电量将在2019-2022年达到年均复合增长率12%/12%

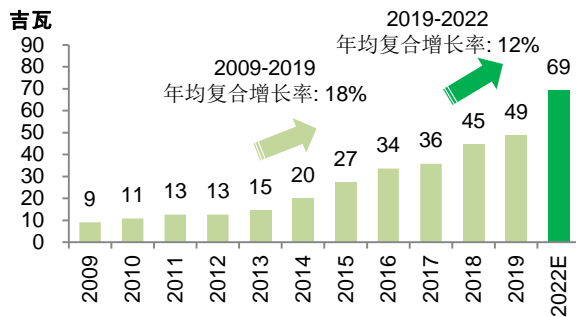
尽管新冠肺炎的爆发和全球经济下滑可能会拖累中国核电发电量的增长，但我们认为中国将继续在全国范围内推广核电，而目前核电发电量对国家总体电力发电量的低占比将为行业提供巨大的发展空间。根据2014年6月国务院发布的中国《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》，政府的目标是到2020年中国核电装机容量为58吉瓦，比2019年的48.7吉瓦增长19%。展望未来，我们预计核电装机容量将保持快速增长因为核电基数较低（只占2019年全国所有类型的装机容量/发电量的2.4%/4.8%）。因此，我们预计核电装机容量将在2019-2022年期间录得12%的年均复合增长率。在装机容量增长的驱动下，再加上高利用率小时数（通常约为7,000小时；远远高于燃煤发电的5,000小时，风电的2,000小时和太阳能的1,500小时）以及优先上网的性质，核电发电量将持续增长，我们认为全国核电发电量将在2019-2022年达到12%的年均复合增长率。

风险1：安全问题可能导致完全关闭

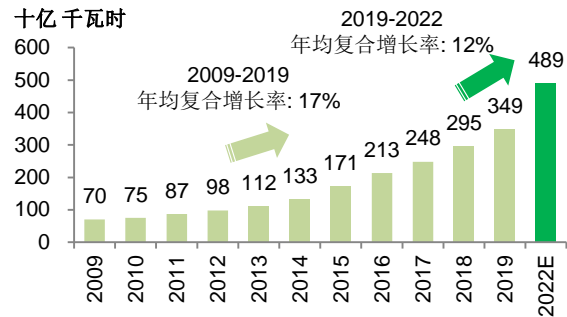
回顾2011年日本的福岛第一核电站事故。当时，福岛核电站立即停止运行，日本的所有核电站也都停止了运行以进行整改。目前，日本尚未恢复核能的常规发电，该国现在非常依赖石油和燃煤发电。可以看出，如果中国发生重大核电事故，将引起人民的恐慌，核电公司的运作将受到极大影响，整个核电行业将陷入停顿。

风险2：很高的初始投资可能会导致核电公司偏向于股票市场筹集资金

核电厂的初期投资非常大，因为需要在科研，技术储备和安全建设方面进行投资，比火力，风电和太阳能要贵得多。由于需要大量初始资金，如果核电公司想大力发展核电站，其净债务比率将不可避免地增加。为了降低净债务比率，核电公司可能会倾向于通过市场，尤其是股票市场筹集资金。

图表 3: 中国的核电装机容量将继续强劲增长


来源: 能源局, 中电联, 农银国际证券预测

图表 4: 2019-22 年中国核电发电量将以 12% 的年均复合增长率增长


来源: 能源局, 中电联, 农银国际证券预测



风电：大型国企将成最终赢家

2019年中国风电发电量同比增长11%

根据中电联的数据，2019年中国风电发电量同比增长11%，增幅在中国所有能源中排名第三（太阳能发电同比增长27%，核能发电同比增长18%）。中国风电发电量在2009-19年以31%的年均复合增长率强劲增长。

全国利用小时数在2020年将降至1800小时，但未来将达到1900小时

今年全国风电发电量增长将受到新冠肺炎爆发和全球经济增长放缓的影响。鉴于国家电力需求增长将收窄，因此我们预计国家风力发电的利用小时将从2019年的1,931小时减少到2020年的1,814小时。展望未来，随着中国风电弃风限电比例的下降，我们认为全国风电利用小时将稳定在1900小时，这对中国风电行业发展有利。

2019-2022年风电装机容量和发电量将达到11%/10%的年均复合增长率

由于国家发展和改革委员会（NDRC）在2019年宣布的“平价上网”新政策规定，如果风电企业无法在2020年底完工并连接到国家电网，其风电设施将不再享有电价补贴，因此我们预期2020年全国风电装机容量增长将加速。风电公司将力争在今年年底之前完成在手的风电项目。我们估计，在2020年，全国风电装机容量将同比增长15%，因为企业应会赶工完成项目，在此之后增速将有所放缓，预计在2019-2022年期间的年均复合增长率为11%。由于弃风限电的情况减少，我们预计未来的利用小时数将保持在1900小时以上，风电发电量将在2019-2022年期间录得10%的年均复合增长率。

长远而言，新的招标政策将使大型国有企业受益

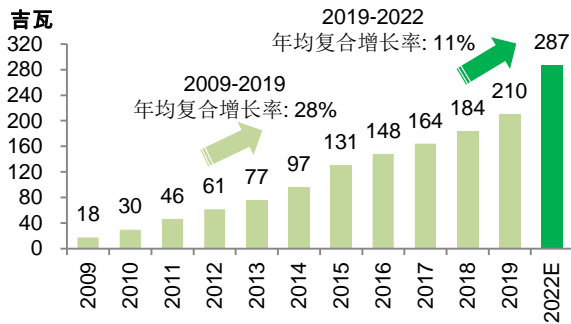
国家能源局（NEA）于2019年5月28日宣布了新规定，要求参加风电场竞标的公司具有相应的特征：

- ◆ **企业能力：**政府将考虑申请人的总注册资本，净资产和净资产收益率
- ◆ **设备先进性：**评估申请人单台风机的装机容量，利用率和效率
- ◆ **技术方案：**风电场的智能化设计以及风电场的未来拆除计划
- ◆ **前期研究工作：**政府将考虑申请人是否已经开始进行风资源评估和可行性研究设计报告
- ◆ **接入消纳条件：**评估申请人项目的接入系统和消纳能力
- ◆ **申报电价：**评估申请人的上网电价

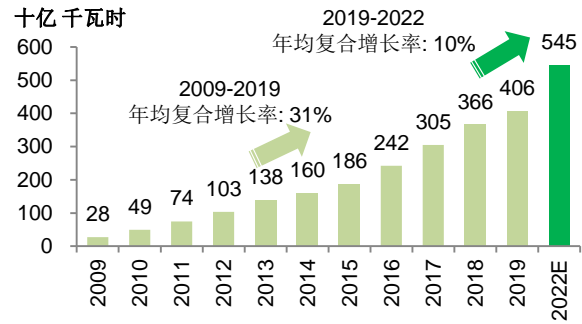
我们认为，相关要求最有利于风电行业的领导者和大型国有企业，因为它们在行业经验，技术积累和人力资源方面更为有利。我们认为，能源局的新政策旨在以大型国有龙头企业为先驱，整合行业，减少恶性竞争，提高国家风电资源利用效率。新政策显然对大型龙头国有企业有利。

我们的首选：龙源电力（916 HK）

国家发改委于2019年5月出台“平价上网”政策后，我们认为风电运营行业已进入整合期。未来不太可能出现装机容量和发电量增速超过20%的快速增长。此外，能源局在2019年出台了风电企业招标要求，这也预示着在该政策下，行业龙头和国有企业背景的企业将受益最大。我们建议投资者关注龙源电力（916 HK）。

图表 5: 2019-2022 年中国风电装机容量年均复合增长率有望达到 11%


来源: 能源局, 中电联, 农银国际证券预测

图表 6: 2019-2022 年中国风电发电量年均复合增长率将达到 10%


来源: 能源局, 中电联, 农银国际证券预测

替代能源行业的风险因素

国家电力需求的下降可能会影响替代能源的发展

新冠肺炎的疫情可能会对中国的经济活动产生负面影响, 因此可能会阻碍全国电力需求。新冠肺炎的爆发减少了全国居民的日常活动, 包括制造业和零售业, 二级和三级工业活动占中国总电力需求的 70% 以上, 业务活动的减速可能会降低电力需求, 其中包括对替代能源的需求。

2020 年的施工高峰可能会导致弃风限电的情况; 未来风电装机容量增长可能会放缓

国家发改委 (NDRC) 在 2019 年宣布, 所有在 2020 年底之前完成并连接到电网的风机都将获得电价补贴, 无法完工的风机将无法获得。我们认为, 这项政策将加快风机的建设进度, 因为风电运营商会赶在最后期限之前完工。风电项目的数量将在 2020 年急剧增加, 但是 2020 年以后新开工建设可能会放缓。此外, 一年内有大量风机并网, 可能会导致弃风限电的情况发生。

中广核电力 (1816 HK / 003816 CH) 在不断扩大的市场中占主导地位

- 中广核是不断扩大的核电市场的领导者。
- 寡头垄断的市场结构确保了中广核作为领先者的地位。
- 新冠肺炎的爆发将削减发电量，但情况将在 2021 年恢复。
- 中广核 H 股维持买入评级，目标价为 HK\$2.20。
- 中广核 A 股升至买入评级，目标价为 RMB3.30

中广核是不断扩展的市场中的领导者。 核电由于其无温室气体排放，高利用小时数和低发电成本而仍将是中国的主要替代能源。我们认为，核电在未来十年仍将是中国公用事业领域不断发展的产业之一。

寡头垄断的市场结构确保了中广核作为领先者的地位。 中国核电行业的竞争是有限的 - 由于核工业的敏感性质和巨额初始投资，只有三家公司获得了许可，我们认为政府在可预见的将来不太可能颁发新的许可。中广核的领导地位将保持不变。

新冠肺炎的爆发将削减电力输出，但情况将在 2021 年好转。 我们预计，随着电力需求下降，中广核在 2020 年的发电量将同比下降 1%，原因是利用小时数下降。到 2021 年，情况将有所改善，发电量将同比增长 12%。我们预计 2020 年 / 2021 年 / 2022 年经调整净利润同比增长 2% / 2% / 8%。

H 股目标价 2.20 港元；维持买入评级。 作为行业领导者和 H 股市场上唯一的上市核电运营商，我们认为中广核将从中国核电行业的崛起中受益匪浅。我们将估值年期转至 2020 年，基于现金流折现模型得出的目标价为 2.20 港元（之前为 2.45 港元），分别相当于 10.0 倍 2020 年预期市盈率和 1.0 倍 2020 年预期市净率。维持买入评级。

A 股目标价 3.30 元人民币；升至买入评级。 在过去 7 个月股价下跌 39% 之后，中广核 A 股目前的 2020 年预期市盈率为 15 倍。我们认为目前的估值可以反映其价值。我们将 A 股评级从持有上调至买入。然而，我们认为中广核 A 股的估值吸引力不及其 H 股。目标价 3.30 元人民币，相当于 16.5 倍 2020 年预期市盈率和 1.7 倍 2020 年预期市净率。

业绩和估值

截至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入 (人民币 百万)	50,828	60,875	64,095	69,629	74,660
同比 (%)	11.4	19.8	5.3	8.6	7.2
经调整归母净利润 (人民币 百万)	8,913	9,955	10,128	10,316	11,160
同比 (%)	7.6	11.7	1.7	1.9	8.2
每股净利润 (人民币)	0.196	0.211	0.201	0.204	0.221
同比 (%) (YoY)	7.5	8.1	-5.1	1.9	8.2
每股股本 (人民币)	1.561	1.907	1.982	2.115	2.259
同比 (%) (YoY)	8.9	22.2	4.0	6.7	6.8
*净负债率 (%)	183.4	143.0	128.7	109.2	99.0
市盈率 (倍) - H 股	8.87	8.21	8.65	8.49	7.85
市盈率 (倍) - A 股	14.93	13.81	14.56	14.29	13.21
市净率 (倍) - H 股	1.11	0.91	0.88	0.82	0.77
市净率 (倍) - A 股	1.87	1.53	1.47	1.38	1.29
平均股本回报率 (%)	12.76	11.76	10.67	9.97	10.10
平均资产回报率 (%)	2.41	2.50	2.57	2.57	2.74
每股股息 (人民币)	0.072	0.081	0.070	0.072	0.077
股息率 (%) - H 股	4.14	4.70	4.05	4.12	4.46
股息率 (%) - A 股	2.46	2.79	2.40	2.45	2.65

* 净负债率 = 净负债 / 总股本；

来源：彭博，农银国际证券预测

公司报告

2020年4月22日

评级 (H 股): 买入
 评级 (A 股): 买入
 目标价 (H 股): HK\$ 2.20
 目标价 (A 股): RMB 3.30

分析师: 吴景荃
 电话: (852) 2147 8869
 电邮: kelvinn@abc.com.hk

股价 (H/A 股)	HK\$ 1.91 RMB 2.92
预测股价回报 (H/A)	15.2%/13.0%
预测股息率 (H/A)	4.0%/2.3%
预测总回报 (H/A)	19.2%/15.3%
之前评级及目标价 (H/A)	买入, HK\$2.45 持有, RMB4.00
之前报告日期	4/10/2019

来源：彭博，农银国际证券预测

主要数据

52 周 高/低 (港币) (H 股)	2.3/1.5
52 周 高/低 (人民币) (A 股)	5.3/2.9
总发行股数 (百万股)	50,499
发行 H 股 (百万股)	11,164
发行 A 股 (百万股)	5,050
H-股 市值 (港币百万元)	21,323
A-股 市值 (人民币百万元)	14,746
3 个月日均成交量 (港币百万元) (H 股)	65.6
3 个月日均成交量 (人民币百万元) (A 股)	320
主要股东:	
中广核集团	64.2%

来源：彭博，农银国际证券

股价表现 - H 股 (%)

	绝对值	相对值*
1 个月	14.81	9.86
3 个月	(10.58)	4.72
6 个月	(8.82)	(0.18)

*相对于恒生国企指数

来源：彭博，农银国际证券

股价表现 - A 股 (%)

	绝对值	相对值*
1 个月	(1.68)	(4.00)
3 个月	(19.28)	(15.86)
6 个月	(28.36)	(34.99)

*相对于上证综合指数

来源：彭博，农银国际证券

2019年业绩概况

2019年经调整净利润同比增长12%，高于市场和我们的预期

中广核电力2019年净利润录得人民币94.66亿元，较去年同期增长9%，如果扣除固定资产处置收益和汇兑损失等项目，调整后的净利润为人民币99.55亿元（同比增长12%），分别高于我们和彭博市场预期的3%和5%。优于预期的主要原因是较好的运营成本控制。

发电量同比增长14%，主要受惠于台山和阳江机组投产

中广核公布2019年发电量同比强劲增长14%，这是由于台山2号机组和阳江6号机组的投产，这两个机组在2019年帮助中广核的装机容量同比增长12%。由于新投产机组通常需要6个月的时间来提升至高利用率，因此我们认为这两个机组将继续成为中广核在2020年的主要收入增长引擎。

A股于2019年8月上市，净负债率改善了40个百分点

2019年8月26日，中广核的A股在深圳证券交易所上市，为中广核筹集了126亿元人民币的新资本。所得款项帮助中广核将净负债率从2018年底的183%降至2019年底的143%。我们认为，净负债率的改善将有助于市场舒缓对中广核债务结构和资产负债表健康状况的担忧。

利用小时数同比略有下降

中广核公布2019年的利用小时数为7,507小时，较2018年的7,554小时同比下降1%。我们认为这主要是由于福建和辽宁等省的电力需求疲弱所致。

2020年及2021年展望

中广核是不断扩展的核电市场的领导者

核电将仍然是关键的替代能源，由于核电的利用小时数高，生产成本低并且在发电过程中不产生温室气体排放，政府将大力推动其发展；我们认为，核能将继续是中国公用事业领域的蓝海市场，因为它将在未来10年仍将持续发展。作为中国核电行业的领导者，中广核控制着全国约60%的装机容量，并且很可能会继续受益于核电在整体能源结构中不断增长的市场份额（核电对整体全国发电量的占比，从2009年的1.9%增长到2019年的4.8%）。

寡头垄断市场结构使中广核拥有坚实的壁垒

核电是敏感的行业，公司必须有运营许可才可以发展核电，现在全国只有3家公司获得许可，分别是中广核，中国核电和国家电力投资公司，因此中国核电运营市场的竞争者非常少。在可见的未来，中国政府都不太可能发出新的许可，因为核电发展非常敏感并且具有很高的初始资本投入。这种情况使中国核电运营行业成为寡头垄断的市场结构，并具有很高的进入壁垒。中广核目前在该市场上的领先地位很可能会持续很长时间，并将使其在不断扩大的蓝海市场中长期受益。

新冠肺炎的爆发将对中广核2020年的发电量有负面影响

管理层未就 2020 年的发电量提供任何指引；但我们相信新冠肺炎的爆发将对中广核的发电增长率产生负面影响。根据中国电力企业联合会的数据，中国在今年首两个月的累计发电量录得 8.2% 的同比下滑。如果在接下来的几个月中经济活动恢复，今年的全国发电量可能仅有低个位数增长，因此，中广核的发电量增长在今年应会放缓，但在 2021 年和 2022 年将有强劲的反弹。

核能是燃煤发电的最佳替代能源

由于生产成本低廉，核电是唯一可以在发电成本上与燃煤发电竞争的替代能源，而无需任何政府补贴。我们认为，中国政府将长期推动核电的发展。鉴于核电现在仅占 2019 年中国总发电量的 4%（发达国家的平均水平为 30%），我们认为核电的发展空间仍然很大。

2020 年装机容量将无增长；2021 年和 2022 年将同比增长 4%/ 11%

由于没有新机组在 2020 年建成并投入商业运营，中广核可能在最近 5 年内首次没有装机容量增长。红沿河 5 号机组计划于 2021 年投入使用，红沿河 6 号机组与防城港 3 号和 4 号机组计划于 2022 年开始商业运营，中广核的装机容量在 2021 年和 2022 年将同比增长 4%/ 11%。

2020 年发电量将同比下降 1%；2021 年的发电量同比增长 12%

新冠肺炎的爆发应该会对包括核能在内的中国总体电力需求产生负面影响，此外，2020 年没有新的机组投入运营，中广核的发电量增长应该取决于今年的利用小时数。因此，我们预计中广核发电量将在 2020 年录得 1% 的同比下降。展望 2021 年，我们预计中广核的装机容量将同比增长 4%，在利用率提高的背景下，应有助于发电量同比增长 12%。

2020 年和 2021 年的上网电价将同比微降 0.3%/ 0.3%

中广核的上网电价是基于标杆上网电价与市场上网电价的混合，标杆电价通常比市场电价高 3-5%。在过去三年中，中广核的标杆电价比例已从 2017 年的 86% 下降至 2019 年的 67%。我们认为，由于政府希望核电企业参与自由市场竞争，标杆电价的比例将继续下降。因此，我们预计市场电价的比例在 2020 年 / 2021 年 / 2022 年中将达到 35%/ 35%/ 40%。因此总体电价将同比下降 0.3%/ 0.3%/ 0.2%。

由于资本开支减少，净负债比率在未来两年将继续改善

在 2019 年进行 A 股首次公开发行后，中广核的净负债率从 2018 年的 183% 改善至 2019 年的 143%。由于 2020 年没有新机组投产，我们认为中广核的资本开支将从 2019 年的 219 亿元人民币减少至 2020 年的 190 亿元人民币，因此将有助于中广核的净负债率在 2020 年录得 129%。

2020 年 / 2021 年的经调整后净利润将同比录得 2%/ 2% 增长，2022 年将同比增长 8%

尽管新冠肺炎的爆发会对全国电力需求产生负面影响，但核电有优先上网权，现有机组的使用率将有保障，我们认为中广核的总体利用小时将有微小变化，因为今年没有新的机组开始运营。因此，我们认为中广核的经调整净利润（不包括减值损失和公允价值变动）将同比增长 2%。在 2021 年，我们预计利用小时数将随着经济活动的复苏而反弹。另外，在装机容量增长的帮助下，我们预计经调整净利润将同比增长 2%。对于 2022 年，我们认为新机组的投产将使发电量同比增长 10%，而且财务负担和融资成本减少，中广核的调整后净利润预计将录得 8% 的同比增长。

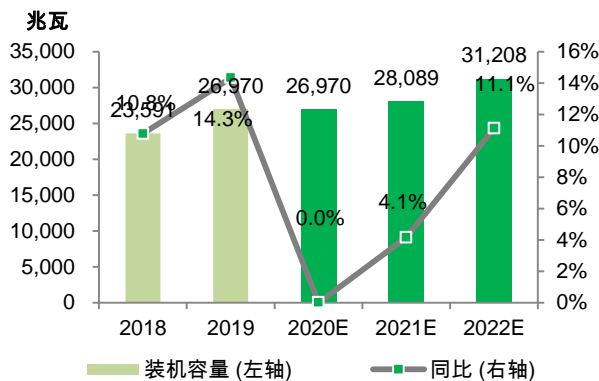
H 股 (1816 HK) 目标价为 2.20 港元；维持买入评级

我们将估值年期转至 2020 年，基于现金流折现模型得出的目标价为 2.20 港元（之前为 2.45 港元），相当于 10.0 倍 2020 年预期市盈率和 1.0 倍 2020 年预期市净率。维持买入评级。尽管新冠肺炎的爆发会减少中国的整体电力需求，但政府从燃煤发电转向替代能源的方向保持不变，因为就发电成本而言，核电是燃煤发电的最佳替代品，因此核电将在未来十年快速发展。作为中国核电行业的领导者，我们相信中广核将从中国核电的崛起中受益匪浅。同时，它也是 H 股市场上唯一的上市核电运营商。

