

龙源电力 (001289.SZ)

24Q1 业绩同比微增，盈利能力保持稳定

增持

核心观点

营业收入基本持平，归母净利润小幅增长。2024年第一季度，公司实现营收98.77亿元(+0.10%)，归母净利润23.93亿元(+2.47%)，扣非归母净利润23.97亿元(+4.43%)。公司归母净利润同比略有增长的原因在于发电量实现同比增长，2024年第一季度，公司按合并报表口径累计完成发电量212.25亿千瓦时(+8.27%)。

新能源装机容量持续增长，未来业绩有望稳步提升。2024年第一季度，新增控股装机容量0.56GW，其中新增投产风电0.03GW、光伏0.06GW，收购光伏项目容量0.48GW。截至2024年3月，公司控股装机容量为36.16GW，其中风电27.78GW，火电1.88GW，其他可再生能源控股装机容量6.50GW。公司持续拓展新能源项目资源，2023年公司新增资源储备54GW，其中风电24.65GW、光伏23.95GW，抽蓄及储能5.4GW，均位于资源较好地区；2023年，公司取得开发指标突破22.75GW，其中新能源开发指标19.84GW（风电5.07GW，光伏14.77GW），抽水蓄能2.38GW，独立储能0.53GW。公司新能源项目资源储备较为充足，未来储备的项目资源逐步投运将驱动公司业绩持续稳健增长。2024年，公司新能源开发建设规模将大幅增加，2024年公司计划新开工新能源项目10GW，投产7.5GW。

风电场“以大代小”改造升级推进，促进效益改善。2023年6月以来，公司根据政策规定，对在运风电机组进行了全面梳理，制定了《龙源电力风电项目改造升级规划》，并启动了黑龙江、甘肃、内蒙古、辽宁、福建、吉林、浙江和新疆等省区的部分风电项目的“以大代小”改造工作。公司本轮启动的老旧风场改造项目均位于优质风资源区域，公司将综合考虑各省政策情况、项目审批进度等因素，逐步完成等容及增容建设。“以大代小”项目改造后，解决了老旧机组故障率高、发电效益低的问题，利用小时、发电量预计普遍可较原项目有显著提升。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；新能源项目投运不及预期；行业政策变化。

投资建议：维持盈利预测。预计2024-2026年公司归母净利润分别为85.1/95.5/106.1亿元，同比增长36.1%/12.3%/11.1%；EPS分别为1.01/1.09/1.22元，当前股价对应PE为17.8/16.5/14.8X。给予公司2024年19-20倍PE，对应公司合理市值为1616-1701亿元，对应19.28-20.29元/股合理价值，较目前股价有7%-12%的溢价空间，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,863	37,642	40,613	43,525	46,018
(+/-%)	7.1%	-5.6%	7.9%	7.2%	5.7%
净利润(百万元)	5112	6249	8505.43	9550.39	10608.78
(+/-%)	-20.2%	22.2%	36.1%	12.3%	11.1%
每股收益(元)	0.61	0.75	1.01	1.09	1.22
EBIT Margin	34.6%	36.6%	32.6%	33.1%	33.2%
净资产收益率(ROE)	6.4%	7.6%	9.7%	10.2%	10.5%
市盈率(PE)	29.6	24.2	17.8	16.5	14.8
EV/EBITDA	17.1	18.0	18.5	18.1	17.5
市净率(PB)	1.89	1.84	1.72	1.67	1.56

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

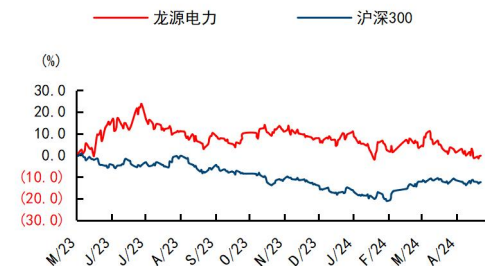
公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002	证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003
证券分析师：李依琳 010-88005029 liyilin1@guosen.com.cn S0980521070002	联系人：崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	19.28 - 20.29元
收盘价	18.04元
总市值/流通市值	150811/150811百万元
52周最高价/最低价	22.60/17.20元
近3个月日均成交额	94.24百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

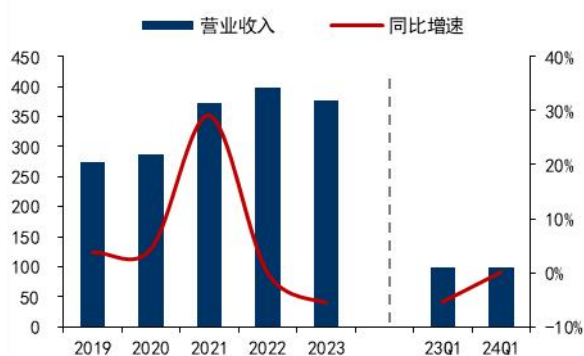
相关研究报告

- 《龙源电力(001289.SZ)-资产减值影响盈利增长，新能源装机持续增长》——2024-03-31
- 《龙源电力(001289.SZ)-净利润稳步提升，未来新能源项目投运驱动业绩增长》——2023-10-28
- 《龙源电力(001289.SZ)-盈利能力提升，新能源业务持续推进》——2023-08-31
- 《龙源电力(001289.SZ)-资产减值拖累业绩增长，项目资源储备充足保障业绩增长》——2023-04-08

营业收入基本持平，归母净利润小幅增长。2024 年第一季度，公司实现营收 98.77 亿元（+0.10%），归母净利润 23.93 亿元（+2.47%），扣非归母净利润 23.97 亿元（+4.43%）。公司归母净利润同比略有增长的原因在于发电量实现同比增长，2024 年第一季度，公司按合并报表口径累计完成发电量 212.25 亿千瓦时（+8.27%）。

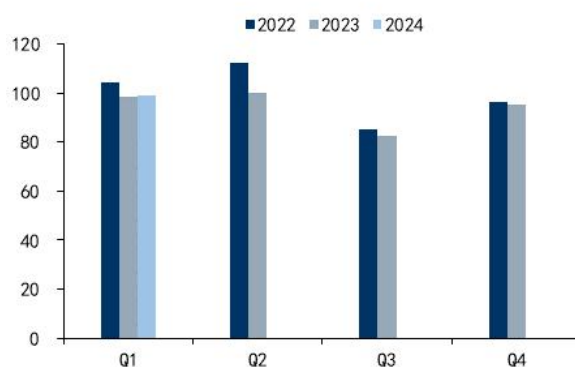
风电发电量小幅增长，其他可再生能源发电量大幅增长。分不同板块来看，风电发电量 170.31 亿千瓦时（+1.37%），火电发电量 25.81 亿千瓦时（+11.30%），其他可再生能源发电量 16.13 亿千瓦时（+233.33%）。利用小时数方面，2024 年 1-3 月，公司风电平均利用小时数为 640 小时，同比下降 14 小时，主要是因为风速同比下降；火电机组平均利用小时数为 1377 小时，同比上升 140 小时，主要是因为江苏地区用电需求增加，火电负荷上升。

图1：龙源电力营业收入及增速（单位：亿元）



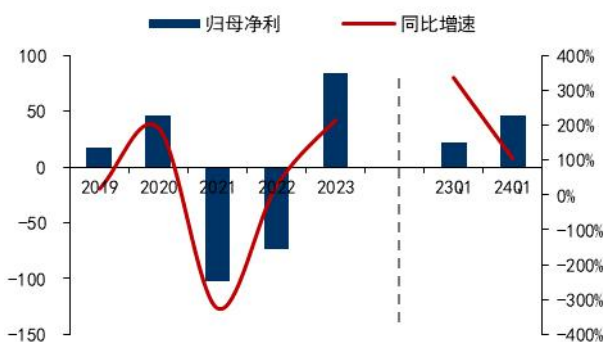
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：龙源电力单季营业收入（单位：亿元）



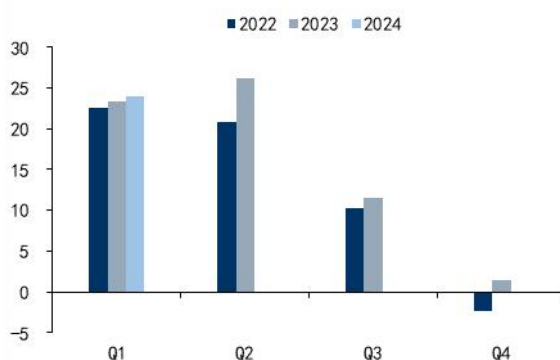
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：龙源电力归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：龙源电力单季归母净利润（单位：亿元）

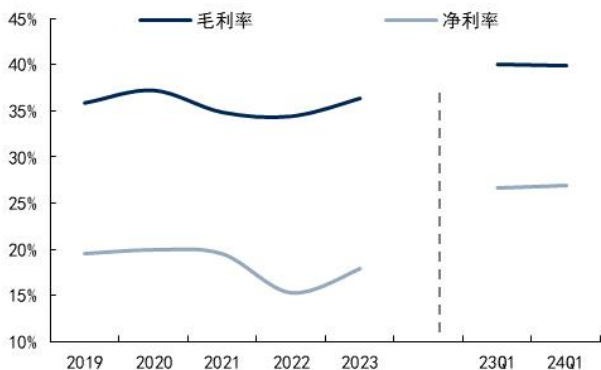


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率及净利率同比基本持平。2024 年第一季度，公司毛利率为 39.89%，同比减少 0.13pct，整体变动不大，略有下降的原因在于风电利用小时数有所下降。费用率方面，2024 年第一季度，公司财务费用率、管理费用率分别为 8.63%、1.01%，财务费用率同比增加 0.15pct，管理费用率同比减少 0.15pct，整体费用率水平略有提升。同期内，公司净利率为 26.93%，较 2023 年同比增加 0.26pct，公司净利率小幅增长的原因在于投资收益、营业外收入同比大幅增加，2024 年第一季度，

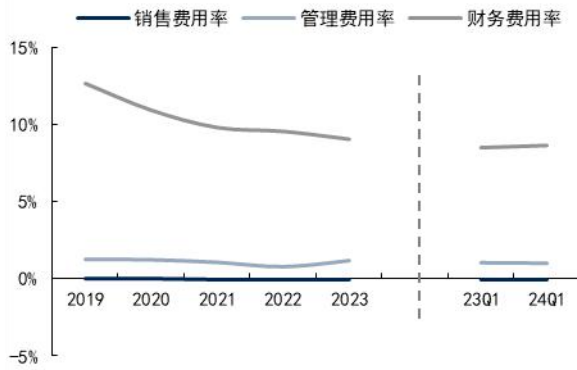
公司投资收益 0.69 亿元 (+200%)，主要是由于对联营企业和合营企业的投资收益增加所致；营业外收入 0.36 亿元 (+183%)，主要是由于收购子公司投资成本低于可辨认净资产公允价值的差额影响所致。

图5: 龙源电力毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

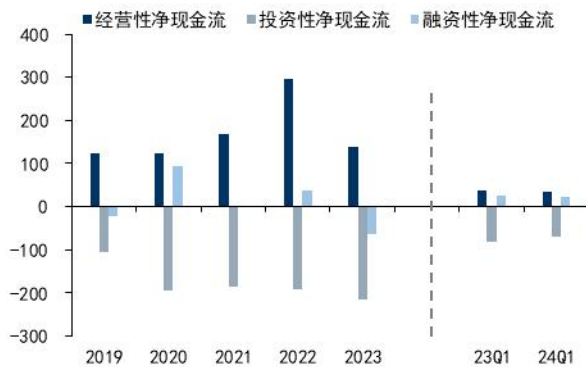
图6: 龙源电力三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

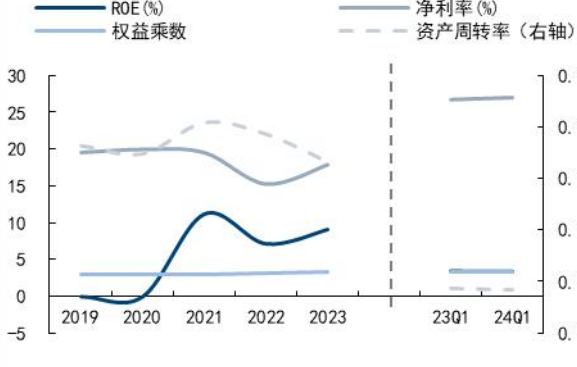
ROE 同比基本持平，经营性净现金流小幅下降。2024 年第一季度，公司 ROE 为 3.40%，与 2023 年同期的 3.46% 基本持平。现金流方面，2024 年第一季度，公司经营性净现金流为 34.18 亿元，同比下降 11.85%；投资性净现金流出 68.52 亿元，同比有所下降，主要是由于去年同期本集团下属子公司雄亚（维尔京）有限公司发生对国能融资租赁有限公司的投资支出 19.60 亿元，本期无此类重大投资支出；融资性净现金流 21.68 亿元，同比有所下降，主要是归还借款同比增加所致。

图7: 龙源电力现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 龙源电力 ROE 及杜邦分析



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源装机容量持续增长，未来业绩有望稳步提升。2024 年第一季度，新增控股装机容量 0.56GW，其中新增投产风电 0.03GW、光伏 0.06GW，收购光伏项目容量 0.48GW。截至 2024 年 3 月，公司控股装机容量为 36.16GW，其中风电 27.78GW，火电 1.88GW，其他可再生能源控股装机容量 6.50GW。公司持续拓展新能源项目资源，2023 年公司新增资源储备 54GW，其中风电 24.65GW、光伏 23.95GW，抽蓄及储能 5.4GW，均位于资源较好地区；2023 年，公司取得开发指标突破 22.75GW，其中新能源开发指标 19.84GW（风电 5.07GW，光伏 14.77GW），抽水蓄能 2.38GW，独立储能 0.53GW。公司新能源项目资源储备较为充足，未来储备的项目资源逐步投运将驱动公司业绩持续稳健增长。2024 年，公司新能源开发建设规模将大幅增加，2024 年公司计划新开工新能源项目 10GW，投产 7.5GW。

风电场“以大代小”改造升级推进，促进效益改善。2023年6月以来，公司根据政策规定，对在运风电机组进行了全面梳理，制定了《龙源电力风电项目改造升级规划》，并启动了黑龙江、甘肃、内蒙古、辽宁、福建、吉林、浙江和新疆等省区的部分风电项目的“以大代小”改造工作。公司本轮启动的老旧风场改造项目均位于优质风资源区域，公司将综合考虑各省政策情况、项目审批进度等因素，逐步完成等容及增容建设。“以大代小”项目改造后，解决了老旧机组故障率高、发电效益低的问题，利用小时、发电量预计普遍可较原项目有显著提升。

投资建议：维持盈利预测。预计2024-2026年公司归母净利润分别为85.1/95.5/106.1亿元，同比增长36.1%/12.3%/11.1%；EPS分别为1.01/1.09/1.22元，当前股价对应PE为17.8/16.5/14.8X。给予公司2024年19-20倍PE，对应公司合理市值为1616-1701亿元，对应19.28-20.29元/股合理价值，较目前股价有7%-12%的溢价空间，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE (23A)	投资 评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600011.SH	华能国际	9.72	1,526	0.54	0.83	0.91	0.99	18.00	11.71	10.68	9.82	6.4%	买入	
600821.SH	金开新能	5.78	115	0.40	0.50	0.71	0.87	14.45	11.56	8.14	6.64	9.0%	买入	
600795.SH	国电电力	5.06	902	0.31	0.50	0.57	0.63	16.32	10.12	8.88	8.03	11.5%	买入	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	20493	4879	11675	46653	61134	营业收入	39863	37642	40613	43525	46018
应收款项	600	1025	727	873	1000	营业成本	26139	23956	26766	28563	30200
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	362	356	386	407	434
其他流动资产	2140	24993	26966	3787	2301	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	23682	31356	39873	51868	65045	管理费用	306	458	790	868	933
固定资产	18235	21845	30738	41883	52894	财务费用	3806	3403	(47)	(498)	(920)
无形资产及其他	26	100	117	136	156	投资收益	(407)	19	19	(407)	(419)
投资性房地产	113886	121327	121327	121327	121327	资产减值及公允价值变动	(2007)	(2137)	(1825)	(2181)	(2146)
长期股权投资	19	0	150	300	450	其他收入	849	807	489	1216	1437
资产总计	155847	174629	192206	215514	239872	营业利润	7686	8158	11402	12813	14242
短期借款及交易性金融负债	733	674	694	694	694	营业外净收支	(49)	82	82	82	82
应付款项	11100	11149	12212	12873	13392	利润总额	7638	8239	11484	12895	14324
其他流动负债	33248	42040	46253	48774	50760	所得税费用	1542	1501	2297	2579	2865
流动负债合计	45080	53862	59159	62341	64846	少数股东损益	983	489	682	765	850
长期借款及应付债券	11505	4622	3122	8722	14322	归属于母公司净利润	5112	6249	8505	9550	10609
其他长期负债	38491	49272	57081	64903	73707	现金流量表 (百万元)					
长期负债合计	49996	53895	60204	73625	88029	净利润	5112	6249	8505	9550	10609
负债合计	95076	107757	119363	135966	152875	资产减值准备	2040	130	988	1156	1365
少数股东权益	68807	70918	71361	71858	72411	折旧摊销	610	646	1401	1849	2439
股东权益	80079	82327	87856	94063	100959	公允价值变动损失	2040	130	988	1156	1365
负债和股东权益总计	243962	261002	278579	301887	326245	财务费用	3806	3403	(47)	(498)	(920)
关键财务与估值指标						营运资本变动	15733	(14437)	3601	26215	3865
每股收益	0.61	0.75	1.01	1.09	1.22	其它	(13026)	19554	(612)	(749)	(1313)
每股红利	0.15	0.12	0.36	0.38	0.43	经营活动现金流	12509	12273	14871	39178	18329
每股净资产	9.55	9.82	10.48	10.78	11.57	资本开支	(2193)	(5090)	(11299)	(14169)	(14835)
ROIC	14%	15%	14%	17%	23%	其它投资现金流	294	(11)	(46)	(50)	(56)
ROE	6%	8%	10%	10%	11%	投资活动现金流	(10417)	(19441)	(11494)	(14369)	(15040)
毛利率	34%	36%	34%	34%	34%	权益性融资	791	202	0	0	0
EBIT Margin	35%	37%	33%	33%	33%	负债净变化	(3718)	(6999)	3000	5000	5000
EBITDA Margin	36%	38%	36%	37%	38%	支付股利、利息	(1232)	(982)	(2977)	(3343)	(3713)
收入增长	7%	-6%	8%	7%	6%	其它融资现金流	1453	9723	20	0	0
净利润增长率	-20%	22%	36%	12%	11%	融资活动现金流	(2057)	9459	3419	10169	11191
资产负债率	67%	68%	68%	69%	69%	现金净变动	16627	(15614)	6796	34978	14481
股息率	0.8%	0.6%	2.0%	2.2%	2.5%	货币资金的期初余额	3866	20493	4879	11675	46653
P/E	29.6	24.2	17.8	16.5	14.8	货币资金的期末余额	20493	4879	11675	46653	61134
P/B	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	企业自由现金流	0	(7627)	4301	25408	3689
EV/EBITDA	17.1	18.0	18.5	18.1	17.5	权益自由现金流	0	(4902)	7359	30806	9424

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032