

装机及发电量稳健增长，在手储备项目充足

龙源电力 (001289.SZ)

推荐(维持)

核心观点:

● 事件:

公司发布2023年半年报，上半年实现营业收入198.52亿元，同比下降8.40%；实现归母净利润49.58亿元（扣非48.96亿元），同比增长14.45%（扣非增长14.83%）；其中第二季度实现归母净利润26.24亿元（同比增长26.24%）。

● 整体盈利能力提升，补贴收回速度放缓

上半年电力业务营收175.76亿元（同比+5.43%），毛利率44.73%（同比-1.17pct）；其他业务营收22.75亿元（同比-54.51%），毛利率15.68%（同比+6.45pct）；整体毛利率41.40%（同比+3.96pct），主要是由于高毛利的电力业务占比提升；净利率28.47%（同比+4.76pct），ROE（摊薄）6.87%（同比+0.14pct）；期间费用率9.06%（同比-0.26pct），其中财务费用率8.13%（同比-0.18pct），成本控制能力良好；经营性净现金流79.97亿元（同比-50.16%），主要由于上半年仅收回补贴5.27亿元，较去年同期减少109.12亿元；截至上半年末，公司资产负债率63.74%（同比+0.81pct）；应收款项融资337.454亿元（同比+15.2%），主要由于应收可再生能源补贴款增加。

● 装机及发电量稳健增长，7月发电量增速加快

截至上半年末，公司累计控股装机31.62GW，其中风电/火电/其他可再生能源分别为26.32GW/1.88GW/3.43GW，上半年风电/其他可再生能源新增投产0.13GW/0.39GW。受益于机组可靠性提升以及平均风速上升，上半年风电平均利用小时数1271小时（同比+8.4%）。装机及利用小时数增长提升发电量，上半年公司发电量397.47亿千瓦时（同比+9.48%），其中风电发电量331.08亿千瓦时（同比+9.57%），其他可再生能源发电量16.10亿千瓦时（同比+96.75%），火电发电量50.28亿千瓦时（同比-4.61%）。进入下半年风光资源依然较好，7月公司风电发电量47.84亿千瓦时（同比+27.6%），其他可再生能源发电量5.45亿千瓦时（同比+189.44%）。电价方面，上半年公司所有电源平均上网电价457元/MWh（同比-4.4%），其中风电上网电价469元/MWh（同比-3.5%），主要由于市场交易规模扩大、平价项目增加以及结构性因素综合所致；光伏上网电价313元/MWh（同比-33.7%），主要由于新投产的光伏项目均为平价项目。

● 在手储备项目充足，光伏建设有望提速

上半年公司新签订开发协议29.34GW（同比+77.94%），其中风电15.32GW、光伏14.02GW，均位于资源较好地区。上半年累计取得开发指标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；2021-2022年累计取得开发指标36.74GW。充足的项目储备为公司发展提供广阔空间。年初以来光伏组件价格下降明显，近期中标价格普遍在1.2-1.3元/W，达到历史最低水平，光伏项目经济性提升，项目建设有望加速。

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

市场数据

2023-8-29

A股收盘价(元)	19.44
股票代码	001289
A股一年内最高价(元)	22.81
A股一年内最低价(元)	16.71
沪深300	3790.11
市盈率(TTM)	31.4
总股本(万股)	838,196
实际流通A股(万股)	13,334
流通A股市值(亿元)	26

相对沪深300表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

● **集团风电业务整合平台，后续资产注入有望加速**

公司是国家能源集团风电业务整合平台，集团已承诺未来三年内逐步将存续风力发电业务资产注入公司。截至 2021 年底，国家能源集团体内龙源电力外的控股风电装机超过 20GW，接近公司现有风电装机 26.32GW。2022 年集团已注入约 2GW，为完成承诺后续注入进度有望加速。

● **估值分析与评级说明**

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 81.96 亿元、93.14 亿元、108.24 亿元，对应 PE 分别为 17.7 倍、15.6 倍、13.4 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**