A 股 (003816 CH) 目标价 3.30 元；调升至买入评级

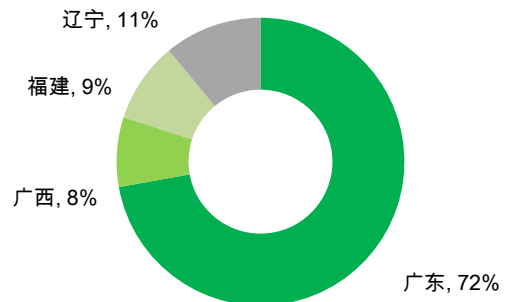
我们将估值年期转至 2020 年，基于现金流折现模型得出的目标价为 3.30 元人民币（之前为 4.00 元人民币），对应 16.5 倍 2020 年预期市盈率和 1.7 倍 2020 年预期市净率。在过去 7 个月中股价下跌 39% 之后，中广核 A 股目前的 2020 年预期市盈率为 15 倍。我们认为目前的估值可以反映其价值。我们将 A 股评级从持有上调至买入。然而，我们认为中广核 A 股的估值不及中广核 H 股有吸引力。

图表 7: 中广核的核电装机容量展望



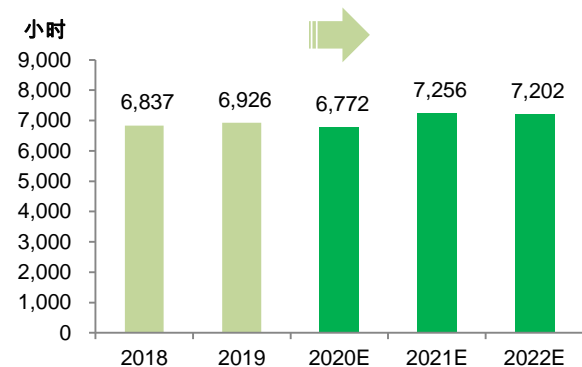
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 8: 中广核各省的装机容量分布 (2019)



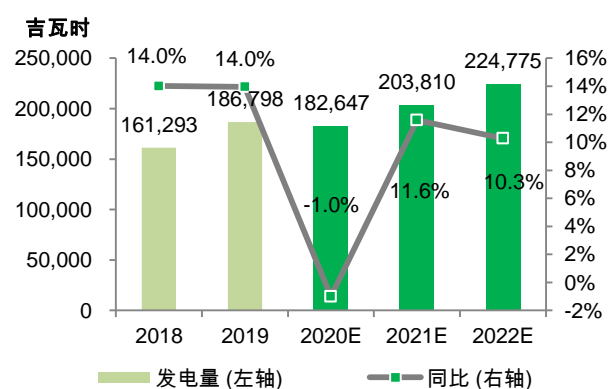
来源: 公司资料, 农银国际证券

图表 9: 中广核的利用小时数将在 2020 年后保持在 7,000 小时以上

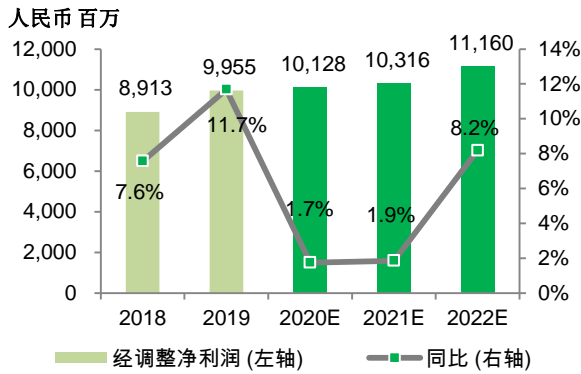


来源: 公司资料, 农银国际证券预测

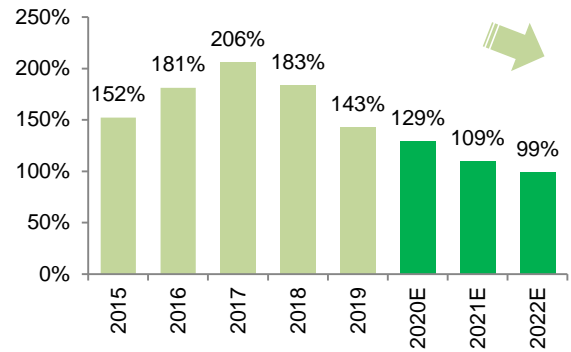
图表 10 中广核的核电发电量展望



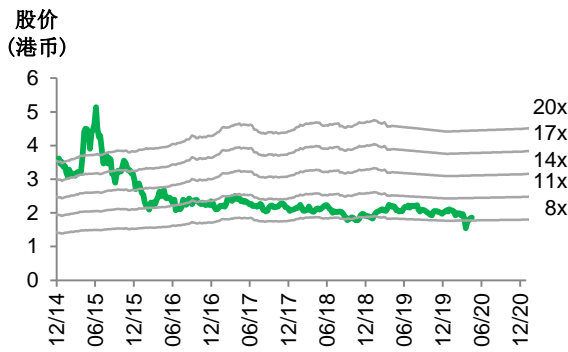
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 11: 中广核调整后的净利润增长展望


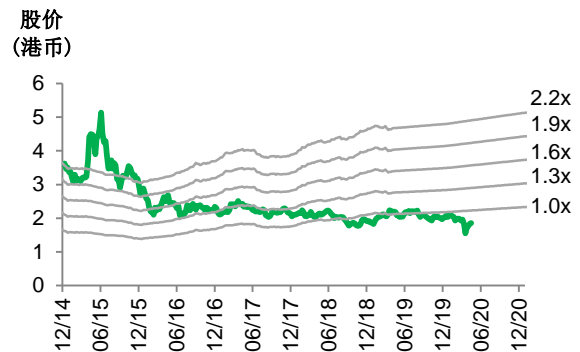
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 12: 中广核的净负债率将继续下降


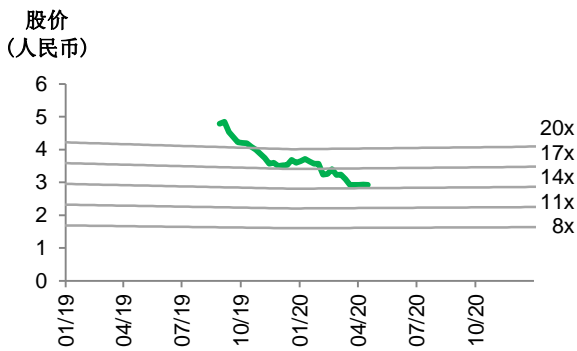
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 13: 中广核 H 股的市盈率图表


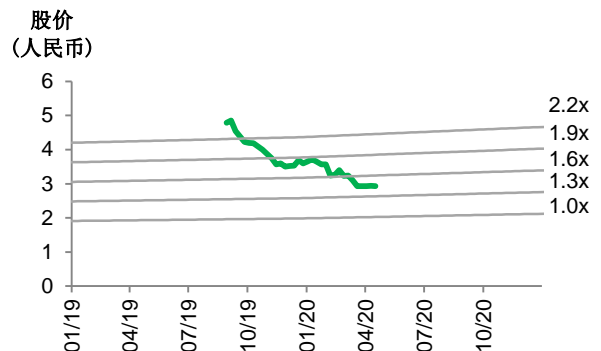
来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 14: 中广核 H 股的市净率图表


来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 15: 中广核 A 股的市盈率图表


来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 16: 中广核 A 股的市净率图表


来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 17: 预测和估值的变更

	单位	之前预测		现在预测		变动		主要原因
		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	
经调整净利润	人民币 百万元	10,576	10,905	10,128	10,316	-4.2%	-5.4%	2020年无新装机投产及新冠肺炎的爆发将对中广核的净利润有负面影响。但经济预期在2021年有所好转将有利盈利增长
每股净利润	人民币	0.21	0.22	0.20	0.20	-4.1%	-5.2%	2020年无新装机投产及新冠肺炎的爆发将对中广核的净利润有负面影响。但经济预期在2021年有所好转将有利盈利增长
估值 - H股	人民币 百万元	112,796		100,918		-10.5%		新冠肺炎的爆发拖累了发电量并因此拖低了估值
估值 - A股	人民币 百万元	202,369		166,648		-17.7%		新冠肺炎的爆发拖累了发电量并因此拖低了估值
目标价 - H股	港币	2.45		2.20		-10.2%		新冠肺炎的爆发拖累了发电量并因此拖低了目标价
目标价 - A股	人民币	4.00		3.30		-17.5%		新冠肺炎的爆发拖累了发电量并因此拖低了目标价

来源: 农银国际证券预测

合并利润表

截至12月31日(人民币 百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	50,828	60,875	64,095	69,629	74,660
发电收入	46,072	52,783	54,577	58,420	62,330
服务收入	3,179	6,164	7,396	8,876	9,763
其他	856	1,028	1,131	1,244	1,368
销售成本	(29,137)	(36,171)	(39,899)	(43,195)	(46,307)
毛利	21,691	24,704	24,195	26,434	28,354
营销, 一般及行政费用	(2,465)	(2,658)	(2,884)	(3,133)	(3,360)
净财务收入(成本)	(5,689)	(7,020)	(6,097)	(8,258)	(8,669)
其他收入/(支出)	1,362	1,529	2,099	2,591	3,050
除税前利润	14,899	16,555	17,313	17,634	19,375
税项	(1,218)	(1,770)	(1,731)	(1,763)	(1,937)
除税后利润	13,682	14,785	15,582	15,871	17,437
净利润归属于:					
少数权益股东	4,979	5,320	5,454	5,555	6,277
母公司权益股东	8,703	9,466	10,128	10,316	11,160
经调整母公司权益股东	8,913	9,955	10,128	10,316	11,160
基本每股净利润(人民币)	0.191	0.201	0.201	0.204	0.221
经调整基本每股净利润(人民币)	0.196	0.211	0.201	0.204	0.221
每股股息(人民币)	0.072	0.081	0.070	0.072	0.077

来源: 公司资料, 农银国际预测

合并资产负债表

截至12月31日(人民币 百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	55,388	61,923	57,599	64,245	64,893
现金	15,208	19,572	19,188	22,126	20,673
已抵押和受限制的银行存款	0	0	0	0	0
应收账款及票据	6,649	8,153	7,651	9,518	8,892
其他应收款和预付款	6,037	9,345	5,406	10,618	6,564
库存	21,372	18,371	25,355	21,982	28,764
其他流动资产	6,122	6,483	0	0	0
非流动资产	313,168	326,052	341,916	339,061	345,278
物业, 厂房及设备	210,850	256,955	264,750	262,637	267,812
投资物业	210	184	184	184	184
无形资产	5,139	6,401	4,861	4,920	4,972
对合资企业和联营企业的投资	10,203	11,199	12,337	13,884	15,814
递延所得税资产	1,775	1,904	1,904	1,904	1,904
其他非流动资产	84,990	49,409	57,880	55,531	54,592
总资产	368,556	387,975	399,515	403,306	410,171
流动负债	60,625	67,018	47,636	51,234	49,005
应付账款及应付票据	18,247	22,602	21,124	26,214	24,533
其他应付款	6,819	7,426	1,457	1,457	1,457
短期借款	34,589	36,172	25,055	23,564	23,015
其他流动负债	970	817	0	0	0
非流动负债	194,805	185,663	198,985	186,916	182,479
递延所得税负债	1,177	1,217	1,217	1,217	1,217
长期借款	188,128	176,847	190,983	178,915	174,478
其他非流动负债	5,500	7,599	6,784	6,784	6,784
总负债	255,430	252,681	246,620	238,150	231,484
少数股东权益	42,011	45,492	52,784	58,339	64,616
母公司股东权益	71,115	89,802	100,111	106,817	114,071

来源: 公司资料, 农银国际预测

合并现金流量表

截至12月31日(人民币 百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前利润	14,899	16,555	17,313	17,634	19,375
折旧和摊销变动	9,194	10,155	11,712	12,048	12,638
营运资金变动	575	4,777	(5,141)	1,383	(3,781)
财务费用净额(收入)	5,689	7,020	6,097	8,258	8,669
已付所得税	(1,444)	(1,218)	(1,770)	(1,731)	(1,763)
收到的净利息	0	0	0	0	0
其他	(504)	(6,690)	(1,138)	(1,547)	(1,930)
经营现金流	28,410	30,599	27,073	36,046	33,207
资本性开支	(16,631)	(15,653)	(19,000)	(9,392)	(17,232)
无形资产增加	(354)	(547)	(574)	(603)	(633)
其他	602	1,563	294	384	443
投资现金流	(16,382)	(14,637)	(19,281)	(9,611)	(17,422)
净资本筹集	0	12,574	0	0	0
净债务融资	4,877	(9,132)	3,020	(13,560)	(4,986)
已付股息	(5,998)	(7,477)	(3,838)	(3,545)	(3,611)
已付利息	(6,105)	(5,944)	(7,359)	(6,391)	(8,642)
其他	(3,684)	(2,844)	0	0	0
融资现金流	(10,910)	(12,823)	(8,177)	(23,496)	(17,238)
净现金变动	1,118	3,139	(384)	2,939	(1,453)
年初现金及现金等价物	12,387	15,208	19,572	19,188	22,126
调整(汇率及其他)	1,704	1,225	0	0	0
年末现金及现金等价物	15,208	19,572	19,188	22,126	20,673

来源: 公司资料, 农银国际预测

主要数据

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售分布(%)					
发电收入	90.64	86.71	85.15	83.90	83.49
服务收入	6.25	10.13	11.54	12.75	13.08
其他	3.10	3.17	3.31	3.35	3.44
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
损益比率(%)					
毛利率	42.68	40.58	37.75	37.96	37.98
营业利润率	38.90	37.73	34.75	34.96	34.98
税前利润率	29.31	27.20	27.01	25.33	25.95
净利润率	26.92	24.29	24.31	22.79	23.36
销售和管理费用/收入	4.85	4.37	4.50	4.50	4.50
实际税率	8.17	10.69	10.00	10.00	10.00
增长率(%)					
收入	11.38	19.77	5.29	8.64	7.23
毛利	9.44	13.89	(2.06)	9.25	7.26
营业利润	8.71	16.17	(3.03)	9.31	7.26
净利润	7.52	8.07	5.39	1.85	9.87
资产负债表比率					
流动比率(x)	0.91	0.92	1.21	1.25	1.32
速动比率(x)	0.36	0.41	0.56	0.62	0.60
现金比率(x)	0.25	0.29	0.40	0.43	0.42
应收票据周转天数	47.03	44.38	45.00	45.00	45.00
应付账款周转天数	222.93	206.10	200.00	200.00	200.00
库存周转天数	257.50	200.52	200.00	200.00	200.00
总债务/权益比率(%)	313.18	237.21	215.80	189.56	173.13
净债务/权益比率(%)	183.43	142.98	128.75	109.20	98.96
回报率(%)					
平均资产回报率	2.41	2.50	2.57	2.57	2.74
平均股本回报率	12.76	11.76	10.67	9.97	10.10
派息率	37.60	40.55	35.00	35.00	35.00

来源: 公司资料, 农银国际预测

龙源电力 (916 HK) 短期不利因素可能打击市场领导者

- 2019年经调整后的净利润低于我们预测但好于市场预期
- 预期2020年/2021年风电装机容量将同比增长9%/8%
- 2020年的利用小时数将降至2,074;但2021年将反弹至2,134
- 自由现金流为正数在现在波动的市况中有利
- 2020年/2021年的净利润将同比增长1%/5%
- 调低评级至持有,目标价为HK\$4.10,相当于6.9倍2020年市盈率及0.6倍2020年市净率

2019年经调整后净利润同比下降2%，低于我们的预期。龙源电力（龙源）2019年净利润为43.25亿元人民币（同比增长10%）；剔除减值损失后，经调整后的净利润为人民币4,328元（同比下降2%），比我们的预期低5%。

2020年 / 2021年风电装机容量同比增长9% / 8%。管理层指引的2020年资本开支为193亿元人民币，其中169亿元人民币将用于扩展风电装机容量。我们认为，这项投资将在2020年 / 2021年年增加约1.73吉瓦 / 1.74吉瓦的风电装机容量，将装机容量同比推高9% / 8%。

2020年的利用小时数将降至2,074，但到2021年将反弹至2,134。由于新冠肺炎的爆发，我们估计中国的发电量将仅同比增长2%。鉴于需求减少，我们预计龙源的利用小时数将在2020年同比下降5%至2,074，但是由于经济复苏和风电行业竞争的减弱，该数字在2021年将反弹至2,134，因为“平价上网”政策将减少小型竞争对手，也不鼓励新竞争者的进入。

自由现金流为正数。我们认为公用事业类公司将在波动的市场中受到青睐，因为其盈利可见度更高，自由现金流也更强。龙源自2015年以来一直有正数的自由现金流。除2021年（我们估计集团将是负自由现金流）外，我们预计正数的自由现金流将在2021年以后恢复。

2020年 / 2021年的经调整净利润同比增长1% / 5%。我们认为，由于疫情的爆发，龙源的经调整净利润在2020年预计将仅同比增长1%。随着经济恢复正常，到2021年，情况将有所改善，净利润增长率将回升至5%。

目标价4.10港元；下调至持有评级。我们将估值年期转至2020年，基于现金流折现模型得出的目标价为4.10港元（之前为5.30港元），相当于6.9倍2020年预期市盈率和0.58倍2020年预期市净率。下调评级至持有。

业绩和估值

截至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入 (人民币 百万)	26,388	27,541	27,183	29,500	31,607
同比 (%)	7.3	4.4	-1.3	8.5	7.1
经调整净利润 (人民币 百万)	4,438	4,328	4,363	4,566	4,935
同比 (%)	17.0	-2.5	0.8	4.7	8.1
每股净利润 (人民币)	0.552	0.539	0.543	0.568	0.614
同比 (%)	17.0	-2.5	0.8	4.7	8.1
每股股本 (人民币)	5.506	5.965	6.399	6.854	7.345
同比 (%)	7.6	8.3	7.3	7.1	7.2
市盈率 (倍)	6.41	6.58	6.52	6.23	5.77
市净率 (倍)	0.64	0.59	0.55	0.52	0.48
平均股本回报率 (%)	9.19	9.38	8.78	8.58	8.65
平均资产回报率 (%)	2.69	2.85	2.76	2.70	2.79
每股股息 (人民币)	0.098	0.108	0.109	0.114	0.123
股息率 (%)	2.76	3.04	3.07	3.21	3.47
*净负债率 (%)	127.0	122.7	122.3	125.2	112.9

* 净负债率 = 净负债 / 总股本;
来源: 彭博, 农银国际证券预测

公司报告

2020年4月22日

评级: 持有

目标价: HK\$ 4.10

分析师: 吴景荃
电话: (852) 2147 8869
电邮: kelvinng@abci.com.hk

股价 (港币)	3.90
预测股价回报	5.1%
预测股息率	3.1%
预测总回报	8.2%
之前评级	买入
之前报告日期	4/10/2019

来源: 彭博, 农银国际证券预测

主要数据

52周 高/低(港币)	5.5/3.5
总发行股数 (百万股)	8,036
总发行H股数 (百万股)	3,340
总市值 (港币百万元)	31,340
H股市值 (港币百万元)	13,026
3个月日均成交量(港币百万元)	52

主要股东:

国家能源投资集团	57.3%
----------	-------

来源: 公司资料, 农银国际证券

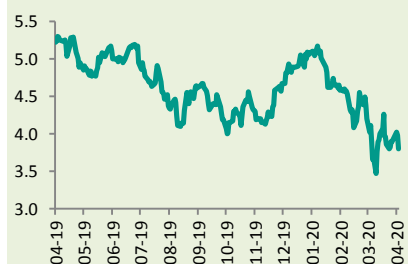
股价表现 (%)

	绝对值	相对值*
1个月	(7.54)	(12.50)
3个月	(24.60)	(9.30)
6个月	(8.43)	0.21

*相对于恒生国企指数

来源: 公司资料, 农银国际证券

1年股价表现 (港币)



来源: 公司资料, 农银国际证券

2019 年业绩概况

经调整后净利润同比下降 2%，低于我们的预期，但高于市场预期

龙源电力（龙源）公布 2019 年业绩，净利润录得 43.25 亿元人民币（同比增长 10%）。如果撇除减值损失，经调整后净利润将是 43.28 亿元人民币（同比下降 2%），比我们的估计低 5%，但比市场预期高 5%。业绩低于我们的预期，主要是因为电力需求疲软拖累了利用小时数，因此导致盈利增长不如预期。

2019 年风电装机容量同比增长 6% 主要是由于去杠杆化

截至 2019 年底，龙源的风电装机容量为 20.03 吉瓦，比 2018 年底高出 6%。该数字低于我们的预期（我们预计同比增长 9%）。我们认为这主要是由于龙源的装机容量建设慢于预期，而且公司正在进行去杠杆化，这也限制了装机容量的快速增长。

风电上网电价与 2018 年持平，好于我们的预期

整体风电上网电价为人民币 0.56 元/千瓦时（含增值税），与 2018 年持平，高于我们的预期（我们预计同比下降 0.7%）。我们认为这应归因于第 4 类地区的装机容量的增加（上网电价高于其他地区），这有助于龙源的风电综合上网电价表现。

