

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

增持

核心观点

营收同比微降，资产减值拖累业绩增长。2022年，公司实现营业收入398.63亿元（-0.07%），归母净利润51.12亿元（-31.14%），扣非归母净利润57.45亿元（-19.54%）。公司营业收入下降主要系电价下降影响，2022年，公司平均上网电价468元/MWh（不含增值税，下同），较2021年的平均上网电价475元/MWh减少7元/MWh，同比下降1.47%，其中风电平均上网电价481元/MWh，较2021年风电平均上网电价494元/MWh减少13元/MWh，同比下降2.63%，主要是由于公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。公司归母净利润大幅下降，除受电价下降影响外，资产减值成为拖累公司业绩增长的重要原因，2022年，公司计提资产减值损失20.03亿元，同比大幅增长，其中计提固定资产减值损失13.75亿元，在建工程减值损失5.14亿元。

装机容量持续增长，新增装机驱动业绩改善。2022年，公司新增装机4.41GW，同比增长16.51%。其中，公司新增自建项目控股装机容量2.41GW，包括风电控股装机容量0.53GW、光伏控股装机容量1.88GW；资产重组并购新增风电控股装机容量1.99GW、光伏控股装机容量10.00MW。截至2022年，公司控股装机容量31.11GW，其中风电控股装机容量26.19GW，火电控股装机容量1.88GW，其他可再生能源控股装机容量3.04GW。随着公司新增装机投运，公司发电量规模将进一步增长，驱动公司业绩改善。

资源储备充足，保障长期业绩增长。2022年，公司新增资源储备62GW，其中风电25.63GW、光伏36.37GW，较去年同期56.46GW增长9.8%，资源储备项目均位于资源较好地区。同时，2022年，公司取得开发指标突破18.37GW，其中包括通过竞配及其他方式取得集中式开发指标13.14GW，包括风电4.67GW、光伏8.47GW，分布式光伏项目备案5.23GW。公司较为充足的项目资源储备，将有效保障公司业绩持续增长。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价持续高位；电价下滑。

投资建议：我们预计2023-2025年公司营业收入分别为449.5/474.0/514.6亿元，同比增长12.8%/5.4%/8.6%；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、0.64、0.70元，当前股价对应PE为17.2/16.0/14.7X。给予公司2023年19-20倍PE，对应公司合理市值为1516-1701亿元，对应18.51-19.49元/股合理价值，较目前股价有8%-14%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)	22.8	28.6	17.2	16.0	14.7
EV/EBITDA	17.8	17.4	16.7	17.3	15.8
市净率 (PB)	2.01	1.82	1.71	1.66	1.54

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	18.51 - 19.49 元
收盘价	17.19 元
总市值/流通市值	144086/59707 百万元
52 周最高价/最低价	25.70/16.81 元
近 3 个月日均成交额	63.01 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-深度报告：新能源运营龙头 A 股上市，碳中和价值重构》——2022-02-22

营收同比微降，资产减值拖累业绩增长。2022 年，公司实现营业收入 398.63 亿元（-0.07%），归母净利润 51.12 亿元（-31.14%），扣非归母净利润 57.45 亿元（-19.54%）。公司营业收入下降主要系电价下降影响，2022 年，公司平均上网电价 468 元/MWh（不含增值税，下同），较 2021 年的平均上网电价 475 元/MWh 减少 7 元/MWh，同比下降 1.47%，其中风电平均上网电价 481 元/MWh，较 2021 年风电平均上网电价 494 元/MWh 减少 13 元/MWh，同比下降 2.63%，主要是由于公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。公司归母净利润大幅下降，除受电价下降影响外，资产减值成为拖累公司业绩增长的重要原因，2022 年，公司计提资产减值损失 20.03 亿元，同比大幅增长，其中计提固定资产减值损失 13.75 亿元，在建工程减值损失 5.14 亿元。

发电量、上网电量同比增长。2022 年，公司发电量 706.33 亿千瓦时（+11.6%），上网电量 681.45 亿千瓦时（+14.1%）。分不同电源来看，风电发电量 583.08 亿千瓦时（+13.7%），上网电量 562.96 亿千瓦时（+15.0%），风电上网电量的增加主要系风电装机容量同比增加、机组可利用率同比提升以及限电比例同比下降等因素综合影响；火电发电量 105.73 亿千瓦时（-1.9%），上网电量 101.64 亿千瓦时（+1.60%），火电上网电量增加主要系江阴苏龙热电、南通天生港电厂用电率较上年下降；其他可再生能源发电量 17.52 亿千瓦时（+44.9%）。

图1：龙源电力营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：龙源电力归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

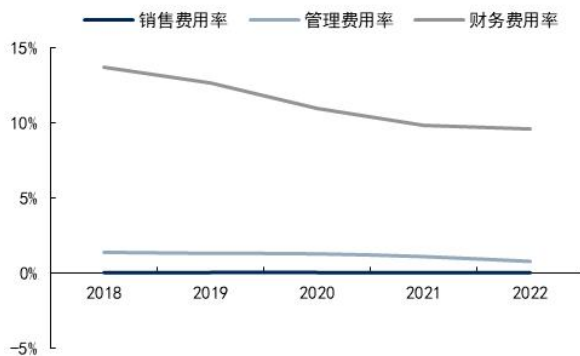
毛利率小幅下降，费用率亦有所下行，净利率受资产减值损失影响出现下行。2022 年，公司毛利率为 34.43%，同比减少 0.44pct，主要系电价下降影响所致。费用率方面，公司管理费用率、财务费用率分别为 0.76%、9.55%，分别同比减少 0.31、0.25pct，反映出公司逐步加强费用成本管控。2022 年，公司净利率为 15.29%，同比减少 4.23pct，主要系资产减值损失影响，公司净利润出现下降。

图3：龙源电力毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

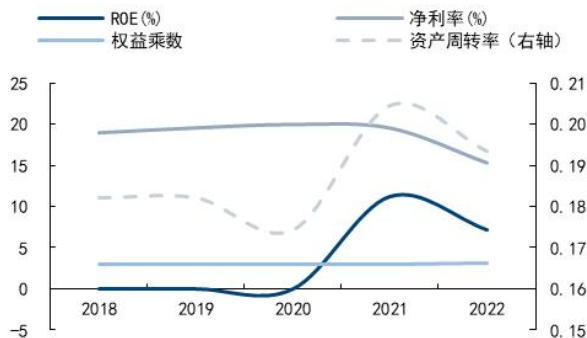
图4：龙源电力三项费用率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

ROE 有所下降，经营性净现金流大幅增长。2022 年，公司 ROE 为 7.17%，同比减少 4.05pct，ROE 下降主要是由于净利率下行影响所致。现金流方面，2022 年，公司经营性净现金流为 296.06 亿元，同比增长 63.39%，主要系 2022 年公司收回大量可再生能源补贴款；投资性净现金流出额 190.09 亿元，整体保持较为稳定的水平；筹资活动现金净现金流 38.39 亿元，同比增加 575.99%，主要系公司借款增加影响。

图5：龙源电力 ROE 及杜邦分析



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：龙源电力现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

装机容量持续增长，新增装机驱动业绩改善。2022 年，公司新增控股装机容量合计 4.41GW，同比增长 16.51%。其中，公司新增自建项目控股装机容量 2.41GW，包括风电控股装机容量 0.53GW、光伏控股装机容量 1.88GW；资产重组并购新增风电控股装机容量 1.99GW、光伏控股装机容量 10.00MW。截至 2022 年，公司控股装机容量 31.11GW，其中风电控股装机容量 26.19GW，火电控股装机容量 1.88GW，其他可再生能源控股装机容量 3.04GW。随着公司新增装机投运，公司发电量规模将进一步增长，驱动公司业绩改善。

资源储备充足，保障长期业绩增长。2022 年，公司新增资源储备 62GW，其中风电 25.63GW、光伏 36.37GW，较去年同期 56.46GW 增长 9.8%，资源储备项目均位于资源较好地区。同时，2022 年，公司取得开发指标突破 18.37GW，其中包括通过竞配及其他方式取得集中式开发指标 13.14GW，包括风电 4.67GW、光伏 8.47GW，分布式光伏项目备案 5.23GW。公司较为充足的项目资源储备，将有效保障公司业绩持续增长。

整体而言，“十四五”期间，公司将全面提高风电开发规模和比例，突出风电传统优势。同时，借助能源保供、“两个联营”（煤炭与煤电、煤电与新能源）的优势和契机，在重碳产业区域谋划新能源基地项目，并整合零散资源，推动形成百万千瓦以上基地项目，不断提升优质资源获取和开发能力，加快实现“十四五”规模翻番目标。

投资建议：维持“买入”评级。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 449.5/474.0/514.6 亿元，同比增长 12.8%/5.4%/8.6%；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、0.64、0.70 元，当前股价对应 PE 为 17.2/16.0/14.7X。给予公司 2023 年 19-20 倍 PE，对应公司合理市值为 1516-1701 亿元，对应 18.51-19.49 元/股合理价值，较目前股价有 8%-14%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				PEG	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(22E)	
600905.SH	三峡能源	5.48	1569	0.20	0.31	0.37	0.42	27	18	15	13	0.41	买入
601016.SH	节能风电	3.87	251	0.15	0.28	0.31	0.34	26	14	12	11	1.28	无
000591.SZ	太阳能	6.85	268	0.39	0.39	0.54	0.7	18	18	13	10	0.33	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：节能风电、太阳能为 Wind 一致盈利预测。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		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）					
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						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%	0.7%	2.0%	2.3%	2.5%	货币资金的期初余额	5588	3866	20493	9982	32257
P/E	22.8	28.6	17.2	16.0	14.7	货币资金的期末余额	3866	20493	9982	32257	28394
P/B	2.0	1.8	1.7	1.7	1.5	企业自由现金流	0	26853	(27472)	7414	(23553)
EV/EBITDA	17.8	17.4	16.7	17.3	15.8	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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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