

买入 (维持)

00916.HK 龙源电力

港股通(沪、深)

目标价: 20.13 港元

现价: 13.36 港元

来风偏弱, 回收补贴显著改善基本面

2022年08月25日

预期升幅: 50.7%

主要财务指标

市场数据

日期	2022.08.24
收盘价(港元)	13.36
总股本(百万股)	8,382
流通股本(百万股)	3,473
总市值(百万港元)	111,983
流通市值(百万港元)	46,404
股东净资产(百万元)	72,321
总资产(百万元)	189,855
每股净资产(元)	8.63

数据来源: Wind

相关报告

龙源电力(00916.HK): 业绩暂时性出现回落, 看好全年和十四五期间的确定性_20220429

龙源电力(00916.HK): 内生装机增长有望提速, 期待双重盈利弹性_20220402

龙源电力(00916.HK) 2021H1 业绩点评: 业绩稳健增长, 新能源运营龙头加速成长_20210831

龙源电力(00916.HK) 2020 年度业绩点评: 业绩稳步增长, 大力储备新能源项目_20210414

海外能源、公用事业、工业行业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	37208	48011	62773	81407
同比增长	29.2%	29.0%	30.7%	29.7%
归母净利润(百万元)	6404	7536	9145	10847
同比增长	28.7%	17.7%	21.4%	18.6%
毛利率	34.9%	35.5%	35.4%	34.9%
净利率	19.5%	17.8%	16.5%	15.1%
净资产收益率	10.1%	10.8%	12.1%	13.3%
每股收益(元)	0.76	0.90	1.09	1.29
每股经营现金流(元)	2.00	3.23	4.11	5.33

投资要点

- **业绩略低于预期。**2022 年上半年, 公司实现收入 216.62 亿元, 同比增长 11.7%。其中, (1) 风电板块营收 142.93 亿元, 同比增长 0.6%, 占公司总收入的 66.0%; (2) 火电分部的煤炭销售收入为 42.37 亿元, 同比增加 66.0%, 占公司总收入的 19.6%。主要是由于煤炭销售数量及销售单价较 2021 年有所上升; 火电的售电收入为 20.40 亿元, 同比上升 24.5%, 占公司总收入的 9.4%, 主要是由于火电售电量及平均售电单价较 2021 年上升所致。(3) 其他分部的可再生能源收入为 3.53 亿元, 同比增加 41.8%, 主要是由于光伏等其他可再生能源发电量增加所致。公司实现经营利润 81.96 亿元, 同比下降 10.5%, 其中, 风电分部经营利润为 79.73 亿元, 同比下降 10.4%, 主要是由于分部营收增长少于折旧摊销费用以及员工成本的增加; 公司实现归母净利润 42.16 亿元, 同比减少 17.8%; 每股盈利为 0.5052 元, 同比减少 0.1333 元。
- **由于来风偏弱等限制, 公司风力发电表现平平, 下半年压力或将有所减少。**2022 年上半年, 公司风电利用小时数为 1173 小时, 同比减少 124 小时, 公司归因于报告期内风速同比下降 0.35 米/秒。公司实现风电平均上网电价 0.486 元/兆瓦时, 同比微降 0.008 元/兆瓦时, 主要是由于电价区域占比变化和市场化交易电量比重增加的原因。公司上半年自建项目控股装机容量 129.75MW, 其中风电项目 54MW; 光伏项目 75.75MW。叠加资产重组并购项目容量 1989.6MW, 公司的风电控股装机容量达到 25.71GW, 光伏等其他可再生能源装机容量达到 1241.55MW, 抵消了部分由于风速不佳带来的发电量下降。2022 年上半年, 公司风电发电量 302.16 亿千瓦时, 同比提升 10.25%; 下半年, 风电利用小时数或将回归正常偏好表现, 风力发电量压力或有降低。
- **补贴回收加速, 助力基本面改善和未来项目开发。**公司补贴回收加速进行, 在手现金和经营性现金流大幅提升, 极大增强了未来项目开发能力。2022 年上半年, 公司争取开发指标容量 3976.5MW, 其中风电 2646.5MW, 光伏 1330.0MW, 分布式光伏备案 1730.0MW, 累计取得开发指标 5706.5MW。随着补贴回款加快, 公司现金流充裕, 储备项目滚动开发有望提速。
- **我们的观点:** 公司作为全国风电运营龙头, 将最先受益于补贴拖欠问题解决的可能性, 现金流有望迎来实质性改善, 估值或有进一步抬升的空间。2022 年及“十四五”期间, 公司自建装机稳步推进, 而潜在的母公司资产注入本身就足以令其装机容量翻番。公司资产负债率有一定优势, 顺利回归 A 股实现两地上市, 用 A 股融资配售有利于港股股东。我们调整公司 2022-2024 年归母净利润预测分别为 75.36/91.45/108.47 亿元, 业绩增速分别为+17.7%/+21.4%/+18.6%。维持“买入”评级, 给予公司目标价 20.13 港元, 对应 2023 年 15 倍 PE。

风险提示: 政策执行不及预期、来风情况不及预期

报告正文

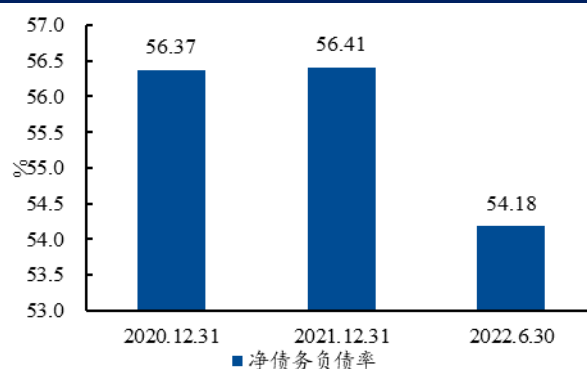
业绩略低于预期。2022年上半年,公司实现收入216.62亿元,同比增长11.7%。其中,(1)风电板块营收142.93亿元,同比增长0.6%,占公司总收入的66.0%;(2)火电分部的煤炭销售收入为42.37亿元,同比增加66.0%,占公司总收入的19.6%。主要是由于煤炭销售数量及销售单价较2021年有所上升;火电的售电收入为20.40亿元,同比上升24.5%,占公司总收入的9.4%,主要是由于火电售电量及平均售电单价较2021年上升所致。(3)其他分部的可再生能源收入为3.53亿元,同比增加41.8%,主要是由于光伏等其他可再生能源发电量增加所致。公司实现经营利润81.96亿元,同比下降10.5%,其中,风电分部经营利润为79.73亿元,同比下降10.4%,主要是由于分部营收增长少于折旧摊销费用以及员工成本的增加;公司实现归母净利润42.16亿元,同比减少17.8%;每股盈利为0.5052元,同比减少0.1333元。

由于来风偏弱等限制,公司风力发电表现平平,下半年压力或将有所减少。2022年上半年,公司风电利用小时数为1173小时,同比减少124小时,公司归因于报告期内风速同比下降0.35米/秒。公司实现风电平均上网电价0.486元/千瓦时,同比微降0.008元/千瓦时,主要是由于电价区域占比变化和市场化交易电量比重增加的原因。公司上半年自建项目控股装机容量129.75MW,其中风电项目54MW;光伏项目75.75MW。叠加资产重组并购项目容量1989.6MW,公司的风电控股装机容量达到25.71GW,光伏等其他可再生能源装机容量达到1241.55MW,抵消了部分由于风速不佳带来的发电量下降。2022年上半年,公司风电发电量302.16亿千瓦时,同比提升10.25%;下半年,风电利用小时数或将回归正常偏好表现,风力发电量压力或有降低。

表1、公司资产负债表主要数据(单位:亿元)

	2022年06月30日	2021年12月31日	变化率
银行存款及现金	150.95	41.75	261.56%
短期借款	417.07	424.03	-1.64%
长期借款	662.25	611.66	8.27%
总负债	1370.38	1276.71	7.34%
净资产	798.35	780.24	2.32%
总资产	2168.73	2056.95	5.43%
资产负债率	63.19%	62.07%	1.12个百分点

图1、公司净债务负债率情况



资料来源:公司业绩会ppt,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:公司业绩会ppt,兴业证券经济与金融研究院整理

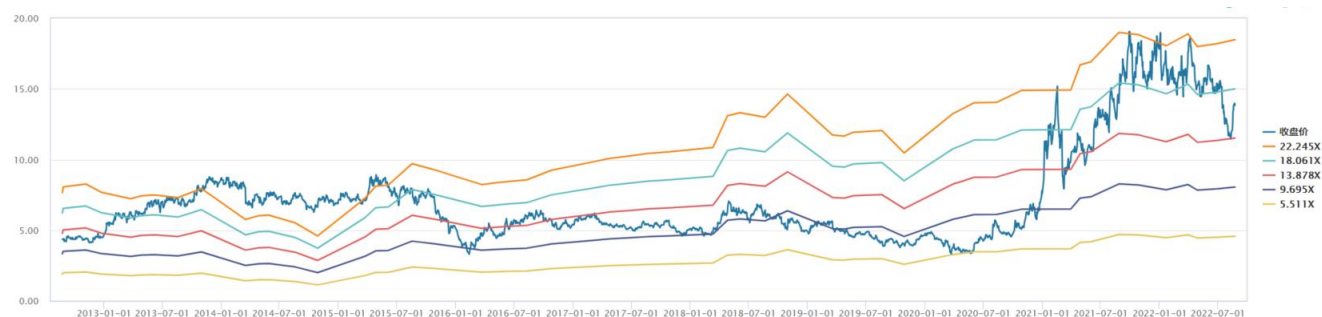
补贴回收加速,助力基本面改善和未来项目开发。公司补贴回收加速进行,在手现金和经营性现金流大幅提升,极大增强了未来项目开发能力。2022年上半年,公司争取开发指标容量3976.5MW,其中风电2646.5MW,光伏1330.0MW,分布式光伏备案1730.0MW,累计取得开发指标5706.5MW。随着补贴回款加快,公

司现金流充裕，储备项目滚动开发有望提速。

我们的观点：公司作为全国风电运营龙头，将最先受益于补贴拖欠问题解决的可能性，现金流有望迎来实质性改善，估值或有进一步抬升的空间。2022年及“十四五”期间，公司自建装机稳步推进，而潜在的母公司资产注入本身就足以令其装机容量翻番。公司资产负债率有一定优势，顺利回归A股实现两地上市，用A股融资配售有利于港股股东。我们调整公司2022-2024年归母净利润预测分别为75.36/91.45/108.47亿元，业绩增速分别为+17.7%/+21.4%/+18.6%。维持“买入”评级，给予公司目标价20.13港元，对应2023年15倍PE。

风险提示：政策执行不及预期、来风情况不及预期

图2、公司历史PE走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	36278	30718	32349	32627
货币资金	3866	4175	4422	4154
交易性金融资产	742	0	0	0
应收票据及应收账款	128	219	281	359
预付款项	628	0	0	0
存货	752	1182	1493	1923
其他	30161	25142	26153	26190
非流动资产	153028	197151	252416	315692
长期股权投资	4167	4153	4141	4150
固定资产	114695	159059	211428	271074
在建工程	20239	20353	23210	26938
无形资产	8250	8250	8250	8250
商誉	61	61	61	61
长期待摊费用	23	23	23	23
其他	5592	5251	5302	5195
资产总计	189306	227869	284765	348320
流动负债	59723	83738	128787	179216
短期借款	17774	40365	79063	122572
应付票据及应付账款	13765	17693	23177	30246
其他	28184	25679	26546	26398
非流动负债	56864	63879	69042	74449
长期借款	40273	45572	51266	56692
其他	16591	18307	17776	17757
负债合计	116587	147617	197829	253665
股本	8036	8382	8382	8382
资本公积	14189	14189	14189	14189
未分配利润	32796	39150	44527	50802
少数股东权益	9374	10385	11612	13066
股东权益合计	72719	80252	86937	94655
负债及权益合计	189306	227869	284765	348320

