



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中国替代能源行业

风电和太阳能将在未来新政策下脱颖而出

2021年5月18日



内容

中国替代能源行业.....	2
替代能源：碳中和的愿景将在未来十年加速替代能源的发展	3
水电运营商：利润高的现金牛，但装机容量增长缓慢	4
核电：政策改变将减缓装机容量增长	5
风电：碳中和政策的主要受益者	6
替代能源行业的挑战	7
中国长江电力 (600900 CH).....	8
龙源电力 (916 HK).....	15
大唐新能源 (1798 HK)	22
中广核电力 (1816 HK / 003816 CH)	29
权益披露	36

中国替代能源行业

风电和太阳能将在未来新政策下脱颖而出

- 到第十四个五年规划（“十四五”规划）末，中国将把可再生能源的装机容量目标提高到全国总装机容量的 50%。
- 2021 年 / 2022 年的替代能源发电量将同比增长 11% / 11%。
- 水电运营商是现金牛公司；核电的未来装机容量增长将放缓；风电运营商将成为政策改变的主要受益者。
- 行业评级正面；首选长江电力（600900 CH）和龙源电力（916 HK）

到 2030 年碳达峰和 2060 年碳中和的目标将改变中国的能源结构。国家主席习近平在 2020 年 9 月第 75 届联合国大会上宣布，中国将力争到 2030 年达到碳排放峰值，到 2060 年达到碳中和，预示未来 10 年中国替代能源的发展将加速。

到“十四五”末，可再生能源装机容量将占全国总装机容量的 50%。国家能源局（能源局）官员在今年 3 月底宣布，政府的目标是到 2025 年年底将可再生能源（包括风电，太阳能，水电和生物质能）的装机容量提高到全国总装机容量的 50%。该目标表明，从目前的可再生能源装机容量上最少增加 74%，即 2020-25 年年均复合增长率为 11.7%。我们认为，大力推动清洁能源将为风电和太阳能带来良好发展势头。

替代能源发电量：2021 年将同比增长 11%。2020 年度，替代能源的发电量仅占中国总发电量的 32%。为了实现碳达峰和碳中和目标，我们估计 2021 年 / 2022 年 / 2023 年的替代能源发电量将同比增长 11% / 11% / 10%，远高于 2020 年的水平。

水电运营商：尽管装机容量增长有限，但仍是利润可观的现金牛。水力发电严重依赖于地理环境，中国的水力发电发展空间有限。由于低成本和有限的竞争，现有的水电运营商可实现高利润。

核电：政策的改变将减缓装机容量的增长。中国宏大的碳中和目标将促进风电和太阳能装机容量及发电量的增长，同时将会限制发展周期较长，安全标准高的核电的未来发展。

风电：碳中和政策的主要受益者。国家碳达峰和碳中和的长远目标将提高风电的发展速度，由于强劲的装机容量增长，2021 年 / 2022 年，全国风电的发电量将同比增长 27% / 26%。

行业评级提升为正面；首选长江电力和龙源电力。我们认为，替代能源的发电量在 2021 年和 2022 年将录得 11% / 11% 的同比增长，高于全国总发电量的增长。我们建议投资者应关注高利润率的水电运营商和装机容量快速增长的风电运营商。我们的行业首选是长江电力（600900 CH，买入）和龙源电力（916 HK，买入）。

风险因素。1) 风电运营商的未来收入可能会因平价上网政策而下滑；2) 天气条件，例如干旱，可能会降低水电发电量；3) 弃风限电的情况发生可能会降低风机的使用小时数；4) 与核电有关的运营安全问题；5) 核电站和水电站的初期投资高且建设周期长，可能会提高运营商的净负债率。

行业估值

公司	股票代码	评级	目标价 (港币/人民币)	FY21E 市盈率(x)	FY22E 市盈率(x)	FY21E 市净率(x)	FY22E 市净率(x)	FY21E 股息率 (%)	FY22E 股息率 (%)
长江电力	600900 CH	买入	23.00	16.5	12.0	2.5	2.3	3.9	5.4
龙源电力	916 HK	买入	11.40	9.5	8.4	1.2	1.1	2.1	2.4
大唐新能源	1798 HK	买入	1.90	5.8	5.0	0.9	0.8	3.5	4.0
中广核 - H 股	1816 HK	持有	1.80	8.0	7.8	0.7	0.7	5.0	5.1
中广核 - A 股	003816 CH	持有	2.52	14.5	14.2	1.3	1.3	2.8	2.8

来源：彭博，农银国际证券预测

行业报告

2021 年 5 月 18 日

正面

分析师：吴景荃

电话：(852) 2147 8869

电邮：kelvinn@abci.com.hk

主要数据

2021 年平均市盈率 (x)	10.80
2021 年平均市净率 (x)	1.32
2021 年平均股息率 (%)	3.48

来源：农银国际证券预测

行业表现

	绝对值	相对值*
1 个月	4.99%	9.96%
3 个月	(6.81%)	4.87%
6 个月	35.68%	37.15%

*相对于恒生国企指数

来源：彭博，农银国际证券

1 年行业表现 (%)



来源：彭博，农银国际证券



替代能源：碳中和的愿景将在未来十年加速替代能源的发展

到2060年实现碳中和的愿景以及近期煤炭短缺将加速中国的替代能源发展

在2020年9月的联合国大会期间，国家主席习近平宣布了要实现到2030年碳达峰和到2060年实现碳中和的目标。这些目标在2021年3月的全国人民代表大会上得到了重申。碳中和可能会在未来10年促进中国替代能源的发展；具体而言，由于风电和太阳能的建设周期较短，因此将会是国家首选。此外，2021年初的煤炭短缺导致中国各地电力短缺，这表明有能源安全的隐患问题。我们认为政府可能会减少对燃煤发电的依赖，以确保能源的自给自足。

国家能源局（能源局）：可再生能源装机容量在“第十四个五年规划”（“十四五”规划）时期完结之前占全国总装机容量的50%

能源局于2021年3月底宣布，政府的目标是到2025年（“十四五”规划最后一年）底将可再生能源（包括风电，太阳能，水电和生物质能）的装机容量提高到全国的总装机容量的50%。该目标表明，从目前的可再生能源装机容量上最少增加74%，或者在2020-2025年期间的年均复合增长率为11.7%。我们认为，大力推动清洁能源将为风电和太阳能行业提供巨大的发展机会。

中国的总发电量：2021年将同比增长5%

根据中国电力企业联合会（中电联）的数据，尽管在新冠疫情大流行期间，中国的经济活动在2020年受到影响，但总发电量仍同比增长了4.0%，而我们之前的预期为同比增长2%，因此实际表现优于我们预期。在2021年，由于国外工业活动仍受到抑制，中国商品的工业订单可能会增加，从而支持电力需求。我们预计2021年中国的总发电量将同比增长5%。

替代能源发电量：2021年将同比增长11%

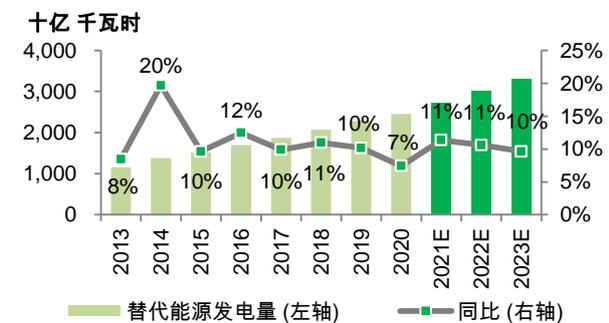
我们认为，长远的碳中和目标将刺激对替代能源（包括核电，水电，风电和太阳能）的需求。2020年度，中国的替代能源的发电量仅占总发电量的32%。我们估计在2021年 / 2022年 / 2023年的替代能源发电量将同比增长11%/11%/10%，远高于2020年的增长。

图表 1: 中国总发电量展望



来源：能源局，中电联，农银国际证券预测

图表 2: 中国替代能源发电量展望



来源：能源局，中电联，农银国际证券预测

水电运营商：利润高的现金牛，但装机容量增长缓慢

由于地理限制，水电不太可能成为燃煤发电的主要替代品

水电的发电量和装机容量增长将受到地理环境和水资源（例如降雨）的限制，这是不可控的，并且装机容量难以大幅增加（现在中国的主要河流中已经修建了大型水坝）；我们认为水电不太可能成为中国燃煤发电的主要替代品。

水电是中国利润率最高的替代能源细分市场

水电是所有替代能源中发电成本最低的，因为“燃料”是免费的。水电的主要发电成本是折旧。水电的单位发电成本约为人民币0.10元/千瓦时（不含增值税），低于燃煤的人民币0.29元/千瓦时（不含增值税），核电的人民币0.22元/千瓦时（不含增值税），风电的人民币0.34元/千瓦时（不含增值税），太阳能的人民币0.44元/千瓦时（不含增值税）。与其他同类电力公司相比，水电的毛利率最高（约为60%，比同类平均水平的24%为高）。

水电运营商是现金牛

由于单位发电成本低，水电运营商的毛利率较高。另外，水电上网电价为每度0.24元人民币（不含增值税），远低于燃煤电价（0.35元人民币/千瓦时，不含增值税），因此无需补贴，从而避免了高应收账款的问题（由于地方政府的补贴延期，风电和太阳能运营商的应收账款较高）。若没有任何重大的装机容量扩张计划，水电运营商通常会拥有强劲的现金流，因此使其成为良好的投资标的，尤其是在流动性短缺的情况下。

2021年和2022年水电发电量将同比增长4%/2%

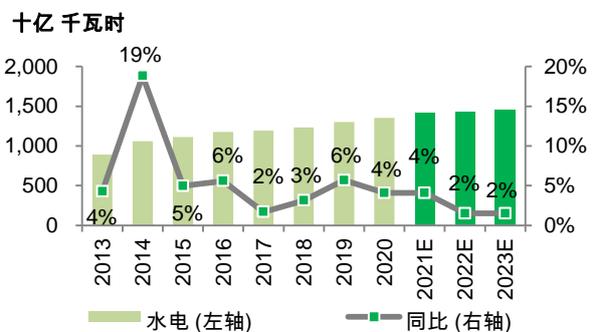
我们认为，由于水电装机容量的增长受到地理环境的限制（需要有河流的丘陵地形），因此中国水电的装机容量增长是有限的。由于大型河流（例如长江，黄河等）的大多数水资源已经开发，也限制了装机容量增长的空间。因此，我们预计2021年和2022年的全国水电发电量为同比增长4%/2%。

图表 3：中国水电装机容量展望



来源：能源局，中电联，农银国际证券预测

图表 4：中国水电发电量展望



来源：能源局，中电联，农银国际证券预测



核电：政策改变将减缓装机容量增长

中国雄心勃勃的碳中和目标将促进风电和太阳能装机容量的快速增长；然而，由于建设周期长和对安全运营的关注，核电不太可能是理想的选择，这反过来又会延迟全国的核电装机容量增长。

2021年 / 2022年中国核电发电量将同比增长7% / 6%

在 2011-2018 年中国的核电有快速发展，全国装机容量在此期间达到年均复合增长率 20%，在此之后，增长速度有所放缓。根据中国电力企业联合会（中电联）的数据，2019 年全国核电装机容量同比增长 2.4%。未来几年，由于其建设周期长，中国核电的装机容量增长将不如风电和太阳能快。到 2021 年，田湾 6 号机组（浙江省），福清 6 号机组（福建省）和红沿河 5 号机组（辽宁省）有可能开始运行，这将为全国带来 3.4 吉瓦的新增装机容量。在 2022 年，预计红沿河 6 号机组（辽宁省），防城港 3 号机组和 4 号机组（广西省）将开始运行，这将带来 3.5 吉瓦的新增装机容量。总而言之，我们预计在 2021 年和 2022 年全国核电装机容量同比增长 7%/7% 的情况下，中国的核电发电量将同比增长 7%/6%。

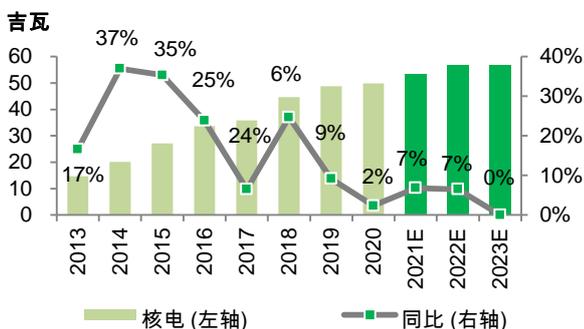
核电仍是中国燃煤发电最可行的替代能源

我们认为，核电是燃煤发电的最佳替代品，因为它具有以下特点：1) 使用小时高；2) 生产成本低；3) 清洁环保，在发电过程中不排放温室气体；4) 与水力发电不同，核电受地理因素的限制较低，因此相比而言，核电具有更大的可扩展性。

核电在全国能源结构中占比仍然很低

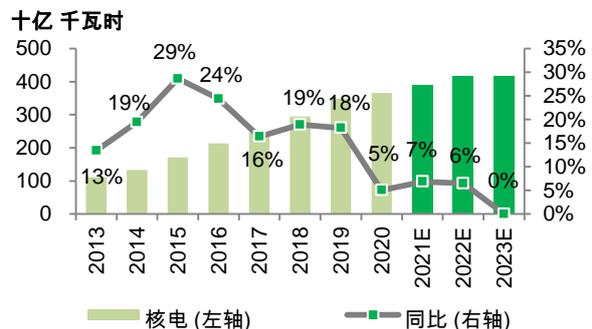
我们认为，中国将继续转向替代能源（例如风电，太阳能和核电）。核电仅占中国在 2019 年和 2020 年的总发电量的 4.8% 和 4.8%，远低于发达国家的平均水平（约 30%）。我们相信政府将继续促进核电的使用。

