

**买入**
**新能源运营龙头企业，强者恒强**
**龙源电力 (0916.HK)**

2021-06-08 星期二

**投资要点**

目标价: **13.6 港元**  
 现价: 10.72 港元  
 预计升幅: 27%

**重要数据**

日期	2021-06-07
收盘价 (港元)	10.72
总股本 (百万股)	8,036
总市值 (百万港元)	86,145
净资产 (百万元)	66,449
总资产 (百万元)	175,286
52 周高低 (港元)	15.62/3.90
每股净资产 (元)	7.18

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

**主要股东**

 国家能源投资集团有限责任公司  
 (57.27%)

 Wellington Management Group LLP  
 (5.37%)

**➤ 新能源运营龙头企业:**

公司是国家能源集团旗下的新能源运营平台,主要从事风电场设计、开发、建设、管理和运营。公司是中国最早开发风电的专业化公司,是风电运营行业标杆,不断引领行业发展和技术进步,2015 年以来持续保持世界第一大风电运营商地位,目前已成为一家以开发运营新能源为主的大型综合性发电集团,拥有风电、光伏、生物质、潮汐、地热和火电等电源项目。

**➤ “3060”双碳行动方案主力军,“十四五”期间规划新增装机 30GW:**

截至 2020 年底,公司控股装机容量 2,468.1 万千瓦,其中风电 2,230.3 万千瓦,火电 187.5 万千瓦,2020 年公司新增投产新能源装机 2,524 兆瓦,创历史新高。公司是央企“碳达峰、碳中和”行动方案的主力军,“十四五”期间国家能源集团计划新增新能源装机 70-80GW,公司规划新增新能源装机 30GW,其中风电 11GW,光伏 19GW。

**➤ 公司吸收合并平庄能源总体方案进展顺利:**

2021 年 1 月,公司拟换股吸收合并平庄能源及重大资产出售及支付现金购买资产及有关发行 A 股的方案,近日国资委批复原则同意该总体方案。公司将发行合共 341,922,662 股 A 股,发行价格为人民币 11.42 元/股,平庄能源的换股价格为人民币 3.85 元/股,本次合并的换股比例为 1:0.3371。若本次交易顺利完成,公司将实现 H+A 两地上市,有利拓宽融资渠道,并提升公司整体估值水平。

**➤ 首次覆盖给予“买入”评级,目标价 13.6 港元:**

我们给予公司目标价 13.6 港元,相当于 2021 年和 2022 年 16 倍和 13.8 倍 PE,目标价较现价有 27% 的上升空间,首次覆盖给予“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	27,541	28,667	31,660	34,773	37,888
同比增长 (%)	4.4%	4.1%	10.4%	9.8%	9.0%
净利润	4,325	4,726	5,654	6,543	7,375
同比增长 (%)	10.2%	9.3%	19.6%	15.7%	12.7%
每股盈利 (元)	53.82	58.81	70.36	81.42	91.77
PE@10.72HKD	16.4	15.0	12.5	10.8	9.6
每股股息 (元)	10.8	11.8	14.1	16.3	18.3
股息率	1.22%	1.33%	1.59%	1.84%	2.08%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

**研究部**

姓名: 杨义琮

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

# 目录

目录	2
1. 公司介绍	5
1.1 新能源运营龙头企业	5
1.2 收入和净利润稳定增长	6
1.3 风电发电量稳步提升	7
2. 新能源行业投资逻辑	8
2.1 碳中和目标下，风电和光伏大有可为	8
2.2 国家利好政策不断，补贴欠款有望得到解决	12
3. 公司投资逻辑	15
3.1 国能投旗下的新能源运营平台	15
3.2 换股吸收合并平庄能源进展顺利	17
3.3 2021 年新增风光装机 3GW，业绩稳定增长	19
3.4 龙头优势显著，现金流有望持续改善	21
4. 财务分析	22
4.1 经营良好，财务稳健	22
4.2 股东回报稳定	22
5. 盈利预测	23
5.1 收入预测	23
5.2 盈利预测	23
6. 估值与投资建议	24
风险提示	24

## 图目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司收入构成 (2020 年)	6
图 3: 公司经营利润 (单位: 人民币百万元)	6
图 4: 公司营业收入及增速 (单位: 人民币亿元)	6
图 5: 公司归母净利润及增速 (单位: 人民币亿元)	6
图 6: 公司累计控股装机容量 (MW)	7
图 7: 公司发电量及增速 (单位: GWH)	7
图 8: 公司控股装机容量结构 (MW)	7
图 9: 公司控股装机容量百分比结构 (2020 年)	7
图 10: 我国风电新增和累计装机容量 (GW)	8
图 11: 国内风机月度公开招标价格 (RMB 元/KW)	8
图 12: 我国风电利用小时数及限电率	9
图 13: 我国风电发电量和消纳比例 (亿千瓦时, %)	9
图 14: 我国海上风电电价 (单位: 人民币元/KWH)	10
图 15: 我国海上风电新增和累计装机容量 (万千瓦)	10
图 16: 我国光伏组件生产成本下降趋势预测 (单位: 人民币元/W)	11
图 17: 2012-2022E 全球和中国光伏新增装机预测 (GW)	11
图 18: 可再生能源补贴欠款 (人民币亿元)	14
图 19: 国家能源集团印尼瓜哇项目	16
图 20: 公司股权结构 (交易前)	18
图 21: 公司股权结构 (交易后)	18
图 22: 公司新增装机容量 (MW)	20
图 23: 公司装机容量预测 (MW)	20
图 24: 风电利用小时数对比 (小时)	21
图 25: 公司项目小时数及平均容量系数 (2020 年)	21
图 26: 公司总资产负债率	22
图 27: 公司在手现金和经营现金流 (百万元人民币)	22
图 28: 公司加权平均净资产收益率	22
图 29: 公司分红派息率	22

## 表目录

表 1：可再生能源政策梳理	12
表 2：2020/2021 非水可再生能源电力消纳权重	13
表 3：国内前十大风电开发商累计吊装容量（万千瓦）	15
表 4：主要央企新能源布局和规划	16
表 5：换股吸并前后估值对比	17
表 6：2021 年 1-4 月发电量及同比增长	19
表 7：公司 2021 年第一批风机塔筒及附件集采项目	20
表 8：收入预测	23
表 9：盈利预测	23
表 10：行业估值	24

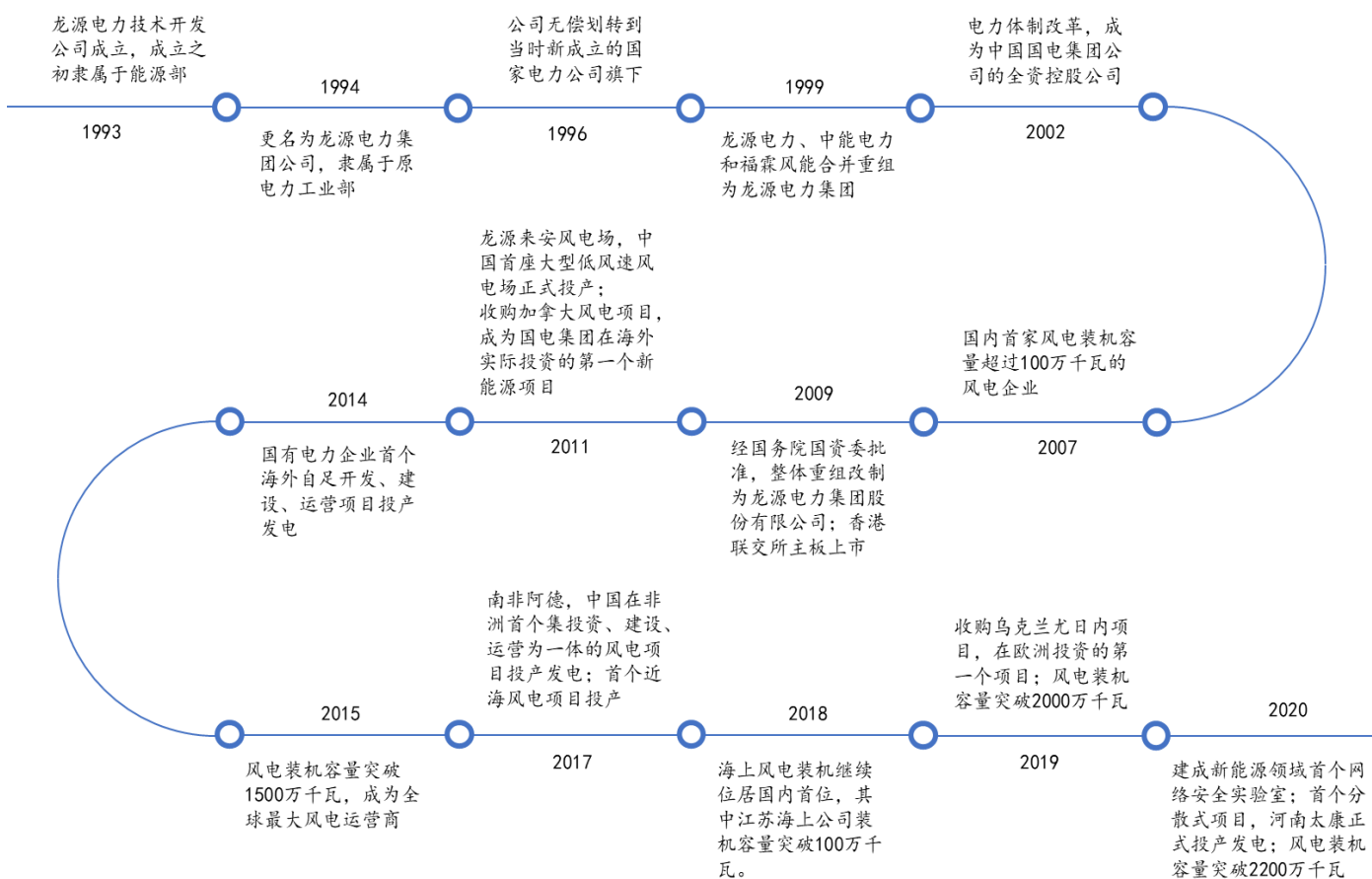
## 1. 公司介绍

### 1.1 新能源运营龙头企业

公司成立于1993年，隶属于国家能源集团，于2009年，在香港主板成功上市。公司是一家以开发运营新能源为主的大型综合性发电集团，经营风电、光伏、生物质、潮汐、地热和火电等发电项目，同时提供新能源工程咨询设计、前期开发、发展研究、行业公共服务、碳资产开发管理、职业培训、网络安全等十大技术服务。

目前，公司在全国拥有300多个风电场，12个光伏电站和2家火电企业，以及生物质、潮汐和地热等发电项目，业务分布于国内32个省区市以及加拿大、南非、乌克兰等国家，是世界第一大风电运营商。截至2020年底，公司控股装机容量达到24.68吉瓦，其中风电22.30吉瓦，火电1.88吉瓦。围绕国家能源集团“一个目标、三型五化、七个一流”的总体战略，大力储备新能源项目，目标瞄准建设具有全球竞争力的世界一流新能源公司。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

## 1.2 收入和净利润稳定增长

公司收入主要包括电力销售、煤炭销售、蒸汽销售以及服务特许权建设收入。2020 年公司收入构成中，电力销售收入为人民币 234.2 亿元，占比达到 82%，煤炭销售业务占比为 13%，蒸汽销售收入占比为 2%，服务特许权建设收入占比为 1%，剩余 2% 收入为其他业务贡献。2020 年公司经营利润为人民币 100.56 亿元，同比增加 1.1%，保持稳定增长。

图 2：公司收入构成（2020 年）

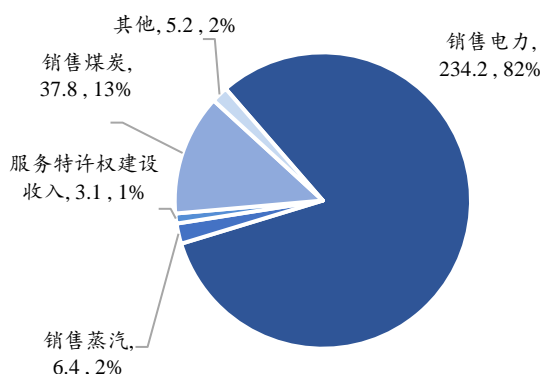
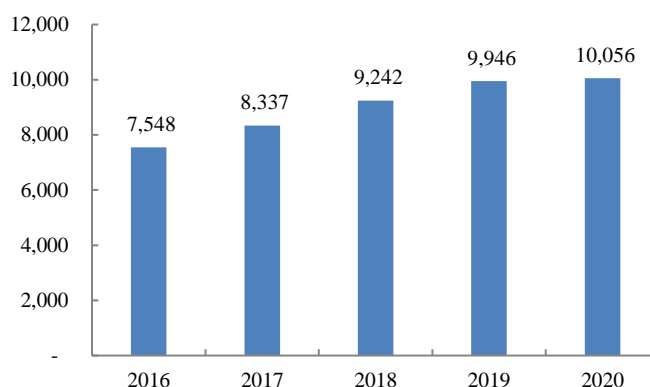


图 3：公司经营利润（单位：人民币百万元）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

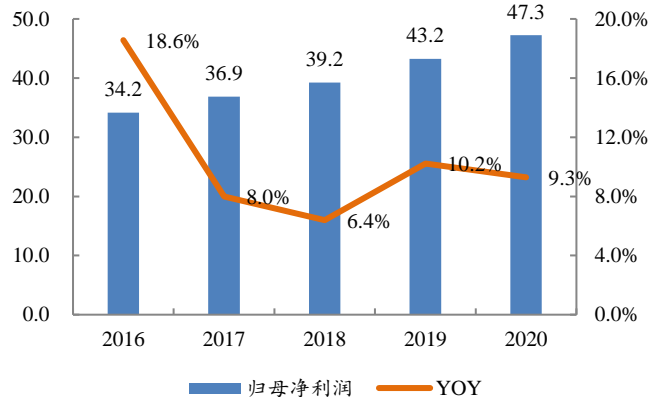
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

2020 年，公司营业收入为人民币 286.7 亿元，同比增长 4.1%；归母净利润为人民币 47.3 亿元，同比增长 9.3%。受益于国内疫情的稳定，社会用电需求的逐步恢复以及风电装机容量规模的扩大，2020Q1 公司实现营收人民币 92.03 亿元，同比增长 28.10%，其中风力发电贡献收入人民币 66.71 亿元，同比增长 20.63%，火电收入为人民币 23.88 亿元，同比增长 50.95%；实现归母净利润人民币 25.52 亿元，同比增长 28.24%。

图 4：公司营业收入及增速（单位：人民币亿元）



图 5：公司归母净利润及增速（单位：人民币亿元）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 1.3 风电发电量稳步提升

截至 2020 年 12 月 31 日，公司总权益装机容量达到 20,969 兆瓦，同比增长 1,610 兆瓦，总装机控股容量达到 24,681 兆瓦，较去年同期增长 2,524 兆瓦（+11.4%），其中风电控股装机容量为 22,303 兆瓦，较去年同期增长 2,271 兆瓦（+11.3%）；火电控股装机容量为 1,875 兆瓦，与去年同期相同；可再生能源控股装机容量增加 253 兆瓦至 503 兆瓦，增速高达 101.2%。新能源装机占总控股装机容量比例达到 91.60%，火电项目占总控股装机容量的 8.4%。

公司 2020 年风电控股发电量达到 43,683 吉瓦时，同比增长 7.2%；火电控股发电量为 9,034 吉瓦时，同比下降 5.2%。风电利用小时数同比增加 50 小时至 2,239 小时。

图 6：公司累计控股装机容量（MW）

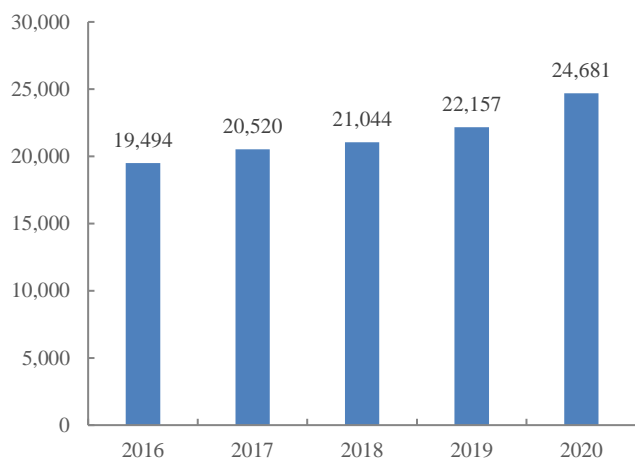
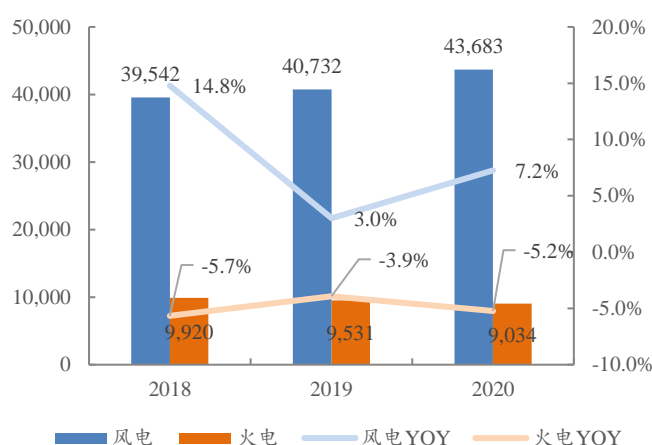


图 7：公司发电量及增速（单位：GWH）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 8：公司控股装机容量结构（MW）

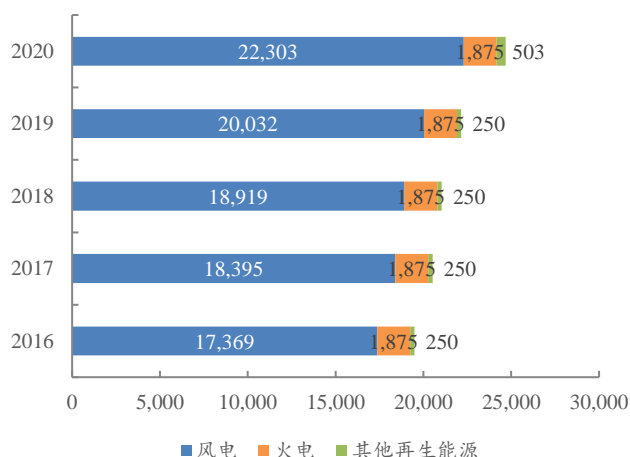
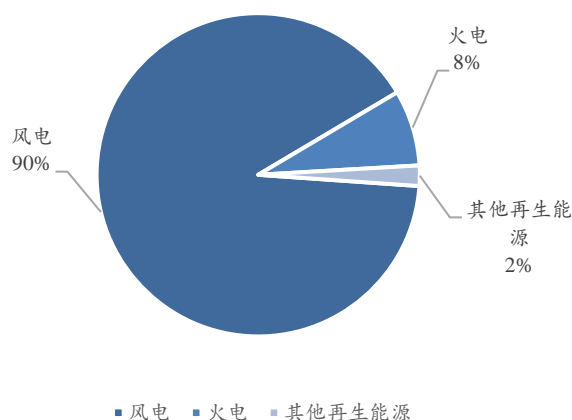


图 9：公司控股装机容量百分比结构（2020 年）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理



## 2. 新能源行业投资逻辑

### 2.1 碳中和目标下，风电和光伏大有可为

2020年9月22日我国在联合国大会首次承诺二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。在此目标下，预期我国非化石能源消费总量将达到目前的7倍及以上，占一次能源消费比例从当前的16%提升至60%以上。在碳中和目标下，风电和光伏将进入全新发展阶段。2021年4月19日，国家能源局下发《2021年能源工作指导意见》及《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知（征求意见稿）》提出2021年，全国风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重达到11%左右，后续逐年提高，到2025年达到16.5%左右；以非水电最低消纳责任权重为引导制定新增风电、光伏发电项目并网规模和新增核准规模；建立保障性并网、市场化并网等并网多元保障机制等

#### 2.1.1 风电：2021年陆风平价，海风抢装正当时

##### ➤ 风电进入规模化发展新阶段

截至2020年底，我国可再生能源发电装机达到9.34亿千瓦，其中风电装机2.815亿千瓦。2020年风电新增装机7,167万千瓦。《风能北京宣言》，提出年均新增装机5000万千瓦以上。2025年后，中国风电年均新增装机容量应不低于6000万千瓦，到2030年至少达到8亿千瓦，到2060年至少达到30亿千瓦。国家发改委能源研究所预测，到2050年，中国非化石能源占消费比重将提升至78%，其中风电将占到能源消费的38.5%，成为绝对的能源主力。从2021年风电风电设备公开招标容量以及大基地储备项目来看，预期2021年装机35-45GW左右。

图 10：我国风电新增和累计装机容量（GW）

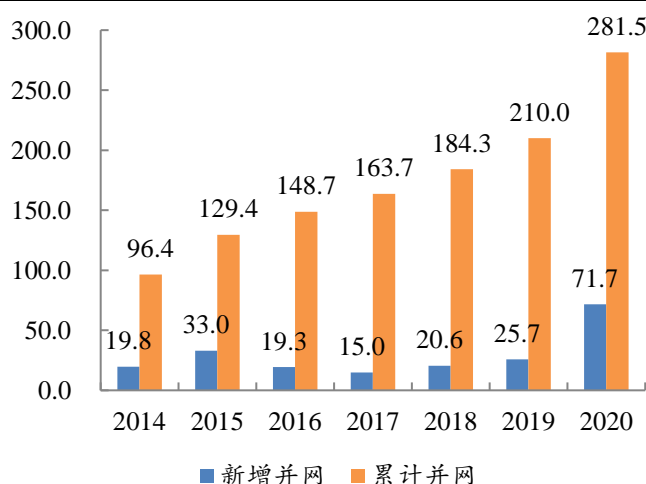
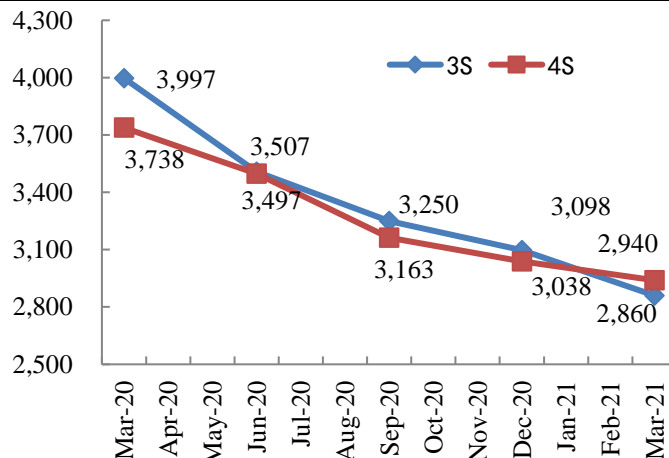


图 11：国内风机月度公开招标价格（RMB 元/KW）



资料来源：能源局、中电联、国元证券经纪（香港）整理

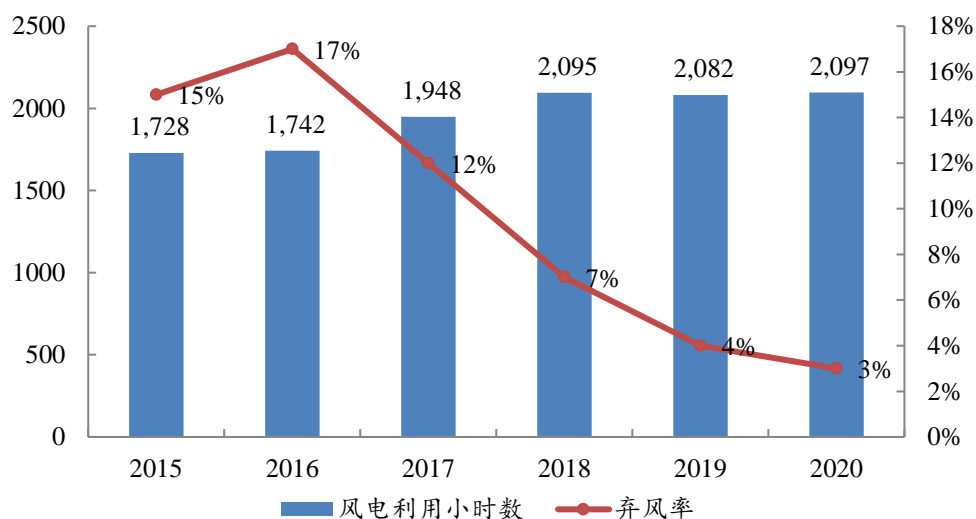
资料来源：风电整机上市公司文件、国元证券经纪（香港）整理



➤ 风电消纳逐步向好

2020 年，全国风电利用小时数 2,097 小时，同比增加 15 小时；2020 年全国平均弃风率 3%，同比下降 1 个百分点，其中，新疆、甘肃、蒙西弃风率呈现显著下降。

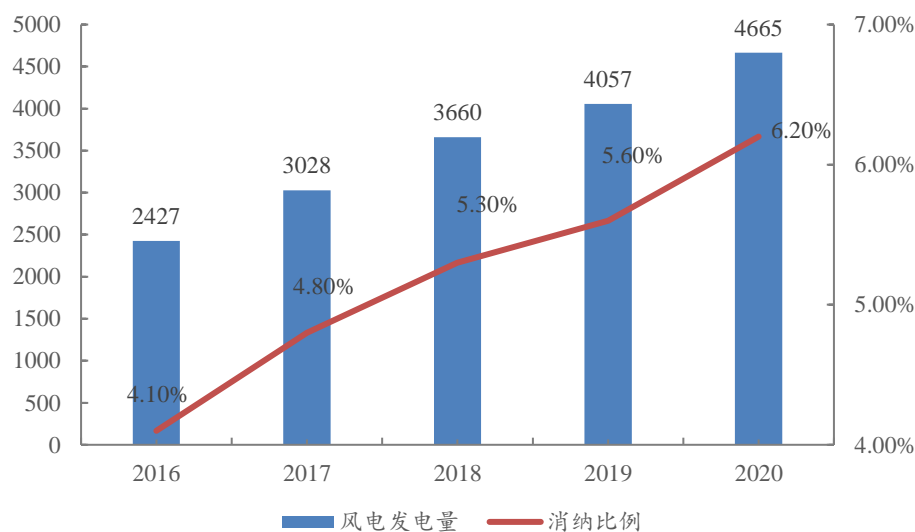
图 12：我国风电利用小时数及限电率



资料来源：能源局、IRENA、国元证券经纪（香港）整理

2020 年全国风电发电量为 4,665 亿千瓦时，同比增长约 15%，风电消纳比例增至 6.2%。预计到 2050 年，我国风电装机将达到 14.4 亿千瓦，占比 27%，未来风电消纳比例将大幅提升。

图 13：我国风电发电量和消纳比例（亿千瓦时，%）

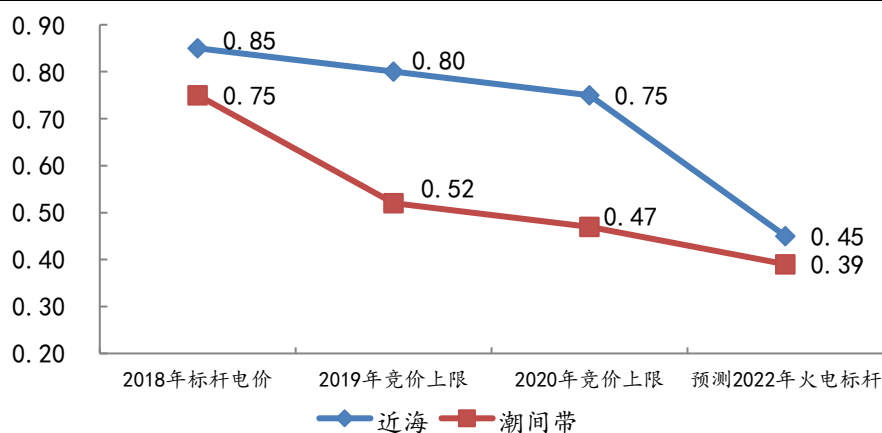


资料来源：能源局、IRENA、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 海上风电进入黄金发展期

根据中国风能协会的数据，我国海上风电资源技术开发潜力超过 3,500GW，其中小于 50 米水深的技术开发潜力约为 1500GW（固定式+漂浮式），50-100 米水深的漂浮式风电技术开发量潜力超过 2,000GW。2021 年是海上风电最后的抢装年份，国补退出后，预期中央政府将出台相应的政策引导地方政府接续补贴。预期海上风电在“十四五”期间将迎来黄金发展期，有望在 2025 年实现平价上网。

