

减值扰动业绩，关注光伏放量

2024 年 03 月 28 日

➤ **事件概述：**3 月 27 日，公司发布 2023 年年度报告，报告期内实现营业收入 376.42 亿元，同比下降 5.57%（经重述）；归母净利润 62.49 亿元，同比增长 22.27%（经重述）；扣非归母净利润 62.43 亿元，同比增长 8.68%（经重述）。公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.2225 元，合计派发现金红利 18.60 亿元，现金分红比例约 30.60%。

➤ **装机增长下成本扩张与减值压力，风电主业承压：**2023 年公司新增控股风电装机 156.26 万千瓦，完成风电发电量 613.53 亿千瓦时，同比增长 5.2%，其中，Q4 风电发电量 166.80 亿千瓦时，同比增长 2.8%。因平价项目以及市场交易电量增加等因素影响，2023 风电平均上网电价同比下降 2.4 分/千瓦时至 0.457 元/千瓦时，降幅 5.0%；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）273.61 亿元，同比增长 2.1%，低于同期电量增速。装机增长成本扩张以及“以大代小”项目计提资产减值损失计提导致全年公司风电板块实现经营利润 110.11 亿元，同比下降 5.3%，经营利润率下降 3.1 个百分点至 39.8%。

➤ **新能源挤压火电电量回落，成本仍具下降空间：**因江苏省内新能源装机挤压，2023 年公司火电完成发电量 103.20 亿千瓦时，同比下降 2.4%；但市场交易电量增加，全年平均上网电价同比提高 1.7 分/千瓦时至 0.417 元/千瓦时，增幅 4.3%；全年火电发电营收 39.71 亿元，同比下降 2.4%；成本端，2023 年公司火电燃料成本同比下降 3.4%至，考虑当前煤价趋势，火电业绩仍具改善空间。

➤ **储备资源充足，光伏延续增势：**截至 2023 年末，公司其他可再生能源（主要为光伏）发电装机达到 596.43 万千瓦，其中光伏新增 294.73 万千瓦；全年公司其他可再生能源业务（主要为光伏）完成发电量 45.53 亿千瓦时，同比增长 159.8%；同期其他可再生能源业务（主要为光伏）实现营收 14.08 亿元，同比增长 114.4%。2023 年公司取得新能源开发指标 19.84GW（风电 5.07GW，光伏 14.77GW）；新增风电资源储备 24.65GW、光伏资源储备 23.95GW，重组的资源储备提升公司增长潜力。

➤ **投资建议：**因风电场“以大代小”改造升级计划，本年度公司延续计提资产减值损失约 20.86 亿元，拖累业绩释放。根据电量、电价以及后续改造安排变化，调整对公司的盈利预测，预计 24/25 年 EPS 分别为 0.95/0.99 元（前值 1.08/1.11 元）新增 26 年 EPS 为 1.02 元，对应 3 月 27 日收盘价 PE 分别为 19.1/18.4/17.9 倍，参考行业可比公司估值水平，给予公司 24 年 25.0 倍 PE 估值，目标价 23.75 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	37,642	39,413	40,228	41,148
增长率 (%)	-5.6	4.7	2.1	2.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,249	7,971	8,300	8,543
增长率 (%)	22.3	27.6	4.1	2.9
每股收益 (元)	0.75	0.95	0.99	1.02
PE	24.4	19.1	18.4	17.9
PB	2.2	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 27 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

18.20 元

目标价：

23.75 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

- 1.龙源电力 (001289.SZ) 2023 年三季度报点评：基数扰动风电，光伏持续放量-2023/10/27
- 2.龙源电力 (001289.SZ) 2023 年半年报点评：光伏放量，成长可期-2023/08/30
- 3.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
- 4.龙源电力 (001289.SZ) 2022 年年报点评：轻装上阵潜力待释-2023/03/30
- 5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	37,642	39,413	40,228	41,148
营业成本	23,956	23,534	24,211	25,013
营业税金及附加	356	374	382	391
销售费用	0	0	0	0
管理费用	451	473	483	494
研发费用	145	158	161	165
EBIT	13,660	14,874	14,991	15,086
财务费用	3,403	3,292	3,093	2,856
资产减值损失	-2,086	-1,000	-1,000	-1,000
投资收益	19	20	20	21
营业利润	8,158	11,333	11,663	12,008
营业外收支	82	100	100	100
利润总额	8,239	11,433	11,763	12,108
所得税	1,501	1,944	1,882	1,937
净利润	6,738	9,490	9,881	10,170
归属于母公司净利润	6,249	7,971	8,300	8,543
EBITDA	24,368	26,456	27,294	27,993

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,879	8,120	13,616	16,447
应收账款及票据	393	317	325	333
预付款项	603	588	605	625
存货	727	645	663	685
其他流动资产	39,110	38,987	39,743	40,597
流动资产合计	45,713	48,657	54,952	58,687
长期股权投资	5,995	6,035	6,075	6,115
固定资产	141,361	145,565	145,554	144,186
无形资产	6,779	6,193	5,605	5,015
非流动资产合计	183,543	184,042	182,560	180,275
资产合计	229,256	232,699	237,513	238,962
短期借款	26,691	25,877	26,229	26,232
应付账款及票据	17,324	16,119	16,583	17,132
其他流动负债	28,151	29,749	29,912	30,104
流动负债合计	72,165	71,745	72,724	73,468
长期借款	68,688	63,688	58,688	51,688
其他长期负债	6,076	6,076	6,076	6,076
非流动负债合计	74,764	69,764	64,764	57,764
负债合计	146,929	141,509	137,488	131,231
股本	8,382	8,382	8,382	8,382
少数股东权益	11,409	12,927	14,508	16,136
股东权益合计	82,327	91,190	100,025	107,731
负债和股东权益合计	229,256	232,699	237,513	238,962

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.57	4.70	2.07	2.29
EBIT 增长率	-1.72	8.89	0.79	0.64
净利润增长率	22.27	27.56	4.12	2.93
盈利能力 (%)				
毛利率	36.36	40.29	39.82	39.21
净利润率	17.90	24.08	24.56	24.72
总资产收益率 ROA	2.73	3.43	3.49	3.58
净资产收益率 ROE	8.81	10.19	9.71	9.33
偿债能力				
流动比率	0.63	0.68	0.76	0.80
速动比率	0.62	0.66	0.74	0.78
现金比率	0.07	0.11	0.19	0.22
资产负债率 (%)	64.09	60.81	57.89	54.92
经营效率				
应收账款周转天数	3.47	3.00	3.00	3.00
存货周转天数	11.08	10.00	10.00	10.00
总资产周转率	0.16	0.17	0.17	0.17
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.95	0.99	1.02
每股净资产	8.46	9.34	10.20	10.93
每股经营现金流	1.66	3.09	3.10	3.18
每股股利	0.22	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	24.4	19.1	18.4	17.9
PB	2.2	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	10.85	9.66	8.99	8.41
股息收益率 (%)	1.22	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	6,738	9,490	9,881	10,170
折旧和摊销	10,708	11,582	12,303	12,906
营运资金变动	-8,852	589	-272	-263
经营活动现金流	13,884	25,873	25,948	26,654
资本开支	-18,906	-11,909	-10,600	-10,400
投资	-2,718	-121	-171	-171
投资活动现金流	-21,434	-12,011	-10,751	-10,551
股权募资	202	0	0	0
债务募资	2,592	-5,813	-4,649	-6,997
筹资活动现金流	-6,265	-10,621	-9,701	-13,273
现金净流量	-13,810	3,241	5,496	2,831

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。	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