图表 5: 中国核电装机容量展望



来源：能源局，中电联，农银国际证券预测

图表 6: 中国核电发电量展望



来源：能源局，中电联，农银国际证券预测



风电：碳中和政策的主要受益者

2030年碳达峰和2060年碳中和的愿景将加速风电和太阳能的发展

核电站和水力发电站的建设周期较长，前者的工期为5至8年，后者的工期不少于5年。风机和太阳能发电板通常只需要六个月的建设时间，因此它们是更快速地提高清洁能源发电量的方式。我们预计中国的风电装机容量增长在未来几年将相当强劲，从而实现政府的长期目标。

由于装机容量强劲增长，中国的风电发电量将在2021年和2022年同比快速增长27%和26%

我们认为，尽管国家实行了“平价上网”政策（可再生能源无电价补贴政策），但碳排放目标仍将刺激中国在未来几年的风电装机容量的增长。我们之前预计，到2021年，中国的风电总装机容量将同比增长11%，因为“平价上网”政策将降低运营商投资风电装机的动力。然而，随着碳排放目标的确定，对风电的需求将大幅增加，从而加速装机容量的增长。我们预计2021年和2022年中国的风电装机容量将同比增长28%和25%。在强劲的装机容量增长的推动下，我们预计2021年和2022年的风电发电量将同比增长27%和26%。

“平价上网”政策的实施将对小企业不利

国家发改委于2019年5月宣布，对于在2018年底前取得许可但在2020年底仍未完成并网的陆上风电和太阳能设施，政府将停止电价补贴；在2019年1月1日至2020年底之间取得许可但在2021年底仍未完成并网的陆上风电和太阳能设施，政府也将停止电价补贴。这个政策被称为“平价上网”政策，我们认为，无电价补贴政策将导致风电行业的整合，由于成本的劣势，小型企业将被淘汰。

我们继续青睐低成本的国有企业

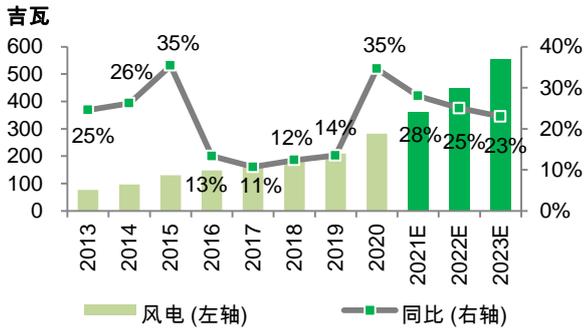
我们认为，低成本运营商的表现将优于同行，尤其是那些拥有国有背景的运营商。具有以下特征的运营商将拥有额外优势。

- ◆ **运营成本低。** 如果没有电价补贴，运营成本较低的运营商将拥有更高的自由现金流和更强大的资产负债表。
- ◆ **更高的使用小时数。** 利用率较高的运营商通常会因效率更高而降低运营成本。
- ◆ **位于一、二线城市，和沿海地区。** 位于电力需求较高的富裕地区的装机将带来较低的违约风险；沿海地区的弃风限电通常较低，因为不需要远距离电力传输。

我们认为，国有企业运营商的表现将优于私营企业，因为前者具有以下优势：1) 与地方政府的联系更加紧密，这可能会加快风电设施建设的审批；2) 融资成本较低，减少了利息支出。

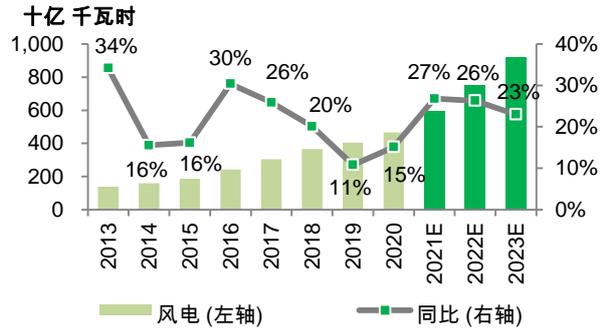


图表 7: 中国风电装机容量展望



来源: 能源局, 中电联, 农银国际证券预测

图表 8: 中国风电发电量展望



来源: 能源局, 中电联, 农银国际证券预测

替代能源行业的挑战

替代能源的安全性和可靠性问题

我们认为, 安全性和可靠性是制约中国替代能源发展的主要问题。核电安全运营就是其一, 例如 2011 年日本福岛核事故, 引起了广泛的恐慌。随之而来的是对核电发展规划的警惕性和审查力度的增加, 延误了核电设施的建设和批准。另外, 不稳定的风力资源, 长短不一的日照时间和长距离电力传输造成的弃风限电将影响风力和太阳能发电的可靠性。

干旱和风力资源匮乏将减少水力和风力发电量

水力发电和风力发电非常依赖自然资源, 例如降雨量和风力资源。干旱或无风情况将对水力和风力发电量有不利影响。



中国长江电力 (600900 CH)

新水电站投运将促进盈利增长

- 2021年1季度的净利润同比增长25%，略低于我们的预期
- 2021年装机容量将同比增长58%
- 预计2021年/2022年水电发电量将同比增长5%/35%
- 2021年/2022年的经调整后净利润将同比增长1%/37%
- 维持买入评级，目标价为人民币23.00元，相当于2021年预测市盈率为19.3倍和2021年预测市净率为2.9倍

公司报告

2021年5月18日

评级：买入

目标价：人民币23.00

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

股价 (人民币)	19.65
预测股价回报	17.1%
预测股息率	3.9%
预测总回报	21.0%
之前评级	买入
之前目标价	25.00
之前报告日期	2020年11月17日

来源：农银国际证券预测

主要数据

52周 高/低(人民币)	21.9/16.7
总发行股数 (百万股)	22,742
总市值 (人民币百万元)	446,878
3个月日均成交量(人民币百万元)	745
主要股东：	
三峡集团	55.99%

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	(5.35)	(7.50)
3个月	(0.20)	4.30
6个月	(3.49)	(8.93)

*相对于上证综合指数

来源：公司资料，农银国际证券

1年股价表现 (人民币)



来源：彭博，农银国际证券

2021年1季度的净利润同比增长25%，略低于我们的预期。长江电力2021年1季度的收入为88.7亿元人民币（同比增长6%），达到我们之前2021年全年估计的13%，低于历史平均值的16%。净利润为28.69亿元人民币（同比增长25%），相当于我们之前2021年全年预测的10%，低于历史平均值的12%。

2021年装机容量将同比增长58%。我们认为，乌东德水电站很可能在2021年下半年并入长江电力中，为后者增加10.2吉瓦的装机容量。此外，已于今年3月完成建设的白鹤滩水电站（装机容量16吉瓦）很可能在今年稍后时间并入长江电力。这两个发电站将在2021年使长江电力的装机容量同比增长58%。2022年和2023年将没有新的发电站建成。

预计2021年/2022年水电发电量将同比增长5%/35%。基于新电站的建成和使用小时的逐步增加，我们预计长江电力的2021年/2022年水电发电量将分别为2,380亿千瓦时（同比增长5%）和3,210亿千瓦时（同比增长35%）。预计2021年乌东德和白鹤滩发电站将在下半年才并入长江电力，因此对发电量的贡献将不大。至于2022年，我们认为使用小时数将增加，将支持长江电力发电量同比增长35%。

2021年/2022年的经调整净利润将同比增长1%/37%。我们预计由于2021年发电量只温和增长5%，经调整净利润将只同比增长1%。至于2022年，我们预计随着乌东德和白鹤滩发电站的使用小时数的增加，长江电力的发电量将同比增长35%，因此将推动经调整净利润同比增长37%。

目标价为23.00元；维持买入评级。我们以现金流折现模型得出的目标价为人民币23.00元（之前为人民币25.00元），对应的2021年预测市盈率为19.3倍和2021年预测市净率为2.9倍。长江电力将继续受益于水力发电成本低廉和清洁自然的能源属性；其两个新的发电站将成为未来盈利增长的动力。维持买入评级。

业绩和估值

截至12月31日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入 (人民币 百万)	49,874	57,783	60,847	80,588	89,144
同比 (%)	-2.6	15.9	5.3	32.4	10.6
*经调整净利润 (人民币百万)	21,908	26,908	27,043	37,099	39,695
同比 (%)	-5.7	22.8	0.5	37.2	7.0
每股经调整净利润 (人民币)	0.996	1.213	1.189	1.632	1.746
同比 (%)	-5.7	21.8	-1.9	37.2	7.0
每股股本 (人民币)	6.796	7.758	7.986	8.558	9.169
同比 (%)	5.1	14.2	2.9	7.2	7.1
市盈率 (倍)	19.73	16.20	16.52	12.04	11.26
市净率 (倍)	2.89	2.53	2.46	2.30	2.14
平均股本回报率 (%)	14.77	16.35	15.29	19.73	19.70
平均资产回报率 (%)	7.28	8.38	7.52	8.99	8.54
每股股息 (人民币)	0.680	0.718	0.773	1.061	1.135
股息率 (%)	3.46	3.65	3.93	5.40	5.78
净负债率 (%)	60.2	41.7	68.8	82.8	93.1

* 经调整净利润 = 净利润扣除减值损失和资产公允价值变动影响

** 净负债率 = 净负债/总股本

来源：彭博，农银国际证券预测



2021年和2022年展望：新电站的运营将推动未来强劲的电发电量增长

2021年装机容量将同比增长58%

乌东德水电站已于2020年开始运营，但其装机容量尚未并入到长江电力中。原因是母公司希望在合并之前确认其已达安全标准。我们认为，新的水力发电站很可能在2021年下半年并入长江电力，从而使长江电力的装机容量增加10.2吉瓦。此外，白鹤滩水电站（装机容量为16吉瓦）已于2021年3月完成建设，并有望在今年晚些时候并入长江电力。我们认为，由于这两次合并，长江电力的装机容量将在2021年同比增长58%。根据公司的时间表，在2022年和2023年将没有新的水力发电站建成。

由于新电站的并入，2021年使用小时数将同比下降33%；2022年将同比增长35%

由于增加了新水电站（乌东德和白鹤滩），我们估计长江电力的2021年使用小时数为3,319小时（同比下降33.3%），这是因为新发电站通常在运营的头一年中利用率较低所致。然而，随着两家水电站运营时间加长以及新冠疫情大流行后经济活动的增加，预计该数字将在2022年同比回升35%。

2021年及2022年水电发电量将同比增长5%/35%

我们预计，随着新水电站的竣工以及使用小时的逐步增加，长江电力的2021年及2022年水电发电量将分别达到2,380亿千瓦时（同比增长5%）和3,210亿千瓦时（同比增长35%）。乌东德发电站将在2021年下半年开始为发电量作出贡献，白鹤滩发电站将在2021年第4季度为长江电力的发电量作出贡献，因此2021年我们预计长江电力的总发电量将同比增长5%。至于2022年，我们认为长江电力的发电量将同比增长35%，主要是由于新电站开始提高使用小时数所致。

净负债率呈上升趋势

由于两个新电站的建设，资本性开支将维持在高位，我们预计长江电力的2021年和2022年的净负债率将为69%/83%。随着新电站开始提高使用小时数，现金流量将有所增长，高净负债率的情况将在以后有所改善。

2021年及2022年的经调整净利润将同比增长1%/37%

我们预计2021年经调整净利润将同比小幅增长1%，这是由于发电量温和同比增长5%所致。我们预计，到2022年，乌东德和白鹤滩发电站使用小时数的增长将使长江电力的总发电量同比增长35%，推动经调整净利润同比增长37%。

目标价为23.00元；维持买入评级

我们将2021年的使用小时数下调16%，将单位运营成本下调14%，这主要是考虑到合并乌东德和白鹤滩水电站将拖低整体使用小时数，另外长江电力在2020年改善了成本控制。至于2022年，我们将单位运营成本下调了14%，主要是考虑到长江电力更好的成本控制和新发电站利用小时数的提高。因此，我们将2021年及2022年的经调整后盈利分别下调8.7%及上调7.5%。



我们青睐长江电力，因为它是按装机容量计算的全球最大的水电运营商，将会从中国政府在2060年前实现碳中和的雄心计划中受益。从长远来看，水电的低发电成本和清洁自然的发电流程无疑将是理想的清洁能源。此外，乌东德发电站和白鹤滩发电站的利用小时数的逐步增加将促进长江电力的未来收益增长和现金流。

我们基于现金流折现模型得出的目标价为23.00元人民币（之前为25.00元人民币），对应的2021年预测市盈率为19.3倍和2021年预测市净率为2.9倍。维持买入评级。

图表 9: 预测的变动

	单位	旧预测		新预测		改变		主要原因
		2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	
经调整净利润	人民币 百万元	29,626	34,506	27,043	37,099	-8.7%	7.5%	新电站的并入的首年将降低长江电力整体的使用小时数，但第二年会反弹
每股经调整净利润	人民币	1.35	1.57	1.19	1.63	-11.7%	4.0%	新电站的并入的首年将降低长江电力整体的使用小时数，但第二年会反弹
估值	人民币 百万元	550,000		523,063		-4.9%		2021年盈利增速下降会降低估值
目标价	人民币	25.00		23.00		-8.0%		2021年盈利增速下降会降低估值

来源：农银国际证券预测

2021年1季度业绩

2021年1季度净利润同比增长25%，略低于我们的预期

长江电力2021年第1季度的收入为88.7亿元人民币（同比增长6%），达到了我们之前2021年全年预期的13%，低于历史平均值的16%。净利润为28.69亿元人民币（同比增长25%），相当于我们之前全年预测的10%，低于历史平均值的12%。

水电发电量同比下降11%是主要关注点

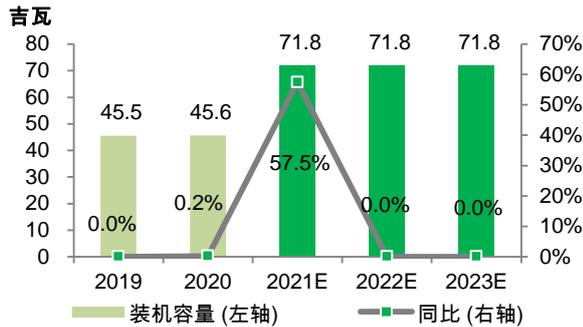
长江电力2021年第1季度的水电发电量为320亿千瓦时（同比下降11%），相当于我们之前全年预测的11%，低于其历史平均值的15%。我们认为水资源匮乏是发电量下降的主要原因。今年乌东德和白鹤滩发电站的整合对长江电力的收入增长至关重要，我们预计这些发电站将在2021年下半年开始为发电量做出贡献。



风险因素

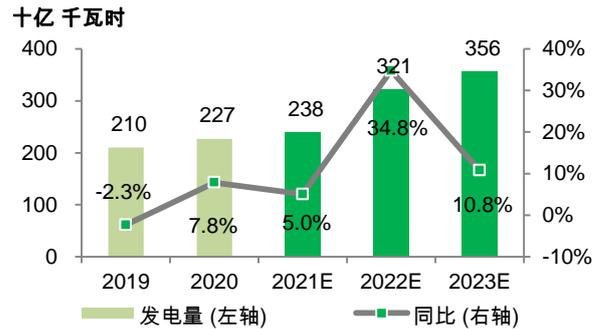
(1) 广泛的干旱会影响水力发电量；(2) 施工风险；(3) 高净负债率引起对发售新股募资产活动的担忧；(4) 运营风险；(5) 政策风险

图表 10: 长江电力的水电装机容量展望



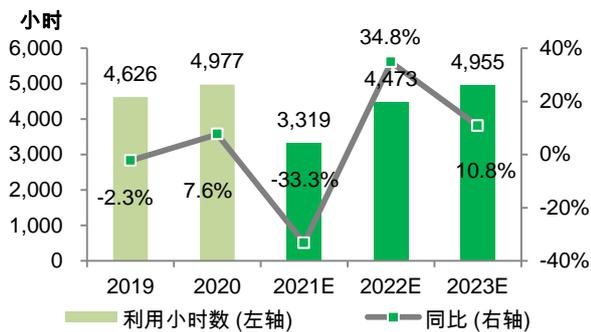
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 11: 长江电力的发电量展望



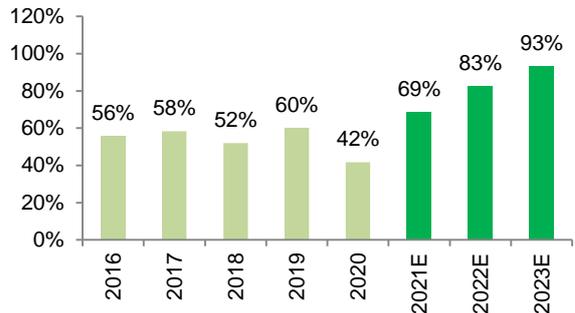
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 12: 长江电力的使用小时数展望



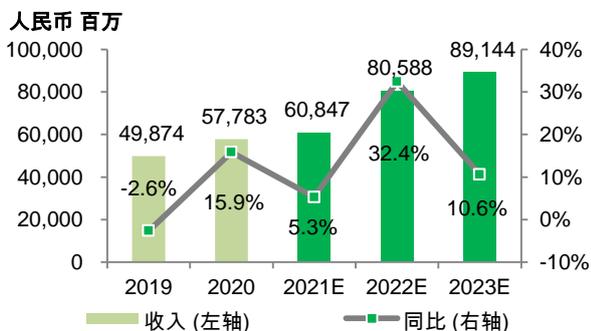
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 13: 长江电力的净负债率展望



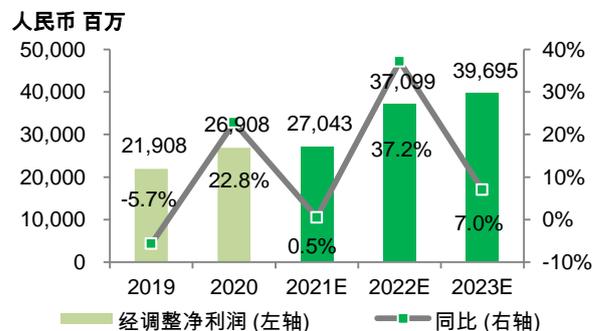
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 14: 长江电力的收入展望



来源: 公司资料, 农银国际证券预测

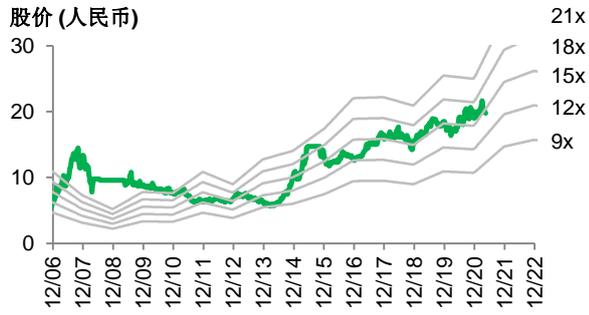
图表 15: 长江电力的经调整净利润展望



来源: 公司资料, 农银国际证券预测

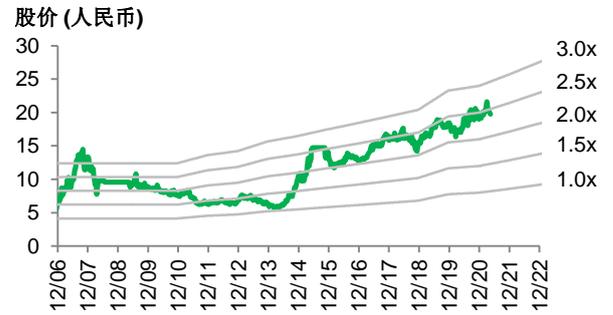


图表 16: 长江电力市盈率



来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 17: 长江电力市净率



来源: 彭博, 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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	49,874	57,783	60,847	80,588	89,144
水电	49,659	52,882	55,456	74,658	82,621
其他	215	4,901	5,391	5,930	6,523
销售成本	(19,866)	(22,342)	(25,306)	(30,467)	(34,127)
毛利	30,008	35,441	35,541	50,121	55,018
营销, 一般及行政费用	(882)	(1,448)	(1,083)	(1,434)	(1,587)
净财务收入(成本)	(5,211)	(4,986)	(4,038)	(6,782)	(8,770)
其他收入/(支出)	2,712	3,448	3,657	4,843	5,358
除税前利润	26,627	32,456	34,077	46,747	50,019
税项	(5,060)	(5,949)	(6,815)	(9,349)	(10,004)
除税后利润	21,567	26,506	27,261	37,398	40,015
净利润归属于:					
少数权益股东	24	208	218	299	320
母公司权益股东	21,543	26,298	27,043	37,099	39,695
经调整母公司权益股东	21,908	26,908	27,043	37,099	39,695
基本每股净利润(人民币)	0.979	1.185	1.189	1.632	1.746
经调整基本每股净利润(人民币)	0.996	1.213	1.189	1.632	1.746
每股股息(人民币)	0.680	0.718	0.773	1.061	1.135

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11,035	14,676	14,620	17,955	22,323
现金	7,323	9,231	8,875	12,552	16,085
应收账款及票据	2,947	3,668	4,001	3,506	4,309
其他应收款和预付款	83	546	552	562	660
库存	222	282	245	386	321
其他流动资产	460	948	948	948	948
非流动资产	285,448	316,151	373,469	419,371	470,002
物业, 厂房及设备	226,292	231,120	256,144	297,732	337,319
无形资产	191	21,625	20,140	19,673	19,101
对合资企业和联营企业的投资	40,258	50,424	61,098	72,306	72,456
递延所得税资产	369	385	385	385	385
其他非流动资产	18,337	12,598	35,702	29,275	40,741
总资产	296,483	330,827	388,089	437,326	492,325
流动负债	55,959	78,467	102,743	134,089	163,562
应付账款及应付票据	106	894	686	733	504
其他应付款	23,278	21,449	20,189	19,024	20,421
短期借款	29,307	31,558	59,712	93,918	122,402
其他流动负债	3,268	24,565	22,157	20,414	20,236
非流动负债	90,508	74,039	97,341	101,948	113,261
递延所得税负债	875	1,960	1,960	1,960	1,960
长期借款	68,395	51,974	78,596	85,238	94,238
其他非流动负债	21,239	20,104	16,784	14,750	17,063
总负债	146,467	152,505	200,084	236,037	276,823
少数股东权益	506	6,203	6,422	6,721	7,041
母公司股东权益	149,510	172,118	181,583	194,568	208,461

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前利润	21,543	26,298	27,043	37,099	39,695
折旧和摊销变动	12,038	11,602	14,339	16,350	18,468
营运资金变动	(23,939)	17,424	(7,498)	(4,551)	2,467
已付所得税	(14,968)	(14,960)	(15,919)	(17,578)	(24,114)
其他	41,791	673	1,604	3,559	5,204
经营现金流	36,464	41,037	19,569	34,878	41,719
资本性开支	(17,321)	(35,301)	(10,945)	(11,492)	(448)
无形资产增加	0	0	(161)	(169)	(177)
其他	(3,915)	(8,409)	(35,497)	(54,794)	(54,004)
投资现金流	(21,236)	(43,710)	(46,603)	(66,455)	(54,630)
净资本筹集	0	0	0	0	0
净债务融资	5,419	3,102	47,682	57,009	47,473
已付股息	(14,968)	(14,960)	(15,919)	(17,578)	(24,114)
其他	(3,719)	16,523	(5,086)	(4,177)	(6,915)
融资现金流	(13,269)	4,666	26,677	35,255	16,443
净现金变动	1,959	1,992	(356)	3,678	3,532
年初现金及现金等价物	5,337	7,323	9,231	8,875	12,552
调整(汇率及其他)	27	(85)	0	0	0
年末现金及现金等价物	7,323	9,231	8,875	12,552	16,085

来源: 公司资料, 农银国际预测

主要数据

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售分布 (%)					
水电	99.57	91.52	91.14	92.64	92.68
其他	0.43	8.48	8.86	7.36	7.32
总和	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
损益比率 (%)					
毛利率	60.17	61.33	58.41	62.19	61.72
营业利润率	60.40	60.34	58.64	62.42	61.95
税前利润率	53.39	56.17	56.00	58.01	56.11
净利润率	43.24	45.87	44.80	46.41	44.89
销售和管理费用/收入	1.77	2.51	1.78	1.78	1.78
实际税率	19.00	18.33	20.00	20.00	20.00
增长率 (%)					
收入	(2.62)	15.86	5.30	32.44	10.62
毛利	(2.95)	18.11	0.28	41.02	9.77
营业利润	(5.94)	15.74	2.33	40.99	9.77
净利润	(4.78)	22.90	2.85	37.18	7.00
资产负债表比率					
流动比率 (x)	0.20	0.19	0.14	0.13	0.14
应收票据周转天数	20.41	20.89	23.00	17.00	16.00
应付账款周转天数	2.46	8.63	12.00	9.00	7.00
库存周转天数	4.31	4.35	4.00	4.00	4.00
总债务/权益比率 (%)	65.13	46.84	73.57	89.00	100.53
净债务/权益比率 (%)	60.25	41.67	68.85	82.77	93.06
回报率 (%)					
平均资产回报率	7.28	8.38	7.52	8.99	8.54
平均股本回报率	14.77	16.35	15.29	19.73	19.70
派息率	69.44	60.53	65.00	65.00	65.00

来源: 公司资料, 农银国际预测

龙源电力 (916 HK) 未来盈利强劲增长；提高评级至买入

- 2021年1季度经调整净利润同比增长28%，好于我们的预期
- A股借壳上市是未来H股股价的催化剂
- 2021年/2022年的风电装机容量同比将强劲增长14%/13%
- 2021年/2022年的经调整后净利润将同比增长47%/13%
- 目标价11.40港元；提升至买入评级，对应11.00倍2021年预测市盈率和1.34倍2021年预测市净率

2021年1季度的经调整净利润同比增长28%，好于我们的预期。龙源一季度的收入为91亿元人民币（同比增长26%），达到我们之前对2021年全年预期的30%，高于历史平均值25%。经调整净利润为25.5亿元人民币（同比增长28%），相当于我们之前2021年全年预期的49%，高于历史平均值37%。

A股借壳上市是未来H股股价的催化剂。2021年1月15日，龙源与平庄能源(000780 CH, 未评级)签订了并购协议，以进行A股借壳上市。上市后，我们认为龙源很可能会发行更多新股来筹集资金。只要A股的估值高于H股，新股配售将使H股股东受益。

2021年/2022年的风电装机容量同比将强劲增长14%/13%。我们相信能源局在2021年3月发布的关于将可再生能源(包括风电，太阳能，水电和生物质能)的装机容量提高到2025年底占全国总装机容量的50%的公告，可能会极大地提高风电和太阳能的装机容量。我们预计风电运营商将在未来5年内加速风电装机容量的增长。我们预计龙源在2021年/2022年的装机容量将同比强劲增长14%/13%，因此在此期间发电量的增长将录得强劲的同比增长19%/14%。

2021年/2022年的经调整净利润将同比增长47%/13%。我们认为2021年/2022年的装机容量将同比增长14%/13%，经调整净利润(不包括一次性减值损失的影响)将同比增长47%/13%。

目标价11.40港元；提升至买入评级。我们基于现金流折现模型得出的目标价为11.40港元(之前为6.30港元)，对应11.00倍2021年预测市盈率和1.34倍2021年预测市净率。我们认为能源局的新政策可能会使龙源受益最大，而公司的A股借壳上市将成为股价催化剂。提升评级至买入。

业绩和估值

截至12月31日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入(人民币 百万)	27,541	28,667	35,391	39,612	44,342
同比 (%)	4.4	4.1	23.5	11.9	11.9
经调整净利润(人民币 百万)	4,328	4,726	6,956	7,861	8,805
同比 (%)	-2.5	9.2	47.2	13.0	12.0
每股经调整净利润(人民币)	0.539	0.588	0.866	0.978	1.096
同比 (%)	-2.5	9.2	47.2	13.0	12.0
每股股本(人民币)	5.965	6.426	7.118	7.901	8.777
同比 (%)	8.3	7.7	10.8	11.0	11.1
市盈率(倍)	15.33	14.04	9.54	8.44	7.54
市净率(倍)	1.38	1.28	1.16	1.05	0.94
平均股本回报率 (%)	9.38	9.49	12.78	13.03	13.14
平均资产回报率 (%)	2.85	2.85	3.70	3.68	3.62
每股股息(人民币)	0.108	0.118	0.173	0.196	0.219
股息率 (%)	1.30	1.42	2.10	2.37	2.65
净负债率 (%)	122.7	127.7	138.2	144.5	152.0

* 经调整净利润 = 净利润扣除减值损失和资产公允价值变动影响

** 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

2021年5月18日

评级：买入

目标价：港币11.40

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

股价(港币)	9.88
预测股价回报	15.4%
预测股息率	2.1%
预测总回报	17.5%
之前评级	持有
之前目标价	6.30
之前报告日期	2020年11月17日

来源：农银国际证券预测

主要数据

52周高/低(港币)	15.8/3.5
总发行股数(百万股)	8,036
H股发行股数(百万股)	3,340
总市值(港币百万元)	79,400
H股市值(港币百万元)	32,999
3个月日均成交量(港币百万元)	209
主要股东：	
国家能源集团	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	(8.52)	(3.11)
3个月	(30.13)	(17.71)
6个月	55.84	57.17

*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：彭博，农银国际证券

2021年及2022年前景：政策改变将带动强劲的风电装机容量增长

风电是“十四五”可再生能源政策的主要受益者

国家能源局在2021年3月宣布，政府计划到2025年底将可再生能源（包括风电，太阳能，水电和生物质能）的装机容量提高到全国总装机容量的50%。该目标表明，从目前的可再生能源装机容量上最少增长74%，即在2020-2025年年均复合增长率为11.7%。我们认为，新政策将会刺激全国范围的风电装机容量增长，尤其是对于大型风电运营商而言。

A股借壳上市是未来龙源H股股价的催化剂

2021年1月，龙源与平庄能源（000780 CH，未评级）签订了并购协议，以进行A股的借壳上市。以下是协议的重点。

- ◆ **龙源宣布合并及收购平庄能源（000780 CH，未评级）。**龙源分别就股份交换和可能吸收和合并平庄能源（000780 CH）达成了通过换股吸收合并的协议，资产处置协议和通过现金支付购买资产的协议。
- ◆ **股价。**龙源将发行3.149亿股A股，发行价格为人民币11.42元/股，以便可以人民币3.85元/股的价格与平庄能源（000780 CH）的10.14亿股互换（较20天交易日均价溢价10%）。合并的转换比率为1:0.3371。
- ◆ **资产处置。**平庄能源的全部或部分资产和负债将出售给内蒙古电力，但交易价格尚未确定。
- ◆ **从母公司收购资产。**龙源将向母公司收购2.04吉瓦的风电装机容量，相当于龙源在2020年底的风电装机容量的10.2%，但交易价格尚未确定。

A股借壳上市后，我们认为龙源很可能会发行更多新股来筹集资金以发展风电装机容量。只要A股的估值高于H股，新配售A股将使H股股价受益。

2021年 / 2022年的风电装机容量将同比强劲增长14%/13%

我们相信国家能源局在2021年3月发布的关于将可再生能源（包括风电，太阳能，水电和生物质能）的装机容量在2025年底前提高到占全国总装机容量的50%的公告，将很可能会提高风电和太阳能的未来发展速度。鉴于水电装机容量受地理环境和建设周期的限制，风电和太阳能将是主要驱动力（到2020年底，风电和太阳能装机容量占全国总装机容量的24%；我们估计到2025年底，二者装机容量将达到42%）。我们预测，风电运营商将在未来五年内加速装机容量增长。我们预计龙源在2021年 / 2022年的装机容量将同比增长14%/13%，而发电量增速将达到同比增长19%/14%。

2021年 / 2022年的使用小时数将保持在2,264小时 / 2,290小时的高位

在新冠疫情的肆虐下，龙源在2020年的使用小时数仍同比增长2.3%，我们认为这一增长主要是由于政府对可再生能源的大力推动。在以碳中和为长远目标的前题下，我们预计未来几年全国的弃风限电率将下降，使用率小时数将上升。因此，我们预计龙源的2021年 / 2022年的使用小时数将保持在2,264小时 / 2,290小时的高位。

2021年 / 2022年的经调整净利润将同比增长47%/ 13%

我们认为 2021 年 / 2022 年龙源的装机容量将同比增长 14%/ 13%，因此会带动经调整净利润（不包括一次性减值损失的影响）同比增长 47%/ 13%。

2021年至2023年净负债率将维持在130%以上的高位

随着装机容量的加速增长将令资本性支出激增，从而推高龙源的净负债率。公司预计在 2021 年的资本性开支为 250 亿元人民币，这一数字在“十四五”期间（2021-2025 年）很可能保持在高位因为装机容量将会快速增加。我们预计，在不考虑 A 股借壳上市后可能募集到的资金帮助下，龙源的净负债率在 2021 年 / 2022 年 / 2023 年将分别为 138%/ 144%/ 152%。

目标价11.40港元；提升至买入评级

我们将 2021 年 / 2022 年 / 2023 年龙源的风力发电装机容量分别提高了 8%/ 17%/ 26%。我们认为，增加装机容量将有助于公司 2021 年 / 2022 年 / 2023 年的单位材料和维修成本分别降低 2%/ 5%/ 8%。我们 2021 年 / 2022 年 / 2023 年的新调整后净利润预测因此上调了 33% / 38%/ 57%。

我们基于现金流折现模型得出的目标价为 11.40 港元（之前为 6.30 港元），相当于 11.00 倍的 2021 年预测市盈率和 1.34 倍的 2021 年预测市净率。中国风电行业很可能会再次进入快速增长期，作为行业领导者的龙源将是关键的受益者。我们认为，龙源在 A 股借壳上市后将进一步缓解其为提高装机容量而筹集资金的压力。此外，A 股市场的高估值可能有助于推高 H 股的股价。提升至买入评级。

图表 18: 预测的变动

	单位	旧预测		新预测		改变		主要原因
		2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	
经调整净利润	人民币 百万元	5,240	5,694	6,956	7,861	32.7%	38.1%	2021 年 / 2022 年 / 2023 年的装机容量增长将推动盈利增长
每股经调整净利润	人民币	0.65	0.71	0.87	0.98	32.7%	38.0%	2021 年 / 2022 年 / 2023 年的装机容量增长将推动盈利增长
估值	人民币 百万元	43,257		76,551		77.0%		2021 年 / 2022 年 / 2023 年盈利增加，令估值提高
目标价	港币	6.30		11.40		81.0%		2021 年 / 2022 年 / 2023 年盈利增加，令估值提高

来源：农银国际证券预测

2021 年 1 季度业绩

2021 年 1 季度经调整净利润同比增长 28%，好于我们的预期

龙源一季度的收入为 91 亿元人民币（同比增长 26%），达到我们之前对 2021 年全年预期的 30%，高于历史平均值 25%。经调整净利润为 25.5 亿元人民币（同比增长 28%），相当于我们之前对 2021 年估计的 49%，高于历史平均值 37%。

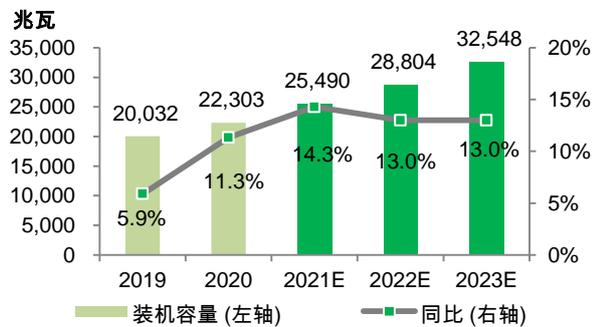
风电/燃煤发电量同比增长 24%/ 42%提升了盈利

龙源风电的发电量为 14,404 吉瓦时(同比增长 24%),相当于我们之前 2021 年估计的 31%,高于其历史平均值 26%。在燃煤发电方面,龙源电力在 2021 年 1 季度的发电量为 2,773 吉瓦时(同比增长 42%),达到我们之前全年预测的 31%,高于其历史平均值 25%。两项能源业务的强劲增长推动了龙源 2021 年 1 季度的盈利增长。

风险因素

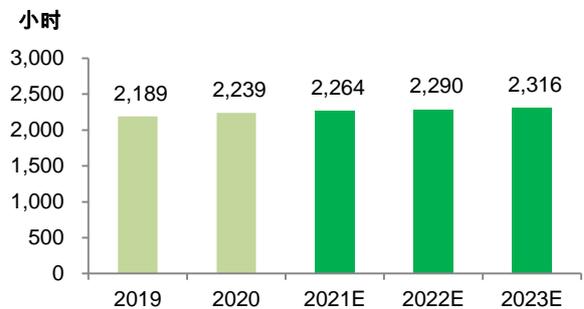
(1) 弃风限电风险; (2) 风资源风险; (3) 施工风险; (4) 筹资风险; (5) 政府的去杠杆化政策可能会限制增长; (6) 应收账款高。

图表 19: 龙源风电装机容量展望



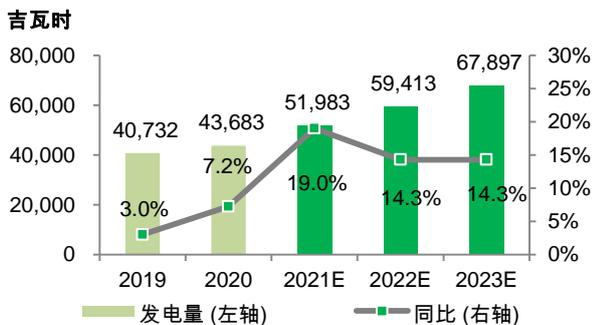
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 20: 龙源使用小时数展望



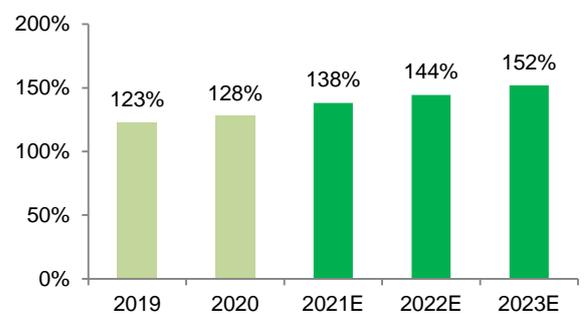
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 21: 龙源风电发电量展望

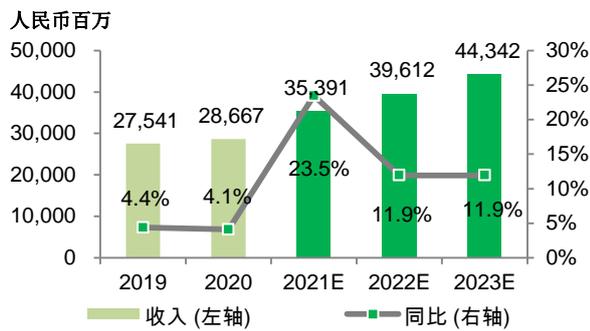


来源: 公司资料, 农银国际证券预测

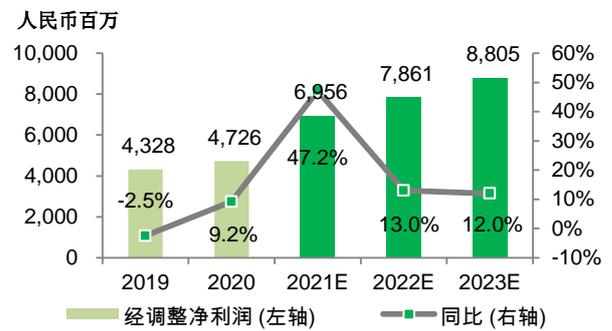
图表 22: 龙源净负债率展望



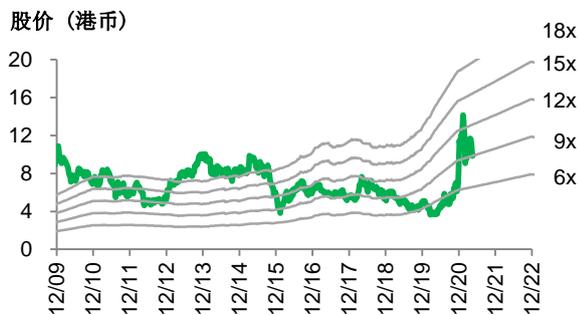
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 23: 龙源收入展望