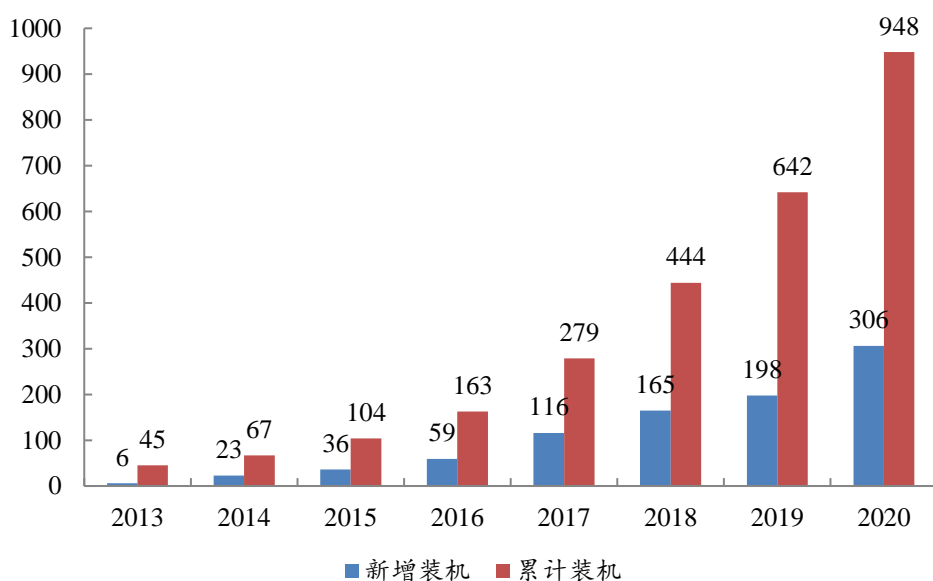
图 14：我国海上风电电价(单位：人民币元/KWH)



资料来源：能源局、发改委、国元证券经纪（香港）整理

截至 2019 年底，中国在建海上风电项目达到 13 个，占全球 56.5%。国际能源署预测，到 2040 年，中国海上风电装机可达 175 吉瓦，与欧盟的规模相当，发电量将会占到总发电量的 3% 到 5%。

图 15：我国海上风电新增和累计装机容量（万千瓦）

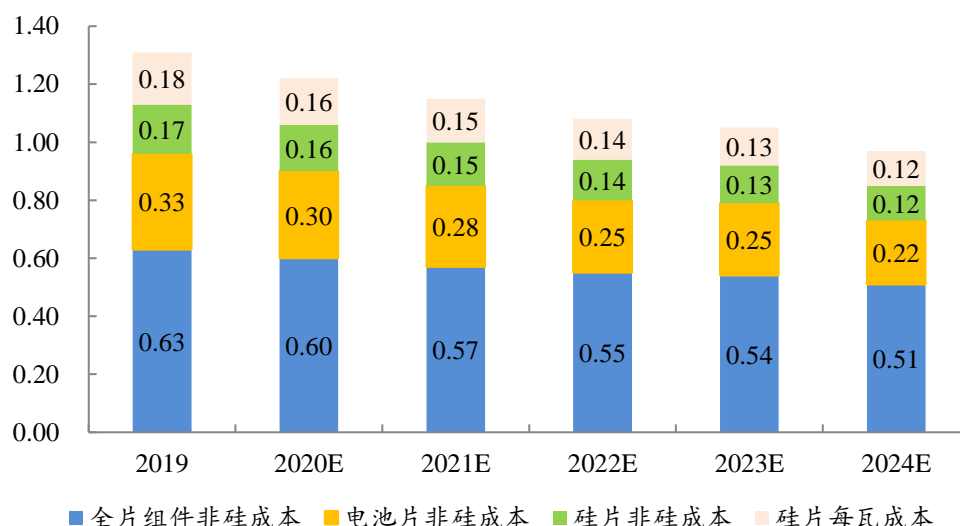


资料来源：能源局、中电联、国元证券经纪（香港）整理

### 2.1.2 平价上网时代，市场驱动光伏装机增长

近年光伏技术迭代极快，从硅料到组件各环节成本均快速下降。大尺寸硅片可在硅片环节缩短单位质量拉晶耗时，在电池环节扩大以功率计量的设备产能，在组件环节提高封装密度、降低 BOS 成本等，助力全产业链效率提升。

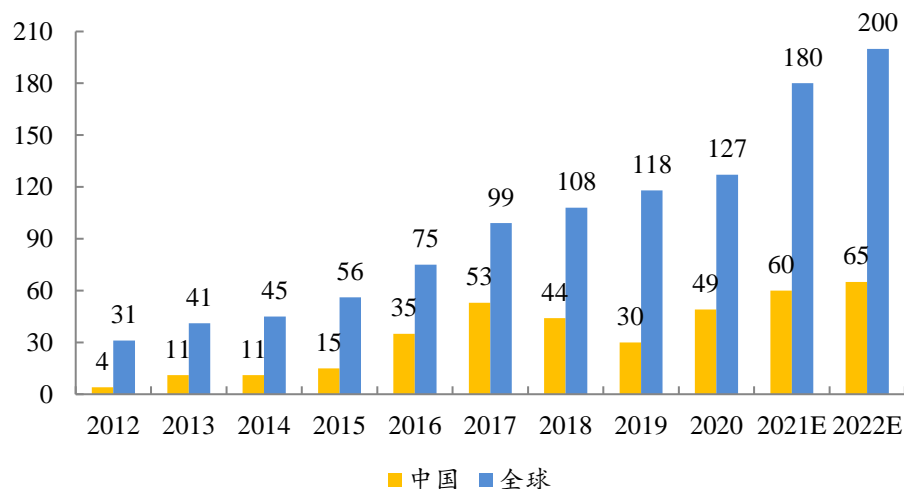
图 16：我国光伏组件生产成本下降趋势预测（单位：人民币元/W）



资料来源：CPIA、国元证券经纪（香港）整理

2020 年 4 月~10 月开标的、规模在 20MW 以上的地面光伏电站的 EPC 开标价格介乎 2.43~4.85 元/W 之间，加权平均价格为 3.28 元/W；考虑到非技术成本，总成本大致在 3.5~4 元/W 之间。预期未来在组件价格及辅材价格逐步下降的趋势下，平价项目可以保持相对稳定的收益率。

图 17：2012-2022E 全球和中国光伏新增装机预测(GW)



资料来源：CPIA、BNEF、国元证券经纪（香港）整理

## 2.2 国家利好政策不断，补贴欠款有望得到解决

### 2.2.1 国家多项政策支持可再生能源发展

2021 年 3 月 15 日中央财经委员会第九次会议，习主席提出深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统。2021 年 3 月 5 日，国务院总理李克强在 2021 年国务院政府工作报告中指出，扎实做好碳达峰、碳中和各项工作，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，优化产业结构和能源结构。各部委纷纷出台多项举措促进可再生能源发展，碳减排大势所趋，风光新能源潜力巨大。

表 1：可再生能源政策梳理

2021.4.19	国家能源局综合司	《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知（征求意见稿）》	各省根据可再生能源电力消纳责任权重确定保障性规模，通过竞争性配置统一组织，由电网企业实行保障性并网，保障性并网规模可省际置换；对于市场化规模，通过自建、合建共享或购买服务等市场化方式落实并网条件后，由电网企业予以并网。此外，新意见稿删除了优先鼓励保障性并网规模与减补金额相挂钩的表述；明确 2021 年度全国风光发电量占全社会用电量 11% 的基础之上，进一步提出到 2025 年达到 16.5% 左右的发展目标；
2021.3.12	发改委 财政部 中国人民银行 银保监会 国家能源局	《关于引导加大金融支持力度促进风电和光伏发电等行业健康有序发展的通知》	提出七项措施，用于解决存量可再生能源项目补贴拖欠问题。1) 金融机构按照商业化原则与可再生能源企业协商展期或续贷。2) 金融机构按照市场化、法治化原则自主发放补贴确权贷款。3) 对补贴确权贷款给予合理支持。4) 补贴资金在贷款行定点开户管理。5) 通过核发绿色电力证书方式适当弥补企业分担的利息成本。6) 足额征收可再生能源电价附加。7) 优先发放补贴和进一步加大信贷支持力度。
2020.11.2	生态环境部	《全国碳排放权交易管理办法（试行）》（征求意见稿）和《全国碳排放权登记交易结算管理办法（试行）（征求意见稿）》	生态环境部综合考虑国家温室气体排放控制目标、经济增长、产业结构调整、大气污染物排放控制等因素，制定并公布重点排放单位排放配额分配方法。《管理办法》提出，重点排放单位可使用国家核证自愿减排量（CCER）或生态环境部另行公布的其他减排指标，抵消其不超过 5% 的经核查排放量。2021 年 2 月 1 日起正式施行。

资料来源：财政部、发改委、能源局、国元证券经纪（香港）整理

### 2.2.2 非水可再生能源电力消纳责任权重不断提升

国家能源局发布《国家能源局综合司关于征求 2021 年可再生能源电力消纳责任权重和 2022-2030 年预期目标建议的函》（下称《建议函》），根据测算，2030 年全国统一可再生能源电力消纳责任权重为 40%（即总量消纳权重），各地 2021 年实际完成情况与 40% 的差值，平均到 9 年，则为各地每一年需要提升的百分点。已经完成目标的省份，不能低于上一年，达到 70% 以上时，消纳责任权重可以在 70% 以

上浮动。从 2022 年开始，各地在 2021 年实际完成情况的基础上，采取全国统一增福（每年 1.47 个百分点）的方式逐年提升。经测算，2030 年全国可再生能源非水电电力消纳责任权重将达到 25.9%。

国家能源局针对 2021 年各省（区、市）非水可再生能源电力消纳责任权重提出的建设数据显示，16 个省（区、市）2021 年指标 2020 年消纳目标提升 20%，河南、湖南、贵州上述指标增幅超过 50%。

