

光伏放量，成长可期

2023 年 08 月 30 日

➤ **事件概述：**8 月 29 日，公司发布 2023 年半年度报告，报告期内实现营业收入 198.52 亿元，同比下降 8.40%（经重述）；归属于上市公司股东的净利润 49.58 亿元，同比增长 14.45%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润 48.96 亿元，同比增长 14.83%（经重述）。

➤ **电价下行，成本扩张拖累风电业绩：**1H23 公司新增控股风电装机 12.52 万千瓦，完成风电发电量 331.08 亿千瓦时，同比增长 9.6%，其中，Q2 风电发电量 163.08 亿千瓦时，同比增长 8.2%。因平价项目以及市场交易电量增加等因素影响，1H23 风电平均上网电价同比下降 1.7 分/千瓦时至 0.469 元/千瓦时，降幅 3.5%，电价下行导致公司风电板块实现营收（不含特许权服务收入）152.15 亿元，同比增长 6.4%，其中 Q2 风电营收 74.74 亿元，同比增长 3.5%，均低于同期电量增速。装机增长成本扩张导致 1H23 公司风电板块实现经营利润 83.37 亿元，同比仅增长 4.6%，经营利润率下降 1.0 个百分点至 54.8%。

➤ **量价齐缩，火电业绩仍待改善：**1H23 公司火电完成发电量 50.28 亿千瓦时，同比下降 4.6%，其中，Q2 火电发电量 27.09 亿千瓦时，同比增长 7.7%，而 Q2 江苏省内火电发电量同比增长 13.8%。1H23 火电平均上网电价同比下降 0.8 分/千瓦时至 0.415 元/千瓦时，降幅 1.9%。量价齐缩叠加煤炭销量下降，1H23 公司火电板块实现营收 41.03 亿元，同比下降 40.9%，或因电煤采购结构与结算周期滞后，公司度电燃料成本为 0.343 元/千瓦时，较上年同期基本持平，火电板块经营利润 2.08 亿元，同比下降 32.2%，经营利润率提升 0.7 个百分点至 5.1%。

➤ **光伏业绩渐释，储备项目丰富：**1H23 公司新增控股光伏装机 39.02 万千瓦，完成光伏发电量 16.10 亿千瓦时，同比增长 96.7%，其中，Q2 光伏发电量 11.27 亿千瓦时，同比增长 125.9%。因平价项目增加，1H23 光伏平均上网电价同比下降 0.159 元/千瓦时至 0.313 元/千瓦时，降幅 33.7%，1H23 光伏板块实现营收 4.61 亿元，同比增长 47.5%；实现经营利润 2.31 亿元，同比增长 64.4%。1H23 公司累计取得开发指标 4.01GW，其中通过平价取得开发指标 3.07GW（风电 1.58GW、光伏 1.49GW），充沛储备项目资源支持公司完成“十四五”装机规划。

➤ **投资建议：**电价下行，成本扩张短期拖累风电板块业绩；火电板块量价齐缩燃料成本压力仍在，火电业绩仍待改善；光伏潜力逐渐释放，长期来看公司作为行业内龙头企业，项目资源储备丰富，足够支撑公司高速增长。考虑电量、电价情况，调整对公司的盈利预测，预计 23/24/25 年 EPS 分别为 1.01/1.13/1.16 元（前值 1.12/1.17/1.20 元），对应 8 月 29 日收盘价 PE 分别为 19.3/17.2/16.7 倍，参考行业可比公司估值水平，给予公司 23 年 22 倍 PE 估值，目标价 22.22 元/股，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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	39863	40405	42547	43354
增长率（%）	-0.1	1.4	5.3	1.9
归属母公司股东净利润（百万元）	5112	8451	9475	9755
增长率（%）	-31.1	65.3	12.1	3.0
每股收益（元）	0.61	1.01	1.13	1.16
PE	31.9	19.3	17.2	16.7
PB	2.4	2.1	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 29 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

