



新能源上市平台形式对比： 火电+新能源优于分拆上市



投资要点

火电+新能源平台现金流及发展速度远胜纯新能源运营商。资本金不足是新能源运营商面临的最关键问题之一，我们测算如果上市公司规划利润复合增速超过 20%，就必须额外融资。火电+新能源平台拥有庞大的火电资产，虽然短期火电盈利能力不佳，但是巨额折旧仍可提供充足的现金流，支撑新能源业务在不依赖股权融资的情况下实现高速增长。而且我国近期发文完善电力辅助服务市场，火电调峰价值获得变现渠道，火电盈利能力进入上行周期具备确定性。除现金流支撑外，火电调峰还有望与新能源项目获取挂钩，保障火电转型新能源的运营商获得更高速的成长。以上均是纯新能源运营商所不能比拟的。

如果剥离新能源资产独立上市，原有平台及新平台发展均将受限制。与纯火电公司相比，市场往往给予火电+新能源公司的火电资产更高的估值，原因在于火电现金流投资新能源后可带来价值增厚。反之亦然，如果火电转型公司将新能源资产剥离，原有平台估值将大幅下降，丧失融资能力，而且港股市场通常给予控股平台较大幅度折价。当前港股纯新能源运营商两大标杆龙源电力和信义能源，估值均远逊 A 股，典型纯新能源运营商龙源电力港股估值且较华润电力等火电转型公司隐含的新能源资产估值没有明显优势。

信义能源的股权架构不具备普适性，对火电转型新能源的公司不适用。信义能源为信义光能旗下新能源纯运营平台，2019 年从信义光能体内拆分，

为现有港股纯新能源运营商中估值最高的公司，当前 PB2.3 倍，TTMPE25 倍。但是信义能源的股权架构不具备普适性，信义光能主营光伏玻璃，属于制造业，同时控股信义能源，信义能源从事的光伏电站运营只是信义光能的部分业务，与光伏玻璃属于上下游关系。分拆后，被分拆主体信义光能仍有成长性主业和极强的融资能力，分拆形成双赢。但是对于火电转型新能源的公司，火电和新能源同属运营行业，短期属于伴生关系，长期可能存在竞争关系，一旦新能源业务分拆独立上市，原有主体将彻底丧失融资能力，进而影响新主体业务发展，使得新主体的估值也受到压制。同时，两平台的抗风险能力均大幅降低，分拆导致双输。

港股分拆上市面临较高门槛，可能旷日持久。按照香港联交所针对分拆上市的《第十五项应用指引》，分拆上市需要满足申请人最近一年归母净利润不得低于 2000 万港币。2021 年我国火电资产普遍亏损，实现难度极高。此外，分拆上市需股东大会表决，大股东需回避，需要小股东 2/3 以上多数通过。最后，公司如果确定分拆上市，《第十五项应用指引》明确原公司小股东可优先获得新公司股份，小股东利益可获得有力保障。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35851