净负债率下降 4.4 个百分点是亮点

龙源 2019 年的净负债率为 123%，比 2018 年底的 127% 下降 4.4 个百分点。去杠杆化的趋势非常明显，这体现在集团净负债率一直呈下降趋势，从 2014 年的 164%，2015 年的 161%，2016 年的 155%，2017 年的 136%，2018 年的 127%，下降至 2019 年的 123%。

2020 年 / 2021 年展望

2020 年 / 2021 年风力装机容量将同比增长 9% / 8%

管理层指出，公司的资本开支在 2020 年将达到 193 亿元人民币，其中 169 亿元人民币用于风电装机容量的建设。我们相信这项投资将为龙源的风电业务在 2020 年和 2021 年带来约 1.73 吉瓦和 1.74 吉瓦的新装机容量，装机容量增长率将分别达到 9% 和 8%。

新冠肺炎的爆发会对龙源的发电量产生负面影响

我们认为，新冠肺炎疫情将令总体经济活动减少，因此削减 2020 年中国的整体电力需求。随着更多行业从 4 月开始恢复一定程度的复工复产，影响将逐渐消失。我们预计全国电力需求将在 2020 年录得低单位数增长，并预计龙源的风电发电量增长将达到类似水平。

自由现金流呈正数的现金牛公司将在波动的市场中受益

我们认为公用事业公司因其较高的盈利可预见性和较强的现金流，在波动的市场中会通常较受到青睐。与其他风电运营商不同，龙源自 2015 年以来一直有正数的自由现金流。我们预计集团将在 2021 年录得负数的自由现金流，这主要是“平价上网”政策的执行将会推高龙源的资本开支，但我们预期在此之后的自由现金流将恢复正数。

利用率小时数在 2020 年将同比降低 5 % 至 2,074 小时，但在 2021 年将回升到 2,134 小时

由于新冠肺炎的爆发以及全球经济的不确定性，根据我们的估计，中国的发电量将仅同比增长 2%，低于 2019 年的 5%。我们认为风电需求也将受到影响。作为风电运营行业的市场领导者，龙源也将受到影响，因此，我们预计龙源的利用小时数在 2020 年将录得 2,074 小时(2019 年为 2,189 小时)，同比下降 5%。然而，这一数字将在 2021 年反弹至 2,134 小时基于经济的复苏。此外，“平价上网”的时代到来也将淘汰小型竞争者，令市场竞争减低，有助龙源利用小时数的提高。

2020 年 / 2021 年龙源的风电上网电价将同比下降 0.5% / 0.5%

国家发改委在 2019 年公布的“平价上网”政策的新上网电价适用于在 2020 年以后开始投运的机组，而现有机组将维持以前的补贴电价。由于龙源的 2020 年和 2021 年新增装机容量仅占现有容量的 9% 和 8%，因此我们预计对龙源整体电价的负面影响将有限。根据我们的估算，龙源 2020 年 / 2021 年风电总体上网电价将分别同比下降 0.5% 至 0.48 元人民币/千瓦时（不含税）和 0.477 元人民币/千瓦时（不含税）

燃煤发电业务将是拖累

龙源 2019 年收入的约 11% 来自燃煤发电业务，我们认为由于疫情的爆发，使中国目前的电力需求疲弱，而且政府将全国能源结构从燃煤转换为替代能源的态度，都将使龙源 2020 年的燃煤发电业务收入有所下降。我们估计龙源燃煤发电的利用小时数将下降 5%，因此我们预计燃煤业务的 2020 年收入同比下降 5%。

净负债率在 2020 年和 2021 年可能会上升，但随后会下降

我们认为龙源应该像其他风电运营商一样，在国家发改委于 2019 年 5 月宣布的“平价上网”政策的最后期限前加快风机建设。我们预计龙源的 2020 年 / 2021 年的资本开支将分别高达 190 亿元人民币，然后在 2022 年降至 130 亿元人民币。因此，根据我们的估计，净负债率将从 2019 年的 122% 上升到 2021 年的 125%，然后下降到 2022 年的 113%。

2020 年 / 2021 年的经调整后净利润同比增长 1% / 5%

我们认为，由于新冠肺炎的爆发，将减少中国的经济活动，因此将拖累龙源的利用小时数。经调整后净利润在 2020 年预计将仅同比增长 1%。我们预计经济在 2021 年将实现反弹，龙源的 2021 年的经调整后净利润将有 5% 的同比增长。

两项新政策最有利于行业领导者

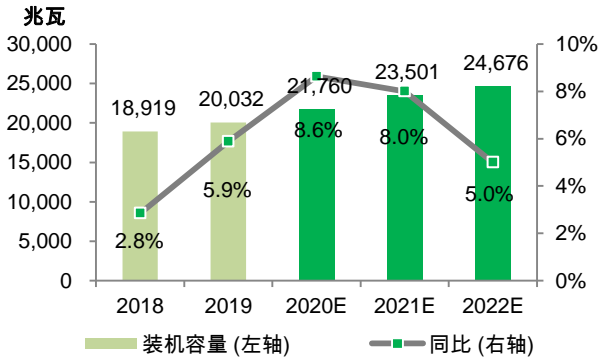
平价上网政策和对项目招标申请人的更严格要求，将加大潜在进入者的门槛，而使大型运营商受益。龙源的整体风电上网电价是同行中最高的（由于龙源很多的现有设施可以享受以前的高补贴电价）在竞标价格较低或没有上网电价的新项目时，龙源将提供更多的利润缓冲。而集团在风电行业的长期经验也将增加成功竞标的机会。

目标价 4.10 港元； 下调评级至持有

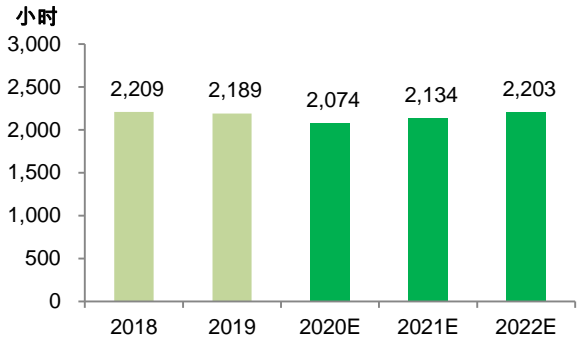
我们将估值年期转至 2020 年，基于现金流折现模型得出的目标价为 4.10 港元（先前为 5.30 港元），相当于 6.9 倍 2020 年预测市盈率和 0.58 倍 2020 预测市净率。龙源公司 2019 年的业绩差于预期，原因是利用小时数和装机容量增长低于预期。我们认为，新冠肺炎的爆发将减少中国的电力需求，并因此对风电发电量造成压力。此外，龙源的燃煤业务仍将拖累集团在

2020年的盈利。因此，我们下调了2020年龙源的风电/燃煤利用小时数预测，分别减少10%/3%；2021年则分别下调10%/3%；因此削减了龙源的2020年/2021年盈利预测分别达9%/9%。降级为持有。

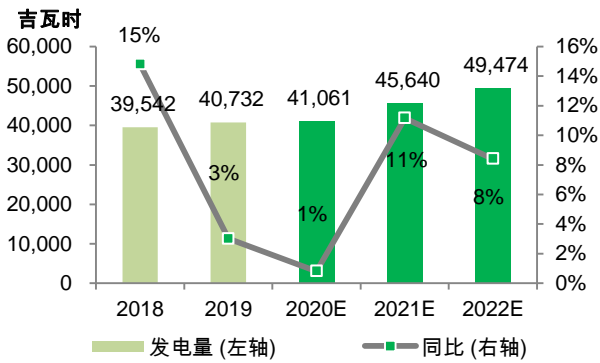
我们相信，随着新政策的出台，有利于大型国有运营商的发展，中国风电运营行业的竞争将会减弱。龙源的主要资产位于优质地区，长期有自由现金流流入和不断进行的去杠杆化，促使我们继续选择龙源作为风电行业的首选。

图表 18: 龙源的风电装机容量展望


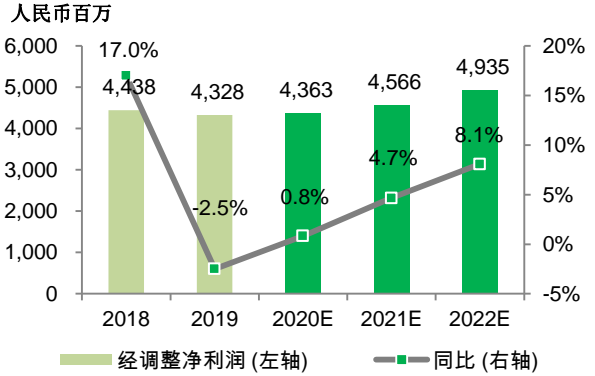
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 19: 龙源风电利用小时数展望


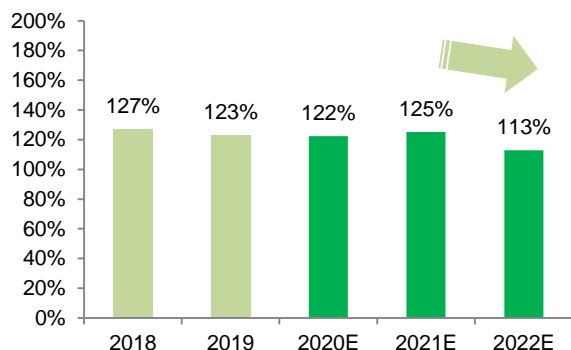
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 20: 龙源风电发电量展望


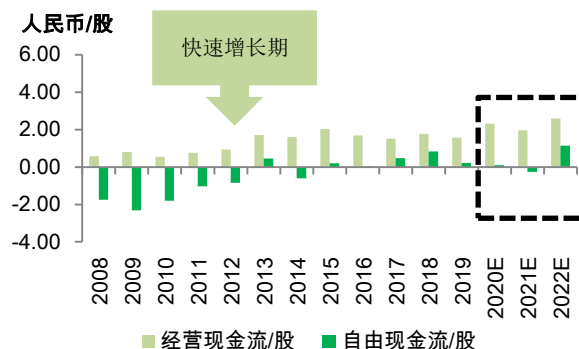
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 21: 龙源经调整净利润增长展望


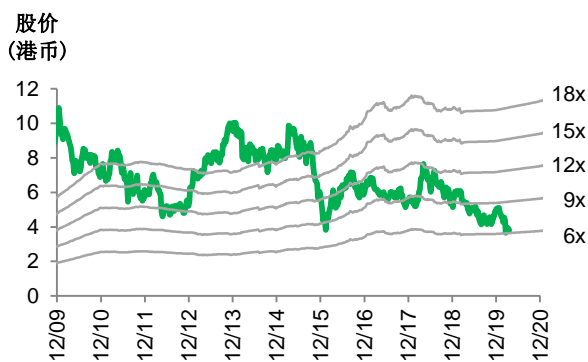
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 22: 龙源的净负债率应在未来的几年中下降


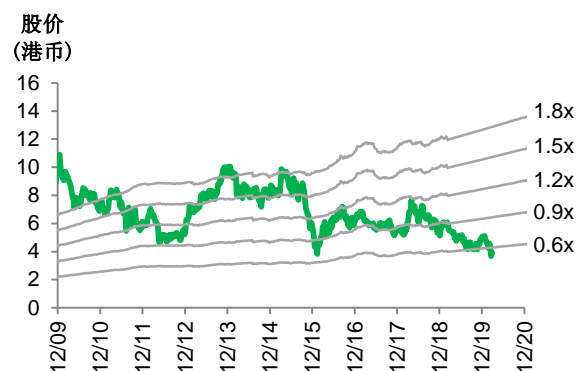
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 23: 龙源的自由现金流应在 2021 年后回复正数


来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 24: 龙源的市盈率图表


来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 25: 龙源的市净率图表


来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 26: 预测和估值的变更

	单位	之前预测		现在预测		变更		主要原因
		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	
经调整净利润	人民币百万元	4,813	5,035	4,363	4,566	-9.3%	-9.3%	新冠肺炎的爆发应该对龙源的整体电力需求产生负面影响。
每股净利润	人民币	0.60	0.63	0.54	0.57	-9.3%	-9.3%	新冠肺炎的爆发应该对龙源的整体电力需求产生负面影响。
估值	人民币百万元	38,756		29,929		-22.8%		2020年及2021年净利润下滑拖累估值下降
目标价	港币	5.30		4.10		-22.8%		2020年及2021年净利润下滑拖累估值下降

来源: 农银国际证券预测

合并利润表

截至12月31日(人民币 百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	26,388	27,541	27,183	29,500	31,607
风电	18,410	18,981	19,030	21,045	22,744
火电	6,366	6,632	6,297	6,426	6,691
其他	1,612	1,927	1,856	2,030	2,172
销售成本	(16,002)	(16,840)	(17,126)	(18,497)	(19,676)
毛利	10,386	10,701	10,057	11,004	11,932
营销, 一般及行政费用	(588)	(564)	(544)	(590)	(632)
净财务收入(成本)	(3,513)	(3,486)	(3,011)	(3,613)	(3,948)
其他收入/(支出)	(388)	(201)	109	118	126
除税前利润	5,897	6,450	6,611	6,919	7,478
税项	(976)	(1,131)	(1,157)	(1,211)	(1,309)
除税后利润	4,921	5,320	5,454	5,708	6,169
净利润归属于:					
少数权益股东	755	753	818	856	925
永久中期票据持有人	242	242	273	285	308
母公司权益股东	3,924	4,325	4,363	4,566	4,935
基本每股净利润(人民币)	0.552	0.539	0.543	0.568	0.614
每股股息(人民币)	0.098	0.108	0.109	0.114	0.123

来源: 公司资料, 农银国际预测

合并资产负债表

截至12月31日(人民币 百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	17,786	23,029	15,696	25,670	17,785
现金	2,861	2,908	2,392	2,874	2,057
已抵押和受限制的银行存款	253	523	523	523	523
应收账款及票据	10,542	16,365	8,956	18,524	10,918
其他应收款和预付款	2,819	1,963	2,505	2,344	2,851
库存	852	819	870	954	986
其他流动资产	460	450	450	450	450
非流动资产	128,718	133,773	143,576	153,496	156,586
物业, 厂房及设备	110,001	114,607	125,636	135,977	139,540
投资物业	10	9	9	9	9
无形资产	8,171	10,886	7,549	7,370	7,194
对合资企业和联营企业的投资	4,549	4,328	4,464	4,612	4,770
递延所得税资产	146	157	157	157	157
其他非流动资产	5,841	3,786	5,761	5,372	4,917
总资产	146,504	156,803	159,271	179,167	174,372
流动负债	39,780	43,538	46,028	56,996	49,471
应付账款及应付票据	2,059	3,411	812	3,749	1,102
其他应付款	9,332	11,070	8,157	12,573	9,449
短期借款	28,336	28,965	37,059	40,674	38,920
其他流动负债	54	92	0	0	0
非流动负债	50,158	52,610	48,279	52,697	50,554
递延所得税负债	164	263	263	263	263
长期借款	46,645	48,881	45,295	49,713	47,569
其他非流动负债	3,349	3,465	2,721	2,721	2,721
总负债	89,939	96,148	94,307	109,693	100,025
少数股东权益	7,329	7,732	8,551	9,407	10,332
永久中期票据	4,991	4,991	4,991	4,991	4,991
母公司股东权益	44,245	47,932	51,422	55,076	59,024

来源: 公司资料, 农银国际预测

合并现金流量表

截至12月31日(人民币 百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前利润	5,897	6,450	6,611	6,919	7,478
折旧和摊销变动	7,286	7,633	8,474	9,310	9,879
营运资金变动	(1,078)	(3,668)	1,305	(2,139)	1,296
财务费用净额(收入)	3,267	3,160	3,523	3,021	3,587
已付所得税	(1,106)	(1,064)	(1,131)	(1,157)	(1,211)
收到的净利息	0	0	0	0	0
其他	(10)	3	(136)	(148)	(158)
经营现金流	14,255	12,515	18,645	15,806	20,870
资本性开支	(8,720)	(11,787)	(19,012)	(19,149)	(12,926)
无形资产增加	0	0	(308)	(323)	(339)
其他	87	1,013	140	103	93
投资现金流	(8,633)	(10,774)	(19,180)	(19,369)	(13,172)
净资本筹集	0	0	0	0	0
净债务融资	(2,606)	2,642	4,508	8,033	(3,897)
已付股息	(1,289)	(1,138)	(865)	(873)	(913)
已付利息	(3,592)	(3,062)	(3,626)	(3,114)	(3,706)
其他	(315)	(143)	0	0	0
融资现金流	(7,802)	(1,700)	18	4,046	(8,516)
净现金变动	(2,179)	41	(517)	482	(818)
年初现金及现金等价物	5,072	2,861	2,908	2,392	2,874
调整(汇率及其他)	(31)	7	0	0	0
年末现金及现金等价物	2,861	2,908	2,392	2,874	2,057

来源: 公司资料, 农银国际预测

主要数据

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售分布 (%)					
风电	69.77	68.92	70.01	71.34	71.96
火电	24.13	24.08	23.17	21.78	21.17
其他	6.11	7.00	6.83	6.88	6.87
合计	100	100	100	100	100
损益比率 (%)					
毛利率	39.36	38.86	37.00	37.30	37.75
营业利润率	36.97	36.12	34.90	35.20	35.65
税前利润率	22.35	23.42	24.32	23.45	23.66
净利润率	18.65	19.32	20.07	19.35	19.52
销售和管理费用/收入	2.23	2.05	2.00	2.00	2.00
实际税率	16.55	17.53	17.50	17.50	17.50
增长率 (%)					
收入	7.30	4.37	(1.30)	8.53	7.14
毛利	16.04	3.03	(6.02)	9.41	8.44
营业利润	15.57	1.98	(4.65)	9.46	8.51
净利润	8.16	8.10	2.53	4.65	8.08
资产负债表比率					
流动比率(x)	0.45	0.53	0.34	0.45	0.36
速动比率(x)	0.34	0.45	0.26	0.38	0.27
现金比率(x)	0.08	0.08	0.06	0.06	0.05
应收票据周转天数	122.39	178.30	170.00	170.00	170.00
应付账款周转天数	45.05	59.28	45.00	45.00	45.00
库存周转天数	20.59	18.11	18.00	18.00	18.00
总债务/权益比率(%)	169.47	162.41	160.15	164.11	146.53
净债务/权益比率(%)	127.05	122.68	122.28	125.21	112.86
回报率 (%)					
平均资产回报率	2.69	2.85	2.76	2.70	2.79
平均股本回报率	9.19	9.38	8.78	8.58	8.65
派息率	20.01	19.99	20.00	20.00	20.00

来源: 公司资料, 农银国际预测

大唐新能源 (1798 HK) 潜在私有化是唯一利好

- 2019年净利润同比下降23%，低于我们/市场预期
- 2020年/2021年的风电装机容量将同比增长7%/10%
- 2020年的利用小时数将同比下降4%，2021年将有2%的同比升幅
- 潜在的私有化是股价的催化剂。
- 2020年/2021年的净利润将同比下降0.3%/1.6%。
- 评级下调至卖出，目标价为HK\$0.50，相当于3.5倍2020年市盈率及0.22倍2020年市净率

2019年净利润同比下降23%，低于我们及市场的预期。大唐新能源(大唐)2019年净利润为9.36亿元人民币(同比下降23%)，比我们/市场预测低29%/13%，我们认为业绩差于预期，主要原因是利用小时数下降。

2020年/2021年风电装机容量同比增长7%/10%。由于到2020/2021年底将取消电价补贴，大唐可能会跟随其他风电运营商扩大2020年和2021年的风电装机容量。我们预计大唐在2020年/2021年将新增752兆瓦/1,029兆瓦的新风机，相当于风电总装机容量同比增长7%/10%。

预计2020年同比利用小时数下降4%；到2021年将同比增长2%。我们预计大唐2020年的风电利用小时数为1,987，比2019年同期下降4%。这主要是由于大唐在“三北”地区的装机容量占比较高而受到疫情的影响最大。我们认为情况将在2021年有所改善，因此大唐的利用小时数将比2020年增长2%。

潜在的私有化是股价的催化剂。大唐在股票市场上是风电运营商中估值最低的。华能新能源的私有化(之前为958 HK，于2020年2月24日私有化)促使人们猜测大唐可能会效仿，尤其是其现在估值低迷。我们认为这将是大唐股价的催化剂。

2020年/2021年净利润同比下降0.3%/1.6%。尽管预计2020年/2021年的风电装机容量将同比增长7%/10%，但疫情爆发将影响中国的经济活动，从而拖累大唐的利用小时数。此外，将于2021年实施的“平价上网”政策也将拖累大唐的整体风电电价。因此，我们预计大唐在2020年/2021年净利润将同比下降0.3%/1.6%。

目标价0.50港元；下调评级至卖出。由于利用率小时的下降，大唐的2019年业绩差于我们预期。我们将大唐的2020年利用率小时假设下调了13%，以反映新冠肺炎对中国电力需求的负面影响。我们还将大唐的风电发电量假设降低了15%。我们因此将大唐2020年/2021年的盈利预测下调34%/40%。我们下调评级至卖出，新目标价为0.50港元(之前为0.80港元)，相当于3.5倍2020年预测市盈率和0.22倍2020年预测市净率。

