

风平火稳，改善可期

2022 年 08 月 24 日

➤ **事件概述：**8 月 23 日，公司公布 2022 年半年度报告，报告期内实现营业收入 216.72 亿元，同比增长 11.7%（经重述）；归属于上市公司股东的净利润 43.33 亿元，同比下降 17.4%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润 42.64 亿元，同比下降 17.3%（经重述）。

➤ **Q2 风电出力修复，折旧与人工成本增加拖累利润表现：**一季度，全国范围内来风偏弱，1Q22 全国风电设备累计平均利用小时数仅为 555 小时，较上年同期减少 65 小时，同比回落 10.4%。受来风不佳影响，尽管公司并表自国家能源集团收购的 198.96 万千瓦风电资产，但 1Q22 风电发电量同比仅增长 5.1%，营收同比下降 4.4%。2Q22 全国风电利用小时 599 小时，同比增长 1.0%，公司风电发电量 150.73 亿千瓦时，同比增长 15.9%，增速较 Q1 提升 10.8pct；实现营收 72.06 亿元，同比增长 5.9%。1H22，风电板块实现营收 142.78 亿元，同比增长 0.5%；但成本端因收购项目并表，折旧与摊销同比增加 5.01 亿元，增幅 11.9%。此外，1H22，公司人工成本增加约 5.85 亿元，进一步拖累当期业绩。

➤ **火电电价上行，抵消高煤价影响：**1H22，公司火电完成发电量 52.71 亿千瓦时，同比增长 0.2%；平均上网电价人民币 0.423 元/千瓦时（不含税），较同期增加 0.084 元/千瓦时，增幅 24.8%。受益于电价上行，1H22，火电板块（含供热）实现营收 24.62 亿元，同比增加 4.29 亿元；基本抵消了同比增加的 4.37 亿元燃煤成本。

➤ **新能源补贴加速发放，现金流改善可期：**截至 6 月底，公司应收账款及应收账款融资合计 297.36 亿元，比 2021 年末减少 2.90 亿元。近期，国家发改委、财政部、国务院国资委三部委联合发文要求电网公司牵头设立可再生能源发展结算服务公司统筹解决可再生能源发电补贴问题，存量补贴欠款“堰塞湖”问题有望加速解决，公司现金流有望得到改善。

➤ **投资建议：**Q2 来风改善，公司风电电量得以修复；火电板块获益于电价上行，经营利润稳中有增；新能源补贴加速落地，现金流改善可期。维持对公司的盈利预测，预计 22/23/24 年 EPS 分别为 1.03/1.14/1.18 元，对应 8 月 23 日收盘价 PE 分别 23.4/21.0/20.3 倍。考虑到公司龙头+成长双重属性，参考行业可比公司 PE 情况，给予公司 22 年 25.0 倍 PE，对应目标价 25.75 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：

24.00 元

目标价：

25.75 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1. 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)	37,208	39,734	42,117	44,094
增长率 (%)	29.2	6.8	6.0	4.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,404	8,839	9,837	10,124
增长率 (%)	28.7	38.0	11.3	2.9
每股收益 (元)	0.77	1.03	1.14	1.18
PE	31.4	23.4	21.0	20.3
PB	3.2	2.8	2.5	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 23 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	37,208	39,734	42,117	44,094
营业成本	24,236	23,905	24,789	26,308
营业税金及附加	316	358	379	397
销售费用	0	0	0	0
管理费用	398	437	463	485
研发费用	140	159	168	176
EBIT	12,776	14,876	16,317	16,728
财务费用	3,646	3,499	3,774	3,829
资产减值损失	-256	-200	-200	-200
投资收益	-471	-100	0	0
营业利润	8,708	11,783	13,119	13,503
营业外收支	44	50	50	50
利润总额	8,751	11,833	13,169	13,553
所得税	1,488	2,012	2,239	2,304
净利润	7,263	9,821	10,930	11,249
归属于母公司净利润	6,404	8,839	9,837	10,124
EBITDA	20,944	24,542	27,011	28,448

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,866	5,246	6,331	6,289
应收账款及票据	128	2,568	5,067	5,067
预付款项	628	717	744	789
存货	752	455	479	521
其他流动资产	30,903	31,852	33,585	35,023
流动资产合计	36,278	40,838	46,206	47,689
长期股权投资	4,167	4,278	4,389	4,500
固定资产	114,695	124,084	133,053	140,351
无形资产	8,250	7,690	7,127	6,562
非流动资产合计	153,028	162,014	171,017	176,707
资产合计	189,306	202,853	217,223	224,396
短期借款	17,774	17,973	18,280	17,787
应付账款及票据	13,765	14,408	14,941	15,857
其他流动负债	28,184	28,750	28,976	29,322
流动负债合计	59,723	61,131	62,197	62,966
长期借款	40,273	45,273	49,273	52,273
其他长期负债	16,591	15,091	15,091	10,291
非流动负债合计	56,864	60,364	64,364	62,564
负债合计	116,587	121,495	126,561	125,530
股本	8,036	8,382	8,382	8,382
少数股东权益	9,374	10,357	11,450	12,574
股东权益合计	72,719	81,358	90,662	98,865
负债和股东权益合计	189,306	202,853	217,223	224,396

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	6.79	6.00	4.69
EBIT 增长率	20.83	16.44	9.69	2.52
净利润增长率	28.67	38.02	11.29	2.91
盈利能力 (%)				
毛利率	34.87	39.84	41.14	40.34
净利润率	19.52	24.72	25.95	25.51
总资产收益率 ROA	3.38	4.36	4.53	4.51
净资产收益率 ROE	10.11	12.45	12.42	11.73
偿债能力				
流动比率	0.61	0.67	0.74	0.76
速动比率	0.58	0.65	0.72	0.74
现金比率	0.06	0.09	0.10	0.10
资产负债率 (%)	61.59	59.89	58.26	55.94
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	0.19	0.20
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	1.03	1.14	1.18
每股净资产	7.56	8.47	9.45	10.29
每股经营现金流	2.00	2.45	2.53	3.08
每股股利	0.15	0.20	0.25	0.30
估值分析				
PE	31	23	21	20
PB	3.2	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	13.69	11.77	10.82	10.19
股息收益率 (%)	0.61	0.83	1.04	1.25

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7,263	9,821	10,930	11,249
折旧和摊销	8,168	9,666	10,694	11,720
营运资金变动	-2,400	-2,272	-3,823	-563
经营活动现金流	16,755	20,513	21,172	25,839
资本开支	-17,235	-18,442	-19,437	-17,150
投资	-1,367	-210	-260	-260
投资活动现金流	-18,467	-18,752	-19,697	-17,410
股权募资	2,532	0	0	0
债务募资	4,997	3,699	4,307	-2,292
筹资活动现金流	95	-380	-390	-8,471
现金净流量	-1,611	1,380	1,085	-42

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