



## 买入（维持）

所属行业：公用事业/电力  
当前价格(元)：18.73

### 证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

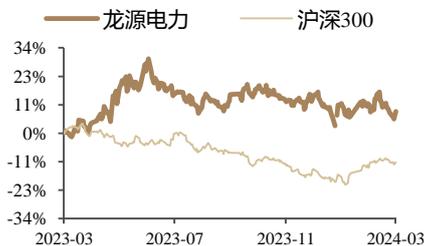
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

### 联系人

刘正

邮箱：liuzheng3@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.09	-2.19	-6.86
相对涨幅(%)	-4.62	-8.30	-10.46

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《提升电力系统稳定调节能力，加快推动氢能产业高质量发展》，2024.3.22
- 《规范可再生能源电量保障收购行为，推动可再生能源健康发展》，2024.3.18
- 《推动大规模设备更新，科学仪器&再生资源领域需求有望释放》，2024.3.14
- 《山东氢能免征高速过路费，氢能重卡经济性凸显》，2024.3.1
- 《加快构建废弃物循环利用体系，资源再生板块有望受益》，2024.2.21

# 龙源电力（001289.SZ）：“以大代小”干扰利润释放，风光装机有望维持高增

## 投资要点

- 事件：**公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营收 376.4 亿元，同比-5.6%，归母净利润 62.5 亿元，同比+22.3%。
- 业绩略低于预期，计提资产减值 21.9 亿元。**2023 年公司实现营收 376.4 亿元，同比-5.6%，归母净利润 62.5 亿元，同比+22.3%，扣非归母净利润 62.4 亿元，同比+8.7%，其中 23Q4 公司实现营业收入 95.3 亿元，实现归母净利润 1.4 亿元，整体业绩略低于我们之前的预期，主要原因或有以下两点：（1）受风电场“以大代小”改造计划等因素影响，23 年公司计提资产减值 21.9 亿元；（2）电价同比略有降低，23 年公司平均上网电价人民币 443 元/兆瓦时（不含增值税，下同），同比减少 25 元/兆瓦时；其中风电平均上网电价 457 元/兆瓦时，同比减少 24 元/兆瓦时，主要由于风电市场交易规模扩大、平价项目增加所致；光伏平均上网电价 308 元/兆瓦时，同比减少 95 元/兆瓦时，主要由于新投产的光伏项目均为平价项目。
- 风光电量稳定增长，火电出力受到挤压。**2023 年公司完成发电量 762.3 亿千瓦时，同比+7.9%。其中，风电发电量 613.5 亿千瓦时，同比+5.2%，平均利用小时数为 2346 小时，较 2022 年提高 50 小时，主要由于公司运营效率优化和平均风速同比上升。光伏及其他可再生能源发电量 45.5 亿千瓦时，同比+159.8%，主要得益于光伏装机的快速增长；火电发电量 103.2 亿千瓦时，同比下降 2.4%，主要由于江苏省新能源装机大幅增加，挤压了火电发电空间，致使火电利用小时数较 2022 年下降 135 小时。
- 资源储备充足，风光装机有望维持高增速。**截至 2023 年底，公司控股装机容量达 35.6GW，同比增加 4.5GW，其中风电装机 27.8GW，同比增加 1.6GW。2023 年公司新增资源储备 54GW（风电 24.65GW、光伏 23.95GW，抽蓄及储能 5.4GW），均位于资源较好地区；全年取得开发指标突破 22.75GW，其中新能源开发指标 19.84GW（风电 5.07 GW，光伏 14.77 GW），抽水蓄能 2.38 GW，独立储能 0.53GW。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 398.8 亿元、437.6 元、473.2 亿元，增速分别为 5.9%、9.7%、8.1%，归母净利润分别为 77.91 亿元、84.15 亿元、90.07 亿元，增速分别为 24.7%、8.0%、7.0%，维持“买入”评级。
- 风险提示：**风光建设不及预期；电价波动风险；政策风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	8,381.96		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	133.34	营业收入(百万元)	39,863	37,642	39,877	43,762	47,323
52 周内股价区间(元):	16.96-22.36	(+/-)YOY(%)	-0.1%	-5.6%	5.9%	9.7%	8.1%
总市值(百万元):	156,994.17	净利润(百万元)	5,111	6,249	7,791	8,415	9,007
总资产(百万元):	229,256.09	(+/-)YOY(%)	-31.2%	22.3%	24.7%	8.0%	7.0%
每股净资产(元):	8.46	全面摊薄 EPS(元)	0.61	0.75	0.93	1.00	1.07
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	34.4%	36.4%	37.4%	37.7%	37.6%
		净资产收益率(%)	7.4%	8.8%	9.9%	9.7%	9.4%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.73	0.93	1.00	1.07
每股净资产	8.46	9.39	10.39	11.47
每股经营现金流	1.66	4.43	4.01	3.93
每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	27.24	20.15	18.66	17.43
P/B	2.34	1.99	1.80	1.63
P/S	4.17	4.10	3.74	3.45
EV/EBITDA	11.41	9.09	8.63	8.47
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.4%	37.4%	37.7%	37.6%
净利润率	17.9%	21.7%	21.4%	21.1%
净资产收益率	8.8%	9.9%	9.7%	9.4%
资产回报率	2.7%	3.0%	2.9%	2.8%
投资回报率	5.6%	5.5%	5.4%	5.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-5.6%	5.9%	9.7%	8.1%
EBIT 增长率	-1.7%	11.1%	9.5%	8.3%
净利润增长率	22.3%	24.7%	8.0%	7.0%
偿债能力指标				
资产负债率	64.1%	65.2%	65.8%	66.0%
流动比率	0.6	0.7	0.6	0.5
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.5
现金比率	0.1	0.2	0.2	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.3	3.3	3.3	3.3
存货周转天数	11.1	11.1	11.1	11.1
总资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.1
固定资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	6,249	7,791	8,415	9,007
少数股东损益	489	866	935	1,001
非现金支出	12,895	16,097	18,592	20,889
非经营收益	3,103	3,638	4,120	4,609
营运资金变动	-8,852	8,714	1,583	-2,552
经营活动现金流	13,884	37,105	33,645	32,954
资产	-18,906	-38,873	-46,797	-53,010
投资	-2,718	-272	-369	-314
其他	190	29	31	35
投资活动现金流	-21,434	-39,115	-47,136	-53,289
债权募资	2,592	19,000	17,000	19,000
股权募资	202	0	0	0
其他	-9,059	-3,675	-4,166	-4,662
融资活动现金流	-6,265	15,325	12,834	14,338
现金净流量	-13,810	13,315	-656	-5,998

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 29 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	37,642	39,877	43,762	47,323
营业成本	23,956	24,944	27,257	29,509
毛利率%	36.4%	37.4%	37.7%	37.6%
营业税金及附加	356	362	397	435
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	0	0	131	71
营业费用率%	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%
管理费用	451	392	430	465
管理费用率%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
研发费用	145	91	125	142
研发费用率%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%
EBIT	13,660	15,177	16,617	17,993
财务费用	3,403	3,613	3,933	4,438
财务费用率%	9.0%	9.1%	9.0%	9.4%
资产减值损失	-2,086	-1,046	-1,327	-1,404
投资收益	19	40	44	47
营业利润	8,158	10,563	11,409	12,211
营业外收支	82	-6	-6	-6
利润总额	8,239	10,556	11,403	12,205
EBITDA	24,368	30,229	33,882	37,478
所得税	1,501	1,900	2,052	2,197
有效所得税率%	18.2%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	489	866	935	1,001
归属母公司所有者净利润	6,249	7,791	8,415	9,007

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,879	18,194	17,538	11,540
应收账款及应收票据	393	598	547	650
存货	727	811	870	950
其它流动资产	39,713	35,052	39,431	43,332
流动资产合计	45,713	54,655	58,386	56,472
长期股权投资	5,995	6,495	6,995	7,495
固定资产	141,361	167,084	194,870	222,935
在建工程	20,997	17,798	18,079	21,847
无形资产	6,779	6,234	5,606	4,903
非流动资产合计	183,543	206,599	235,188	267,642
资产总计	229,256	261,254	293,574	324,114
短期借款	26,691	33,691	40,691	47,691
应付票据及应付账款	17,324	20,093	25,335	25,486
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	28,151	29,723	30,451	31,832
流动负债合计	72,165	83,507	96,477	105,009
长期借款	68,688	80,688	90,688	102,688
其它长期负债	6,076	6,076	6,076	6,076
非流动负债合计	74,764	86,764	96,764	108,764
负债总计	146,929	170,271	193,241	213,773
实收资本	8,382	8,728	8,728	8,728
普通股股东权益	70,918	78,708	87,124	96,131
少数股东权益	11,409	12,275	13,210	14,211
负债和所有者权益合计	229,256	261,254	293,574	324,114

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。