

龙源电力（001289.SZ）

盈利能力提升，新能源业务持续推进

增持

核心观点

营业收入有所下降，归母净利润实现增长。2023H1，公司实现营收 198.52 亿元（-8.40%），归母净利润 49.58 亿元（+14.45%），扣非归母净利润 48.96 亿元（+14.83%）。其中，第二季度单季营收 99.92 亿元（-11.18%），归母净利润 26.24 亿元（+26.21%）。公司营业收入同比下降的原因在于煤炭平均销量及平均采购价格下降导致煤炭销售收入减少 27.30 亿元，煤炭收入同比大幅下降 64.44%；公司归母净利润同比增长的原因在于公司风光新能源装机规模提升使得发电量增加，电力业务收入增长，2023H1 公司发电量 397.47 亿千瓦时（+9.48%），电力业务收入 175.76 亿元（+5.43%）。

新能源建设持续推进，项目资源储备较为充足。2023H1，公司新增投产 36 个项目，控股装机容量 515.41MW，其中风电、光伏控股装机容量分别为 125.20、390.21MW。截至 2023H1，公司控股装机容量为 31.62GW，其中风电、光伏控股装机容量分别为 26.32、3.43GW。同期内，公司持续拓展新能源项目资源，新签订开发协议 29.34GW（+77.94%），其中风电 15.32GW、光伏 14.02GW，均位于资源较好地区；累计取得开发指标 4.01GW，其中通过平竞价取得开发指标 3.07GW，包括风电 1.58GW，光伏 1.49GW。公司新能源项目资源储备较为充足，未来储备的项目资源逐步投运将驱动公司业绩持续稳健增长。

碳资产管理日趋完善，拓展业绩新增量。2023H1，公司积极参与碳市场建设，深度参与中电联牵头的分布式可再生能源发电和海上风电两个方法学的编制工作，并自主申报可再生能源制氢减排方法学。同时公司按照碳排放、碳交易管理工作“四统一”原则，积极开发 CDM、CCER、VCS、绿色电力证书等项目，落实碳排放、碳交易计划，高效开展多笔绿证交易，目前已申领绿证约 172 万张，拓展增量业绩来源。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；新能源项目投运不及预期；市场竞争加剧；行业政策变化。

投资建议：维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 85.0/94.9/103.3 亿元，分别同比增长 66.4%/11.6%/8.8%；EPS 分别为 1.01/1.09/1.18 元，当前股价对应 PE 为 19.2/17.9/16.4X。给予公司 2024 年 18-19 倍 PE，对应公司合理市值为 1708-1803 亿元，对应 20.38-21.52 元/股合理价值，较目前股价有 5%-11%的溢价空间，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	37,208	39,863	44,952	47,395	51,464
(+/-%)	29.2%	7.1%	12.8%	5.4%	8.6%
净利润(百万元)	6404	5112	8504.37	9491.63	10330.98
(+/-%)	28.7%	-20.2%	66.4%	11.6%	8.8%
每股收益(元)	0.76	0.61	1.01	1.09	1.18
EBIT Margin	34.9%	35.0%	35.0%	34.4%	36.3%
净资产收益率 (ROE)	8.8%	6.4%	9.9%	10.3%	10.5%
市盈率 (PE)	25.4	31.9	19.2	17.9	16.4
EV/EBITDA	19.0	18.6	17.7	18.3	16.6
市净率 (PB)	2.24	2.03	1.90	1.85	1.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

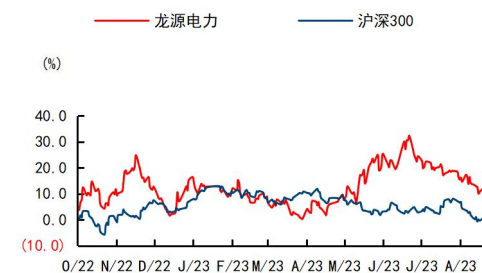
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	20.38 - 21.52 元
收盘价	19.66 元
总市值/流通市值	164789/68286 百万元
52 周最高价/最低价	22.60/16.81 元
近 3 个月日均成交额	102.01 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《龙源电力（001289.SZ）-资产减值拖累业绩增长，项目资源储备充足保障业绩增长》——2023-04-08

《龙源电力-001289-深度报告：新能源运营龙头 A 股上市，碳中和下价值重构》——2022-02-22

营业收入有所下降，归母净利润实现增长。2023H1，公司实现营收 198.52 亿元（-8.40%），归母净利润 49.58 亿元（+14.45%），扣非归母净利润 48.96 亿元（+14.83%）。其中，第二季度单季营收 99.92 亿元（-11.18%），归母净利润 26.24 亿元（+26.21%）。公司营业收入同比下降的原因在于煤炭平均销量及平均采购价格下降导致煤炭销售收入减少 27.30 亿元，煤炭收入同比大幅下降 64.44%；公司归母净利润同比增长的原因在于公司风光新能源装机规模提升使得发电量增加，电力业务收入增长，2023H1 公司发电量 397.47 亿千瓦时（+9.48%），电力业务收入 175.76 亿元（+5.43%）。

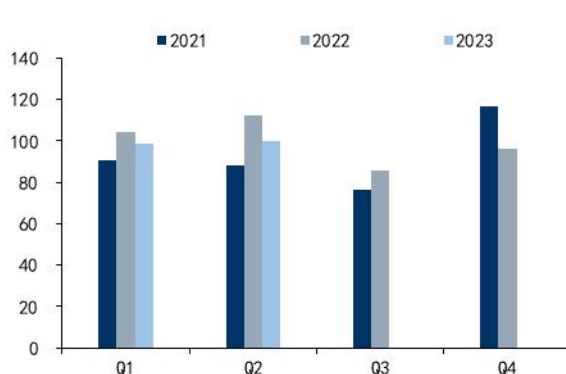
风电发电量持续增长，光伏发电量大幅增长，电价水平有所下降。2023H1，公司中风电发电量 331.08 亿千瓦时（+9.57%），火电发电量 50.28 亿千瓦时（-4.61%），光伏等其他可再生能源发电量 16.10 亿千瓦时（+96.75%）。电价方面，公司发电业务平均上网电价（不含税）457 元/MWh（-4.39%），风电平均上网电价（不含税）469 元/MWh（-3.50%），主要系风电市场交易规模扩大、平价项目增加以及结构性因素综合所致；光伏平均上网电价（不含税）313 元/MWh（-33.69%），主要是由于新投产的光伏项目均为平价项目，拉低了光伏发电业务整体平均电价；火电平均上网电价（不含税）415 元/MWh（-1.89%），主要系市场交易电价下降所致。

图1：龙源电力营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：龙源电力单季营业收入（单位：亿元）



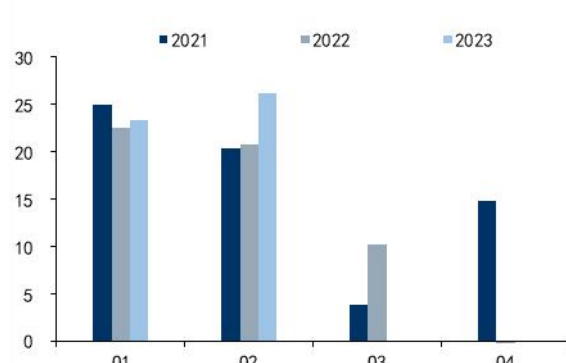
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：龙源电力归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

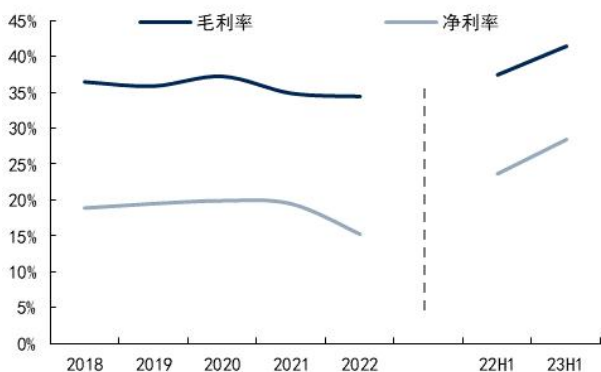
图4：龙源电力单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

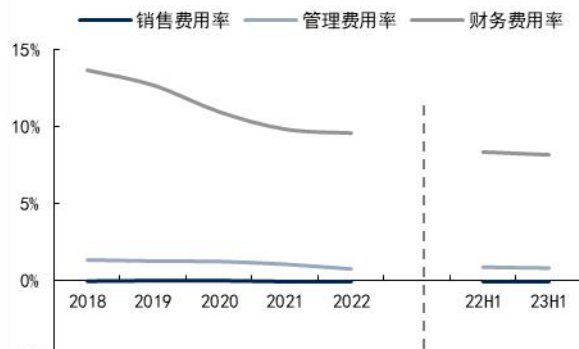
毛利率提升及费用率水平微降，净利率水平上行。2023H1，公司毛利率为 41.40%，同比增加 3.96pct，主要系高毛利的新能源发电业务收入占比提升影响。费用率方面，2023H1，公司财务费用率、管理费用率分别为 8.13%、0.82%，财务费用率、管理费用率分别同比减少 0.18、0.06pct，整体费用率水平有所下降。同期内，受毛利率提升及费用率水平微降影响，公司净利率较 2022 同期增加 4.76pct 至 28.47%。

图5：龙源电力毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

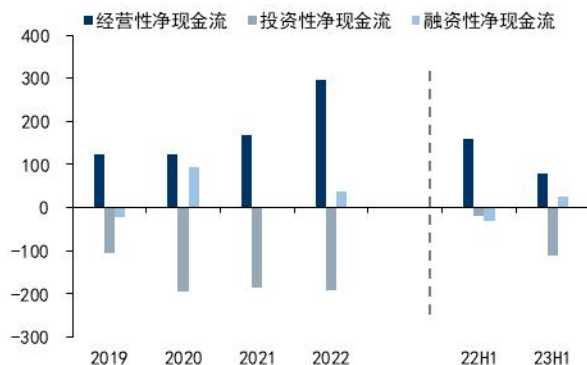
图6：龙源电力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

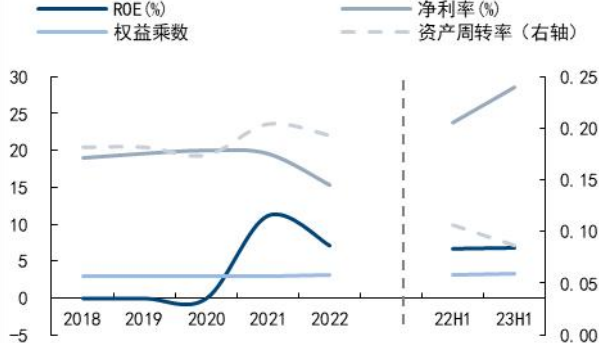
ROE 小幅提升，经营性净现金流有所下降。2023H1，受益于公司净利率上行，公司 ROE 提升，较 2022 年同期增加 0.14pct 至 6.87%。现金流方面，2023H1，公司经营性净现金流为 79.97 亿元，同比下降 50.16%，经营性净现金流大幅下降的原因在于 2023H1 公司收到可再生能源补贴回款 5.27 亿元，同比减少 109.12 亿元；投资性净现金流流出 111.79 亿元，同比显著增加，增加的主要原因在于公司加大光伏项目及按进度推进风电项目建设，导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增加 44.12 亿元，同时投资联营、合营公司支付现金 21.61 亿元；此外去年同期换股吸收合并内蒙古平庄能源公司收到现金 33.30 亿元，本期无相关事项等因素综合影响所致。融资性净现金流 25.30 亿元，同比大幅增加，增加的主要原因在于 2023H1 公司取得借款 806.73 亿元，同比减少约 88.35 亿元；同时偿还借款导致现金流出 761.46 亿元，同比减少 92.24 亿元；此外公司去年同期因现金收购股权导致现金流出 57.74 亿元，2023 年上半年无相关事项等因素综合影响所致。

图7：龙源电力现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：龙源电力 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源建设持续推进，项目资源储备较为充足。2023H1，公司新增投产 36 个项目，控股装机容量 515.41MW，其中风电、光伏控股装机容量分别为 125.20、390.21MW。截至 2023H1，公司控股装机容量为 31.62GW，其中风电、光伏控股装机容量分别为 26.32、3.43GW。同期内，公司持续拓展新能源项目资源，新签订开发协议 29.34GW（+77.94%），其中风电 15.32GW、光伏 14.02GW，均位于资源较好地区；累计取得开发指标 4.01GW，其中通过平竞价取得开发指标 3.07GW，包括风电 1.58GW，光伏 1.49GW。公司新能源项目资源储备较为充足，未来储备的项目资源逐步投运将驱动公司业绩持续稳健增长。

碳资产管理日趋完善，拓展业绩新增量。2023H1，公司积极参与碳市场建设，深度参与中电联牵头的分布式可再生能源发电和海上风电两个方法学的编制工作，并自主申报可再生能源制氢减排方法学。同时公司按照碳排放、碳交易管理工作“四统一”原则，积极开发 CDM、CCER、VCS、绿色电力证书等项目，落实碳排放、碳交易计划，高效开展多笔绿证交易，目前已申领绿证约 172 万张，拓展增量业绩来源。

投资建议：维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 85.0/94.9/103.3 亿元，同比增长 66.4%/11.6%/8.8%；EPS 分别为 1.01/1.09/1.18 元，当前股价对应 PE 为 19.2/17.9/16.4X。给予公司 2024 年 18-19 倍 PE，对应公司合理市值为 1708-1803 亿元，对应 20.38-21.52 元/股合理价值，较目前股价有 5%-11%的溢价空间，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE (22A)	投资 评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
600905.SH	三峡能源	4.96	1,420	0.25	0.32	0.38	0.44	19.84	15.50	13.05	11.27	9.3%	买入
600821.SH	金开新能	6.32	126	0.48	0.52	0.73	0.92	13.17	12.15	8.66	6.87	8.7%	买入
600483.SH	福能股份	8.15	207	1.02	1.03	1.17	1.23	7.99	7.91	6.97	6.63	13.0%	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3866	20493	9982	32257	28394	营业收入	37208	39863	44952	47395	51464
应收款项	425	1393	36947	40253	45119	营业成本	24236	26139	29279	31078	32626
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	316	362	406	420	463
其他流动资产	18649	9021	10173	4123	2573	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	23682	31356	57595	77176	76683	管理费用	403	306	445	497	554
固定资产	20478	18235	26375	36724	69937	财务费用	3646	3806	316	678	980
无形资产及其他	25	26	20	15	9	投资收益	(471)	(407)	(419)	(432)	(445)
投资性房地产	111642	124993	124993	124993	124993	资产减值及公允价值变动	33	(2007)	(2542)	(2296)	(2896)
长期股权投资	20	19	169	319	469	其他收入	538	849	859	1786	1603
资产总计	155847	174629	209152	239227	272092	营业利润	8708	7686	12403	13780	15103
短期借款及交易性金融负债	600	733	10563	755	755	营业外净收支	44	(49)	(49)	(49)	(49)
应付款项	10758	11100	12259	12861	13138	利润总额	8751	7638	12354	13731	15054
其他流动负债	33723	42029	46430	48712	49797	所得税费用	1488	1542	2259	2472	2785
流动负债合计	45080	53862	69252	62328	63690	少数股东损益	859	983	1591	1768	1938
长期借款及应付债券	15236	11505	17005	40605	57205	归属于母公司净利润	6404	5112	8504	9492	10331
其他长期负债	34760	42390	49462	55542	62470						
长期负债合计	49996	53895	66467	96147	119675	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	95076	107757	135719	158475	183364	净利润	6404	5112	8504	9492	10331
少数股东权益	63344	68807	69841	70990	72250	资产减值准备	(1035)	2040	1036	1254	3600
股东权益	72719	80079	85607	91776	98491	折旧摊销	551	610	1191	1633	2605
负债和股东权益总计	231139	256643	291167	321241	354106	公允价值变动损失	(1035)	2040	1036	1254	3600
						财务费用	3646	3806	316	678	980
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1849)	17308	(31145)	5626	(1954)
每股收益	0.76	0.61	1.01	1.09	1.18	其它	9474	(14837)	733	1006	(915)
每股红利	0.15	0.12	0.36	0.38	0.41	经营活动现金流	12509	12273	(18645)	20264	17267
每股净资产	8.68	9.55	10.21	10.52	11.29	资本开支	(1726)	(2193)	(10362)	(13230)	(39413)
ROIC	14%	13%	14%	13%	13%	其它投资现金流	(439)	294	(45)	(49)	(54)
ROE	9%	6%	10%	10%	10%	投资活动现金流	(10417)	(19441)	(10556)	(13430)	(39617)
毛利率	35%	34%	35%	34%	37%	权益性融资	532	791	0	0	0
EBIT Margin	35%	35%	35%	34%	36%	负债净变化	(2388)	(3718)	10000	23000	16000
EBITDA Margin	36%	37%	38%	38%	41%	支付股利、利息	(1232)	(982)	(2977)	(3322)	(3616)
收入增长	29%	7%	13%	5%	9%	其它融资现金流	1617	9963	9830	(9808)	0
净利润增长率	29%	-20%	66%	12%	9%	融资活动现金流	(2057)	9459	18691	15440	18487
资产负债率	69%	69%	71%	71%	72%	现金净变动	(1722)	16627	(10511)	22275	(3863)
股息率	0.8%	0.6%	1.8%	2.0%	2.2%	货币资金的期初余额	5588	3866	20493	9982	32257
P/E	25.4	31.9	19.2	17.9	16.4	货币资金的期末余额	3866	20493	9982	32257	28394
P/B	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7	企业自由现金流	0	26853	(27472)	7414	(23553)
EV/EBITDA	19.0	18.6	17.7	18.3	16.6	权益自由现金流	0	33098	(7901)	20050	(8352)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032