19.44 元

目标价：

22.22 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

电话：021-60876734

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

电话：021-60876734

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1.龙源电力 (001289.SZ) 2023 年一季报点评：一帆“风”顺，浴“火”重生，静待“光明”-2023/04/26

2.龙源电力 (001289.SZ) 2022 年年报点评：轻装上阵潜力待释-2023/03/30

3.龙源电力 (001289.SZ) 2022 年业绩预告点评：成本扩张、计提减值，业绩短期承压-2023/02/01

4.龙源电力 (001289.SZ) 2022 年三季报点评：来风如期改善，全年修复可期-2022/10/28

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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	39863	40405	42547	43354
营业成本	26139	25430	26304	26997
营业税金及附加	362	364	383	390
销售费用	0	0	0	0
管理费用	301	323	340	347
研发费用	97	101	106	108
EBIT	13906	14187	15413	15512
财务费用	3806	3347	3251	2985
资产减值损失	-2003	-200	-200	-200
投资收益	-407	40	43	43
营业利润	7686	11382	12767	13147
营业外收支	-49	50	50	50
利润总额	7638	11432	12817	13197
所得税	1542	1829	2051	2111
净利润	6096	9603	10767	11085
归属于母公司净利润	5112	8451	9475	9755
EBITDA	24814	24869	26782	27401

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20493	25058	30987	34981
应收账款及票据	543	487	515	526
预付款项	793	763	789	810
存货	750	697	721	740
其他流动资产	30708	32071	33629	34216
流动资产合计	53286	59076	66641	71273
长期股权投资	3797	3837	3877	3917
固定资产	134643	139366	139230	136706
无形资产	7708	7138	6567	5993
非流动资产合计	169609	171205	168576	165276
资产合计	222895	230281	235218	236549
短期借款	18524	17710	18062	18065
应付账款及票据	12769	12541	12972	13314
其他流动负债	43419	41669	41901	42068
流动负债合计	74711	71920	72935	73446
长期借款	55548	57548	52548	45548
其他长期负债	12557	12557	12557	12557
非流动负债合计	68105	70105	65105	58105
负债合计	142816	142026	138041	131552
股本	8382	8382	8382	8382
少数股东权益	11272	12425	13717	15047
股东权益合计	80079	88256	97177	104998
负债和股东权益合计	222895	230281	235218	236549

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.07	1.36	5.30	1.90
EBIT 增长率	-3.35	2.02	8.64	0.64
净利润增长率	-31.14	65.31	12.11	2.96
盈利能力 (%)				
毛利率	34.43	37.06	38.18	37.73
净利润率	15.29	23.77	25.31	25.57
总资产收益率 ROA	2.29	3.67	4.03	4.12
净资产收益率 ROE	7.43	11.14	11.35	10.84
偿债能力				
流动比率	0.71	0.82	0.91	0.97
速动比率	0.69	0.80	0.89	0.95
现金比率	0.27	0.35	0.42	0.48
资产负债率 (%)	64.07	61.67	58.69	55.61
经营效率				
应收账款周转天数	3.12	3.00	3.00	3.00
存货周转天数	10.47	10.00	10.00	10.00
总资产周转率	0.18	0.18	0.18	0.18
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	1.01	1.13	1.16
每股净资产	8.21	9.05	9.96	10.73
每股经营现金流	3.53	2.43	2.91	3.08
每股股利	0.12	0.20	0.25	0.30
估值分析				
PE	31.9	19.3	17.2	16.7
PB	2.4	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	10.00	9.85	8.75	8.15
股息收益率 (%)	0.60	1.03	1.29	1.54

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6096	9603	10767	11085
折旧和摊销	10908	10682	11369	11889
营运资金变动	6792	-3302	-1073	-230
经营活动现金流	29606	20338	24352	25811
资本开支	-22236	-12139	-8550	-8400
投资	2598	-139	-189	-189
投资活动现金流	-19009	-12238	-8697	-8546
股权募资	791	0	0	0
债务募资	15735	1187	-4649	-6997
筹资活动现金流	3839	-3535	-9726	-13272
现金净流量	14425	4565	5929	3993

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