**表 2：2020/2021 非水可再生能源电力消纳权重**

省（区、市）	非水电消纳责任权重	省（区、市）	非水电消纳责任权重
北京	15.00%	河南	12.50%
天津	14.00%	湖北	8.00%
河北	12.50%	湖南	10.00%
山西	16.00%	广东	9.00%
内蒙古	16.00%	广西	14.50%
辽宁	20.00%	海南	4.50%
吉林	16.50%	重庆	5.50%
黑龙江	20.50%	四川	7.00%
上海	12.50%	贵州	10.00%
江苏	13.50%	云南	6.50%
浙江	18.50%	陕西	8.00%
安徽	21.00%	甘肃	3.50%
福建	20.00%	青海	4.00%
江西	21.00%	宁夏	6.00%
山东	4.00%	新疆	6.00%
	4.50%		9.50%
	7.50%		15.00%
	11.00%		15.00%
	7.50%		12.00%
	8.50%		15.00%
	12.50%		16.50%
	14.50%		20.00%
	6.00%		25.00%
	7.00%		26.00%
	9.00%		20.00%
	12.50%		22.00%
	11.00%		10.50%
	12.50%		14.00%

资料来源：能源局、国元证券经纪（香港）整理

### 2.2.3 补贴欠款发放后，将显著运营商现金流改善

2020 年 10 月 22 日，财政部、发改委、能源局《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》有关事项的补充通知，对存量项目补贴权益进行了“确权”：1) 按“合理利用小时数”给予补贴，保证了可再生能源发电项目的合理收益水平；2) 正式明确补贴总额和期限，为解决补贴资金拖欠问题奠定了基础，预期补贴拖欠问题有望在“十四五”期间得到实质性解决。

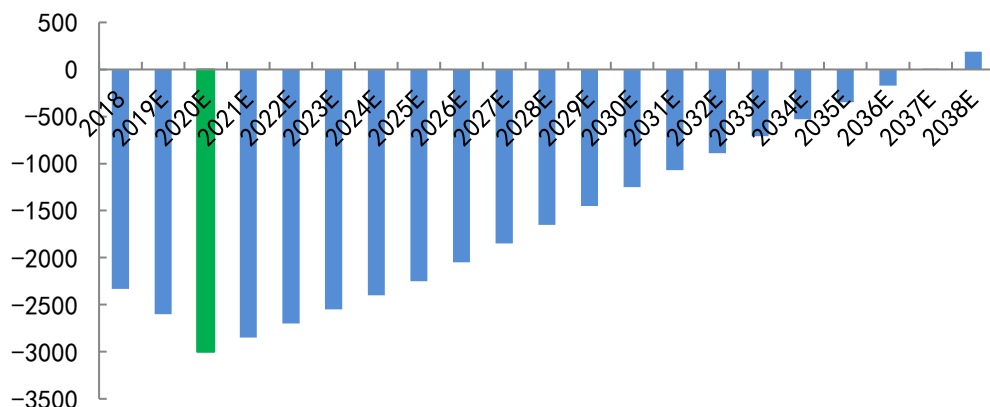
2019 年底电价补贴缺口超过人民币 2,600 亿元，近日财政部已经提前下发 2021 年可再生能源电价附加补助资金预算，2021 年光伏平价上网后，将没有新增可再生能

源发电国家补贴项目，我们初步测算 2020 年底补贴缺口总额将见顶达到约人民币 3,000 亿元。

一方面 2021 年以后增量项目不再需要补贴，存量项目补贴将在全生命周期利用小时数补完后陆续退出；另一方面基于“十四五”期间发电量 4.4% 增速测算，每年新征收的可再生能源电价附加的金额有增长。这样补贴资金的收入和支出在 2021 年以后就会发生正的逆转。

预期每年所需的补贴资金总量在 2020 年见顶，未来逐年呈下降趋势，有望在 2035-2038 年左右回正。

**图 18：可再生能源补贴欠款（人民币亿元）**



资料来源：能源局、中国电力智库、国元证券经纪（香港）整理

#### 2.2.4 碳交易机制不断健全利好可再生能源

目前全国碳市场系统已基本建设完成，上海承建的交易系统和湖北承建的注册登记系统正抓紧全面对接联调测试。全国碳市场将在 6 月底前启动线上交易，目前共向首批参与交易的电力行业发放了两年的配额，电力行业年度碳排放量约 40 亿吨。首批 2225 家电力企业已全部完成开户工作。碳排放比较大的石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸、航空等八个重点行业，未来也将逐步纳入交易市场。新能源（光伏、风电、水电）、电动车、环保等相关企业，将是碳交易中的主要卖方。

在 2017 年之前，风电、光伏发电可以在碳市场申请 CCER（中国核证自愿减排额度），对电厂而言，申报这些环境权益会带来一定收益。今年随着全国碳市场的建立，预计 CCER 也会再次开启，碳市场对可再生能源发展的推动作用也会显现。

30-60 碳减排、碳中和目标下，《碳排放权交易管理办法（试行）》的实施必然让更多的排放大户产生出购买绿电和碳排放权的需求，为新能源企业创造了一个新的盈利增长点。



## 3. 公司投资逻辑

### 3.1 国能投旗下的新能源运营平台

国家能源投资集团（简称国能投）于 2017 年 11 月 28 日正式挂牌成立，是经党中央、国务院批准，由中国国电集团公司和神华集团有限责任公司联合重组而成的中央骨干能源企业，是国有资本投资公司改革、创建世界一流示范企业的试点企业。国能投是全球规模最大的煤炭生产、火力发电、风力发电以及煤制油煤化工公司，在煤炭、电力、运输、化工等领域拥有全产业链业务；在创新科技领域拥有一套科技创新决策、管理、研发和成果应用转化一体化的科技创新体系以及 12 个国家级科研平台（国家重点实验室 3 个，国家工程实验室 2 个，国家企业技术中心 1 个，国家部委重点实验室 6 个）和直属科研机构 4 个。

截至 2020 年 12 月 31 日，国家能源集团资产总额 17,881 亿元，实现营业总收入 5,569 亿元，净利润 577 亿元，煤炭产量 5.3 亿吨，电力总装机量 2.57 亿千瓦，发电量 9,828 亿千瓦时，供热量 4.47 亿吉焦，火电总装机量 1.91 亿千瓦，风电总装机量 4,604 万千瓦，占全国 19.6%，居世界第一，海上风电储备总容量超过 800 万千瓦。在世界 500 强企业排名第 108 位。

国能投把握国家鼓励发展风电的机遇，将发展风电作为突出集团清洁能源定位、开拓可再生能源领域的重要战略部署，予以大力发展。目前，国能投全国第一，累计吊装容量为 4,182 万千瓦，市场占有率达到 17.70%。

表 3：国内前十大风电开发商累计吊装容量（万千瓦）

排序	企业名称	累计吊装	市场份额
1	国能投	4182	17.70%
2	华能集团	2262	9.60%
3	大唐集团	1953	8.30%
4	国电投	1845	7.80%
5	华电集团	1463	6.20%
6	中广核	1475	6.20%
7	华润集团	1119	4.70%
8	天润	702	3.00%
9	中国电建	669	2.80%
10	三峡集团	571	2.40%

资料来源：中国风能协会、国元证券经纪（香港）整理

目前，国家能源集团风电项目遍布在全国 31 个省区市，同时公司全力推动产业国际化发展，积极参加“一带一路”建设，海外产业遍布美国、加拿大等 12 个国家和地区，2020 年，各项海外项目克服疫情影响建设投产，印尼瓜哇 7 号项目 2 台百万



千瓦机组实现高质量发展。此外，公司 2020 全年签署对外战略协议 7 份，其中，与法国电力集团合作的中国首个中外合资海上风电项目在江苏东台正式落地。

图 19：国家能源集团印尼瓜哇项目



资料来源：国家能源集团官网、国元证券经纪（香港）整理

碳达峰、碳中和目标下，为了实现这一愿景，清洁能源的快速有序发展将起到举足轻重的作用。各大电力央企纷纷发声响应，积极规划“十四五”能源目标。

未来“十四五”期间，国家能源集团规划新增可再生能源装机容量 7000~8000 万千瓦，其中 2021 年预计新增容量 300 万千瓦，预计到“十四五”末，国能投境内新能源在运装机总容量将突破 12,000 万千瓦。

表 4：主要央企新能源布和规划

企业	新能源布局 and 规划（据不完全统计）
国家电投	规划 2020~2025 年光伏新增装机 25.71GW，平均 4.3GW。实际上，国家电投 2020 年光伏新增装机 6.4475GW。
国家能源集团	规划 2020~2025 年光伏新增装机 25~30GW，年均 4.2~5GW
中广核集团	规划 2020 下半年~2025 年新能源新增装机约 20GW，年均 4GW/年
华能集团	到 2025 年，发电装机达到 3 亿千瓦左右，新增新能源装机 8000 万千瓦以上
华电集团	“十四五”期间，力争新增新能源装机 7500 万千瓦
大唐集团	对标国家能源集团，保守预计在 2500 万-3000 万千瓦左右

资料来源：智汇光伏、国元证券经纪（香港）整理

### 3.2 换股吸收合并平庄能源进展顺利

2021年1月，公司发布公告披露相关交易——换股吸收合并平庄能源及重大资产出售及支付现金购买资产及有关发行A股的特别授权。本次交易分为换股吸收合并、资产出售和现金购买三部分。

1、换股吸并，公司通过向平庄能源全体换股股东以发行A股股票换股吸收合，公司的原内资股及为本次吸收合并发行的A股股份将申请在深交所主板上市流通。公司本次A股发行价格为11.42元/股，平庄能源换股价格为3.85元/股（假设定价基准日起至换股实施日无价格调整），换股比例为1:0.3371。截至公告日，平庄能源总股本为10.14亿股，假设其股东全部参与换股，按照既定换股比例，公司为本次换股吸并发行的A股数量为3.41亿股。

2、资产出售，平庄能源拟资产以各方约定的价格通过现金形式出售给内蒙古电力或其子公司。

3、现金购买，公司将用现金形式购买国家能源集团其他下属子公司东北电力、陕西电力、广西电力、云南电力、甘肃电力、华北电力的资产。

2021年6月4日，公司公告获悉，国家能源集团收到国务院国有资产监督管理委员会下发的《关于龙源电力集团股份有限公司吸收合并内蒙古平庄能源股份有限公司有关事项的批复》（国资产权[2021]239号），国资委原则同意公司吸收合并平庄能源的总体方案。若本次交易顺利完成，公司将实现A+H两地上市，打通香港与内地股权融资渠道。港股存在估值偏低和再融资能力较弱的特点对公司未来业务发展以及兼并收购展开可能存在一定阻碍。在A股上市能提高公司融资能力，此外，结合A-H股存在溢价的特点，预计公司估值将会大幅提升。公司H+A两地上市可以提升公司品牌影响力，进一步增加公司透明度，增强投资者信心。

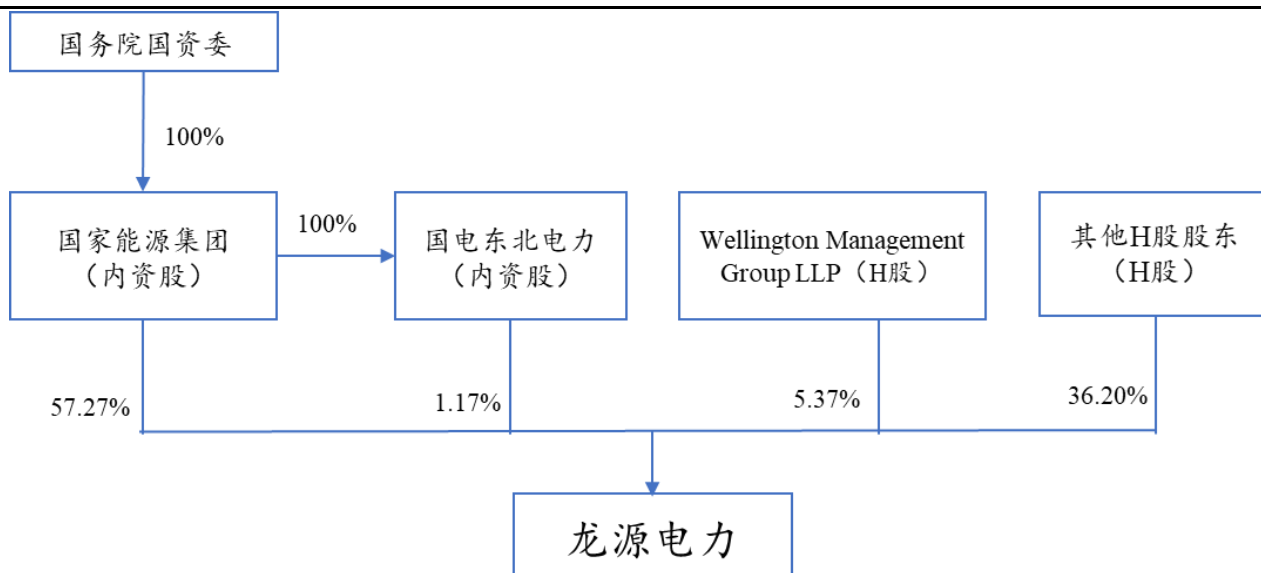
**表 5：换股吸并前后估值对比**

市场 股价 汇率（人民币/港币）	H 股 10.78 HKD 0.83	A 股 11.42 RMB 0.83
	交易前	交易后
内资股（亿股）	46.96	46.96
新增 A 股（亿股）		3.42
H 股合计（亿股）	33.40	33.40
总股本（亿股）	80.36	83.78
总市值(亿港元)	866.32	1055.45

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

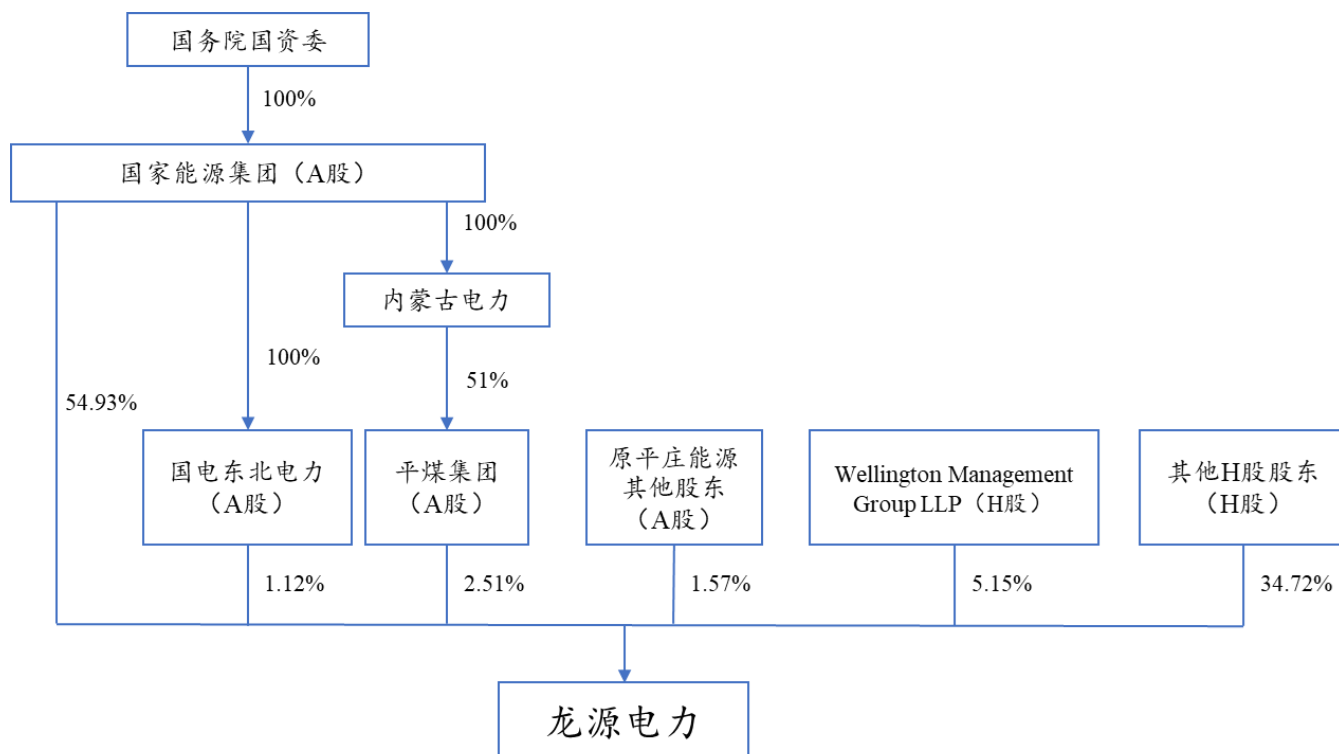
截至 2020 年 12 月 31 日，公司总股本约 80.36 亿股。其中内资股，控股股东国家能源集团持股 46.02 亿股（57.27%），东北电力有限公司持有 1.17% 股权；H 股股东，Wellington Management Group LLP 持有 5.37% 股权，其他 H 股股东持剩余 36.20% 股份。若上述交易成功，公司 60.13% 的股份将在 A 股上流通。

图 20：公司股权结构（交易前）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 21：公司股权结构（交易后）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 3.3 2021 年新增风光装机 3GW，业绩稳定增长

公司 2021 年 4 月发电量公告显示，2021 年 4 月按合并报表口径完成发电量 5,523 吉瓦时，同比增长 22.81%。其中，风电项目增加 22.81%，火电项目增加 18.16%，其他可再生能源业务增加 104.81%。截至 2021 年 4 月 30 日止四个月，公司累计完成发电量 22,900 吉瓦时，比 2020 年同期增加 25.9%。其中，风电项目增加 23.34%，火电项目增加 36.1%，其他可再生能源项目增加 135.38%。

**表 6：2021 年 1-4 月发电量及同比增长**

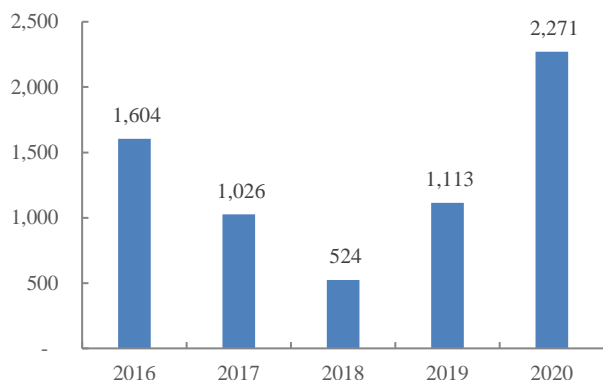
	2021 年 4 月	2020 年 4 月	4 月同比	2021 年 1-4 月	2020 年 1-4 月	年累计发电量
	发电量	发电量	变化率	累计发电量	累计发电量	同比变化率
	(吉瓦时)	(吉瓦时)	(%)	(吉瓦时)	(吉瓦时)	(%)
风电业务	4,667	3,800	22.81	19,070	15,462	23.34
火电业务	779	659	18.16	3,552	2,610	36.1
其他可再生 能源业务	77	38	104.81	278	118	135.38
总计	5,523	4,497	22.81	22,900	18,189	25.9

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司风电业务持续扩大，加快能源清洁化步伐，装机容量快速增长，2016-2020 年公风电项目年均新增装机控容量 1,308 兆瓦。其中，2020 年新增风电控股装机容量为 2,271 兆瓦，风电总控股装机容量达到 22,303 兆瓦，占总控股装机容量比例达到 91.30%。2020 年，公司新增签订风电及光伏开发协议多达 51,590 兆瓦，是去年同期的近 4 倍。根据公司指引，预计 2021 年公司将新增风光装机 3,000 兆瓦，其中风电项目建设为 1,800 兆瓦，光伏项目建设为 1,200 兆瓦。

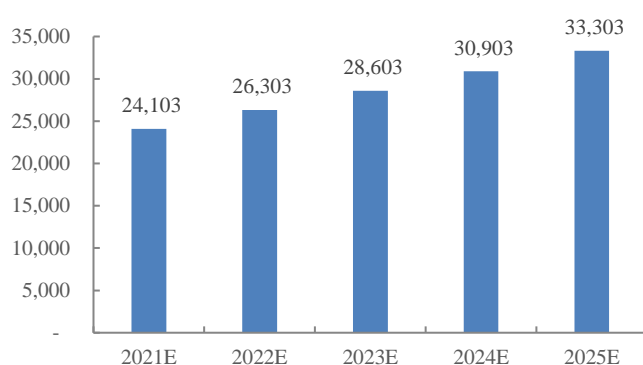
十四五期间，结合“碳达峰”和“碳中和”发展背景，公司将加大清洁能源发展建设，新增装机容量目标为 30,000 兆瓦，其中风电项目新增目标为 11,000 兆瓦，光伏项目新增目标为 19,000 兆瓦。考虑到公司最新的目标规划，我们预计 2021-2025 年公司新增风电装机容量分别为 1.8 吉瓦/2.2 吉瓦/2.3 吉瓦/2.3 吉瓦/2.4 吉瓦，至“十四五”期末，公司总风电装机容量将达到 33,303 兆瓦。

图 22：公司新增装机容量（MW）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 23：公司装机容量预测（MW）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司风机塔筒及附属配件招标工作顺利开展：

2021 年 5 月，公司开启今年第一批风机塔筒及附件集中采购，通过集中采购的方式，累计采购风机塔筒及附件 239 套，其中低于 3.0 兆瓦的风机有 24 套，3MW 级别风机有 153 套，4MW 级别风机有 62 套，采购装机规模达到 822.3 兆瓦。本次采购分为五个标段，项目覆盖内蒙古、辽宁、甘肃、新疆、天津、山东、湖南、河南等省（区、市）。根据公司集采情况及交货时间，预计今年新增装机任务能按计划完成。

表 7：公司 2021 年第一批风机塔筒及附件集采项目

龙源电力 2021 年第一批风机塔筒及附件集中采购					
标段	项目名称	项目规模 (MW)	单机规模 (MW)	风机台数	交货时间
标段一	蒙东浪沙布拉	49.5	3.2	15	2021.07-09
	蒙东楚古拉	49.5	3.4	10	
	辽宁罗福沟	48.3	3.4	14	2021.06-09
	辽宁马蹄山	49.5	3.3	15	
标段二	桦南公心集	100	3.0	34	2021.07-10
	五大连池	7	2.0 及以上	3	2021.07-08
	铁力分散式	4	2.0	2	
标段三	甘肃洁源玉门七墩滩	200	4.0	50	2021.09-11
	第一期风电场 C 区				
	新疆龙源	49.5	4.0 及以上	12	2021.09-10
标段四	龙源天津	45	3.0	15	2021.08
	滨海新区小王庄				
	龙源天津	72	3.3	19	2021.08-12
	滨海新区大苏庄二期	77	3.0 及以上	25	
标段五	湖南衡东	21	3.3	6	2021.08-10
	河南永城二期	50	2.65	19	2021.07-09
总计		822.3		239	

资料来源：风电头条、国元证券经纪（香港）整理



### 3.4 龙头优势显著，现金流有望持续改善

#### 3.4.1 公司风电利用小时数领先行业

公司风电小时数高于全国平均，领先行业。2018-2020 年，公司风电利用小时数分别为 2,209 小时，2,189 小时，2,239 小时，均超出行业 100 小时。2020 年公司风电利用小时数较去年同期提高 50 小时，同比增长 2.28%，高于全国平均 142 小时。其中，位于福建、云南、广西的风电站利用小时数分别为 3,027 小时、2,972 小时、3,255 小时，远高于全国平均水平，风电容量系数均超过 30%，分别达到 34.6%，33.9%，37.2%。位于加拿大和南非的项目取得喜人成绩，加拿大德芙林风电项目和南非德阿风电项目利用小时数分别是 2,845 小时和 3,075 小时，风电容量系数分别为 32.5%，35.1%。

图 24：风电利用小时数对比（小时）

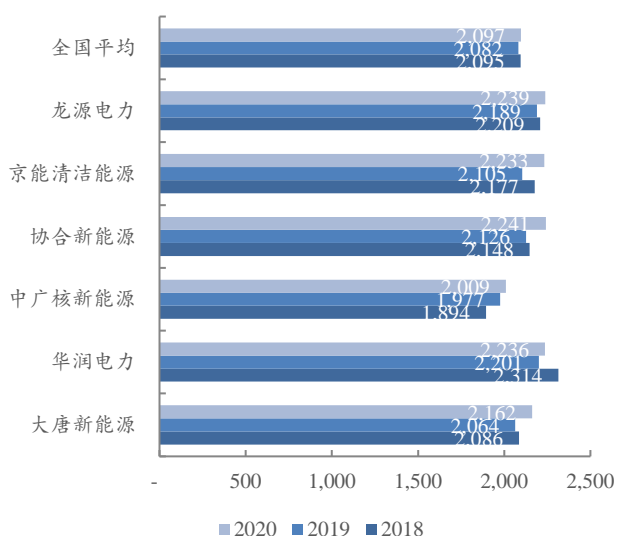
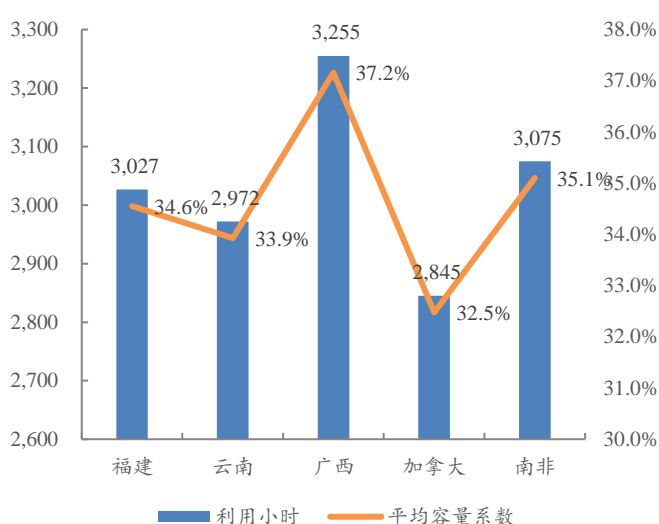


图 25：公司项目小时数及平均容量系数（2020 年）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

#### 3.4.2 发行首单“碳中和”债，改善公司现金流

公司认真贯彻国务院关于“碳达峰”“碳中和”的各项工作要求 3 月 30 日，龙源电力在深圳证券交易所成功发行可再生能源电价附加补助 2 期绿色资产支持专项计划（专项用于碳中和）。本期专项计划系交易所市场首单“碳中和”资产支持专项计划，发行规模为人民币 10.3 亿元。该笔债券的成功发行开启了碳中和债在交易所 ABS 市场的大门。本期债券所募集资金将用于绿色低碳（风电）项目，能有效缓解补贴拖欠带来的现金流影响，同时贯彻落实国务院国资委“压两金、减负债、去杠杆”的工作总要求，不断创新补贴回款模式，盘活资产、压降两金。

## 4. 财务分析

### 4.1 经营良好，财务稳健

2020 年公司总资产负债率约 61.32%，维持在较为稳定的水平；2020 年末公司经营现金流和在手现金分别为 122.73 亿元和 52.26 亿元；2020 年加权平均资产收益率约 8.55%；目前，公司资产负债率健康，经营现金流和在手现金持续稳定增长，公司整体经营良好，财务稳健。

### 4.2 股东回报稳定

公司历年派息率稳定保持在 20% 左右。2020 年度期末股息将于 2021 年 7 月 26 日派付，每股股息为人民币 11.76 分（含税），对应每股 14.22 港仙（含税），派息额约 11.23 亿港元（人民币 9.45 亿元）。

图 26：公司总资产负债率

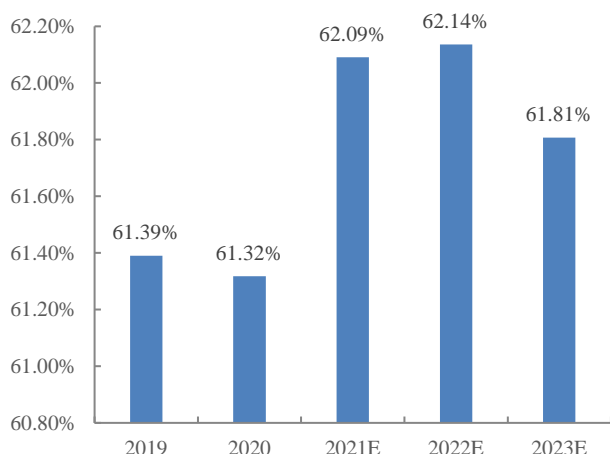
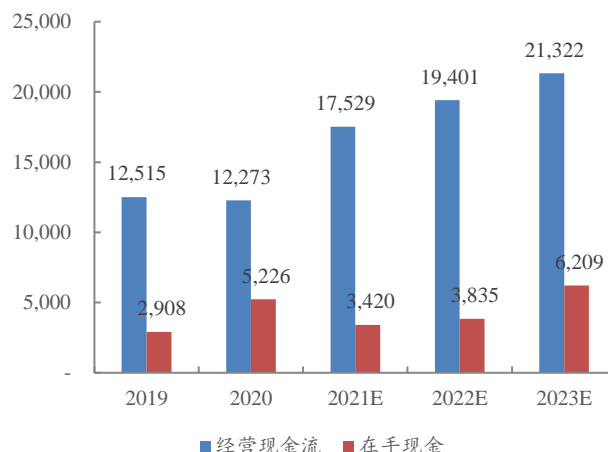


图 27：公司在手现金和经营现金流（百万元人民币）



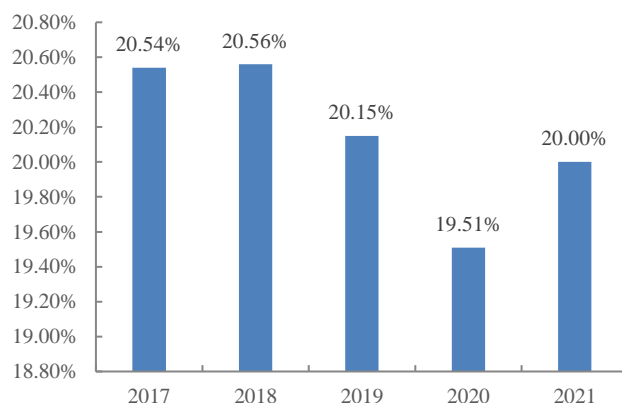
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）预测

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）预测

图 28：公司加权平均净资产收益率



图 29：公司分红派息率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理



## 5. 盈利预测

### 5.1 收入预测

我们暂不考虑换股吸收合并平庄能源方案。

根据公司新增装机规模，初步预测公司 2021 年收入为人民币 316.6 亿元，同比增长 10.4%。

表 8：收入预测

(人民币百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	27,541	28,667	31,660	34,773	37,888
同比增长		4.1%	10.4%	9.8%	9.0%
风力发电项目	18,981	20,403	22,947	25,824	28,688
同比增长		7.5%	12.5%	12.5%	11.1%
火力发电项目	7,784	7,593	7,669	7,746	7,823
同比增长		-2.5%	1.0%	1.0%	1.0%
特许服务收入项目	118	313	375	450	540
同比增长		165.6%	20.0%	20.0%	20.0%
其他项目	657	358	669	753	836
同比增长		-45.6%	87.0%	12.5%	11.1%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）预测

### 5.2 盈利预测

我们预测公司 2021 年归属股东净利润为人民币 56.54 亿元，同比增长 19.6%。

表 9：盈利预测

(人民币百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营溢利	9,946	10,056	11,586	13,121	14,535
同比增长		1.1%	15.2%	13.2%	10.8%
除税前利润	6,450	6,922	8,280	9,583	10,800
同比增长		7.3%	19.6%	15.7%	12.7%
归属股东净利润	4,325	4,726	5,654	6,543	7,375
同比增长		9.3%	19.6%	15.7%	12.7%
每股盈利（人民币分）	53.82	58.81	70.36	81.42	91.77
同比增长		9.3%	19.6%	15.7%	12.7%
每股股息（人民币分）	10.76	11.76	14.07	16.28	18.35

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）预测

## 6.估值与投资建议

我们看好公司未来清洁能源行业发展空间,并期待 A 股发行为公司带来融资能力、品牌影响力以及估值的提升。

我们给予公司目标价 13.6 港元,相当于 2021 年和 2022 年 16 倍和 13.8 倍 PE,目标价较现价有 27% 上升空间,首次覆盖给予“买入”评级。

表 10: 行业估值

新能源行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	22.10	687	24.5	15.9	12.8	10.8	3.7	3.7	4.0	0.0
	0968.HK	信义光能	HKD	13.10	1,154	25.3	17.0	15.4	13.2	4.4	3.7	3.2	3.3
	3868.HK	信义能源	HKD	3.72	264	28.7	20.9	18.4	16.6	2.2	2.1	2.0	1.9
	3800.HK	保利协鑫能源	HKD	1.98	496	-	48.0	24.8	-	2.5	2.0	2.0	0.0
	0451.HK	协鑫新能源	HKD	0.23	48	-	17.7	14.0	15.1	0.8	0.7	0.6	0.6
	0750.HK	水发兴业能源	HKD	1.05	26	7.4	-	-	-	0.5	-	-	-
	0686.HK	北京能源国际	HKD	0.28	62	21.5	-	-	-	1.0	-	-	-
平均						21.5	23.9	17.1	13.9	2.2	2.4	2.4	1.2
风电	2208.HK	金风科技	HKD	12.70	590	15.2	12.4	11.0	10.0	1.3	1.2	1.1	0.9
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.54	45	5.6	4.4	3.7	3.3	0.6	0.5	0.5	0.4
	1798.HK	大唐新能源	HKD	1.69	123	8.7	-	-	-	0.4	-	-	-
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.14	384	6.7	5.7	5.2	4.5	0.7	0.7	0.6	0.6
	1811.HK	中广核新能源	HKD	2.33	100	7.7	6.5	5.7	5.0	1.0	1.0	0.9	0.8
平均						8.8	7.3	6.4	5.7	0.8	0.9	0.8	0.7
	0916.HK	龙源电力	HKD	10.72	862	15.1	12.6	10.9	9.7	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 风险提示

资产重组总体方案进展延迟,新增装机不及预期,补贴回款滞后

## 财务报表摘要

损益表						财务分析					
人民币百万元，财务年度截至12月31日											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	27,541	28,667	31,660	34,773	37,888	<b>盈利能力</b>					
经营成本	(18,438)	(19,898)	(21,490)	(23,209)	(25,066)	毛利率 (%)	36%	35%	37%	38%	38%
<b>经营利润</b>	9,946	10,056	11,586	13,121	14,535	EBITDA 利率 (%)	61%	59%	60%	61%	61%
其他收入	843	1,287	1,415	1,557	1,713	净利率 (%)	16%	16%	18%	19%	19%
行政费用	(564)	(607)	(655)	(708)	(765)	<b>营运表现</b>					
财务开支	(3,626)	(3,458)	(3,699)	(3,951)	(4,168)	SG&A/收入 (%)	2%	2%	2%	2%	2%
应占联营公司利润	(10)	(51)	(51)	(51)	(51)	实际税率 (%)	18%	18%	18%	18%	18%
其他开支	(1,034)	(1,871)	(1,965)	(2,063)	(2,166)	股息支付率 (%)	20%	20%	20%	20%	20%
<b>税前盈利</b>	6,450	6,922	8,280	9,583	10,800	库存周转	16	15	15	15	15
所得税	(1,131)	(1,236)	(1,479)	(1,711)	(1,929)	应付账款天数	215	203	203	203	203
少数股东应占利润	753	661	1,147	1,328	1,497	应收账款天数	217	275	275	275	275
<b>净利润</b>	4,325	4,726	5,654	6,543	7,375	ROE (%)	8%	8%	9%	10%	10%
折旧及摊销	(7,633)	(7,735)	(8,353)	(9,022)	(9,743)	ROA (%)	3%	3%	3%	3%	4%
<b>EBITDA</b>	16,876	16,878	18,968	21,049	23,050	<b>财务状况</b>					
<b>增长</b>						净负债/股本	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4
总收入 (%)	4%	4%	10%	10%	9%	收入/总资产	0.18	0.16	0.17	0.17	0.18
净利润 (%)	10%	9%	20%	16%	13%	总资产/股本	2.96	3.04	3.06	3.04	2.99
						收入对利息倍数	7.6	8.3	8.6	8.8	9.1

资产负债表						现金流量表					
人民币百万元，财务年度截至12月31日											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>现金</b>	2,908	5,226	3,420	3,835	5,024	<b>EBITDA</b>	16,876	16,878	18,968	21,049	23,050
应收账款	16,365	21,603	23,859	26,204	28,552	融资成本	(4,716)	(2,154)	1,623	(521)	(1,012)
存货	819	806	871	940	1,015	营运资金变化	1,486	(1,215)	(1,584)	584	1,205
其他流动资产	2,936	3,548	3,620	3,694	3,770	所得税	(1,131)	(1,236)	(1,479)	(1,711)	(1,929)
<b>流动资产</b>	23,029	31,184	31,769	34,673	38,360	<b>营运现金流</b>	12,515	12,273	17,529	19,401	21,314
固定资产	114,607	124,918	136,256	147,227	157,824	资本开支	(11,787)	(20,215)	(21,226)	(22,287)	(23,401)
其他固定资产	19,166	19,184	19,569	19,900	20,256	其他投资活动	1,013	236	668	795	944
<b>非流动资产</b>	133,773	144,102	155,825	167,128	178,079	<b>投资活动现金流</b>	(10,774)	(19,979)	(20,558)	(21,492)	(22,457)
<b>总资产</b>	156,803	175,286	187,594	201,801	216,439	负债变化	2,866	12,627	6,308	6,601	5,684
<b>流动负债</b>	43,538	52,907	55,077	57,396	59,878	股本变化	0	0	0	0	0
应付账款	3,411	3,615	3,904	4,217	4,554	股息	865	945	1,131	1,308	1,475
短期银行贷款	28,965	37,875	38,633	39,405	40,193	其他融资活动	(5,431)	(3,575)	(6,200)	(5,388)	(4,811)
其他短期负债	11162	11417	12540	13774	15131	<b>融资活动现金流</b>	(1,700)	9,997	1,238	2,521	2,347
<b>非流动负债</b>	52,610	55,930	61,486	67,330	72,252	<b>现金变化</b>	41	2,292	(1,791)	430	1,204
长期银行贷款	48,881	52,598	58,148	63,976	68,872	期初持有现金	2,861	2,908	5,226	3,420	3,835
其他负债	3,728	3,332	3,338	3,354	3,380	汇率变动	7	26	(15)	(15)	(15)
<b>总负债</b>	96,148	108,837	116,563	124,726	132,130	期末持有现金	2,908	5,226	3,420	3,835	5,024
少数股东权益	7,732	8,761	9,725	10,795	11,982						
<b>股东权益</b>	52,923	57,688	61,306	66,279	72,327						
每股账面值(元)	6.59	7.18	7.63	8.25	9.00						
营运资金	(20,509)	(21,723)	(23,307)	(22,723)	(21,518)						

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

### 免责声明

#### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

#### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>