

成本扩张、计提减值，业绩短期承压

2023 年 02 月 01 日

➤ **事件概述：**1 月 31 日，公司公布 2022 年业绩预告，2022 年度实现归属于上市公司股东的净利润 44.54 亿元到 51.97 亿元，同比下降 30%至 40%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润 51.90 亿元到 58.39 亿元，同比下降 10%至 20%（经重述）。

➤ **电量向好，装机加速致成本扩张：**2022 年，公司完成发电量 706.33 亿千瓦时，同比增长 11.6%，风电完成发电量 583.08 亿千瓦时，同比增长 13.7%。Q4 公司风电发电量 162.30 亿千瓦时，同比增长 13.7%，增速较全年增速持平，或受上年同期风电利用小时高基数影响，4Q21 全国风电利用小时数为 592 小时为同期较高值。但风电电量增速低于装机规模及成本增幅，导致公司风电板块盈利水平较去年同期下降，影响业绩表现。

➤ **火电电量基本持平，光伏或将提速：**Q4 火电完成发电量 25.45 亿千瓦时，同比增长 1.0%；全年火电电量同比下降 1.9%。光伏装机规模增长推动发电量高增，Q4 其他可再生能源（基本为光伏）完成发电量 4.05 亿千瓦时，全年完成发电量 17.52 亿千瓦时，同比增长 44.9%，2023 年年初以来，光伏产业链成本下降明显，公司光伏开发有望进一步提速。

➤ **计提减值，业绩短期承压：**公司积极推进宁夏贺兰山“以大代小”项目，计划新建 16 台 5 兆瓦机组代替原有 80 台老旧小风电机组，公司对拆除老机组计提减值准备。同时受局部地缘政治影响，公司对在乌克兰风电资产计提减值，本次计提减值或是公司业绩短期承压的主因。

➤ **投资建议：**Q4 公司来风改善，但装机的扩致使风电电量增速低于成本增幅，风电板块盈利下滑；出于审慎性原则对于技改项目与海外资产的减值准备或是公司业绩短期承压的主因。根据公司电量、电价变化调整对公司的盈利预测，预计 22/23/24 年 EPS 分别为 0.59/1.13/1.16 元（原值为 0.91/1.13/1.16 元），对应 1 月 31 日收盘价 PE 分别 32.0/16.8/16.4 倍，参考可比公司估值水平以及当前的动态估值水平，给予公司 23 年 18.0 倍 PE，对应目标价 20.34 元，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；4) 设备价格上涨。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

18.92 元

目标价：

20.34 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 年三季度报点评：来风如期改善，全年修复可期-2022/10/28

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

3.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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	37208	39068	41588	43521
增长率 (%)	29.2	5.0	6.5	4.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	6404	4962	9430	9682
增长率 (%)	28.7	-22.5	90.0	2.7
每股收益 (元)	0.76	0.59	1.13	1.16
PE	24.8	32.0	16.8	16.4
PB	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 01 月 31 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	37208	39068	41588	43521
营业成本	24236	25270	24793	26312
营业税金及附加	316	352	374	392
销售费用	0	0	0	0
管理费用	398	430	457	479
研发费用	140	156	166	174
EBIT	12776	12861	15797	16164
财务费用	3646	3511	3781	3838
资产减值损失	-256	-3200	-200	-200
投资收益	-471	-200	0	0
营业利润	8708	6593	12574	12911
营业外收支	44	50	50	50
利润总额	8751	6643	12624	12961
所得税	1488	1129	2146	2203
净利润	7263	5513	10478	10757
归属于母公司净利润	6404	4962	9430	9682
EBITDA	20944	22527	26491	27884

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3866	4036	3599	3973
应收账款及票据	128	2950	5448	5067
预付款项	628	758	744	789
存货	752	492	479	521
其他流动资产	30903	31367	33201	34606
流动资产合计	36278	39604	43471	44957
长期股权投资	4167	4278	4389	4500
固定资产	114695	123084	132053	139351
无形资产	8250	6690	6127	5562
非流动资产合计	153028	160014	169017	174707
资产合计	189306	199618	212488	219663
短期借款	17774	16961	17312	17315
应付账款及票据	13765	15231	14944	15859
其他流动负债	28184	29012	28966	29312
流动负债合计	59723	61204	61222	62486
长期借款	40273	45273	49273	52273
其他长期负债	16591	15091	15091	10291
非流动负债合计	56864	60364	64364	62564
负债合计	116587	121568	125586	125050
股本	8036	8382	8382	8382
少数股东权益	9374	9926	10974	12049
股东权益合计	72719	78050	86901	94613
负债和股东权益合计	189306	199618	212488	219663

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.16	5.00	6.45	4.65
EBIT 增长率	20.83	0.66	22.83	2.32
净利润增长率	28.67	-22.52	90.04	2.67
盈利能力 (%)				
毛利率	34.87	35.32	40.38	39.54
净利润率	19.52	14.11	25.19	24.72
总资产收益率 ROA	3.38	2.49	4.44	4.41
净资产收益率 ROE	10.11	7.28	12.42	11.73
偿债能力				
流动比率	0.61	0.65	0.71	0.72
速动比率	0.58	0.63	0.69	0.70
现金比率	0.06	0.07	0.06	0.06
资产负债率 (%)	61.59	60.90	59.10	56.93
经营效率				
应收账款周转天数	1.26	1.50	1.50	1.50
存货周转天数	11.33	10.00	10.00	10.00
总资产周转率	0.20	0.20	0.20	0.20
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	0.59	1.13	1.16
每股净资产	7.56	8.13	9.06	9.85
每股经营现金流	2.00	2.43	2.34	3.07
每股股利	0.15	0.20	0.25	0.30
估值分析				
PE	24.8	32.0	16.8	16.4
PB	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.65	10.95	9.49	8.94
股息收益率 (%)	0.78	1.06	1.32	1.59

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7263	5513	10478	10757
折旧和摊销	8168	9666	10694	11720
营运资金变动	-2400	-1162	-4937	-150
经营活动现金流	16755	20401	19577	25741
资本开支	-17235	-18442	-19437	-17150
投资	-1367	-210	-260	-260
投资活动现金流	-18467	-18852	-19697	-17410
股权募资	2532	0	0	0
债务募资	4997	2687	4351	-1797
筹资活动现金流	95	-1378	-318	-7956
现金净流量	-1611	170	-437	375

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