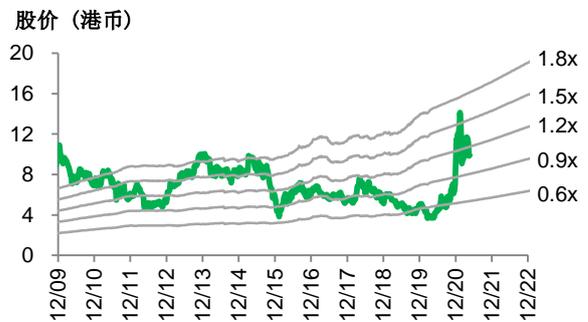
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 24: 龙源经调整净利润展望


来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 25: 龙源预测市盈率


来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 26: 龙源预测市净率


来源: 彭博, 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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	27,541	28,667	35,391	39,612	44,342
风电	18,981	20,403	24,327	27,665	31,456
火电	6,632	7,593	9,417	9,801	10,136
其他	1,927	671	1,647	2,146	2,750
销售成本	(16,840)	(17,420)	(20,647)	(23,269)	(26,147)
毛利	10,701	11,247	14,744	16,343	18,195
营销, 一般及行政费用	(564)	(607)	(708)	(792)	(887)
净财务收入(成本)	(3,486)	(3,083)	(3,639)	(4,001)	(4,593)
其他收入/(支出)	(201)	(636)	(177)	0	222
除税前利润	6,450	6,922	10,220	11,550	12,936
税项	(1,131)	(1,236)	(1,840)	(2,079)	(2,329)
除税后利润	5,320	5,685	8,381	9,471	10,608
净利润归属于:					
少数权益股东	753	661	1,006	1,137	1,273
永续中期票据持有人	242	299	419	474	530
母公司权益股东	4,325	4,726	6,956	7,861	8,805
经调整母公司权益股东	4,328	4,726	6,956	7,861	8,805
基本每股净利润(人民币)	0.538	0.588	0.866	0.978	1.096
经调整基本每股净利润(人民币)	0.539	0.588	0.866	0.978	1.096
每股股息(人民币)	0.108	0.118	0.173	0.196	0.219

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	23,029	31,184	40,469	48,087	59,273
现金	2,908	5,226	6,718	10,823	14,773
已抵押和受限制的银行存款	523	361	361	361	361
应收账款及票据	16,365	21,603	28,817	31,957	38,505
其他应收款和预付款	1,963	2,831	2,986	3,525	3,764
库存	819	806	1,230	1,065	1,514
其他流动资产	450	356	356	356	356
非流动资产	133,773	144,102	160,045	178,940	200,241
物业, 厂房及设备	114,607	124,918	143,008	162,661	184,648
投资物业	9	8	8	8	8
无形资产	10,886	10,344	7,351	7,223	7,098
对合资企业和联营企业的投资	4,328	4,056	4,233	4,431	4,653
递延所得税资产	157	210	210	210	210
其他非流动资产	3,786	4,566	5,234	4,407	3,623
总资产	156,803	175,286	200,513	227,028	259,513
流动负债	43,538	52,907	65,350	73,746	85,452
应付账款及应付票据	3,411	3,615	4,870	4,693	6,053
其他应付款	11,070	11,392	11,891	11,715	11,864
短期借款	28,965	37,875	48,590	57,339	67,536
其他流动负债	92	25	0	0	0
非流动负债	52,610	55,930	62,144	72,837	85,300
递延所得税负债	263	173	173	173	173
长期借款	48,881	52,598	59,388	70,081	82,544
其他非流动负债	3,465	3,158	2,583	2,583	2,583
总负债	96,148	108,837	127,494	146,583	170,752
少数股东权益	7,732	8,761	9,767	10,904	12,177
永续中期票据持有人权益	4,991	6,045	6,045	6,045	6,045
母公司股东权益	47,932	51,642	57,207	63,496	70,539

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前利润	6,450	6,922	10,220	11,550	12,936
折旧和摊销变动	7,633	7,735	9,377	10,642	12,066
营运资金变动	(3,668)	(4,813)	(6,040)	(3,866)	(5,727)
已付所得税	(1,064)	(1,048)	(1,236)	(1,840)	(2,079)
其他	3,163	3,479	3,029	3,374	3,594
经营现金流	12,515	12,273	15,350	19,861	20,790
资本性开支	(11,787)	(20,215)	(26,961)	(29,774)	(33,516)
无形资产增加	0	0	(374)	(393)	(412)
其他	1,013	236	374	251	319
投资现金流	(10,774)	(19,979)	(26,960)	(29,915)	(33,610)
净资本筹集	0	0	0	0	0
净债务融资	2,642	14,036	17,504	19,442	22,660
已付股息	(1,138)	(1,398)	(945)	(1,391)	(1,572)
其他	(3,204)	(2,641)	(3,458)	(3,890)	(4,319)
融资现金流	(1,700)	9,997	13,102	14,160	16,769
净现金变动	41	2,292	1,491	4,106	3,949
年初现金及现金等价物	2,861	2,908	5,226	6,718	10,823
调整(汇率及其他)	7	26	0	0	0
年末现金及现金等价物	2,908	5,226	6,718	10,823	14,773

来源: 公司资料, 农银国际预测

主要数据

截至12月31日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售分布 (%)					
风电	68.92	71.17	68.74	69.84	70.94
火电	24.08	26.49	26.61	24.74	22.86
其他	7.00	2.34	4.65	5.42	6.20
总和	100	100	100	100	100
损益比率(%)					
毛利率	38.86	39.23	41.66	41.26	41.03
营业利润率	36.12	35.08	38.66	38.76	39.03
税前利润率	23.42	24.14	28.88	29.16	29.17
净利润率	19.32	19.83	23.68	23.91	23.92
销售和管理费用/收入	2.05	2.12	2.00	2.00	2.00
实际税率	17.53	17.86	18.00	18.00	18.00
增长率(%)					
收入	4.37	4.09	23.45	11.93	11.94
毛利	3.03	5.11	31.09	10.84	11.33
营业利润	1.98	1.08	36.06	12.21	12.74
净利润	8.10	6.88	47.41	13.01	12.00
资产负债表比率					
流动比率 (x)	0.53	0.59	0.62	0.65	0.69
速动比率 (x)	0.45	0.51	0.55	0.59	0.63
现金比率 (x)	0.08	0.11	0.11	0.15	0.18
应收票据周转天数	178.30	241.71	260.00	280.00	290.00
应付账款周转天数	59.28	73.61	75.00	75.00	75.00
库存周转天数	18.11	17.03	18.00	18.00	18.00
总债务/权益比率(%)	162.41	175.19	188.75	200.67	212.76
净债务/权益比率(%)	122.68	127.75	138.18	144.49	152.03
回报比率(%)					
平均资产回报率	2.85	2.85	3.70	3.68	3.62
平均股本回报率	9.38	9.49	12.78	13.03	13.14
派息率	19.99	20.00	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)

政策受益者；价值回归近在咫尺

- 2021年1季度的净利润同比增长153%，大大好于我们的预期
- 预计2021年/2022年的风电装机容量将同比增长18%/16%
- 2021年/2022年太阳能发电量将同比增长25%/28%
- 2021年/2022年净利润将同比增长84%/15%
- 目标价1.90港元；提升评级至买入。对应6.9倍2021年预测市盈率和1.11倍2021年预测市净率。

2021年1季度的净利润同比增长153%，大大好于我们的预期。 大唐新能源（大唐）的2021年1季度收入为人民币34亿元（同比增长41%），达到我们之前对2021年全年估计的34%，高于历史平均值的25%。净利润为11.2亿元人民币（同比增长153%），相当于我们之前2021年全年预测的103%，远好于我们的预测。

预计2021年/2022年的风电装机容量将同比增长18%/16%。 随着能源局宣布到2025年底将可再生能源装机容量提高到全国总装机容量的50%，我们相信风电运营商将加快装机容量的扩张。我们预计2021年/2022年大唐的风电装机容量将同比增长18%/16%。同期，风电发电量将同比增长25%/17%。

2021年/2022年太阳能发电量将同比增长25%/28%。 能源局的可再生能源政策也可能使太阳能领域受益。我们预计大唐的2021年/2022年太阳能装机容量将增加0.26吉瓦/0.37吉瓦，相当于同比增长25%/28%。得益于强劲的装机容量增长，大唐的太阳能发电量增长将在2021年/2022年同比增长144%/109%，这是由于弃风限电降低所致。

2021年/2022年净利润将同比增长84%/15%。 在强劲的装机容量增长的推动下，我们预计大唐的2021年收入将会同比增长31%，而净利润由于单位维护成本的下降将会同比增长84%。至于2022年，随着资本性开支因强劲的装机容量增长而上升，净财务成本可能同比增长23%，从而侵蚀净利润的增长。尽管收入同比增长21%，但2022年的净利润将只同比增长15%。

目标价1.90港元；提升评级至买入。 我们认为政府的政策变化将推动风电的发展。我们基于现金流折现模型得出的目标价为1.90港元（之前为1.05港元），对应6.9倍2021年预测市盈率和1.11倍2021年预测市净率。提升至买入评级。

业绩和估值

截至12月31日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入 (人民币 百万元)	8,325	9,372	12,258	14,771	17,278
同比 (%)	0.1	12.6	30.8	20.5	17.0
净利润 (人民币 百万元)	936	1,187	2,180	2,511	2,557
同比 (%)	-22.6	26.7	83.6	15.2	1.8
每股经调整净利润 (人民币)	0.113	0.128	0.234	0.270	0.275
同比 (%)	-25.0	13.0	83.6	15.2	1.8
每股股本 (人民币)	1.333	1.266	1.457	1.673	1.893
同比 (%)	4.0	-5.1	15.1	14.8	13.1
市盈率 (倍)	12.04	10.66	5.80	5.04	4.95
市净率 (倍)	1.02	1.07	0.93	0.81	0.72
平均股本回报率 (%)	8.76	10.39	17.20	17.24	15.41
平均资产回报率 (%)	1.21	1.40	2.22	2.12	1.79
每股股息 (人民币)	0.026	0.023	0.047	0.054	0.055
股息率 (%)	1.93	1.73	3.45	3.97	4.04
净负债率 (%)	367.0	330.8	356.3	404.8	441.1

*经调整净利润 = 净利润扣除减值损失和资产公允价值变动影响

** 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

2021年5月18日

评级：买入

目标价：港币 1.90

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

股价 (港币)	1.59
预测股价回报	19.5%
预测股息率	3.6%
预测总回报	23.1%
之前评级	卖出
之前目标价	1.05
之前报告日期	2020年11月17日

来源：农银国际证券预测

主要数据

52周高/低(港币)	2.3/0.5
总发行股数 (百万股)	7,274
H股发行股数 (百万股)	2,501
总市值 (港币百万元)	11,565
H股市值 (港币百万元)	3,977
3个月日均成交量(港币百万元)	17.1
主要股东：	
大唐集团	57.4%

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	18.66	24.06
3个月	(20.10)	(7.68)
6个月	32.50	33.83

*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：彭博，农银国际证券

2021年 / 2022年展望：风电和太阳能将有强劲的装机容量增长；高负债率将维持

预计2021年 / 2022年的风电装机容量同比增长18% / 16%

随着国家能源局宣布到 2025 年底将可再生能源装机容量提高到全国总装机容量的 50%，我们相信风电运营商将在未来几年内大幅扩大装机容量。我们预计大唐在 2021 年 / 2022 年 的风电装机容量将同比增长 18% / 16%，其风电发电量在 2021 年 / 2022 年，将同比增长 25% / 17%。

2021年 / 2022年太阳能发电量将同比强劲增长25% / 28%

我们预计大唐在 2021 年 / 2022 年的太阳能装机容量可能会增加 0.26 吉瓦和 0.37 吉瓦，反映出同比增长将达到 25% / 28%。在限电率降低的背景下，2021 年 / 2022 年大唐的太阳能发电量增速可能达到同比增长 144% / 109%。

2021年和2022年的风电使用小时数将保持稳定在2,100小时

大唐的使用小时数在 2020 年为 2,162 小时，比 2019 年的 2,064 小时高出 5%，主要是因为 1) 政府大力推动风电发展，2) 新冠疫情扰乱了煤炭运输，因此降低了燃煤发电量。我们认为，在 2021 年和 2022 年，大唐的风电装机容量快速增长和限电率的降低，将有助风电发电量增长迅猛。大唐的使用小时数将保持在 2,100 小时不变。

潜在的A股借壳上市

与龙源一样，大唐有潜力在未来几年内进行 A 股借壳上市或寻求在 A 股进行首次上市 (IPO) 达到 AH 股双重上市，以筹集资金以进行大规模扩张。在最近股价上涨之后，根据我们的估计，大唐的当前 H 股的市盈率为 5.8 倍 2021 年预测市盈率和 0.93 倍 2021 年预测市净率，为三年来最高。然而，目前的大唐的 H 股估值仍然太低，以至于公司不能在不显著稀释其股权的情况下筹集大量资金。鉴于主要的风电运营商并未在 A 股市场上市，而且 A 股的估值普遍较 H 股高，因此我们认为大唐可能会寻求 A 股借壳上市或申请首次上市 (IPO)。这将成为大唐 H 股的股价催化剂。

净负债率在没有募资活动的情况下将呈上升趋势

我们预计大唐的 2021 年 / 2022 年风电装机容量将同比增长 18% / 16%，太阳能装机容量将同比增长 25% / 28%。强劲的装机容量增长将推高资本性支出和净负债率。如果没有任何募资活动，我们预计大唐 2021 年 / 2022 年的净负债率将为 356% / 405%。

