

来风偏弱影响业绩，风光装机规模继续扩大

2024 年 08 月 29 日

► **事件:** 2024 年 8 月 28 日, 公司发布 2024 年半年报, 24H1 公司实现营业收入 188.83 亿元, 同比下降 4.88%, 实现归母净利润 38.27 亿元, 同比下降 22.81%, 实现扣非归母净利润 37.46 亿元, 同比下降 23.48%。分季度来看, 24Q2 公司实现营业收入 90.06 亿元, 同比下降 9.86%, 环比下降 8.81%; 实现归母净利润 14.34 亿元, 同比下降 45.34%, 环比下降 40.08%; 实现扣非归母净利润 13.49 亿元, 同比下降 48.12%, 环比下降 43.70%。

► **风资源水平下降拖累业绩, 光伏放量快速增长。** 1) **新增装机:** 24H1 公司新增控股装机 2287MW, 同比增长 8.44%, 其中风电 595MW, 同比增长 15.26%, 光伏 1692MW, 同比增长 28.36%。2) **发电利用小时数:** 24H1 风电平均利用 1170 小时, 同比下降 8.63%, 火电 2618 小时, 同比下降 2.44%。3) **发电量:** 24H1 总发电量 400.82 亿千瓦时, 同比增长 0.84%, 风电 315.85 亿千瓦时, 同比下降 4.60%; 火电 49.08 亿千瓦时, 同比下降 2.39%; 光伏及其他 35.89 亿千瓦时, 同比增长 122.87%。4) **电价:** 因市场平价项目增加, 风电光伏电价下降, 24H1 公司未税综合平均上网电价 0.423 元/kwh, 同比下降 7.44%, 风电未税平均上网电价 0.441 元/kwh, 同比下降 5.97%, 光伏未税平均上网电价 0.283 元/kwh, 同比下降 9.87%, 火电未税平均上网电价 0.415 元/kwh, 与上期持平。

► **顺应国家政策持续推进“以大改小”, 优化公司资源效率。** 8 月 21 日, 两部门印发通知, 要求按照《风电场改造升级和退役管理办法》鼓励并网运行超过 15 年或单台机组容量小于 1.5 兆瓦的风电场开展改造升级。公司持续推进以大代小改造项目, 4 月 24 日, 黑龙江伊春 178 兆瓦风电机组容量改造项目获核准, 每年可增加发电量约 1 亿千瓦时, 8 月 7 日, 江苏省东环港风电场增容改造项目获得批复, 机组容量将从 100.5MW 提升至 355.65MW。

► **火电资产逐步剥离, 新能源资产及指标储备持续扩充。** 8 月 23 日, 公司以 13.19 亿元转让江阴苏龙 27% 股权, 火电装机容量减少 121.5 万千瓦。新能源资产继续扩大, 24H1 公司新签订开发协议 7.59 GW, 其中风电 3.955GW、光伏 3.635 GW, 取得开发指标 6.09GW, 同比增加 51.87%, 其中风电 2.81 GW, 光伏 3.28 GW。叠加公司背靠国家能源集团, 截至 2024H1, 国家能源集团新能源发电项目装机规模突破 1 亿千瓦, 新能源资产丰厚, 2024 年 7 月后, 公司将陆续获取集团约 400 万千瓦的新能源资产注入, 再次扩大公司绿电资产规模。

► **投资建议:** 公司绿电市场化交易电价下行压力较大, 我们预计 24/25/26 年归母净利润为 63.91/69.35/77.81 亿元, EPS 分别为 0.76/0.83/0.93 元, 对应 8 月 28 日收盘价 PE 分别为 21/20/17 倍, 维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示:** 风光资源条件变化; 电价波动风险; 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	37,114	38,741	41,262
增长率 (%)	-5.6	-1.4	4.4	6.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,249	6,391	6,935	7,781
增长率 (%)	22.3	2.3	8.5	12.2
每股收益 (元)	0.75	0.76	0.83	0.93
PE	22	21	20	17
PB	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 08 月 28 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

当前价格:

16.19 元



分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@mszq.com

研究助理 黎静

执业证书: S0100123030035

邮箱: lijing@mszq.com

相关研究

- 龙源电力 (001289.SZ) 2024 年一季报点评: 风平火起, 光伏延续增势-2024/04/26
- 龙源电力 (001289.SZ) 2023 年年报点评: 减值扰动业绩, 关注光伏放量-2024/03/28
- 龙源电力 (001289.SZ) 2023 年三季报点评: 基数扰动风电, 光伏持续放量-2023/10/27
- 龙源电力 (001289.SZ) 2023 年半年报点评: 光伏放量, 成长可期-2023/08/30
- 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

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	37,114	38,741	41,262
营业成本	23,956	23,292	24,352	25,754
营业税金及附加	356	353	368	392
销售费用	0	0	0	0
管理费用	451	482	465	495
研发费用	145	156	155	165
EBIT	13,660	12,831	13,401	14,456
财务费用	3,403	3,291	3,101	2,988
资产减值损失	-2,086	-1,000	-1,000	-1,000
投资收益	19	19	19	21
营业利润	8,158	9,213	10,006	11,238
营业外收支	82	100	100	100
利润总额	8,239	9,313	10,106	11,338
所得税	1,501	1,704	1,849	2,075
净利润	6,738	7,609	8,257	9,263
归属于母公司净利润	6,249	6,391	6,935	7,781
EBITDA	24,368	24,428	25,828	27,780

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,879	7,009	4,961	1,345
应收账款及票据	393	296	311	334
预付款项	603	582	609	644
存货	727	638	667	706
其他流动资产	39,110	36,855	38,364	40,702
流动资产合计	45,713	45,381	44,912	43,730
长期股权投资	5,995	6,035	6,075	6,115
固定资产	141,361	146,112	149,352	154,879
无形资产	6,779	6,193	5,605	5,015
非流动资产合计	183,543	185,151	189,171	195,468
资产合计	229,256	230,532	234,083	239,199
短期借款	26,691	25,877	26,229	26,232
应付账款及票据	17,324	15,954	16,679	17,640
其他流动负债	28,151	29,650	29,913	30,267
流动负债合计	72,165	71,481	72,821	74,138
长期借款	68,688	63,688	58,688	55,688
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	61,764
负债合计	146,929	141,245	137,584	135,902
股本	8,382	8,360	8,360	8,360
少数股东权益	11,409	12,627	13,948	15,430
股东权益合计	82,327	89,287	96,498	103,297
负债和股东权益合计	229,256	230,532	234,083	239,199

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	-1.40	4.38	6.51
EBIT 增长率	-1.72	-6.07	4.45	7.87
净利润增长率	22.27	2.28	8.51	12.19
盈利能力 (%)				
毛利率	36.36	37.24	37.14	37.58
净利润率	17.90	20.50	21.31	22.45
总资产收益率 ROA	2.73	2.77	2.96	3.25
净资产收益率 ROE	8.81	8.34	8.40	8.86
偿债能力				
流动比率	0.63	0.63	0.62	0.59
速动比率	0.62	0.62	0.60	0.57
现金比率	0.07	0.10	0.07	0.02
资产负债率 (%)	64.09	61.27	58.78	56.82
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	0.16	0.17	0.17
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.76	0.83	0.93
每股净资产	8.48	9.17	9.87	10.51
每股经营现金流	1.66	3.10	2.87	3.02
每股股利	0.22	0.23	0.24	0.25
估值分析				
PE	22	21	20	17
PB	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.15	9.80	9.17	8.54
股息收益率 (%)	1.37	1.42	1.48	1.54

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	6,738	7,609	8,257	9,263
折旧和摊销	10,708	11,597	12,426	13,324
营运资金变动	-8,852	2,491	-691	-1,220
经营活动现金流	13,884	25,911	24,030	25,274
资本开支	-18,906	-13,034	-16,225	-19,400
投资	-2,718	-121	-171	-171
投资活动现金流	-21,434	-13,137	-16,377	-19,550
股权募资	202	-22	0	0
债务募资	2,592	-5,813	-4,649	-2,997
筹资活动现金流	-6,265	-10,644	-9,701	-9,340
现金净流量	-13,810	2,130	-2,049	-3,616

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