

龙源电力(0916.HK):

发电量稳步增长，当前估值偏低

近日公司发布 24 年一季报，一季度公司实现营收 98.77 亿元，同比增长 0.1%；归属公司权益持有人净利润 24.82 亿元，同比增长 2.59%。

经营业绩保持平稳。一季度公司收入 98.77 亿元，同比增长 0.10%，其中，风电分部收入 73.76 亿元，同比下滑 4.70%，火电分部收入 19.76 亿元，同比增长 3.28%，其他分部收入 5.25 亿元，同比增长 146.45%。我们预计由于电量市场化交易规模扩大、平价项目增加，一季度风电、光伏平均上网电价下滑是拖累公司收入增长的主要原因。

发电量同比增长 8.27%。受益于装机规模的稳步提升，公司整体发电量保持稳步增长。截至 2024 年一季度末，公司累计完成发电量 21,225.2 吉瓦时，同比增长 8.27%。其中，风电增长 1.37%，火电增长 11.30%，其他可再生能源增长 233.33%。

新增装机规模有望快速提升。24 年第一季度，公司新增控股装机容量 0.56 GW，其中新增投产风电 26.25 MW、光伏 57.51 MW，收购光伏项目容量 478.40 MW。截至 2024 年一季度末，公司控股装机容量为 36.16 GW，较上年同期增长 16.23%，风电、火电、其他可再生能源装机容量分别为 27.78/1.88/6.5 GW，较上年同期分别增长 6.07%/0%/113.75%。2024 年，公司计划新开工新能源项目 10 GW，投产 7.5 GW。

“以大代小”长远有利于运营效率提升。截至 23 年末，公司拥有 1.5 MW 及以下机组近 1 万台，占在运总台数的 68%。公司计划在未来几年内实施“以大代小”战略，通过拆除老旧的小型机组并替换为单机容量更大的现代化机组。在“以大代小”计划的实施过程中，公司或将面临计提减值的风险，短期内可能会对公司财务报表造成一定压力。然而，从长远角度来看，该战略将有利于公司整体资产结构的优化及运营效率的提升。

盈利预测及估值：我们预计公司 24—26 年营收分别为 410.1/450.6/500.6 亿元，归属本公司权益持有人应占净利润分别为 81/91.9/102.5 亿元，每股收益分别为 0.97/1.10/1.23 元/股，当前股价对应市盈率分别为 5.78/5.11/4.58 X。公司作为风电运营的龙头企业，新能源装机有望迎来高峰，大股东将持续注入新能源资产，估值水平有望得到提升。维持“买入”的投资评级，给予 11 港元的目标价，对应 2024 年 PE 10.5 X。

风险提示：来风不及预期；新增装机规模不及预期；上网电价下降超预期。

单位: CNY 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	37638.43	41011.21	45062.17	50056.32
增长率(%)	-5.58%	8.96%	9.88%	11.08%
归属于母公司股东利润	6355.28	8102.44	9187.36	10253.98
增长率(%)	23.84%	27.49%	13.39%	11.61%
每股收益 EPS(元)	0.76	0.97	1.10	1.23
市盈率(P/E)	6.80	5.78	5.11	4.58
市净率(P/B)	0.61	0.57	0.53	0.49

资料来源: Wind, 国信证券(香港)研究部

香港

电力/新能源

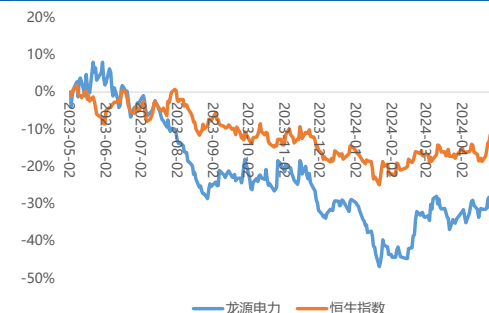
2024 年 05 月 02 日

买入

目标价 (HKD)	11.00
收盘价 (02 May 24)	5.58
上升/下降	96.08%
恒生指数	16732.85
总市值 (HKD 亿)	468.55
52 周最高/最低 (HKD)	9.11/4.37

资料来源: Wind, 国信证券(香港)研究部整理

近一年股价涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券(香港)研究部整理

相关研究:

《龙源电力 (0916.HK) : 经营利润保持平稳, 长期成长空间广阔》

《龙源电力 (0916.HK) : 业绩符合预期, 拟回购彰显长期信心》

《龙源电力 (0916.HK) : 经营平稳, 回购有利公司估值提升》

《龙源电力 (0916.HK) : 来风改善, 净利润降幅收窄》

《龙源电力 (0916.HK) : 运营平稳, 静待并网高峰》

《龙源电力 (0916.HK) : 风电龙头, 加速前行》

徐进

SFC CE No.: BFC540

+852 2899 8300

xujin@guosen.com.hk

财务报表 (CNY 百万元)

资产负债表

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4875.9	4101.1	4506.2	5005.6
应收账款	35729.8	32417.4	35619.5	39567.1
预付款项、按金及其他应收款项	3114.2	2855.8	3137.8	3485.6
存货	727.2	600.6	617.5	714.9
其他流动资产	561.3	1373.6	1509.3	1676.6
流动资产总计	45008.4	41348.5	45390.4	50449.9
固定资产	162009.2	172321.2	192754.0	201064.8
无形资产	10895.7	9288.1	7845.1	6315.0
其他非流动资产	12001.8	12251.8	12249.3	12246.8
非流动资产合计	184906.7	214928.9	224915.9	229884.0
资产总计	229915.1	256277.4	270306.3	280333.9
短期借款	49498.7	67457.2	72596.3	71424.8
应付账款	7249.3	4172.6	4289.8	4966.6
其他流动负债	14506.6	14598.9	15707.4	17676.0
流动负债合计	71254.6	86228.7	92593.5	94067.4
长期借款	72780.0	77409.3	77409.3	77409.3
其他非流动负债	3854.4	3854.4	3854.4	3854.4
非流动负债合计	76634.5	81263.7	81263.7	81263.7
负债合计	147889.1	167492.4	173857.3	175331.2
股本	8382.0	8382.0	8382.0	8382.0
储备	62198.4	62198.4	62198.4	62198.4
归属于母公司股东权益	70580.4	76252.1	82683.3	89861.0
归属于非控制股东权益	11445.7	12532.9	13765.7	15141.7
权益合计	82026.1	88785.0	96449.0	105002.7
负债和权益合计	229915.1	256277.4	270306.3	280333.9
现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	5822.8	8469.6	9700.1	10909.9
折旧与摊销	9965.9	12613.4	14643.0	16036.7
财务费用	3437.0	4726.1	5218.9	5287.8
其他经营资金	-5341.5	-99.4	-2411.0	-1914.7
经营性现金净流量	13884.2	25709.8	27151.0	30319.6
投资性现金净流量	-21433.9	-41915.5	-23909.9	-20284.7
筹资性现金净流量	-6265.0	15430.9	-2836.0	-9535.4
现金流量净额	-13814.7	-774.8	405.1	499.4

利润表

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	37638.4	41011.2	45062.2	50056.3
销售成本	6674.0	7158.8	7360.0	8521.2
其他费用	3677.8	2996.8	3292.8	3657.8
管理费用	16729.8	15809.7	17371.4	19296.6
财务费用	3437.0	4726.1	5218.9	5287.8
营业利润	7119.8	10319.7	11819.0	13293.0
其他非经营损益	1278.0	877.3	877.3	877.3
税前利润	8397.8	11197.0	12696.3	14170.3
所得税	1529.8	2007.4	2276.2	2540.4
税后利润	6868.0	9189.7	10420.2	11629.9
归属于非控制股东利润	512.7	1087.2	1232.8	1375.9
归属于母公司股东利润	6355.3	8102.4	9187.4	10254.0
EBITDA	21800.72	28536.55	32558.25	35494.77
NOPLAT	8633.76	12348.45	13983.41	15249.65
EPS(元)	0.76	0.97	1.10	1.23

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收额增长率	-5.58%	8.96%	9.88%	11.08%
EBIT 增长率	3.06%	34.54%	12.51%	8.61%
EBITDA 增长率	0.26%	30.90%	14.09%	9.02%
税后利润增长率	12.05%	33.80%	13.39%	11.61%
盈利能力				
净利率	18.25%	22.41%	23.12%	23.23%
ROE	9.00%	10.63%	11.11%	11.41%
ROA	2.76%	3.16%	3.40%	3.66%
ROIC	4.72%	6.08%	5.98%	6.19%
估值倍数				
P/E	6.80	5.78	5.11	4.58
P/S	1.15	1.05	0.96	0.86
P/B	0.61	0.57	0.53	0.49
EV/EBIT	14.73	12.50	11.47	10.57
EV/EBITDA	7.99	6.98	6.31	5.79
EV/NOPLAT	20.18	16.12	14.69	13.48

资料来源: Wind, 国信证券 (香港) 研究部

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance>20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance <-20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance >5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance <-5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。