业绩和估值

截至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入(人民币 百万)	8,319	8,325	8,745	9,680	10,477
同比 (%)	17.1	0.1	5.0	10.7	8.2
归母净利润(人民币 百万)	1,209	936	933	918	795
同比 (%)	66.2	-22.6	-0.3	-1.6	-13.4
每股净利润(人民币)	0.15	0.11	0.11	0.11	0.10
同比 (%)	78.7	-25.0	-0.3	-1.6	-13.4
每股股本(人民币)	1.53	1.33	1.56	1.66	1.74
同比 (%)	16.0	-12.7	17.0	6.2	5.1
市盈率(倍)	3.69	4.91	4.93	5.01	5.78
市净率(倍)	0.36	0.42	0.36	0.33	0.32
平均股本回报率 (%)	10.21	8.02	7.77	6.87	5.64
平均资产回报率 (%)	1.67	1.21	1.14	1.02	0.81
每股股息(人民币)	0.018	0.026	0.013	0.013	0.011
股息率 (%)	3.26	4.74	2.43	2.39	2.07
*净负债率 (%)	305.8	367.0	318.5	357.7	339.4

*净负债率 = 净负债/总股本；
来源：彭博，农银国际证券预测

公司报告

2020年4月22日

评级：卖出

目标价：HK\$ 0.50

分析师：吴景荃
电话：(852) 2147 8869
电邮：kelvinn@abci.com.hk

股价(港币)	0.61
预测股价回报	(18.0%)
预测股息率	2.4%
预测总回报	(15.6%)
之前评级	持有
之前报告日期	4/10/2019

来源：彭博，农银国际证券预测

主要数据

52周高/低(港币)	0.9/0.5
总发行股数(百万股)	7,274
总发行H股数(百万股)	2,501
总市值(港币百万元)	4,437
H股市值(港币百万元)	1,526
3个月日均成交量(港币百万元)	1.8
主要股东：	
大唐集团	57.4%

来源：彭博，农银国际证券

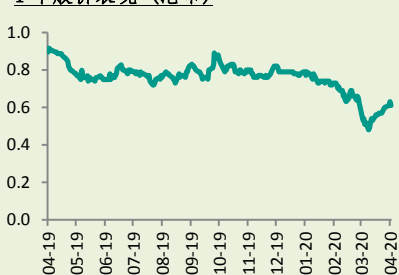
股价表现 (%)

	绝对值	相对值*
1个月	15.09	10.14
3个月	(22.78)	(7.48)
6个月	(26.51)	(17.86)

*相对于恒生国企指数

来源：彭博，农银国际证券

1年股价表现(港币)



来源：彭博，农银国际证券

2019 业绩概况

2019 年盈利同比下降 23%，低于我们及市场预期

大唐新能源（大唐）公布了 2019 年业绩，净利润录得 9.36 亿元人民币（同比下降 23%），较我们/市场预测低 29%/ 13%，我们认为业绩差于预期。

风电和光伏装机容量同比增长 8%/ 28%是亮点

大唐在 2019 年的风电/光伏装机容量分别达到 9.5 吉瓦和 223 兆瓦，比 2018 年增长 8%/ 28%。该数字比我们的预期高 0.3%/ 28%。我们认为风电和太阳能装机容量的强劲增长是因为公司急于在 2020 年底之前完成设施建设的结果。

利用小时数同比下降 2%是拖累盈利增长的关键因素之一

大唐的 2019 年风电利用小时为 2,064 小时，比 2018 年的 2,096 小时低 2%，比我们的估计低 8%。低于预期的利用小时数限制了发电量的增长，这是盈利增长的主要障碍。

净负债率飙升 61 个百分点至 367%

截至 2019 年底，大唐的净负债率为 367%，比上半年的 300%增长了 67 个百分点，比 2018 年底的 306%增长了 61 个百分点。我们认为净负债率的大幅增长主要是由于大唐急于在 2020 年底之前完成风力发电设施的建造，期内资本支出同比增长 190%。

2020 年 / 2021 年展望

2020 年 / 2021 年风电装机容量将同比增长 7%/ 10%

由于国家将在 2020 年和 2021 年底取消上网电价补贴，大唐可能会跟随其他风电运营商扩大 2020 年和 2021 年的风电装机容量。我们预计大唐在 2020 年/ 2021 年将新增 752 兆瓦 / 1,029 兆瓦的新装机容量，相当于同比增长 7%/ 10%。

2020 年利用小时数将同比下降 4%； 2021 年则有 2%的同比增长

我们预计大唐在 2020 年的风电利用小时数为 1,987 小时，较 2019 年的 2,064 小时同比下降 4%。下降的主要原因是大唐在“三北地区”（内蒙古，东北和西北）的高比例（2019 年 66%装机容量在该区域），将令集团在新冠肺炎爆发拖累的经济活动中受影响最大。我们认为 2021 年的情况将有所改善，使用小时数应同比增长 2%。

2020 年/ 2021 年风电上网电价将同比下降 2.0%/ 1.5%

大唐可能会继续遭受装机容量在“三北”地区的高占比影响，由于“三北”地区的电力需求较低，这意味着这些地区产生的电力将被输送到沿海地区消纳。但如果中国的整体电力需求不强，那么“三北”地区产生的电力将就地消纳，但该地区的上网电价远低于沿海地区。鉴于新冠肺炎可能会削减 2020 年的电力需求，我们预计大唐的风电上网电价将同比下降 2%，随后在 2021 年同比下降 1.5%。

2020年 / 2021年净负债率维持在300%以上

我们认为大唐的净利润率低（2012-2019年平均水平为5.4%，低于龙源的14.4%）应该会使得集团在盈亏之间摇摆。由于集团一直在加快风电和太阳能发电设施建设的步伐，因此我们认为2020年和2021年的资本支出可能保持较高水平。因此，净负债率将在2020年 / 2021年维持在319% / 358%的高位。

潜在的私有化是股价的催化剂

大唐在股票市场上是风电运营商中估值最低的 - 根据我们的估计，大唐目前的市盈率为4.9倍 / 5.0倍2020年 / 2021年预测市盈率和0.36倍 / 0.33倍2020年 / 2021年预测市净率。低估值可归因于其风电资产多位于“三北”地区和较高的净负债率（2019年为367%，在同行中最高）。然而，华能新能源的私有化（之前为958 HK，于2020年2月24日私有化）促使人们猜测大唐可能会效仿，尤其是其现在估值低迷。我们认为这将是大唐股价的催化剂。

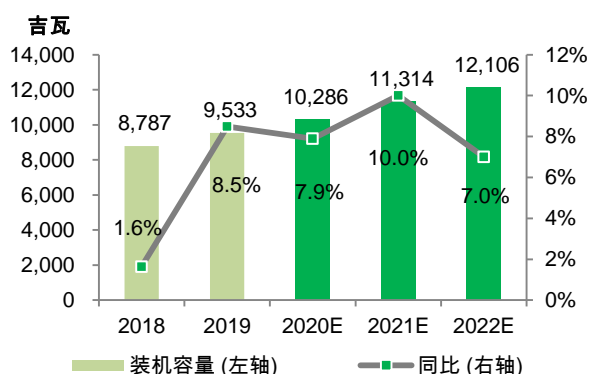
2020年 / 2021年盈利将同比下降0.3% / 1.6%

尽管预计2020年 / 2021年的风电装机容量将同比增长7% / 10%，但新冠肺炎的爆发的负面影响将影响中国的经济活动，从而拖累大唐的利用小时数。此外，将于2021年实施的“平价上网”政策也将拖累大唐的整体风电上网电价。因此，我们预计大唐在2020年 / 2021年的净利润将同比下降0.3% / 1.6%。

目标价0.50港元；下调评级至卖出

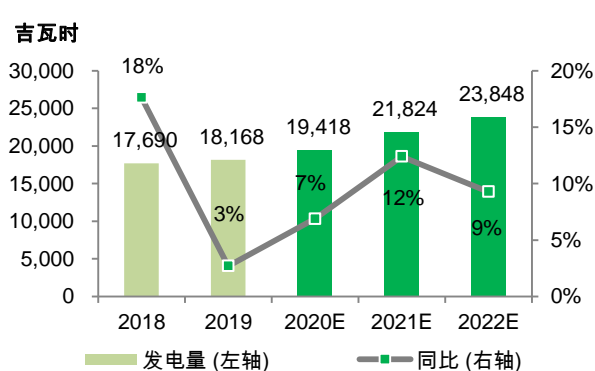
由于利用率小时的下降，大唐的2019年业绩差于我们预期。我们将大唐的2020年利用率小时假设下调了13%，以反映新冠肺炎对中国电力需求的负面影响。我们还将大唐的风电发电量假设降低了15%。我们因此将大唐2020年 / 2021年的盈利预测下调34% / 40%。我们下调评级至卖出，新目标价为0.50港元（之前为0.80港元），相当于3.5倍2020年预测市盈率和0.22倍2020年预测市净率。

图表 27: 大唐的风电装机容量将在未来几年有所增长

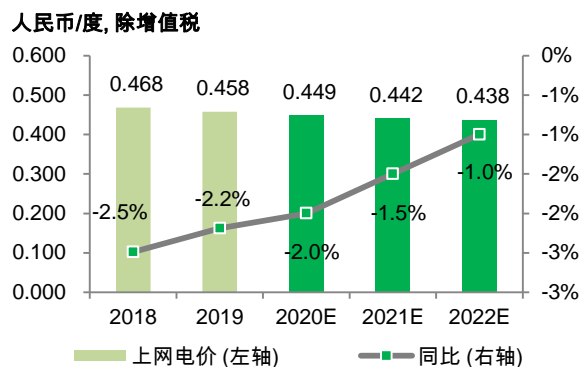


来源: 公司资料, 农银国际证券预测

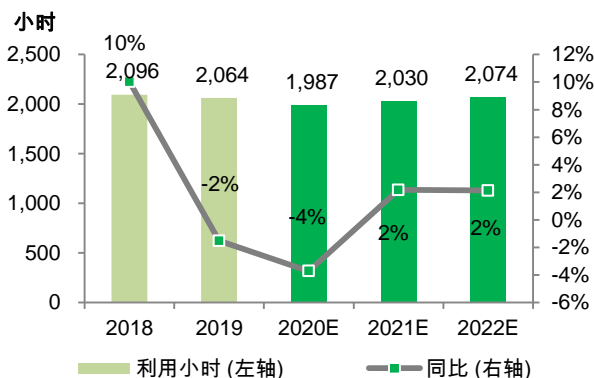
图表 28: 大唐的风电发电量展望



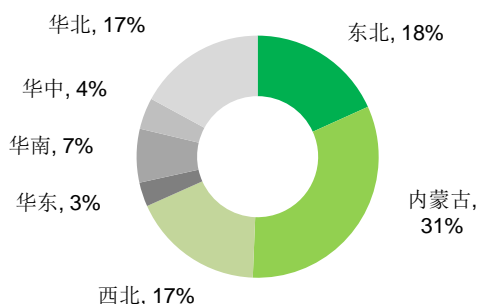
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 29: 大唐的风电上网电价展望


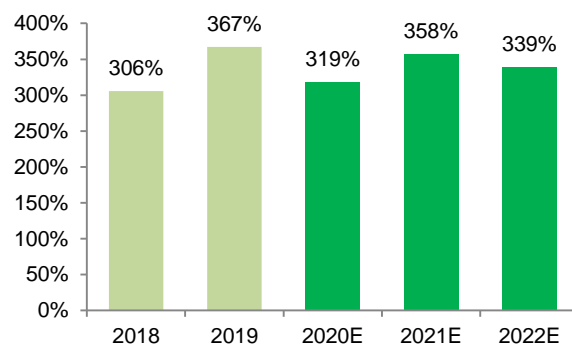
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 30: 大唐的风电利用小时数展望


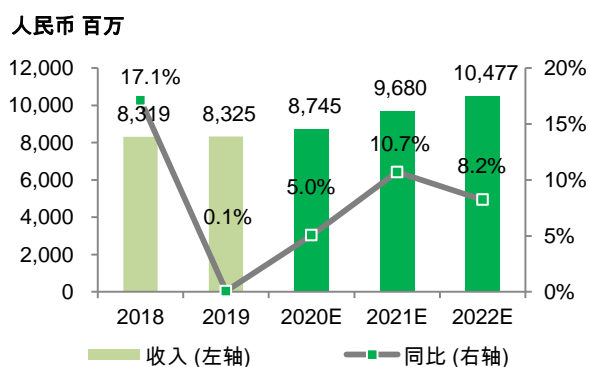
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 31: 大唐的风电装机容量区域分布 (2019)


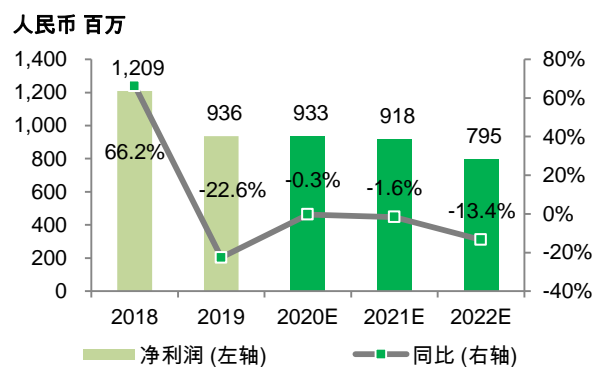
来源: 公司资料, 农银国际证券

图表 32: 大唐的净负债率展望


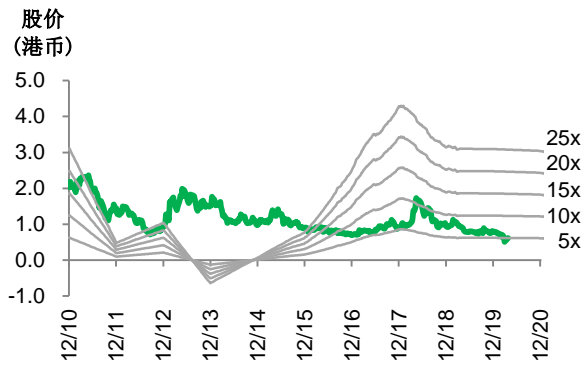
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 33: 大唐的收入展望


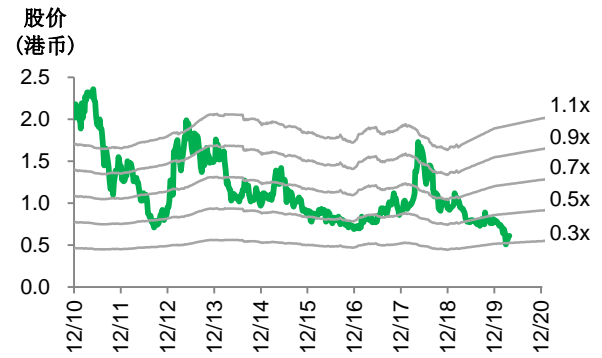
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 34: 大唐的净利润展望


来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 35: 大唐的市盈率图表


来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 36: 大唐的市净率图表


来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 37: 预测和估值的变更

	单位	之前预测		现在预测		变更		主要原因
		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	
归母净利润	人民币百万元	1,418	1,521	933	918	-34.2%	-39.6%	新冠肺炎疫情的爆发将拖累大唐的整体发电量, 而电价下降将是大唐收益的另一个负面因素。
每股净利润	人民币	0.16	0.18	0.11	0.11	-31.4%	-37.1%	新冠肺炎疫情的爆发将拖累大唐的整体发电量, 而电价下降将是大唐收益的另一个负面因素。
估值	人民币百万元	5,857		3,787		-35.3%		2020年及21年净利润下降拖累估值。
目标价	港币	0.80		0.50		-37.5%		2020年及21年净利润下降拖累估值。

来源: 农银国际证券预测



合并利润表

截至 12 月 31 日(人民币 百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	8,319	8,325	8,745	9,680	10,477
风电	8,088	8,156	8,543	9,458	10,232
特许建设	5	0	0	0	0
其他	227	164	202	222	245
销售成本	(4,272)	(4,579)	(5,130)	(5,780)	(6,302)
毛利	4,047	3,745	3,615	3,900	4,174
营销, 一般及行政费用	0	0	0	0	0
净财务收入(成本)	(2,112)	(2,146)	(1,952)	(2,234)	(2,674)
其他收入/(支出)	(206)	(160)	(240)	(266)	(288)
除税前利润	1,729	1,440	1,423	1,400	1,212
税项	(303)	(296)	(285)	(280)	(242)
除税后利润	1,426	1,144	1,138	1,120	970
净利润归属于:					
少数权益股东	(217)	(208)	(205)	(202)	(175)
母公司权益股东	1,209	936	933	918	795
基本每股净利润(人民币)	0.150	0.113	0.112	0.111	0.096
每股股息(人民币)	0.018	0.026	0.013	0.013	0.011

来源: 公司资料, 农银国际预测

合并资产负债表

截至 12 月 31 日(人民币 百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12,801	14,801	14,253	18,723	19,020
现金	3,633	3,517	4,015	5,179	6,822
已抵押和受限制的银行存款	41	44	0	0	0
应收账款及票据	7,473	9,546	8,184	11,442	9,798
其他应收款和预付款	1,486	1,500	1,854	1,859	2,159
库存	168	194	200	244	240
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	61,616	65,223	69,880	77,577	81,126
物业, 厂房及设备	56,430	59,055	64,347	71,163	75,003
投资物业	17	20	0	0	0
无形资产	1,199	2,092	530	513	496
对合资企业和联营企业的投资	802	833	833	833	833
递延所得税资产	16	12	12	12	12
其他非流动资产	3,153	3,210	4,157	5,055	4,781
总资产	74,417	80,023	84,133	96,300	100,146
流动负债	20,969	26,457	25,321	28,585	30,581
应付账款及应付票据	364	367	477	473	563
其他应付款	5,978	5,959	7,786	7,669	9,159
短期借款	14,627	20,131	17,059	20,442	20,860
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	38,166	39,065	42,219	50,114	51,088
递延所得税负债	20	18	18	18	18
长期借款	35,781	36,650	39,803	47,698	48,672
其他非流动负债	2,365	2,398	2,398	2,398	2,398
总负债	59,135	65,523	67,541	78,699	81,670
少数股东权益	2,990	3,432	3,637	3,838	4,013
母公司股东权益	12,292	11,069	12,955	13,763	14,463

来源: 公司资料, 农银国际预测



合并现金流量表

截至 12 月 31 日(人民币 百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前利润	1,729	1,440	1,423	1,400	1,212
折旧和摊销变动	3,469	3,566	4,048	4,535	4,911
营运资金变动	(1,792)	(1,586)	3,233	(4,285)	3,304
财务费用净额(收入)	2,108	2,181	2,151	1,947	2,223
已付所得税	(284)	(265)	(208)	(205)	(202)
收到的净利息	24	39	0	0	0
其他	52	0	(66)	(73)	(79)
经营现金流	5,306	5,375	10,581	3,320	11,369
资本性开支	(5,146)	(6,349)	(8,768)	(11,314)	(8,712)
无形资产增加	0	0	(19)	(20)	(21)
其他	67	(62)	0	0	0
投资现金流	(5,080)	(6,411)	(8,788)	(11,335)	(8,734)
净资本筹集	0	0	1,028	0	0
净债务融资	4,562	3,101	81	11,278	1,392
已付股息	(318)	(300)	(218)	(112)	(110)
已付利息	(2,121)	(2,216)	(2,187)	(1,987)	(2,274)
其他	59	335	0	0	0
融资现金流	2,182	921	(1,296)	9,179	(993)
净现金变动	2,408	(116)	498	1,164	1,643
年初现金及现金等价物	1,224	3,633	3,517	4,015	5,179
调整(汇率及其他)	1	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	3,633	3,517	4,015	5,179	6,822

来源: 公司资料, 农银国际预测

主要数据

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售分布 (%)					
风电	97.22	97.98	97.69	97.70	97.67
特许建设	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.73	1.97	2.31	2.30	2.33
合计	100	100	100	100	100
损益比率 (%)					
毛利率	48.65	44.99	41.33	40.29	39.84
营业利润率	45.50	42.36	37.83	36.79	36.34
税前利润率	20.78	17.30	16.27	14.46	11.57
净利润率	17.15	13.74	13.01	11.57	9.26
销售和管理费用/收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
实际税率	17.50	20.55	20.00	20.00	20.00
增长率 (%)					
收入	17.11	0.06	5.05	10.69	8.23
毛利	25.27	(7.45)	(3.49)	7.89	7.03
营业利润	31.98	(6.83)	(6.18)	7.63	6.92
净利润	58.02	(19.80)	(0.52)	(1.62)	(13.37)
资产负债表比率					
流动比率(x)	0.61	0.56	0.56	0.66	0.62
速动比率(x)	0.53	0.50	0.48	0.58	0.54
现金比率(x)	0.18	0.13	0.16	0.18	0.22
应收票据周转天数	274.54	373.08	370.00	370.00	370.00
应付账款周转天数	76.61	29.13	30.00	30.00	30.00
库存周转天数	13.05	14.40	14.00	14.00	14.00
总债务/权益比率(%)	410.09	512.98	438.92	495.10	480.76
净债务/权益比率(%)	305.82	367.01	318.51	357.70	339.41
回报率 (%)					
平均资产回报率	1.67	1.21	1.14	1.02	0.81
平均股本回报率	10.21	8.02	7.77	6.87	5.64
派息率	12.03	23.30	12.00	12.00	12.00

来源: 公司资料, 农银国际预测



权益披露

分析员，吴景荃，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

股票评级及定义

评分	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报 (10%)
持有	市场回报 (-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 (-10%)

注：

股票投资回报 = 未来12个月股票价格预期百分比变化 + 总股息收益率

市场回报率 = 自2008年以来的平均市场回报率 (恒指总回报指数于2008-19年间的年均复合增长率为10%)

目标价的时间范围：12个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发。

办公地址: 香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183