

轻装上阵潜力待释

2023 年 03 月 30 日

► **事件概述：**3 月 29 日，公司发布 2022 年度报告，报告期内实现营业收入 398.63 亿元，同比下降 0.07%（经重述）；归属于上市公司股东的净利润 51.12 亿元，同比下降 31.14%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润 57.45 亿元，同比下降 19.54%（经重述）。公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.1171 元。

► **风电主业短期承压：**2022 年，公司新增风电装机 252.38 万千瓦，同比增长 10.7%，其中并购 198.96 万千瓦，自建 53.44 万千瓦；发电量 583.08 亿千瓦时，同比增长 13.7%。平均上网电价较上年下降 1.3 分/千瓦时至 0.481 元/千瓦时。电价下行、成本扩张导致公司风电板块全年实现经营利润 116.22 亿元，较去年同期下降 5.9%。

► **火电电价上行，抵消高煤价影响：**2022 年，公司火电完成发电量 105.73 亿千瓦时，同比下降 1.9%；度电燃料成本达到 0.337 元/千瓦时，同比增长 9.7%；平均上网电价人民币 0.400 元/千瓦时（不含税），较上年增加 4.8 分/千瓦时，增幅 13.6%，抵消高煤价影响。

► **计提减值，轻装前行：**公司共计提资产减值 20.40 亿元，主要由“以大代小”改造项目、停缓建项目、乌克兰项目计提减值构成。公司作为国内风电行业较早先行者，旗下小功率老旧机组占比高，受低风速影响更大。本次公司计提减值的“以大代小”项目长期来看有利于优化公司机组结构，提升机组效率。

► **光伏、海风或有惊喜：**2022 年，公司新增光伏装机 188.52 万千瓦，同比增长约 163.1%，报告期内公司新增光伏资源储备 36.37GW，通过竞配等方式取得集中式光伏开发指标 8.47GW，分布式光伏项目备案 5.23GW。2022 年底以来，光伏组件价格震荡下行，公司光伏开发有望进一步提速。报告期内，公司中标海上风电和光伏项目合计 210 万千瓦，有望带来惊喜。

► **投资建议：**计提减值对于业绩的影响仅是短期扰动，长期来看公司作为行业内龙头企业，项目资源储备丰富，足够支撑公司高速增长。根据电量、电价、光伏装机变化，调整对公司的盈利预测，预计 23/24 年 EPS 分别为 1.12/1.17 元（前值 1.13/1.16 元），新增 25 年 EPS 预测值 1.20 元，对应 3 月 30 日收盘价 PE 分别为 15.6/15.0/14.6 倍，参考行业可比公司估值水平，给予公司 23 年 18 倍 PE 估值，目标价 20.16 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**1) 自然条件变化；2) 电量消纳不足；3) 补贴发放延迟。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

17.51 元

目标价：

20.16 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1.龙源电力 (001289.SZ) 2022 年业绩预告点评：成本扩张、计提减值，业绩短期承压-2023/02/01

2.龙源电力 (001289.SZ) 2022 年三季度报点评：来风如期改善，全年修复可期-2022/10/28

3.龙源电力 (001289.SZ) 2022 年半年报点评：风平火稳，改善可期-2022/08/24

4.龙源电力 (001289.SZ) 首次覆盖报告：行稳致远，“风”华正茂-2022/05/06

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	39863	41967	43822	45542
增长率 (%)	-0.1	5.3	4.4	3.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	5112	9411	9783	10051
增长率 (%)	-31.1	84.1	4.0	2.7
每股收益 (元)	0.61	1.12	1.17	1.20
PE	28.7	15.6	15.0	14.6
PB	2.1	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	39863	41967	43822	45542
营业成本	26139	25664	26859	28197
营业税金及附加	362	378	394	410
销售费用	0	0	0	0
管理费用	301	336	351	364
研发费用	97	105	110	114
EBIT	13906	15485	16108	16457
财务费用	3806	3666	3826	3843
资产减值损失	-2003	-200	-200	-200
投资收益	-407	42	44	46
营业利润	7686	12398	12891	13245
营业外收支	-49	50	50	50
利润总额	7638	12448	12941	13295
所得税	1542	1992	2071	2127
净利润	6096	10457	10870	11168
归属于母公司净利润	5112	9411	9783	10051
EBITDA	24814	26228	27819	29124

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20493	20481	27672	29040
应收账款及票据	543	508	532	555
预付款项	793	770	806	846
存货	750	703	736	773
其他流动资产	30708	33207	34557	35808
流动资产合计	53286	55669	64303	67021
长期股权投资	3797	3837	3877	3917
固定资产	134643	142240	149070	154293
无形资产	7708	7138	6567	5993
非流动资产合计	169609	177163	182791	187164
资产合计	222895	232832	247094	254185
短期借款	18524	17710	18062	18065
应付账款及票据	12769	12656	13246	13906
其他流动负债	43419	41751	42047	42372
流动负债合计	74711	72118	73355	74342
长期借款	55548	60548	64548	67548
其他长期负债	12557	11057	11057	6257
非流动负债合计	68105	71605	75605	73805
负债合计	142816	143723	148960	148148
股本	8382	8382	8382	8382
少数股东权益	11272	12318	13405	14522
股东权益合计	80079	89109	98134	106037
负债和股东权益合计	222895	232832	247094	254185

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.07	5.28	4.42	3.93
EBIT 增长率	-3.35	11.35	4.03	2.16
净利润增长率	-31.14	84.09	3.96	2.74
盈利能力 (%)				
毛利率	34.43	38.85	38.71	38.09
净利润率	15.29	24.92	24.81	24.52
总资产收益率 ROA	2.29	4.04	3.96	3.95
净资产收益率 ROE	7.43	12.26	11.55	10.98
偿债能力				
流动比率	0.71	0.77	0.88	0.90
速动比率	0.69	0.75	0.86	0.88
现金比率	0.27	0.28	0.38	0.39
资产负债率 (%)	64.07	61.73	60.28	58.28
经营效率				
应收账款周转天数	3.12	3.00	3.00	3.00
存货周转天数	10.47	10.00	10.00	10.00
总资产周转率	0.18	0.18	0.18	0.18
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	1.12	1.17	1.20
每股净资产	8.21	9.16	10.11	10.92
每股经营现金流	3.53	2.46	3.07	3.25
每股股利	0.12	0.20	0.25	0.30
估值分析				
PE	28.7	15.6	15.0	14.6
PB	2.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	9.35	8.95	8.34	7.85
股息收益率 (%)	0.67	1.14	1.43	1.71

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6096	10457	10870	11168
折旧和摊销	10908	10743	11711	12667
营运资金变动	6792	-4275	-657	-466
经营活动现金流	29606	20595	25754	27266
资本开支	-22236	-18158	-17150	-16850
投资	2598	-139	-189	-189
投资活动现金流	-19009	-18255	-17295	-16994
股权募资	791	0	0	0
债务募资	15735	2687	4351	-1797
筹资活动现金流	3839	-2353	-1267	-8905
现金净流量	14425	-13	7191	1368

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026