2021年 / 2022年净利润将同比增长84% / 15%

在强劲的装机容量增长的推动下，我们预计大唐的 2021 年收入可能会同比增长 31%，而净利润在单位维护成本的下降下可能会同比增长 84%。至于 2022 年，随着强劲的装机容量增长刺激资本性支出大增，净财务成本可能同比增长 24%，从而侵蚀净利润的增长，尽管收入将同比增长 21%，但 2022 年净利润将同比只增长 15%。

目标价1.90港元； 提升至买入评级

在国家能源局大力推动全国风电和太阳能装机容量增长的基础上,我们将大唐 2021 年 / 2022 年 / 2023 年风电装机容量预测分别提高了 17%/ 29%/ 44%, 将太阳能发电装机容量预测分别提高了 380%/ 514%/ 660%。因此我们对大唐 2021 年 / 2022 年 / 2023 年的净利润预测分别上调了 85%/ 126%/ 277%。

我们认为,政府为了要实现 2030 年碳达峰和 2060 年碳中和的宏伟目标,将会在 2020-2025 年(“十四五”时期)大力推动中国的风电和太阳能发电。像大唐这样的国企将得益于与地方政府的紧密的关系以及较低的银行借贷成本而获得成功。由于过去 6 年收入和盈利增长缓慢,大唐的 H 股目前的价格低于其账面价值。我们认为,政策的改变将触发大唐 H 股的价值重估。

我们基于现金流折现模型得出的目标价为 1.90 港元(之前为 1.05 港元),相当于 6.9 倍 2021 年预测市盈率和 0.97 倍 2021 年预测市净率。提升至买入评级。

图表 27: 预测的变动

	单位	旧预测		新预测		改变		主要原因
		2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	
净利润	人民币百万元	1,179	1,112	2,180	2,511	84.9%	125.8%	2021 年 / 2022 年 / 2023 年的装机容量增加, 推动盈利增长
每股净利润	人民币	0.14	0.13	0.23	0.27	64.9%	101.4%	2021 年 / 2022 年 / 2023 年的装机容量增加, 推动盈利增长
估值	人民币百万元	7,479		15,112		102.1%		2021 年 / 2022 年 / 2023 年净利润增加, 推动估值提高
目标价	港币	1.05		1.90		80.2%		2021 年 / 2022 年 / 2023 年净利润增加, 推动估值提高

来源: 农银国际证券预测

2021 年 1 季度业绩

2021 年 1 季度净利润同比增长 153%，好于我们的预期

收入为人民币 34 亿元(同比增长 41%), 达到我们之前 2021 年估计的 34%, 高于历史平均值 25%。净利润为 11.2 亿元人民币(同比增长 153%), 达到我们之前 2021 年预测的 103%, 远好于我们的预测。

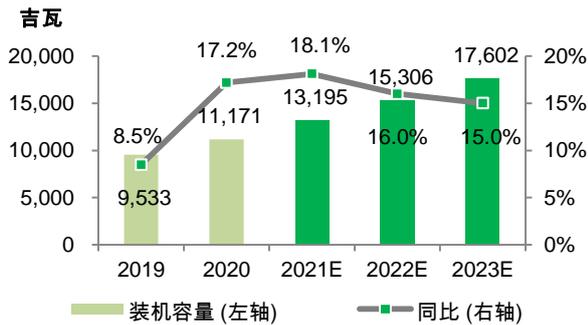
风电/太阳能发电量同比增长 37%/ 159%提升了盈利

大唐 1 季度风电发电量达到 7,348 吉瓦时(同比增长 37%), 达到了我们之前 2021 年估计的 33%, 高于其历史平均值 25%。在太阳能方面, 大唐 2021 年 1 季度发电量为 172 吉瓦时(同比增长 159%); 达到我们 2021 年之前估算的 47%, 远高于其历史平均值 26%。

风险因素

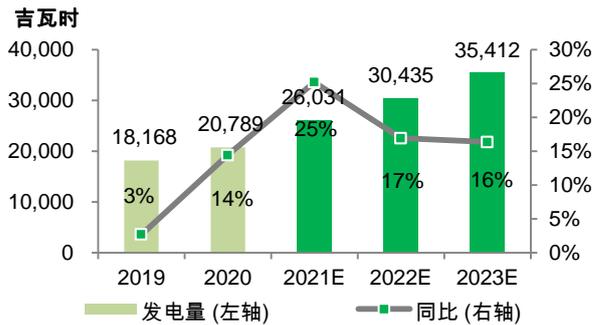
(1) 弃风限电风险；(2) 风资源风险；(3) 施工风险；(4) 筹资风险；(5) 政府的去杠杆化政策可能会限制增长。(6) 应收账款高；(7) 高净负债率

图表 28: 大唐风电装机容量展望



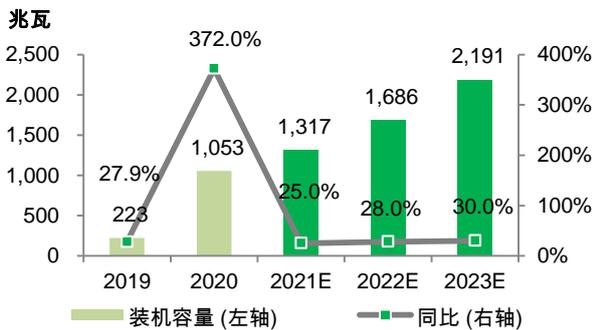
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 29: 大唐风电发电量展望



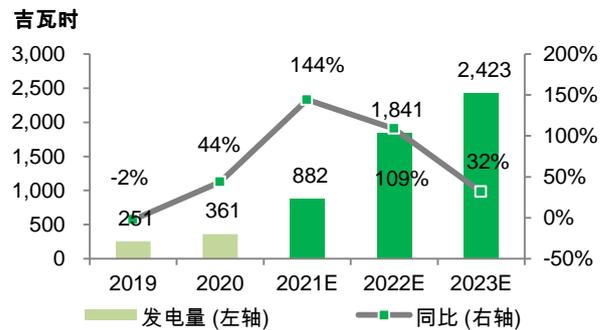
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 30: 大唐太阳能装机容量展望



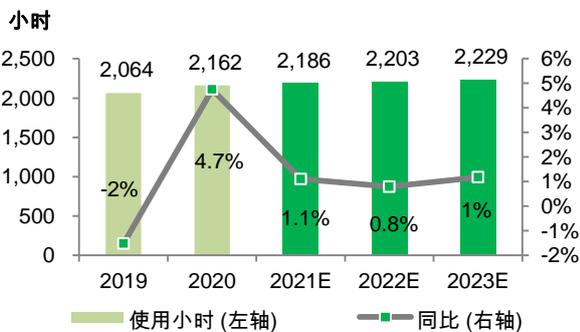
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 31: 大唐太阳能发电量展望



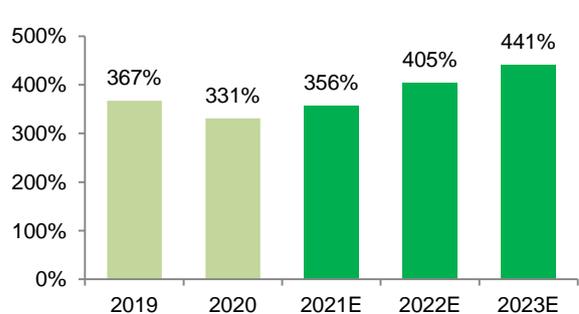
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 32: 大唐风电使用小时数展望

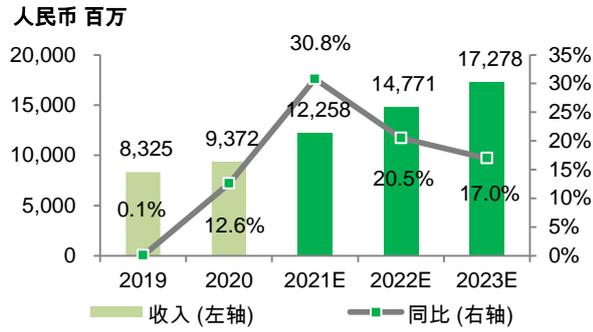


来源: 公司资料, 农银国际证券预测

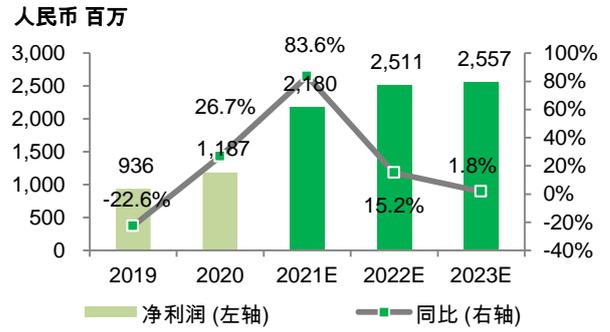
图表 33: 大唐净负债率展望



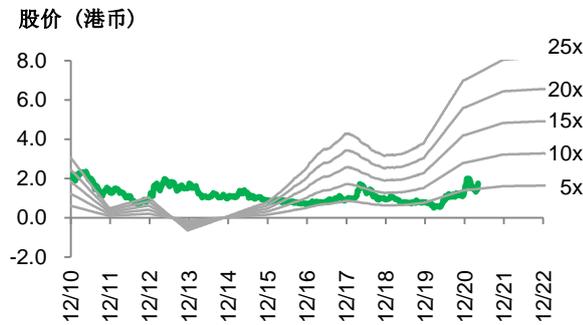
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 34: 大唐收入展望


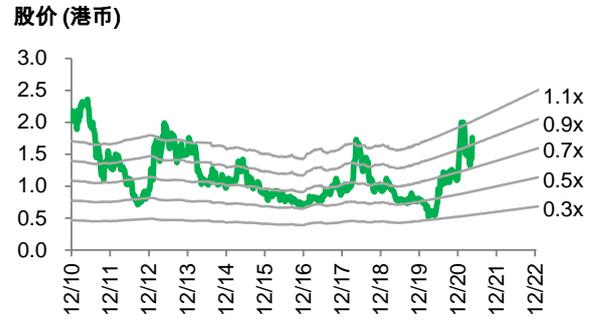
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 35: 大唐净利润展望


来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 36: 大唐市盈率


来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 37: 大唐市净率


来源: 彭博, 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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	8,325	9,372	12,258	14,771	17,278
风电	8,100	9,109	11,693	13,603	15,749
太阳能及其他	225	263	565	1,168	1,530
销售成本	(4,579)	(4,977)	(6,165)	(7,528)	(9,059)
毛利	3,745	4,395	6,093	7,243	8,220
营销, 一般及行政费用	0	0	0	0	0
净财务收入(成本)	(2,146)	(2,100)	(2,126)	(2,645)	(3,444)
其他收入/(支出)	(160)	(416)	(515)	(620)	(726)
除税前利润	1,440	1,879	3,452	3,977	4,050
税项	(296)	(327)	(621)	(716)	(729)
除税后利润	1,144	1,553	2,831	3,262	3,321
净利润归属于:					
少数权益股东	(208)	(366)	(651)	(750)	(764)
母公司权益股东	936	1,187	2,180	2,511	2,557
基本每股净利润(人民币)	0.113	0.128	0.234	0.270	0.275
每股股息(人民币)	0.026	0.023	0.047	0.054	0.055

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	14,801	17,215	20,023	24,151	27,389
现金	3,517	3,053	3,669	3,869	4,796
应收账款及票据	9,546	12,406	14,462	17,913	19,958
其他应收款和预付款	1,500	1,483	1,607	2,035	2,225
库存	194	222	285	334	411
其他流动资产	44	52	0	0	0
非流动资产	65,223	72,694	86,333	106,299	128,012
物业, 厂房及设备	59,055	64,704	78,471	97,448	118,495
无形资产	2,092	3,934	364	364	365
对合资企业和联营企业的投资	833	990	990	990	990
递延所得税资产	12	12	12	12	12
其他非流动资产	3,230	3,053	6,495	7,484	8,149
总资产	80,023	89,909	106,356	130,449	155,401
流动负债	26,457	21,737	28,672	35,968	43,527
应付账款及应付票据	367	283	258	278	317
其他应付款	5,959	7,300	8,164	9,423	10,693
短期借款	20,131	14,155	20,250	26,266	32,517
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	39,065	40,439	47,517	61,556	76,139
递延所得税负债	18	16	16	16	16
长期借款	36,650	40,172	47,250	61,288	75,872
其他非流动负债	2,398	251	251	251	251
总负债	65,523	62,176	76,189	97,524	119,666
少数股东权益	3,432	3,700	4,351	5,102	5,865
永续中期票据持有人权益	0	12,250	12,250	12,250	12,250
母公司股东权益	11,069	11,782	13,565	15,574	17,620

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前利润	1,440	1,879	3,452	3,977	4,050
折旧和摊销变动	3,566	3,839	4,743	5,801	6,999
营运资金变动	(1,586)	(2,264)	(1,202)	(3,211)	(997)
已付所得税	(265)	(326)	(366)	(651)	(750)
其他	2,220	2,362	2,017	2,029	2,538
经营现金流	5,375	5,490	8,644	7,945	11,841
资本性开支	(6,349)	(9,238)	(18,826)	(25,168)	(28,522)
无形资产增加	0	0	(22)	(23)	(24)
其他	(62)	250	0	0	0
投资现金流	(6,411)	(8,988)	(18,847)	(25,191)	(28,545)
净资本筹集	0	0	0	0	0
净债务融资	3,101	5,436	13,174	20,055	20,834
已付股息	(300)	(240)	(218)	(436)	(502)
其他	(1,881)	(2,157)	(2,137)	(2,173)	(2,700)
融资现金流	921	3,039	10,819	17,446	17,631
净现金变动	(116)	(459)	616	201	926
年初现金及现金等价物	3,633	3,517	3,053	3,669	3,869
调整(汇率及其他)	0	(5)	0	0	0
年末现金及现金等价物	3,517	3,053	3,669	3,869	4,796

来源: 公司资料, 农银国际预测

主要数据

截至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售分布 (%)					
风电	97.30	97.19	95.39	92.09	91.15
太阳能及其他	2.70	2.81	4.61	7.91	8.85
总和	100	100	100	100	100
损益比率(%)					
毛利率	44.99	46.90	49.71	49.03	47.57
营业利润率	42.36	41.85	44.91	44.23	42.77
税前利润率	17.30	20.05	28.16	26.93	23.44
净利润率	13.74	16.57	23.09	22.08	19.22
销售和管理费用/收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
实际税率	20.55	17.39	18.00	18.00	18.00
增长率(%)					
收入	0.06	12.58	30.80	20.50	16.97
毛利	(7.45)	17.36	38.63	18.86	13.49
营业利润	(6.83)	11.22	40.36	18.69	13.11
净利润	(19.80)	35.72	82.32	15.22	1.82
资产负债表比率					
应收票据周转天数	373.08	427.45	400.00	400.00	400.00
应付账款周转天数	29.13	23.81	16.00	13.00	12.00
库存周转天数	14.40	15.23	15.00	15.00	15.00
总债务/权益比率(%)	512.98	461.09	497.61	562.19	615.16
净债务/权益比率(%)	367.01	330.83	356.28	404.76	441.10
回报比率(%)					
平均资产回报率	1.21	1.40	2.22	2.12	1.79
平均股本回报率	8.76	10.39	17.20	17.24	15.41
派息率	23.30	18.39	20.00	20.00	20.00

来源: 公司资料, 农银国际预测

中广核电力 (1816 HK / 003816 CH)

政策改变限制装机容量增速

- 2021年1季度的经调整净利润同比增长54%，高于我们的预期
- 国家政策的变化可能会限制核电的发展
- 2021年 / 2022年的装机容量将同比增长4% / 11%
- 经调整净利润将在2021年同比下降2%；预计2022年将同比增长2%
- H股 (1816 HK) 目标价1.80港元；降评级为持有
- A股 (003816 CH) 目标价为人民币2.52元；维持持有评级

2021年1季度的经调整净利润同比增长54%，高于我们的预期。中广核1季度收入为171亿元人民币(同比增长25%)，达到我们之前2021年全年估计的26%，高于历史平均值21%。经调整净利润录得23.7亿元人民币(同比增长54%)，相当于我们之前2021年全年估计的23%，高于其历史平均值21%，1季度业绩比我们的估计要好。

国家政策的变化可能会限制核电的发展。能源局在2021年3月宣布了目标，到2025年底将可再生能源(包括风电，太阳能，水电和生物质能)的装机容量提高到全国装机容量的50%。对可再生能源的推动可能会减少核电的发展空间。随着政策的变化，我们预计未来3年中广核的发电量将只会实现个位数的同比增长。

2021年 / 2022年的装机容量同比增长4% / 11%。根据中广核的时间表，新的核电站，即红沿河5号机组，将于2021年开始运营，这将使公司的装机容量同比增长4%。到2022年，红沿河6号机组，防城港3号机组和4号机组三个发电站将开始运营，装机容量将同比增长11%。

经调整净利润将在2021年同比下降2%；预计2022年将同比增长2%。尽管装机容量将同比增长4%，令核电发电量增长将达到同比增长8%，但单位维护成本的增加可能会侵蚀利润率并削减净利润增长。我们预计2021年经调整净利润将同比下降2%。在2022年，装机容量将同比增长11%，经调整净利润将同比增长2%。

H股 (1816 HK) 目标价1.80港元；降评级为持有。我们基于现金流折现模型得出的目标价为1.80港元(之前为1.95港元)，分别相当于7.88倍2021年预测市盈率和0.73倍2021年预测市净率。降评级为持有。

A股 (003816 CH) 目标价为人民币2.52元；维持持有评级。我们对中广核A股的目标价为2.52元人民币(之前为2.64元人民币)，根据我们的估算，对应13.22倍2021年预测市盈率和1.22倍2022年预测市净率。

业绩和估值

截至12月31日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入 (人民币 百万)	60,875	70,585	74,370	78,848	81,055
同比 (%)	19.8	15.9	5.4	6.0	2.8
经调整净利润 (人民币百万)	9,955	9,820	9,649	9,829	10,456
同比 (%)	11.7	-1.3	-1.7	1.9	6.4
每股经调整净利润 (人民币)	0.211	0.194	0.191	0.194	0.207
同比 (%)	8.1	-8.2	-1.7	1.9	6.4
每股股本 (人民币)	1.907	1.883	2.072	2.189	2.313
同比 (%)	22.2	-1.2	10.0	5.6	5.7
净负债率 (%)	143.0	137.9	123.8	112.6	100.3
市盈率 (倍) - H股	7.19	7.83	7.97	7.83	7.36
市盈率 (倍) - A股	13.06	14.22	14.47	14.21	13.36
市净率 (倍) - H股	0.80	0.81	0.73	0.69	0.66
市净率 (倍) - A股	1.45	1.47	1.33	1.26	1.19
平均股本回报率 (%)	11.76	10.33	9.64	9.12	9.18
平均资产回报率 (%)	2.50	2.45	2.44	2.44	2.56
每股股息 (人民币)	0.081	0.080	0.076	0.078	0.083
股息率 (%) - H股	5.36	5.25	5.02	5.11	5.44
股息率 (%) - A股	2.95	2.89	2.76	2.82	3.00

* 经调整净利润 = 净利润扣除减值损失和资产公允价值变动影响

** 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

2021年5月18日

评级 (H): 持有
 评级 (A): 持有
 目标价 (H): 港币 1.80
 目标价 (A): 人民币 2.52

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

股价 (港币/人民币)	港币 1.82/ 人民币 2.76
预测股价回报 (H/A)	(1.1%)/(8.7%)
预测股息率 (H/A)	5.1%/2.8%
预测总回报 (H/A)	4.0%/(5.9%)
之前评级 (H/A)	买入, 港币 1.95 持有, 人民币 2.64
之前报告日期	2020年11月17日

来源: 农银国际证券预测

主要数据

52周高/低(港币)(H股)	2.0/1.6
52周高/低(人民币)(A股)	3.4/2.6
总发行股数 (百万股)	50,499
H股发行股数 (百万股)	10,973
A股发行股数 (百万股)	5,050
未上市股数 (百万股)	34,475
H股总市值 (港币百万元)	19,971
A股总市值 (人民币百万元)	13,938
3个月日均成交量(港币百万)	52.3
3个月日均成交量(人民币百万)	202.9
主要股东:	
中广核集团	58.2%

来源: 公司资料, 农银国际证券

H股股价表现 (%)

	绝对值	相对值*
1个月	(0.55)	4.86
3个月	7.69	20.11
6个月	7.69	9.02

*相对于恒生国企指数

来源: 公司资料, 农银国际证券

A股股价表现 (%)

	绝对值	相对值*
1个月	(1.43)	(4.83)
3个月	4.55	11.32
6个月	2.22	1.11

*相对于上证综合指数

来源: 公司资料, 农银国际证券

2021年和2022年展望：核电发电量增长将保持高单位数

国家政策的改变可能会制约国家核电的发展步伐

国家能源局在2021年3月宣布，政府计划到2025年底将可再生能源（包括风电，太阳能，水电和生物质能）的装机容量提高到全国总装机容量的50%。对可再生能源的推动可能会减少核电发展的空间。之所以优先选择可再生能源而不是核能，是因为可再生能源的建设周期通常较短（风电和太阳能为六个月，而核电为五年以上）。加快可再生能源发展将有助于中国在2060年之前实现碳中和目标。因此，我们认为2021-2023年国家的核电装机容量增速将放缓。

2021年及2022年装机容量将同比增长4%/11%

在2021年，只有一个新的发电机组，红沿河5号机组，将开始运营，这将会为中广核的总装机容量同比增加4%。到2022年，红沿河3号机组，防城港3号机组和4号机组等三个发电机组将开始运营，中广核的总装机容量将同比增长11%。

2021年及2022年中广核的核电发电量将同比增长8%/8%

得益于装机容量的增加和新冠疫情后的经济复苏，我们预计中广核的核电发电量将在2021年实现稳健的8%的同比增长。至于2022年，尽管增加了三个新机组，我们预计发电量将同比增长8%，因为新机组的首年利用小时率将较低。

自由现金流将保持净流入

自2017年以来，中广核每年均实现了自由现金流的净流入。2020年，公司的自由现金流为净流入167亿元人民币。2013-2016年的自由现金流为净流出，主要是由于扩建核电厂的资本性支出所导致。由于中广核的核电装机容量在未来几年没有显著增加，我们预计公司的自由现金流将在2021-2023年继续保持净流入。我们预测中广核的2021年及2022年的自由现金流净流入为人民币140亿元和人民币173亿元。

净负债率将在2021年-2023年有所下降

中广核的新项目，如惠州1号机组，2号机组和苍南1号机组，都处于建设初期，因此，资本性支出将不会太大。其他大多数在建项目已进入最后建设阶段，这意味着在未来几年内，中广核的资本性支出应不会显著增加。因此，我们预计公司的2021年/2022年/2023年的净负债比率将分别为124%/113%/100%，呈下降趋势。

单位维护成本的增加将拖累盈利

中广核在2020年的销售成本为444亿元人民币。根据我们的估算，维护成本为122亿元人民币，比2019年增长18%。单位维护成本为0.542元/瓦，同比也增长18%。我们认为，随着通货膨胀的发生，员工成本和其他材料成本将呈上升趋势。单位维护成本的增加将侵蚀利润率并拖累盈利。我们相信装机容量的快速增加将有助于降低单位成本，因为更大的运营规模将稀释单位成本。

经调整净利润将在2021年同比下降2%； 2022年则同比增长2%

2021年，中广核的装机容量预期将同比增长4%，因而带动核电发电量同比增长8%，然而，单位维护成本的增加可能会侵蚀利润率，因此我们预计公司2021年经调整净利润将同比下降2%。至于2022年，因为装机容量将同比增长11%的带动，因此经调整净利润将同比增长2%。

H股 (1816 HK) 目标价为1.80港元； 降级为持有评级

我们将2021年/2022年/2023年的单位维护成本分别上调22%/24%/25%，以反映人工成本和材料成本增加的影响。我们将2021年/2022年/2023年的中广核总使用小时数分别下调0.4%/2.3%/2.0%，以考虑到中国可再生能源在全国能源的贡献增加将导致核电消费增速下降。因此，我们将新调整后的2021年/2022年/2023年净利润预测下调了0.3%/8%/11%。

我们认为，政府扩大风电和太阳能发电装机容量的政策变化将限制“十四五”时期（2020-2025年）核电的发展。未来5年内，新核电站的审批可能会放缓，中广核的装机容量增长不太可能大幅增加。我们基于现金流折现模型得出的目标价为1.80港元（之前为1.95港元），分别相当于7.88倍的2021年预测市盈率和0.73倍的2021年预测市净率。降级为持有评级。

A股 (003816 CH) 目标价2.52元人民币； 维持持有评级

我们对中广核A股的目标价为2.52元人民币（之前为2.64元人民币），我们的目标价相当于13.22倍的2021年预测市盈率和1.22倍的2021年预测市净率。

图表 38: 预测的变动

	单位	旧预测		新预测		改变		主要原因
		2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	
经调整净利润	人民币百万元	9,677	10,680	9,649	9,829	-0.3%	-8.0%	维护成本的增加降低了盈利的增长
每股经调整净利润	人民币	0.19	0.21	0.19	0.19	-0.5%	-8.1%	维护成本的增加降低了盈利的增长
估值 - H股	人民币百万元	84,140		76,043		-9.6%		2021年/2022年盈利增速降低会降低估值
估值 - A股	人民币百万元	133,488		127,517		-4.5%		2021年/2022年盈利增速降低会降低估值
目标价 - H股	港币	1.95		1.80		-7.8%		2021年/2022年盈利增速降低会降低估值
目标价 - A股	人民币	2.64		2.52		-4.7%		2021年/2022年盈利增速降低会降低估值

来源：农银国际证券预测

2021年1季度业绩

2021年1季度经调整净利润同比增长54%，高于我们的预期

中广核1季度收入为171亿元人民币（同比增长25%），达到我们之前2021年全年估计的26%，高于历史平均值21%。经调整净利润录得23.7亿元人民币（同比增长54%），相当于我们之前2021年全年估计的23%，高于其历史平均值21%。1季度业绩比我们的估计要好。

2021年1季度核电发电量同比增长11%

中广核的核电发电量为 45,606 吉瓦时 (同比增长 11%)，相当于我们之前 2021 年全年估计的 23%，高于其历史平均值 21%。主要推动因素是阳江和台山发电站，其发电量同比增长 11%/15% (分别占总发电量的 21%和 13%)。

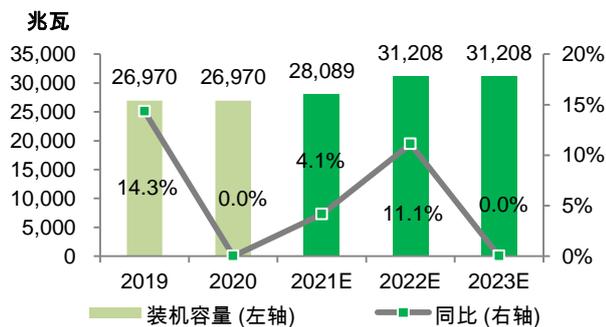
净财务支出同比下降 28%是推动盈利增长的关键因素

2021 年 1 季度的财务净支出为 15.3 亿元人民币，较 2020 年 1 季度的 21.3 亿元人民币下降 28%。净财务支出的下降可以归因于强劲的经营现金流入和较低的净负债率。2021 年 1 季度的净利润率为 13.8%，比 2020 年 1 季度高出 2.6 个百分点。

风险因素

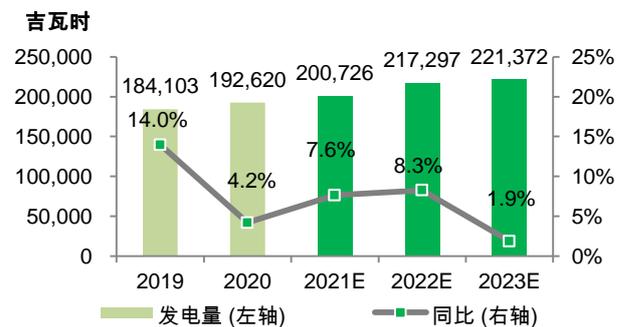
(1) 运行安全风险；(2) 建设进度慢于预期；(3) 燃料成本风险；(4) 货币和利率风险；(5) 为即将进行的并购筹集资金的活动

图表 39: 中广核核电装机容量展望



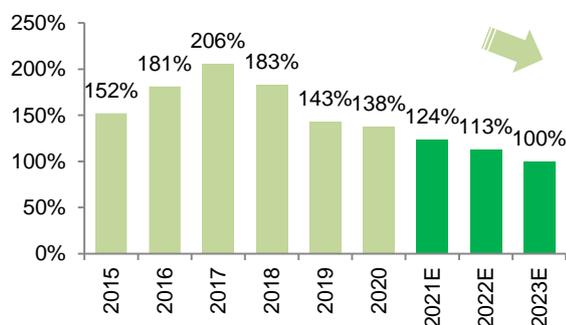
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 40: 中广核核电发电量展望



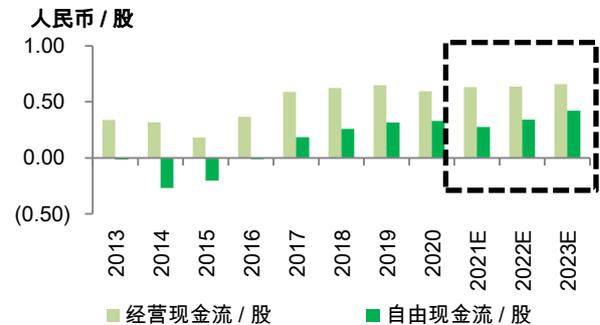
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 41: 中广核净负债率将呈下降趋势

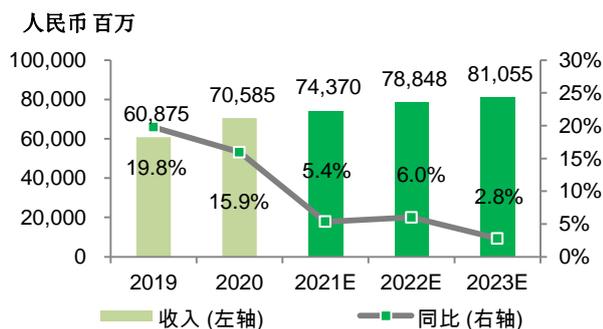


来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 42 中广核自由现金流未来将为正数



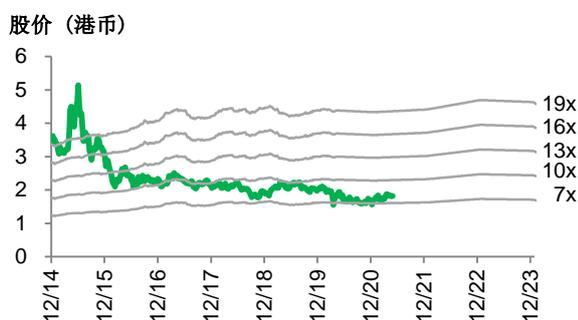
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 43: 中广核收入展望


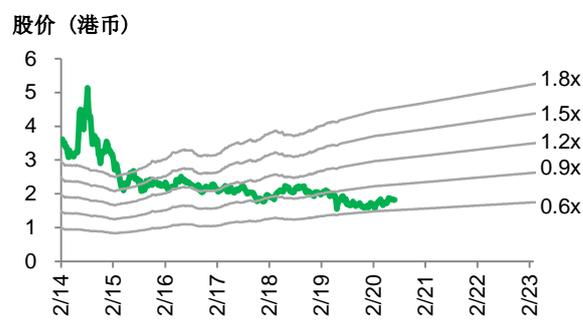
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 44: 中广核经调整净利润展望

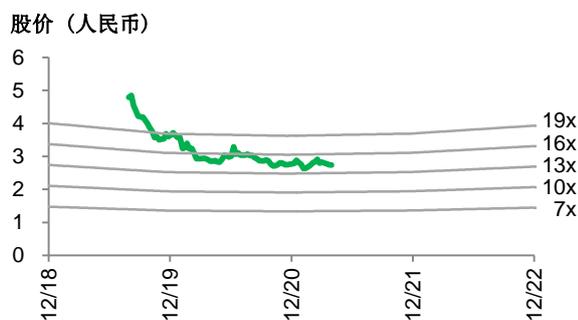

来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 45: 中广核 H 股市盈率


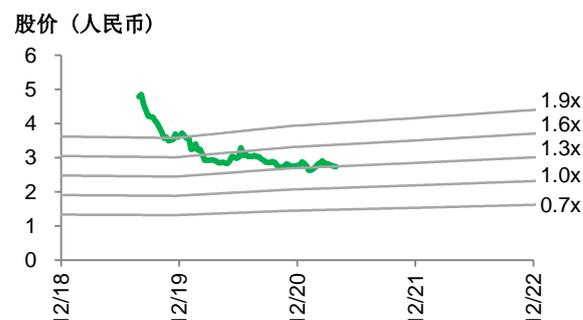
来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 46: 中广核 H 股市净率


来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 47: 中广核 A 股市盈率


来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 48: 中广核 A 股市净率


来源: 彭博, 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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	60,875	70,585	74,370	78,848	81,055
电力销售	52,783	55,512	57,651	60,635	61,747
服务收入	6,164	12,777	14,054	15,179	15,937
其他	1,028	1,362	1,702	2,043	2,349
销售成本	(36,171)	(45,041)	(48,558)	(52,570)	(53,951)
毛利	24,704	25,544	25,812	26,277	27,104
营销, 一般及行政费用	(2,658)	(2,464)	(2,670)	(2,831)	(2,910)
净财务收入(成本)	(7,020)	(7,828)	(8,178)	(8,273)	(7,917)
其他收入/(支出)	1,529	1,598	2,169	2,279	2,288
除税前利润	16,555	16,850	17,133	17,453	18,565
税项	(1,770)	(1,974)	(2,056)	(2,094)	(2,228)
除税后利润	14,785	14,876	15,077	15,358	16,337
净利润归属于:					
少数权益股东	5,320	5,313	5,428	5,529	5,881
母公司权益股东	9,466	9,562	9,649	9,829	10,456
经调整母公司权益股东	9,955	9,820	9,649	9,829	10,456
基本每股净利润(人民币)	0.201	0.189	0.191	0.194	0.207
经调整基本每股净利润(人民币)	0.211	0.194	0.191	0.194	0.207
每股股息(人民币)	0.081	0.080	0.076	0.078	0.083

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	61,923	63,244	59,662	61,214	66,726
现金	19,572	12,128	17,244	11,605	19,563
应收账款及票据	8,153	10,690	10,908	11,991	11,549
其他应收款和预付款	9,345	18,082	18,594	20,290	21,903
库存	18,371	15,021	12,917	17,329	13,711
其他流动资产	6,483	7,323	0	0	0
非流动资产	326,052	328,654	340,221	344,526	345,775
物业, 厂房及设备	256,955	248,456	263,348	266,288	265,906
投资物业	184	245	245	245	245
无形资产	6,401	6,406	4,920	4,972	5,015
对合资企业和联营企业的投资	11,199	11,924	13,350	14,920	16,478
递延所得税资产	1,904	2,177	2,177	2,177	2,177
其他非流动资产	49,409	59,447	56,181	55,925	55,953
总资产	387,975	391,898	399,883	405,740	412,500
流动负债	67,018	77,153	57,782	60,974	55,974
应付账款及应付票据	22,602	23,117	22,116	26,854	21,924
其他应付款	7,426	9,866	1,470	1,470	1,470
短期借款	36,172	43,311	33,947	32,400	32,331
其他流动负债	817	859	250	250	250
非流动负债	185,663	173,115	185,477	176,715	176,320
递延所得税负债	1,217	1,205	1,205	1,205	1,205
长期借款	176,847	164,183	177,197	168,435	168,040
其他非流动负债	7,599	7,727	7,075	7,075	7,075
总负债	252,681	250,268	243,259	237,689	232,294
少数股东权益	45,492	46,357	51,785	57,314	63,195
母公司股东权益	89,802	95,273	104,840	110,737	117,011

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前利润	16,555	16,850	17,133	17,453	18,565
折旧和摊销变动	10,155	11,451	12,063	12,579	13,003
营运资金变动	4,777	(5,653)	(1,961)	(2,453)	(2,484)
已付所得税	(1,218)	(1,770)	(1,974)	(2,056)	(2,094)
其他	330	9,276	6,753	6,704	6,359
经营现金流	30,599	30,155	32,013	32,227	33,349
资本性开支	(15,653)	(13,503)	(18,000)	(14,938)	(12,000)
无形资产增加	(547)	(574)	(603)	(633)	(665)
其他	1,563	2,318	121	172	116
投资现金流	(14,637)	(11,759)	(18,482)	(15,399)	(12,549)
净资本筹集	12,574	0	0	0	0
净债务融资	(9,132)	(7,240)	3,649	(10,308)	(465)
已付股息	(7,477)	(8,244)	(4,040)	(3,860)	(3,932)
其他	(8,788)	(8,883)	(8,026)	(8,300)	(8,446)
融资现金流	(12,823)	(24,367)	(8,416)	(22,467)	(12,842)
净现金变动	3,139	(5,971)	5,115	(5,639)	7,958
年初现金及现金等价物	15,208	19,572	12,128	17,244	11,605
调整(汇率及其他)	1,225	(1,472)	0	0	0
年末现金及现金等价物	19,572	12,128	17,244	11,605	19,563

来源: 公司资料, 农银国际预测

主要数据

截至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售分布 (%)					
电力销售	86.71	78.65	77.52	76.90	76.18
服务收入	10.13	18.10	18.90	19.25	19.66
其他	3.17	3.25	3.58	3.85	4.16
总和	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
损益比率 (%)					
毛利率	40.58	36.19	34.71	33.33	33.44
营业利润率	37.73	33.74	32.12	30.64	30.75
税前利润率	27.20	23.87	23.04	22.13	22.90
净利润率	24.29	21.07	20.27	19.48	20.16
销售和管理费用/收入	4.37	3.49	3.59	3.59	3.59
实际税率	10.69	11.72	12.00	12.00	12.00
增长率 (%)					
收入	19.77	15.95	5.36	6.02	2.80
毛利	13.89	3.40	1.05	1.80	3.15
营业利润	16.17	3.70	0.29	1.13	3.18
净利润	8.07	0.61	1.35	1.87	6.37
资产负债表比率					
流动比率 (x)	0.92	0.82	1.03	1.00	1.19
速动比率 (x)	0.41	0.30	0.49	0.39	0.56
现金比率 (x)	0.29	0.16	0.30	0.19	0.35
应收票据周转天数	44.38	48.72	53.00	53.00	53.00
应付账款周转天数	206.10	185.24	170.00	170.00	165.00
库存周转天数	200.52	135.30	105.00	105.00	105.00
总债务/权益比率 (%)	237.21	217.79	201.40	181.36	171.24
净债务/权益比率 (%)	142.98	137.94	123.80	112.60	100.33
回报比率 (%)					
平均资产回报率	2.50	2.45	2.44	2.44	2.56
平均股本回报率	11.76	10.33	9.64	9.12	9.18
派息率	40.55	42.25	40.00	40.00	40.00

来源: 公司资料, 农银国际预测



權益披露

分析員，吳景荃，作為本報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就報告中提及的所有公司及或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

股票評級及定義

評分	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報 ($\sim 10\%$)
持有	$-\text{市場回報} (\sim 10\%) \leq \text{股票投資回報} < \text{市場回報} (+\sim 10\%)$
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 ($\sim 10\%$)

注：

股票投資回報 = 未來12個月股票價格預期百分比變化 + 總股息收益率

市場回報率 = 自2008年以來的平均市場回報率 (恒指總回報指數於2008-20年間的年均複合增長率為10%)

目標價的時間範圍：12個月

股票評級可能與所述框架有所偏離，原因包括但不限於：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動率、相對於股票市值的平均每日成交量、公司於相應行業的競爭優勢等。

免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本報告並不牽涉具體使用者的投資目標、財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠、準確、完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息采集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整体收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投资价格和價值、收益可能会有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2021 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得復印、影印、复制或以任何其他形式分發。

辦公地址：香港中環干諾道中 50 號中國農業銀行大廈 10 樓農銀國際證券有限公司

電話：(852) 2868 2183