

并购推动风电装机快速增长，存量补贴问题有望加速解决

龙源电力 (001289.SZ)

推荐(维持)

核心观点:

● 事件:

公司发布 2022 年半年报，上半年实现营业收入 216.72 亿元，同比增长 11.69%；实现归母净利润 43.33 亿元（扣非 42.64 亿元），同比下降 17.36%（扣非下降 17.30%）。

● 并购推动风电装机快速增长，来风偏弱影响短期业绩

2022 年上半年公司新增自建风电装机 54MW，光伏 76MW，通过资产重组新增并购风电装机 1990MW，光伏 10MW。截至上半年末，公司控股装机 28.83GW（同比+15.7%），其中风电 25.71GW（同比+14.6%），火电 1.88GW（同比持平），光伏等其他可再生能源 1.24GW（同比+105.9%）。

公司风电装机占比 89.2%，来风偏弱对上半年利润水平有一定影响。上半年公司发电量 363.05 亿千瓦时（同比+9.7%），其中风电 302.16 亿千瓦时（同比+10.3%），火电 52.71 亿千瓦时（同比+0.2%），光伏等其他可再生能源 8.18 亿千瓦时（同比+86.0%）。其中风电发电量的增长主要是由发电装机容量同比增长、管理质量提升以及风资源下降等因素综合所致。上半年全国风资源普遍偏弱，公司风电项目平均利用小时数 1173 小时，同比下降 9.6%，主要是因为报告期内风速同比下降 0.35 米/秒。

● 费用控制能力良好，可再生能源补贴回款改善现金流

2022 年上半年公司整体毛利率 37.44%，同比减少 7.44 个百分点，主要由于来风偏弱影响盈利能力；ROE（加权）6.73%，同比减少 2.01 个百分点；期间费用率 9.32%，同比减少 1.97 个百分点，费用控制能力良好；其中财务费用 8.31%，同比减少 1.87 个百分点，主要由于上半年资产证券化手续费减少；经营性净现金流 160.47 亿元，同比增加 88.3%，主要由于上半年收到可再生能源补贴回款 114.39 亿元，同比增加 113.06 亿元，此外标杆电费回款同比增加 14.91 亿元；上半年末应收款项融资 293 亿元，同比增加 17.0%。

● 应收新能源补贴数额大，结算公司成立有望推动补贴加速发放

公司作为风电运营龙头，目前应收新能源补贴数额大。截至上半年末应收款项融资 293 亿元（预计绝大多数为应收补贴），占净资产的 36.5%。8 月 11 日南方电网公司发文，按照《关于授权设立北京、广州可再生能源发展结算服务有限公司统筹解决可再生能源发电补贴问题的复函》要求，成立广州可再生能源发展结算服务有限公司，承担可再生能源补贴资金管理业务。我们认为结算公司的成立有望加速可再生能源补贴发放，改善绿电运营行业现金流，促进风光装机稳健增长。

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

分析师

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

研究助理

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2022-08-23

A 股收盘价(元)	24.00
股票代码	001289
A 股一年内最高价(元)	30.78
A 股一年内最低价(元)	19.07
沪深 300	4161.08
市盈率 (TTM)	32.6
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)	32

相对沪深 300 表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

● **上半年新签订开发协议 16.5GW，争取开发指标容量 4GW**

2022 年上半年公司累积新签订开发协议 16488.5MW。通过竞配及其他方式，争取开发指标容量 3976.5MW（其中风电 2646.5MW、光伏 1330.0MW），分布式光伏备案 1730MW，累计取得开发指标 5706.5MW。充足的项目储备为公司发展提供广阔空间。

● **集团风电业务整合平台，超过 20GW 集团资产拟注入**

公司是国家能源集团风电业务整合平台。根据国家能源集团出具的避免同业竞争的承诺函，国家能源集团将在公司吸收平庄能源交易完成后的 3 年内(2022-2024 年)将存续风电业务注入公司。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 25.71GW。预计后续注入将大幅提升公司风电装机规模，强化公司龙头地位。

● **估值分析与评级说明**

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 76.45 亿元、94.68 亿元、118.20 亿元，对应 PE 分别为 25.2 倍、20.4 倍、16.3 倍。公司背靠国家能源集团，在项目储备、运营管理、资金成本等方面优势明显，装机增长的确定性强，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

