

新能源

收盘价

港元 6.16

目标价

港元 7.23↓

潜在涨幅

+17.4%

2024 年 8 月 29 日

龙源电力 (916 HK)

因火电项目出售致盈利短期波动，静待利用率改善及收购进展

⊖ **风电偏弱导致 2024 上半年盈利同比下跌，市场应已有预期。**公司上半年盈利同比下跌 20.7%至 39.9 亿元（人民币，下同），与我们预期一致，盈利同比下跌主要原因是总体发电量同比仅上升 0.8%（风电/光伏同比-4.6%/+122.8%），上网电价同比下降，折旧摊销以及员工成本同比上升所致。期内，公司风电/光伏新增装机 0.6/1.69 吉瓦（包括 0.5 吉瓦的并购光伏项目），共 2.29 吉瓦。风电/光伏上网电价同比下降 6%/8%，主要因为市场电力交易规模扩大及平价项目增加。由于上半年平均风速同比下降及限电率有所上升，我们认为偏弱的前半年业绩应已被市场所预期。

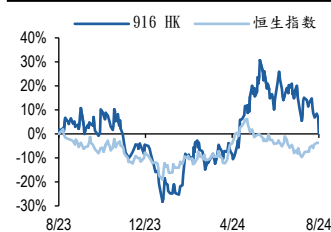
⊖ **计及母公司注入项目，略为上调新增装机预测。**2024 年公司仍计划新增装机 7.5 吉瓦，开工建设 10 吉瓦。目前管理层较确定母公司资产注入 4 吉瓦的规模，我们估计在完成前不会轻易加码，我们预计在 2024/25/26 年注入 0.5/2.5/1.0 吉瓦，期内预计公司风/光新增装机合共为 7.5/10.5/10.0 吉瓦（前值为 7.0/8.0/9.0 吉瓦）。我们采取较保守的估计，公司将以银行贷款作主要融资方式。另外，公司刚完成了江阴苏龙股权的出售，交易完成后，公司将减少 1.24 吉瓦的火电装机。

⊖ **火电厂出售对 2024-25 年盈利构成仍有一定影响，下调目标价。**计及以上的新增装机及火电厂出售的影响，我们下调公司 2024/25 年每股盈利预测 14%/20%，主要原因是火电厂出售所致之盈利减少仍对短期有较大冲击，我们重申在 2024-26 年的预测中计入每年 21 亿元的减值项（公司老风机以大换小所产生），目前我们估计公司 2024 年盈利同比下跌 12%，并在 2025 年回升 8%。我们维持 9.4 倍 2025 年市盈率，目标价下调至 7.23 港元，维持**买入**。我们认为母公司项目的注入、装机进度，以及风速改善等将是估值提升的催化剂。

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)	8.05
52周低位 (港元)	4.42
市值 (百万港元)	20,438.14
日均成交量 (百万)	84.93
年初至今变化 (%)	4.05
200天平均价 (港元)	6.46

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	37,871	39,323	44,929
同比增长 (%)	-0.0	-5.6	0.6	3.8	14.3
净利润 (百万人民币)	5,132	6,355	5,601	6,043	7,857
每股盈利 (人民币)	0.59	0.74	0.65	0.70	0.92
同比增长 (%)	-34.5	26.4	-12.2	8.1	30.8
前EPS预测值 (人民币)			0.76	0.88	1.04
调整幅度 (%)			-14.1	-20.4	-11.2
市盈率 (倍)	9.6	7.6	8.7	8.0	6.1
每股账面净值 (人民币)	7.56	8.18	8.61	9.11	9.82
市账率 (倍)	0.74	0.69	0.65	0.62	0.57
股息率 (%)	2.1	3.9	3.5	3.7	4.9

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: 1H24 业绩概要

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	1H23	2H23	1H24	1H24E 交银国际 预测	同比 (%)	差异 (%)
收入	19,847	17,792	18,883	19,088	(4.9)	(1.1)
其他收入净额	665	661	625	692	(6.0)	(9.7)
折旧和摊销	(5,285)	(5,499)	(5,588)	(5,898)	5.7	(5.2)
煤炭消耗	(1,727)	(1,709)	(1,620)	(1,498)	(6.2)	8.1
煤炭销售成本	(1,468)	(1,651)	(1,510)	(1,557)	2.8	(3.0)
员工成本	(2,182)	(1,741)	(2,358)	(2,267)	8.0	4.0
材料成本	(58)	(61)	(49)	(56)	(14.8)	(11.4)
维修保养	(313)	(880)	(368)	(301)	17.8	22.4
行政费用	(332)	(499)	(383)	(319)	15.4	20.0
其他经营开支	(531)	(3,222)	(488)	(531)	(8.1)	(8.1)
经营利润	8,616	3,192	7,145	7,354	(17.1)	(2.8)
财务费用净额	(1,563)	(1,874)	(1,620)	(1,595)	3.6	1.5
应占联营公司和合营企业利润	(53)	81	156	61	(392.3)	157.1
除税前利润	6,999	1,399	5,681	5,819	(18.8)	(2.4)
所得税	(1,164)	(365)	(989)	(1,028)	(15.1)	(3.8)
非控股权益持有人	(710)	197	(671)	(652)	(5.5)	2.9
其他权益工具	(97)	(58)	(35)	(97)	(64.5)	(64.5)
净利润	5,027	1,173	3,986	4,041	(20.7)	(1.4)

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 1H24 业务板块分析

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	1H23	2H23	1H24	同比 (%)
收入				
风力	15,209	12,152	13,760	(9.5)
火电	1,901	2,070	1,854	(2.5)
光伏及其他可再生	467	920	952	103.7
售电收入	17,576	15,142	16,566	(5.8)
售热收入	442	386	442	(0.1)
煤炭销售收入	1,507	1,735	1,542	2.3
其他收入	321	528	335	4.2
总收入	19,847	17,792	18,883	(4.9)

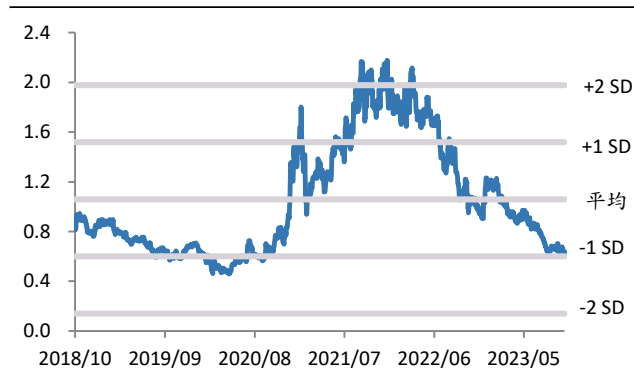
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 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	36,254	41,254
火电	1,875	1,875	1,875	635	635
其他可再生能源	3,041	5,964	10,464	15,464	20,464
总计	31,108	35,594	43,094	52,354	62,354
变动 (兆瓦)	4,355	4,486	7,500	9,260	10,000
电力销售 (百万千瓦时)					
风电	58,308	61,353	63,851	72,672	84,360
火电	10,573	10,320	9,907	3,355	3,355
其他可再生能源	1,752	4,553	9,975	17,053	24,245
总计	70,633	76,226	83,734	93,080	111,961
增长 (%)					
风电	13.7	5.2	4.1	13.8	16.1
火电	(1.9)	(2.4)	(4.0)	(66.1)	0.0
其他可再生能源	44.9	159.8	119.1	70.9	42.2
总计	11.6	7.9	9.8	11.2	20.3

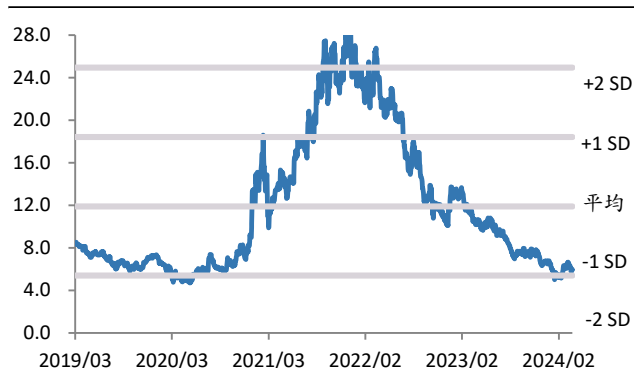
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 远期市净率(倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5: 远期市盈率(倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 6: 龙源电力 (916 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 7: 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	6.16	7.23	17.4%	2024 年 08 月 29 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	21.30	26.83	26.0%	2024 年 08 月 28 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.57	4.56	27.7%	2024 年 08 月 23 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.83	2.50	36.6%	2024 年 06 月 13 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	1.98	1.92	-3.0%	2024 年 08 月 28 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	75.75	86.60	14.3%	2024 年 08 月 26 日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	买入	48.31	81.07	67.8%	2024 年 04 月 26 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	6.77	12.04	77.8%	2024 年 05 月 10 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.13	1.62	43.4%	2024 年 06 月 07 日	光伏制造 (多晶硅)
1108 HK	凯盛新能	中性	3.94	4.98	26.4%	2024 年 04 月 30 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	10.54	11.09	5.2%	2024 年 08 月 28 日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	3.01	4.09	35.9%	2024 年 08 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	0.75	1.00	33.3%	2024 年 08 月 01 日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 8 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	37,871	39,323	44,929
主营业务成本	(21,414)	(18,650)	(19,297)	(19,355)	(21,079)
毛利	18,447	18,988	18,575	19,968	23,850
销售及管理费用	(4,343)	(4,753)	(5,001)	(5,193)	(5,933)
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	11,261	12,494	15,671
财务成本净额	(3,800)	(3,437)	(3,944)	(4,782)	(5,611)
应占联营公司利润及亏损	(419)	28	128	149	160
税前利润	7,684	8,398	7,444	7,861	10,220
税费	(1,554)	(1,530)	(1,356)	(1,432)	(1,862)
非控股权益	(997)	(513)	(487)	(386)	(501)
净利润	5,132	6,355	5,601	6,043	7,857
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	5,446	5,888	7,702

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	5,801	3,581	2,853
有价证券	449	459	459	459	459
应收账款及票据	31,126	38,844	40,465	42,016	48,006
存货	750	727	634	636	693
其他流动资产	2,242	449	449	449	449
总流动资产	52,905	45,008	47,809	47,142	52,460
投资物业	7	0	0	0	0
物业、厂房及设备	151,974	162,009	188,657	229,055	262,019
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	6,122	6,271	6,430
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	211,682	252,228	285,352
总资产	223,611	229,915	259,490	299,370	337,813
短期贷款	53,279	49,499	56,429	67,714	77,194
应付账款	20,321	21,122	24,848	24,923	27,143
其他短期负债	679	634	769	913	1,099
总流动负债	74,280	71,255	82,046	93,550	105,436
长期贷款	66,445	72,780	87,336	110,917	130,882
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	91,190	114,771	134,736
总负债	143,816	147,889	173,236	208,321	240,172
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	63,762	68,016	73,951
股东权益	63,390	68,558	72,144	76,398	82,333
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	11,933	12,318	12,820
总权益	79,795	82,026	86,254	91,049	97,641

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	7,444	7,861	10,220
合资企业/联营公司收入调整	419	(28)	(128)	(149)	(160)
折旧及摊销	10,260	10,784	10,784	12,129	14,136
营运资本变动	7,018	(9,136)	2,197	(1,477)	(3,827)
利息调整	3,392	3,319	3,944	4,782	5,611
税费	(1,570)	(1,787)	(1,221)	(1,289)	(1,676)
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	23,021	21,857	24,304
资本开支	(22,470)	(21,112)	(38,751)	(52,527)	(47,100)
投资活动	3,775	(2,315)	1,319	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)	(37,432)	(52,527)	(47,100)
负债净变动	15,821	2,470	21,486	34,866	29,445
股息	(1,232)	(982)	(1,860)	(1,634)	(1,766)
其他融资活动现金流	(10,611)	(7,753)	(3,944)	(4,782)	(5,611)
融资活动现金流	3,977	(6,265)	15,682	28,451	22,068
汇率收益/损失	(11)	5	0	0	0
年初现金	3,913	18,338	4,529	5,801	3,581
年末现金	18,338	4,529	5,801	3,581	2,853

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	0.650	0.702	0.919
全面摊薄每股收益	0.585	0.740	0.650	0.702	0.919
每股股息	0.117	0.222	0.195	0.211	0.276
每股账面值	7.563	8.179	8.607	9.115	9.823
利润率分析(%)					
毛利率	46.3	50.4	49.0	50.8	53.1
净利率	12.9	16.9	14.8	15.4	17.5
盈利能力(%)					
ROA	2.2	2.7	2.1	2.0	2.3
ROE	7.7	9.0	7.5	7.7	9.4
ROIC	2.6	3.2	2.5	2.3	2.6
其他					
净负债权益比(%)	127.1	143.6	159.9	192.3	210.2
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

交銀國際

香港中环德辅道中 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、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、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、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、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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，并可能受递送延误、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、建议或征求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。