风电光伏装机规模低于预期；可再生能源补贴回款速度低于预期；上网电价下调；新项目造价上升等。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	39863.08	43652.18	47885.22	52495.52
收入增长率%	-0.07	9.51	9.70	9.63
归母净利润（百万元）	5112.19	8195.89	9314.39	10823.86
利润增速%	-31.14	60.32	13.65	16.21
毛利率%	34.43	35.45	36.98	38.31
摊薄 EPS(元)	0.58	0.98	1.11	1.29
PE	31.28	17.71	15.59	13.41
PB	2.23	1.89	1.68	1.49

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产	53286.40	64259.56	80965.95	98689.95	营业收入	39863.08	43652.18	47885.22	52495.52
现金	20493.11	26095.03	38604.34	50089.62	营业成本	26139.15	28175.65	30179.17	32382.63
应收账款	340.89	275.13	355.65	360.38	营业税金及附加	361.72	380.28	425.84	462.08
其它应收款	876.55	1039.25	1096.49	1225.92	营业费用	1.99	1.09	1.79	1.63
预付账款	793.19	788.65	880.26	925.46	管理费用	301.32	436.52	454.91	472.46
存货	749.95	829.41	877.13	947.21	财务费用	3805.99	3174.14	3561.42	4123.56
其他	30032.70	35232.08	39152.09	45141.35	资产减值损失	-2003.02	-1142.60	-1355.39	-1249.00
非流动资产	169608.96	177302.45	189888.31	209065.49	公允价值变动收益	-3.57	100.88	201.00	303.00
长期投资	3796.68	3667.03	3417.08	3227.29	投资净收益	-407.05	52.38	62.25	73.49
固定资产	134642.79	140845.27	150384.36	163292.65	营业利润	7686.43	11381.29	13151.60	15267.32
无形资产	7707.79	8658.75	10585.32	13524.08	营业外收入	86.24	116.65	130.72	86.24
其他	23461.70	24131.39	25501.55	29021.47	营业外支出	135.12	100.92	130.77	135.12
资产总计	222895.35	241562.01	270854.27	307755.44	利润总额	7637.55	11397.02	13151.55	15218.44
流动负债	74711.05	78040.85	88697.81	103211.88	所得税	1541.97	2060.16	2516.26	2831.33
短期借款	18523.65	20327.55	29410.63	42142.97	净利润	6095.58	9336.86	10635.29	12387.11
应付账款	11100.01	12520.50	13113.20	14230.30	少数股东损益	983.40	1140.96	1320.90	1563.25
其他	45087.39	45192.79	46173.98	46838.60	归属母公司净利润	5112.19	8195.89	9314.39	10823.86
非流动负债	68105.38	74105.38	82105.38	92105.38	EBITDA	23869.32	27398.18	31062.04	35104.71
长期借款	55548.20	61548.20	69548.20	79548.20	EPS (元)	0.58	0.98	1.11	1.29
其他	12557.18	12557.18	12557.18	12557.18					
负债合计	142816.43	152146.23	170803.20	195317.26	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	11272.18	12413.14	13734.04	15297.30	营业收入	-0.07%	9.51%	9.70%	9.63%
归属母公司股东权益	68806.75	77002.64	86317.03	97140.89	营业利润	-22.88%	48.07%	15.55%	16.09%
负债和股东权益	222895.35	241562.01	270854.27	307755.44	归属母公司净利润	-31.14%	60.32%	13.65%	16.21%
					毛利率	34.43%	35.45%	36.98%	38.31%
					净利率	12.82%	18.78%	19.45%	20.62%
					ROE	7.43%	10.64%	10.79%	11.14%
					ROIC	5.57%	5.85%	5.84%	5.82%
					资产负债率	64.07%	62.98%	63.06%	63.47%
					净负债比率	178.34%	170.16%	170.72%	173.71%
					流动比率	0.71	0.82	0.91	0.96
					速动比率	0.69	0.80	0.89	0.94
					总资产周转率	0.18	0.18	0.18	0.17
					应收帐款周转率	116.94	158.66	134.64	145.67
					应付帐款周转率	3.59	3.49	3.65	3.69
					每股收益	0.58	0.98	1.11	1.29
					每股经营现金	3.53	2.80	3.35	3.61
					每股净资产	8.21	9.19	10.30	11.59
					P/E	31.28	17.71	15.59	13.41
					P/B	2.23	1.89	1.68	1.49
					EV/EBITDA	9.99	8.49	7.64	7.08
					PS	3.64	3.33	3.03	2.77

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于2021年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深沪地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn