

新能源

收盘价
港元 5.64

目标价
港元 6.92↓

潜在涨幅
+22.7%

2024 年 4 月 29 日

龙源电力 (916 HK)

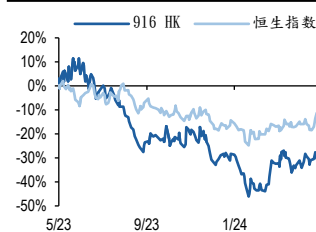
1 季度增长受制于电价，短期估值取决于运营水平的改善

- ④ **1 季度盈利增长受制于风/光电价。** 公司今年 1 季度盈利增长同比+2%，低于发电量 8.2%的同比增长，我们估计期内风/光电价同比下跌 6%/26%为主要因素，拖累期内收入同比持平。期内公司新增 562 兆瓦装机（风/光分别为 26 兆瓦/536 兆瓦），主要来自收购项目。利用小时方面，风电期内利用小时同比下跌 14 小时，主要受风速影响，公司亦补充期内限电同比有应有上升。
- ④ **收购母公司资产仍有较多不确定因素。** 业绩会上投资者仍关心公司收购母公司资产的进展，我们理解是公司亦坦诚与投资者解释目前的难点，比如目标项目是否在资产质量上存有瑕疵，目前资本市场状态是否能作融资，以及公司本身在自建项目上需要的资本金考虑等因素。我们不能否定公司是进一步在收购取态上再作出预期管理，但考虑到公司今年目标新增 7.5 吉瓦的自建项目应能推动 2025 年往后的盈利增长，加上投资者对进行融资的困难度已有理解，我们认为这次公司的解释较为中性。
- ④ **分红比率调整将视乎年终减值水平。** 目前 30%分红率，公司表示已是较合理的水平。我们认为公司提高分红比率的幅度，将视乎以大代小减值的金额厘定，因减值水平如果在今年收窄的话，分红的增长已对股东回报有保障。至于回购 H 股的计划，公司的取态仍是较保守，并没有表示要加快/加码进行。
- ④ **下调盈利预测，反映较保守电价。** 我们下调公司 2024-26 年盈利预测约 6%，主要反映公司售电价格低于预期的影响。我们维持 8.4 倍 2024 年市盈率估值基准（仍较历史平均低约 1 个标准差），目标价下调至 6.92 港元（原 7.38 港元），维持**买入**评级。目前我们认为公司电价低于预期已开始反映在估值，2 季度风速/新能源限电情况的改善幅度将会是短期对估值的关键因素。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	9.13
52周低位 (港元)	4.42
市值 (百万港元)	18,654.58
日均成交量 (百万)	61.75
年初至今变化 (%)	(4.73)
200天平均价 (港元)	5.69

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	39,862	37,638	39,546	43,270	47,612
同比增长 (%)	-0.0	-5.6	5.1	9.4	10.0
净利润 (百万人民币)	5,132	6,355	6,492	7,552	8,832
每股盈利 (人民币)	0.59	0.74	0.76	0.88	1.04
同比增长 (%)	-34.5	26.4	2.2	16.7	17.3
前EPS预测值 (人民币)			0.81	0.94	1.10
调整幅度 (%)			-6.2	-6.1	-6.0
市盈率 (倍)	8.9	7.1	6.9	5.9	5.0
每股账面净值 (人民币)	7.56	8.18	8.71	9.37	10.14
市账率 (倍)	0.69	0.64	0.60	0.56	0.51
股息率 (%)	2.2	4.3	4.3	5.1	5.9

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2024 年 1 季度业绩概要

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	同比 (%)
收入	9,860	9,987	8,250	9,541	9,877	0.2
其他收入净额	314	351	243	418	273	-13.0
经营开支	(6,063)	(5,833)	(5,958)	(9,303)	(6,061)	0.0
经营利润	4,110	4,505	2,536	656	4,089	-0.5
财务费用净额	(796)	(768)	(948)	(926)	(874)	9.9
应占联营和合营企业利润	(70)	16	69	11	68	-198.1
除税前利润	3,245	3,754	1,657	(258)	3,283	1.2
所得税	(522)	(643)	(158)	(207)	(522)	0.1
期间利润	2,723	3,111	1,499	1,837	2,761	1.4
非控股权益持有人	(305)	(405)	(245)	442	(279)	-8.6
净利润(*)	2,418	2,706	1,254	2,279	2,482	2.6

资料来源：公司资料，交银国际 *未计及永续证券持有人

图表 2: 主要营运数据预测

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
装机容量 (兆瓦)					
风电	26,192	27,754	30,754	34,254	38,254
火电	1,875	1,875	1,875	1,875	1,875
其他可再生能源	3,041	5,964	9,964	14,464	19,464
总计	31,108	35,594	42,594	50,594	59,594
变动 (兆瓦)	4,355	4,486	7,000	8,000	9,000
电力销售 (百万千瓦时)					
风电	58,308	61,353	66,086	73,362	81,972
火电	10,573	10,320	10,320	10,320	10,320
其他可再生能源	1,752	4,553	10,163	16,160	22,773
总计	70,633	76,226	86,569	99,843	115,065
增长 (%)					
风电	13.7	5.2	7.7	11.0	11.7
火电	(1.9)	(2.4)	0.0	0.0	0.0
其他可再生能源	44.9	159.8	123.2	59.0	40.9
总计	11.6	7.9	13.6	15.3	15.2

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 龙源电力 (916 HK) 目标价及评级



资料来源: 交银国际预测

图表 4: 交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
916 HK	龙源电力	买入	5.64	6.92	22.7%	2024 年 04 月 29 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.87	2.10	12.3%	2024 年 04 月 01 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	1.67	2.00	19.8%	2024 年 03 月 28 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.13	3.90	24.6%	2024 年 03 月 25 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	19.38	22.70	17.1%	2024 年 03 月 20 日	运营商
688390 CH	固德威	买入	94.87	113.50	19.6%	2024 年 04 月 26 日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	106.32	124.50	17.1%	2024 年 04 月 23 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	8.80	12.80	45.5%	2024 年 03 月 27 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.19	1.67	40.3%	2024 年 03 月 18 日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	中性	5.57	6.65	19.4%	2024 年 04 月 10 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	19.40	19.50	0.5%	2024 年 03 月 28 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	5.80	5.71	-1.6%	2024 年 04 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	1.11	1.16	4.5%	2024 年 02 月 29 日	新能源发电运营商

资料来源: 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 4 月 29 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	39,862	37,638	39,546	43,270	47,612
主营业务成本	(21,414)	(18,650)	(19,490)	(20,647)	(21,980)
毛利	18,447	18,988	20,056	22,622	25,632
销售及管理费用	(4,343)	(4,753)	(4,994)	(5,465)	(6,013)
其他经营净收入/费用	(2,202)	(2,427)	(2,313)	(2,281)	(2,246)
经营利润	11,903	11,807	12,749	14,877	17,373
财务成本净额	(3,800)	(3,437)	(4,066)	(4,791)	(5,578)
应占联营公司利润及亏损	(419)	28	40	61	72
税前利润	7,684	8,398	8,723	10,147	11,868
税费	(1,554)	(1,530)	(1,589)	(1,848)	(2,162)
非控股权益	(997)	(513)	(642)	(747)	(874)
净利润	5,132	6,355	6,492	7,552	8,832
归于权益的分派	(228)	(155)	(155)	(155)	(155)
作每股收益计算的净利润	4,903	6,200	6,337	7,397	8,677

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	18,338	4,529	4,300	4,217	3,686
有价证券	449	459	459	459	459
应收账款及票据	31,126	38,844	42,255	46,233	50,873
存货	750	727	641	679	723
其他流动资产	2,242	449	449	449	449
总流动资产	52,905	45,008	48,104	52,037	56,190
投资物业	7	0	0	0	0
物业、厂房及设备	151,974	162,009	186,903	214,908	246,043
无形资产	10,285	11,091	11,091	11,091	11,091
合资企业/联营公司投资	3,747	5,995	6,035	6,096	6,167
长期应收收入	4,153	4,958	4,958	4,958	4,958
其他长期资产	540	854	854	854	854
总长期资产	170,707	184,907	209,841	237,907	269,113
总资产	223,611	229,915	257,945	289,944	325,303
短期贷款	53,279	49,499	56,429	64,893	74,627
应付账款	20,321	21,122	22,961	24,324	25,894
其他短期负债	679	634	793	978	1,194
总流动负债	74,280	71,255	80,182	90,195	101,715
长期贷款	66,445	72,780	86,608	102,198	118,549
长期应付账款	966	845	845	845	845
其他长期负债	2,126	3,009	3,009	3,009	3,009
总长期负债	69,537	76,634	90,463	106,052	122,404
总负债	143,816	147,889	170,644	196,247	224,119
股本	8,382	8,382	8,382	8,382	8,382
储备及其他资本项目	55,008	60,176	64,653	70,148	76,606
股东权益	63,390	68,558	73,035	78,530	84,988
记作权益的金融工具	5,056	2,023	2,178	2,333	2,488
非控股权益	11,349	11,446	12,088	12,835	13,708
总权益	79,795	82,026	87,300	93,697	101,184

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	7,684	8,398	8,723	10,147	11,868
合资企业/联营公司收入调整	419	(28)	(40)	(61)	(72)
折旧及摊销	10,260	10,784	10,784	12,145	13,379
营运资本变动	7,018	(9,136)	(1,486)	(2,653)	(3,114)
利息调整	3,392	3,319	4,066	4,791	5,578
税费	(1,570)	(1,787)	(1,430)	(1,664)	(1,946)
其他经营活动现金流	2,365	2,334	0	0	0
经营活动现金流	29,568	13,884	20,617	22,705	25,693
资本开支	(22,470)	(21,112)	(35,678)	(40,150)	(44,513)
投资活动	3,775	(2,315)	0	0	0
其他投资活动现金流	(413)	1,993	0	0	0
投资活动现金流	(19,109)	(21,434)	(35,678)	(40,150)	(44,513)
负债净变动	15,821	2,470	20,758	24,054	26,086
股息	(1,232)	(982)	(1,860)	(1,901)	(2,219)
其他融资活动现金流	(10,611)	(7,753)	(4,066)	(4,791)	(5,578)
融资活动现金流	3,977	(6,265)	14,832	17,362	18,289
汇率收益/损失	(11)	5	0	0	0
年初现金	3,913	18,338	4,529	4,300	4,217
年末现金	18,338	4,529	4,300	4,217	3,686

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.585	0.740	0.756	0.882	1.035
全面摊薄每股收益	0.585	0.740	0.756	0.882	1.035
每股股息	0.117	0.222	0.227	0.265	0.311
每股账面值	7.563	8.179	8.713	9.369	10.139
利润率分析(%)					
毛利率	46.3	50.4	50.7	52.3	53.8
净利率	12.9	16.9	16.4	17.5	18.6
盈利能力(%)					
ROA	2.2	2.7	2.5	2.6	2.7
ROE	7.7	9.0	8.7	9.4	10.2
ROIC	2.6	3.2	2.9	3.0	3.1
其他					
净负债权益比(%)	127.1	143.6	158.9	173.8	187.3
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征购购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。