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	6404	7536	9145	10847
折旧和摊销	8107	7047	9881	13262
资产减值准备	480	-463	119	96
资产处置损失	-16	-163	-164	-139
公允价值变动损失	-290	-108	-138	-153
财务费用	3081	6606	9314	12820
投资损失	471	0	0	0
少数股东损益	859	1011	1227	1455
营运资金的变动	-2400	5978	5120	6386
经营活动产生现金流量	16755	27075	34451	44662
投资活动产生现金流量	-18467	-49349	-64789	-76359
融资活动产生现金流量	95	22583	30585	31428
现金净变动	-1611	309	248	-268
现金的期初余额	5226	3866	4175	4422
现金的期末余额	3866	4175	4422	4154

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	37208	48011	62773	81407
营业成本	24236	30977	40569	52997
税金及附加	316	407	532	691
销售费用	0	3	3	3
管理费用	398	561	722	931
研发费用	140	106	113	115
财务费用	3646	6606	9314	12820
其他收益	881	781	800	807
投资收益	-471	0	0	0
公允价值变动收益	290	108	138	153
信用减值损失	-224	-154	-172	-175
资产减值损失	-256	0	0	0
资产处置收益	16	163	164	139
营业利润	8708	10249	12450	14775
营业外收入	165	126	133	136
营业外支出	122	77	86	89
利润总额	8751	10298	12497	14822
所得税	1488	1751	2125	2521
净利润	7263	8547	10372	12301
少数股东损益	859	1011	1227	1455
归属母公司净利润	6404	7536	9145	10847
EPS(元)	0.76	0.90	1.09	1.29

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	29.2%	29.0%	30.7%	29.7%
营业利润增长率	25.6%	17.7%	21.5%	18.7%
归母净利润增长率	28.7%	17.7%	21.4%	18.6%
盈利能力				
毛利率	34.9%	35.5%	35.4%	34.9%
净利率	19.5%	17.8%	16.5%	15.1%
ROE	10.1%	10.8%	12.1%	13.3%
偿债能力				
资产负债率	61.6%	64.8%	69.5%	72.8%
流动比率	0.61	0.37	0.25	0.18
速动比率	0.59	0.35	0.24	0.17
营运能力				
资产周转率	20.4%	23.0%	24.5%	25.7%
应收帐款周转率	164.43	148.74	166.88	159.89
存货周转率	31.20	32.03	30.33	31.02
每股资料(元)				
每股收益	0.76	0.90	1.09	1.29
每股经营现金	2.00	3.23	4.11	5.33
每股净资产	7.56	8.34	8.99	9.73
估值比率(倍)				
PE	14.29	12.07	9.96	8.42
PB	1.44	1.30	1.21	1.12

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 China Great Wall International Holdings VI Limited.、Coastal Emerald Limited、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、山东黄金集团有限公司、广发控股（香港）有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、宁波旷世智源工业设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设投资有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发（集团）有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、Linyi City Development International Co., Limited、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd、信银（香港）投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、Heng Yuan International Company Ltd、济南高新控股集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、香港國際（青島）有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、朗诗绿色生活服务股份有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、望博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股（集团）有限公司、湖州吴兴经开投资建设发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、溧源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、镇江国有投资控股集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：(852) 35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk