



买入(维持)

所属行业: 公用事业/电力
当前价格(元): 15.18

证券分析师

郭雪

资格编号: S0120522120001

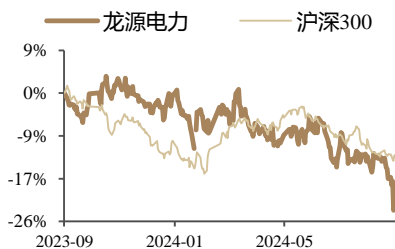
邮箱: guoxue@tebon.com.cn

联系人

刘正

邮箱: liuzheng3@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|--------|--------|--------|
| 绝对涨幅(%) | -11.65 | -10.83 | -16.72 |
| 相对涨幅(%) | -8.14 | -6.78 | -9.50 |

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《国常会核准11台核电机组, 行业保持高景气》, 2024.8.20
- 《国家层面首次对全面绿色转型进行系统部署, 打造更有全球竞争力的现代化经济体系》, 2024.8.12
- 《新型电力系统建设加速, 绿电消纳有望改善》, 2024.8.7
- 《建立健全绿色电力交易机制, 有利于促进绿色能源生产消费市场体系和长效机制》, 2024.8.4
- 《煤电低碳化改造方案公布, 关注绿氢及CCUS》, 2024.7.19

龙源电力(001289.SZ): 风电量价下滑业绩承压, 加速新能源建设

投资要点

事件: 公司发布2024年半年报, 24H1公司实现营收188.83亿元, 同比-4.94%, 归母净利润38.27亿元, 同比-22.86%。其中24Q2, 公司实现营收90.06亿元, 同比-9.93%, 归母净利润14.34亿元, 同比-45.38%。

风资源水平下降, 风电发电量略有减少。 24H1公司总发电量400.82亿千瓦时, 同比+0.84%, 其中风电发电量315.85亿千瓦时, 同比-4.60%; 火电发电量49.08亿千瓦时, 同比-2.39%; 光伏等其他可再生能源发电量35.89亿千瓦时, 同比+122.87%。分板块来看, 24H1公司风电板块实现营收137.81亿元, 同比-9.45%; 火电板块实现营收40.5亿元, 同比-1.29%。

风光电价下滑, 火电电价持平。 电价方面, 24H1公司平均上网电价为0.423元/kwh(不含税, 下同), 较去年同期减少0.034元/kwh。其中, 风电平均上网电价为0.441元/kwh, 同比减少0.028元/kwh, 主要受到风电市场交易规模扩大, 平价项目增加以及结构性因素影响; 光伏平均上网电价为0.283元/kwh, 同比减少0.031元/kwh, 主要因为新投产平价项目拉低了光伏发电的平均电价; 火电板块平均上网电价为0.415元/kwh, 与同期持平。

火电资产剥离, 新能源加速建设。 公司拟以13.19亿元转让江阴苏龙27%股权, 公司控股装机容量预计减少1240.76MW, 其中火电装机容量减少1215MW, 光伏装机容量减少25.76MW。2024年公司计划投产750万千瓦新能源项目。2024H1, 公司新签订开发协议7.59GW, 取得开发指标6.09GW, 较上年同期增加51.87%。公司规划2024全年新开工新能源项目10GW, 投产7.5GW, 上半年公司已投产2.29GW新能源装机, 其中光伏装机1.69GW、风电装机0.60GW。

盈利预测与投资建议: 参考公司2024年半年报, 我们下调公司盈利预测, 预计公司2024-2026年营业收入分别为380.0亿元、419.2亿元、450.6亿元, 增速分别为1.0%、10.3%、7.5%, 归母净利润分别为64.0亿元、70.3亿元、72.7亿元, 增速分别为2.4%、9.9%、3.4%, 维持“买入”评级。

风险提示: 风光建设不及预期; 电价波动风险; 政策风险。

| 股票数据 | | 主要财务数据及预测 | | | | | |
|---------------|-------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总股本(百万股): | 8,359.82 | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流通 A 股(百万股): | 133.34 | 营业收入(百万元) | 39,863 | 37,642 | 38,002 | 41,924 | 45,059 |
| 52 周内股价区间(元): | 15.05-20.33 | (+/-)YOY(%) | -0.1% | -5.6% | 1.0% | 10.3% | 7.5% |
| 总市值(百万元): | 126,902.01 | 净利润(百万元) | 5,111 | 6,249 | 6,397 | 7,031 | 7,272 |
| 总资产(百万元): | 242,371.10 | (+/-)YOY(%) | -31.2% | 22.3% | 2.4% | 9.9% | 3.4% |
| 每股净资产(元): | 8.73 | 全面摊薄 EPS(元) | 0.61 | 0.75 | 0.77 | 0.84 | 0.87 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 34.4% | 36.4% | 34.4% | 35.0% | 34.5% |
| | | 净资产收益率(%) | 7.4% | 8.8% | 8.5% | 8.7% | 8.5% |

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.73 | 0.77 | 0.84 | 0.87 |
| 每股净资产 | 8.46 | 9.03 | 9.61 | 10.22 |
| 每股经营现金流 | 1.66 | 4.44 | 3.82 | 3.78 |
| 每股股利 | 0.12 | 0.22 | 0.25 | 0.26 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 27.24 | 19.84 | 18.05 | 17.45 |
| P/B | 2.34 | 1.68 | 1.58 | 1.48 |
| P/S | 3.38 | 3.49 | 3.16 | 2.94 |
| EV/EBITDA | 11.41 | 8.69 | 8.36 | 8.42 |
| 股息率% | 0.6% | 1.5% | 1.7% | 1.7% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 36.4% | 34.4% | 35.0% | 34.5% |
| 净利润率 | 17.9% | 18.7% | 18.6% | 17.9% |
| 净资产收益率 | 8.8% | 8.5% | 8.7% | 8.5% |
| 资产回报率 | 2.7% | 2.5% | 2.5% | 2.3% |
| 投资回报率 | 5.6% | 4.9% | 4.9% | 4.8% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | -5.6% | 1.0% | 10.3% | 7.5% |
| EBIT 增长率 | -1.7% | -2.7% | 11.1% | 6.4% |
| 净利润增长率 | 22.3% | 2.4% | 9.9% | 3.4% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 64.1% | 66.0% | 67.4% | 68.3% |
| 流动比率 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| 速动比率 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| 现金比率 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.0 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 存货周转天数 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 |
| 总资产周转率 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 固定资产周转率 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |

| 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润 | 6,249 | 6,397 | 7,031 | 7,272 |
| 少数股东损益 | 489 | 711 | 781 | 808 |
| 非现金支出 | 12,895 | 16,097 | 18,592 | 20,889 |
| 非经营收益 | 3,103 | 3,640 | 4,122 | 4,612 |
| 营运资金变动 | -8,852 | 10,295 | 1,443 | -1,957 |
| 经营活动现金流 | 13,884 | 37,140 | 31,970 | 31,623 |
| 资产 | -18,906 | -38,873 | -46,798 | -53,011 |
| 投资 | -2,718 | -272 | -369 | -314 |
| 其他 | 190 | 27 | 29 | 32 |
| 投资活动现金流 | -21,434 | -39,117 | -47,138 | -53,292 |
| 债权募资 | 2,592 | 19,000 | 17,000 | 19,000 |
| 股权募资 | 202 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -9,059 | -5,535 | -6,275 | -6,844 |
| 融资活动现金流 | -6,265 | 13,465 | 10,725 | 12,156 |
| 现金净流量 | -13,810 | 11,488 | -4,443 | -9,512 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 37,642 | 38,002 | 41,924 | 45,059 |
| 营业成本 | 23,956 | 24,944 | 27,257 | 29,509 |
| 毛利率% | 36.4% | 34.4% | 35.0% | 34.5% |
| 营业税金及附加 | 356 | 345 | 380 | 415 |
| 营业税金率% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% |
| 营业费用 | 0 | 0 | 126 | 68 |
| 营业费用率% | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 0.1% |
| 管理费用 | 451 | 374 | 419 | 447 |
| 管理费用率% | 1.2% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 研发费用 | 145 | 86 | 120 | 135 |
| 研发费用率% | 0.4% | 0.2% | 0.3% | 0.3% |
| EBIT | 13,660 | 13,291 | 14,768 | 15,717 |
| 财务费用 | 3,403 | 3,613 | 3,957 | 4,509 |
| 财务费用率% | 9.0% | 9.5% | 9.4% | 10.0% |
| 资产减值损失 | -2,086 | -1,046 | -1,327 | -1,404 |
| 投资收益 | 19 | 38 | 42 | 45 |
| 营业利润 | 8,158 | 8,675 | 9,534 | 9,860 |
| 营业外收支 | 82 | -6 | -6 | -6 |
| 利润总额 | 8,239 | 8,668 | 9,527 | 9,854 |
| EBITDA | 24,368 | 28,343 | 32,032 | 35,202 |
| 所得税 | 1,501 | 1,560 | 1,715 | 1,774 |
| 有效所得税率% | 18.2% | 18.0% | 18.0% | 18.0% |
| 少数股东损益 | 489 | 711 | 781 | 808 |
| 归属母公司所有者净利润 | 6,249 | 6,397 | 7,031 | 7,272 |

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 4,879 | 16,367 | 11,924 | 2,411 |
| 应收账款及应收票据 | 393 | 551 | 546 | 594 |
| 存货 | 727 | 811 | 870 | 950 |
| 其它流动资产 | 39,713 | 33,480 | 37,953 | 41,305 |
| 流动资产合计 | 45,713 | 51,209 | 51,293 | 45,260 |
| 长期股权投资 | 5,995 | 6,495 | 6,995 | 7,495 |
| 固定资产 | 141,361 | 167,084 | 194,870 | 222,935 |
| 在建工程 | 20,997 | 17,798 | 18,079 | 21,847 |
| 无形资产 | 6,779 | 6,234 | 5,606 | 4,903 |
| 非流动资产合计 | 183,543 | 206,599 | 235,188 | 267,642 |
| 资产总计 | 229,256 | 257,808 | 286,481 | 312,902 |
| 短期借款 | 26,691 | 33,691 | 40,691 | 47,691 |
| 应付票据及应付账款 | 17,324 | 20,093 | 25,335 | 25,486 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 28,151 | 29,686 | 30,413 | 31,785 |
| 流动负债合计 | 72,165 | 83,469 | 96,439 | 104,962 |
| 长期借款 | 68,688 | 80,688 | 90,688 | 102,688 |
| 其它长期负债 | 6,076 | 6,076 | 6,076 | 6,076 |
| 非流动负债合计 | 74,764 | 86,764 | 96,764 | 108,764 |
| 负债总计 | 146,929 | 170,233 | 193,203 | 213,725 |
| 实收资本 | 8,382 | 8,728 | 8,728 | 8,728 |
| 普通股股东权益 | 70,918 | 75,455 | 80,377 | 85,467 |
| 少数股东权益 | 11,409 | 12,120 | 12,901 | 13,709 |
| 负债和所有者权益合计 | 229,256 | 257,808 | 286,481 | 312,902 |

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。