

龙源电力 (001289.SZ)

优于大市

风电板块电量、电价下降影响业绩，装机容量持续增长

核心观点

电量电价下降及成本增加，公司业绩同比下降。2024H1，公司实现营业收入188.83亿元（-4.94%），归母净利润38.27亿元（-22.86%）。公司营业收入和归母净利润同比下降的原因：受风资源下降影响，风电平均利用小时下降，风电售电量减少，同时受平价项目增加、结构性因素以及电力供需情况等影响下，电价下降；同时，装机规模增加使得折旧摊销同比增加2.97亿元，以及随着装机容量增长，员工人数增多，员工成本同比增加1.75亿元，更多项目投产，部分员工成本从资本化转为费用化，上述因素综合影响导致营业成本同比增加。

新能源消纳有望改善，公司盈利将逐步企稳。2024年5月，国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》，强调提升电力系统对新能源的消纳能力，确保新能源大规模发展的同时保持合理利用水平。同期国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，提出加快建设大型风电光伏基地外送通道，提升跨省跨区输电能力；加快配电网改造，提升分布式新能源承载力；通过采取以上举措增强新能源消纳能力。国家政策大力推动新能源消纳水平提升，预计未来新能源消纳水平将逐步改善，且随着新能源市场化比例增加，市场化交易对新能源电价的影响将逐步弱化，新能源板块的盈利将逐步稳定。

新能源装机容量持续提升，未来业绩有望稳健增长。2024年上半年，公司新增投产控股装机容量228.67万千瓦，其中风电59.5万千瓦，光伏169.17万千瓦。2024年上半年，公司新签订开发协议759万千瓦，其中风电395.5万千瓦、光伏363.5万千瓦，均位于资源较好地区；取得开发指标609万千瓦（+51.87%），包括风电281万千瓦、光伏328万千瓦。未来公司储备的新能源项目逐步投产，装机容量进一步增加，公司业绩将实现稳步提升。

风险提示：电量下降；电价下滑；新能源项目投产不及预期。

投资建议：由于电价、电量下降影响，下调盈利预测。预计2024-2026年公司归母净利润分别为67.4/75.6/83.9亿元（原预测值为85.1/95.5/106.1亿元），同比增长7.9%/12.1%/11.0%；EPS分别为0.81/0.90/1.00元，当前股价对应PE为18.7/16.6/15.0X。维持“优于大市”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	39,983	42,862	45,326
(+/-%)	7.1%	-5.6%	6.2%	7.2%	5.7%
净利润(百万元)	5112	6249	6741	7557	8389
(+/-%)	-20.2%	22.2%	7.9%	12.1%	11.0%
每股收益(元)	0.61	0.75	0.81	0.90	1.00
EBIT Margin	35.0%	36.6%	33.2%	33.5%	33.4%
净资产收益率(ROE)	7.4%	8.8%	8.8%	9.2%	9.4%
市盈率(PE)	24.7	20.2	18.7	16.6	15.0
EV/EBITDA	10.9	11.2	12.1	11.8	11.7
市净率(PB)	1.83	1.78	1.65	1.53	1.41

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

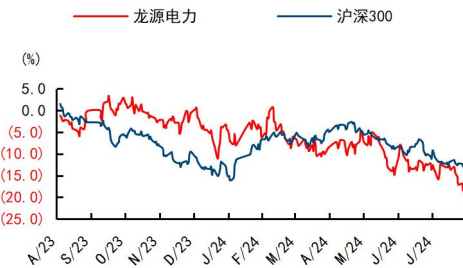
证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

联系人：崔佳诚
021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 15.05元
总市值/流通市值 125815/125815百万元
52周最高价/最低价 20.74/15.02元
近3个月日均成交额 94.87百万元

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)-24Q1业绩同比微增，盈利能力保持稳定》——2024-04-26

《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

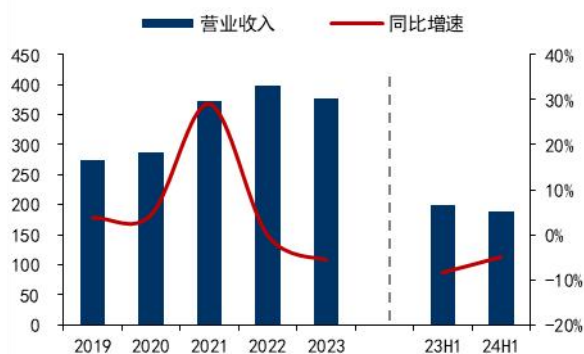
《龙源电力(001289.SZ)-净利润稳步提升，未来新能源项目投产驱动业绩增长》——2023-10-28

《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

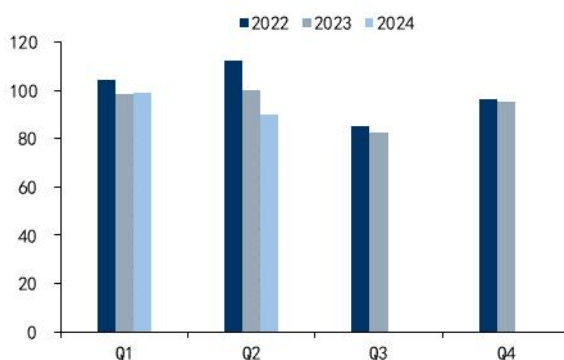
电量电价下降及成本增加，公司业绩同比下降。2024H1，公司实现营业收入 188.83 亿元（-4.94%），归母净利润 38.27 亿元（-22.86%），扣非归母净利润 37.46 亿元（-23.48%）。2024 年第二季度，公司实现营业收入 90.06 亿元（-9.93%），归母净利润 14.34 亿元（-45.38%），扣非归母净利润 13.49 亿元（-48.12%）。公司营业收入和归母净利润同比下降的原因：受风资源下降影响，风电平均利用小时下降，风电售电量减少，同时受平价项目增加、结构性因素以及电力供需情况等影响下，电价下降；同时，装机规模增加使得折旧摊销同比增加 2.97 亿元，以及随着装机容量增长，员工人数增多，员工成本同比增加 1.75 亿元，更多项目投产，部分员工成本从资本化转为费用化，上述因素综合影响导致营业成本同比增加。

图1：龙源电力营业收入及增速（单位：亿元）



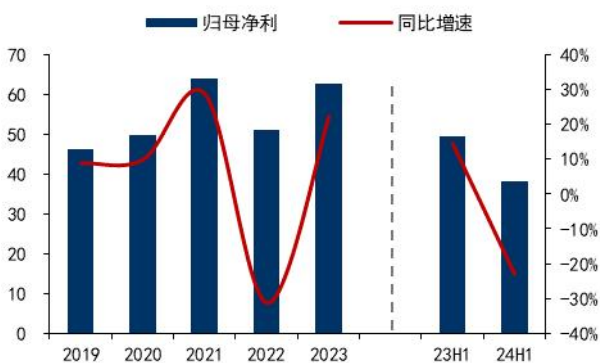
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：龙源电力单季营业收入（单位：亿元）



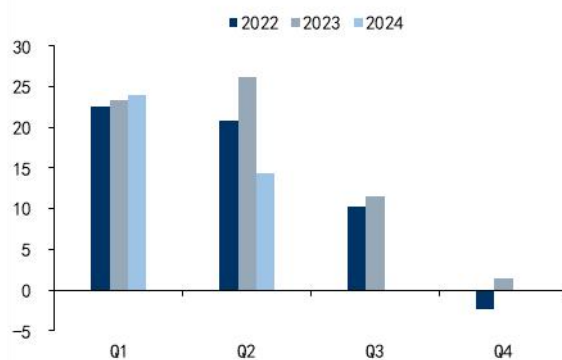
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：龙源电力单季度归母净利润（单位：亿元）



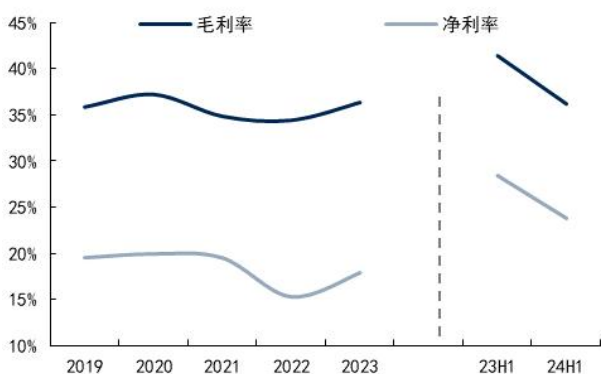
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

发电量情况：2024 年上半年，公司累计完成发电量 400.82 亿千瓦时（+0.84%），其中风电发电量 315.85 亿千瓦时（-4.60%），光伏发电量 35.86 亿千瓦时（+122.76%）。2024 年上半年，风电平均利用小时数为 1170 小时，较 2023 年同期下降 101 小时，发电量及利用小时降低主要原因为风资源水平下降，2024 年上半年平均风速较 2023 年同期下降 0.25 米/秒。同期内，火电控股发电量为 49.08 亿千瓦时（-2.39%）火电机组平均利用小时数为 2618 小时，较 2023 年同期下降 64 小时，发电量及利用小时数同比降低主要原因为江苏地区新能源装机容量快速增长，挤占火电发电空间及配送通道。

2024年上半年，公司所有发电业务平均上网电价 423 元/兆瓦时（不含增值税，下同），同比减少 34 元/兆瓦时。其中，风电平均上网电价 441 元/兆瓦时，同比减少 28 元/兆瓦时，主要是由于风电市场交易规模扩大，平价项目增加以及结构性因素导致；光伏平均上网电价 283 元/兆瓦时，同比减少 31 元/兆瓦时，主要是由于新投产的光伏发电项目均为平价项目，拉低了光伏发电业务整体平均电价；火电平均上网电价 415 元/兆瓦时，与 2023 年同期火电平均上网电价持平。

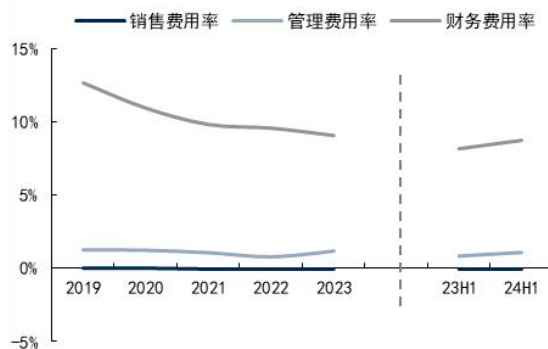
毛利率下降，费用率增加，净利率水平下降。2024H1，公司毛利率为 36.20%，同比减少 5.20pct，主要系电价下降及折旧摊销、员工成本增加影响。费用率方面，2024H1，公司财务费用率、管理费用率分别为 8.71%、1.09%，财务费用率同比增加 0.58pct、管理费用率同比增加 0.28pct。同期内，受毛利率下降及费用率水平增加影响，公司净利率较 2023 年同期减少 4.64pct 至 23.83%。

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

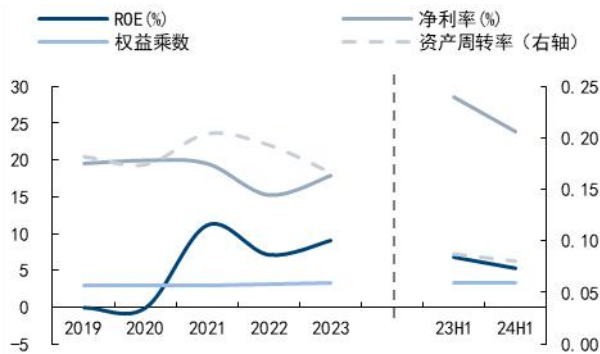
ROE 下行，经营性净现金流同比下降。2024H1，由于净利率下降，公司 ROE 下行，较 2023 年同期减少 1.52pct 至 5.35%。现金流方面，2024H1，公司经营性净现金流为 69.50 亿元，同比下降 13.58%，主要系风电售电量减少及电价降低导致售电收入现金流入减少，采购原材料本期到期承兑，购买商品支付金额增加所致；投资性净现金流流出 126.27 亿元，同比有所增加，主要系风电、光伏项目建设投入增加导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较同比增加 8.93 亿元所致；融资性净现金流 41.69 亿元，同比增加 48.04%，主要系由于资金周转及项目建设需求增长，与银行办理的借款增加所致。

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

新能源消纳有望改善，公司盈利将逐步企稳。2024年5月，国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》，强调提升电力系统对新能源的消纳能力，确保新能源大规模发展的同时保持合理利用水平。同期国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，提出加快建设大型风电光伏基地外送通道，提升跨省跨区输电能力；加快配电网改造，提升分布式新能源承载力；通过采取以上举措增强新能源消纳能力。国家政策大力推动新能源消纳水平提升，预计未来新能源消纳水平将逐步改善，且随着新能源市场化比例增加，市场化交易对新能源电价的影响将逐步弱化，新能源板块的盈利将逐步稳定。

新能源装机容量持续提升，未来业绩有望稳健增长。2024年上半年，公司新增投产项目47个、控股装机容量228.67万千瓦，其中风电项目7个、控股装机容量59.5万千瓦，光伏项目40个、控股装机容量169.17万千瓦（含收购项目7个、控股装机容量49.54万千瓦）。2024年上半年，公司新签订开发协议759万千瓦，其中风电395.5万千瓦、光伏363.5万千瓦，均位于资源较好地区；取得开发指标609万千瓦（+51.87%），包括风电281万千瓦、光伏328万千瓦。未来公司储备的新能源项目逐步投运，装机容量进一步增加，公司业绩将实现稳步提升。

投资建议：由于电价、电量下降影响，下调盈利预测。预计2024-2026年公司归母净利润分别为67.4/75.6/83.9亿元（原预测值为85.1/95.5/106.1亿元），同比增长7.9%/12.1%/11.0%；EPS分别为0.81/0.90/1.00元，当前股价对应PE为18.7/16.6/15.0X。维持“优于大市”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	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)		
600011.SH	华能国际	7.04	1,105	0.54	0.74	0.77	0.82	13.04	9.5	9.1	8.6	6.4%	优于大市	
600821.SH	金开新能	5.15	103	0.40	0.50	0.71	0.87	12.88	10.3	7.3	5.9	9.0%	优于大市	
600795.SH	国电电力	5.51	983	0.31	0.54	0.52	0.56	17.77	10.2	10.6	9.8	11.5%	优于大市	

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	13391	21844	31595	营业收入	39863	37642	39983	42862	45326
应收款项	1362	1659	1762	1889	1997	营业成本	26139	23956	26709	28460	30052
存货净额	750	727	829	863	887	营业税金及附加	362	356	378	405	429
其他流动资产	30233	37988	40351	43257	45744	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	53286	45713	57067	69028	82103	管理费用	911	1097	1086	1055	1025
固定资产	152402	162403	181874	194258	205433	财务费用	3806	3403	4176	4618	4968
无形资产及其他	7708	6779	6163	5600	5086	投资收益	(407)	19	519	719	719
投资性房地产	5703	8366	8366	8366	8366	资产减值及公允价值变动	(2007)	(2137)	(727)	(1494)	(856)
长期股权投资	3797	5995	6641	7466	8689	其他收入	1455	1446	1380	2332	2263
资产总计	222895	229256	260111	284718	309677	营业利润	7686	8158	8806	9882	10979
短期借款及交易性金融负债	38820	43338	43338	43338	43338	营业外净收支	(49)	82	82	82	82
应付款项	12769	17324	19739	20563	21128	利润总额	7638	8239	8888	9963	11061
其他流动负债	23122	11504	13081	13638	14025	所得税费用	1542	1501	1619	1815	2015
流动负债合计	74711	72165	76157	77538	78491	少数股东损益	983	489	527	591	656
长期借款及应付债券	66639	72780	93600	110164	126637	归属于母公司净利润	5112	6249	6741	7557	8389
其他长期负债	1467	1984	2213	2356	2652	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	68105	74764	95812	112519	129289	净利润	5112	6249	6741	7557	8389
负债合计	142816	146929	171969	190058	207780	资产减值准备	2040	130	190	167	162
少数股东权益	11272	11409	11831	12304	12829	折旧摊销	10768	10612	11348	12378	13466
股东权益	68807	70918	76311	82356	89067	公允价值变动损失	2040	130	190	167	162
负债和股东权益总计	222895	229256	260111	284718	309677	财务费用	3806	3403	4176	4618	4968
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	9100	(15092)	1426	(1687)	(1666)
每股收益	0.61	0.75	0.81	0.90	1.00	其它	547	11855	3889	4204	4612
每股红利	0.12	0.15	0.16	0.18	0.20	经营活动现金流	29606	13884	23783	22787	25125
每股净资产	8.21	8.46	9.13	9.85	10.65	资本开支	(22255)	(18930)	(30393)	(24366)	(24289)
ROIC	6.19%	5.66%	5%	5%	5%	其它投资现金流	294	(11)	(275)	(441)	(705)
ROE	7.43%	8.81%	8.83%	9.18%	9.42%	投资活动现金流	(19009)	(21434)	(31315)	(25631)	(26218)
毛利率	34%	36%	33%	34%	34%	权益性融资	791	202	0	0	0
EBIT Margin	35%	37%	33%	33%	33%	负债净变化	15275	13140	20820	16564	16474
EBITDA Margin	62%	65%	62%	62%	63%	支付股利、利息	(982)	(1257)	(1348)	(1511)	(1678)
收入增长	7%	-6%	6%	7%	6%	其它融资现金流	(2999)	(8484)	0	0	0
净利润增长率	-20%	22%	8%	12%	11%	融资活动现金流	3839	(6265)	16044	11298	10843
资产负债率	69%	69%	71%	71%	71%	现金净变动	16627	(15614)	8512	8453	9751
股息率	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	货币资金的期初余额	3866	20493	4879	13391	21844
P/E	24.7	20.2	18.7	16.6	15.0	货币资金的期末余额	20493	4879	13391	21844	31595
P/B	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	0	(12156)	(6750)	(1942)	(94)
EV/EBITDA	10.9	11.2	12.1	11.8	11.7	权益自由现金流	0	(7501)	10654	10846	12316

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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