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	37208.49	39970.11	46497.61	54581.31
收入增长率%	29.16	7.42	16.33	17.39
归母净利润（百万元）	6404.18	7645.48	9467.98	11819.96
利润增速%	28.67	19.38	23.84	24.84
毛利率%	34.87	33.64	35.39	36.88
摊薄 EPS(元)	0.77	0.95	1.18	1.47
PE	-	25.23	20.37	16.32
PB	-	2.72	2.40	2.09
PS	0.07	0.06	0.06	0.06

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)					
2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
流动资产	36277.74	41111.48	51629.50	65589.91	营业收入	37208.49	39970.11	46497.61	54581.31
现金	3865.95	4183.88	8391.91	13186.51	营业成本	24235.66	26524.02	30041.26	34454.40
应收账款	128.17	154.05	169.69	204.78	营业税金及附加	315.62	359.97	406.59	484.42
其它应收款	961.67	1536.99	1494.87	1926.80	营业费用	2.02	3.37	3.22	4.19
预付账款	628.41	765.55	823.00	969.17	管理费用	398.09	399.70	441.73	491.23
存货	752.20	999.26	1032.08	1240.86	财务费用	3646.06	2867.71	3307.84	3952.99
其他	29941.36	33471.75	39717.96	48061.79	资产减值损失	-256.23	-293.49	-505.26	-399.37
非流动资产	153027.96	167178.74	186943.11	212938.19	公允价值变动收益	289.58	100.88	201.00	303.00
长期投资	4166.94	4097.91	4118.88	4094.86	投资净收益	-471.23	47.96	60.45	76.41
固定资产	114694.67	123465.11	135548.90	151013.51	营业利润	8707.93	10482.09	13006.37	16303.96
无形资产	8250.41	9250.41	11250.29	14250.22	营业外收入	165.16	113.22	126.84	165.16
其他	25915.94	30365.31	36025.05	43579.60	营业外支出	121.62	59.04	81.42	121.62
资产总计	189305.71	208290.21	238572.61	278528.10	利润总额	8751.46	10536.27	13051.78	16347.49
流动负债	59722.73	63997.41	75469.14	91897.55	所得税	1488.37	1826.45	2241.12	2820.42
短期借款	17773.82	19577.72	28660.80	41393.14	净利润	7263.09	8709.82	10810.67	13527.08
应付账款	10757.66	11731.68	13311.00	15252.87	少数股东损益	858.92	1064.34	1342.68	1707.12
其他	31191.25	32688.01	33497.35	35251.54	归属母公司净利润	6404.18	7645.48	9467.98	11819.96
非流动负债	56864.28	62864.28	70864.28	80864.28	EBITDA	20944.22	23534.62	27936.24	33161.36
长期借款	40273.02	46273.02	54273.02	64273.02	EPS (元)	0.77	0.95	1.18	1.47
其他	16591.26	16591.26	16591.26	16591.26					
负债合计	116587.00	126861.69	146333.42	172761.83	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	9374.41	10438.75	11781.43	13488.55	营业收入	29.16%	7.42%	16.33%	17.39%
归属母公司股东权益	63344.29	70989.78	80457.76	92277.72	营业利润	25.59%	20.37%	24.08%	25.35%
负债和股东权益	189305.71	208290.21	238572.61	278528.10	归属母公司净利润	28.67%	19.38%	23.84%	24.84%
					毛利率	34.87%	33.64%	35.39%	36.88%
					净利率	17.21%	19.13%	20.36%	21.66%
					ROE	10.11%	10.77%	11.77%	12.81%
					ROIC	6.54%	5.81%	6.19%	6.46%
					资产负债率	61.59%	60.91%	61.34%	62.03%
					净负债比率	160.33%	155.80%	158.65%	163.34%
					流动比率	0.61	0.64	0.68	0.71
					速动比率	0.58	0.61	0.66	0.69
					总资产周转率	0.20	0.19	0.19	0.20
					应收帐款周转率	290.32	259.46	274.02	266.54
					应付帐款周转率	3.46	3.41	3.49	3.58
					每股收益	0.77	0.95	1.18	1.47
					每股经营现金	2.08	2.64	2.95	3.37
					每股净资产	7.88	8.83	10.01	11.48
					P/E	-	25.23	20.37	16.32
					P/B	-	2.72	2.40	2.09
					EV/EBITDA	4.08	12.15	10.69	9.55
					PS	5.18	4.83	4.15	3.53

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

陶贻功，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，北京化工大学硕士，2018 年加入银河证券研究院，从事环保公用行业研究。

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。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。

联系方式

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

北京市丰台区西营街 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：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

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

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn