

新能源

收盘价
港元 6.29

目标价
港元 8.35个

潜在涨幅
+32.8%

2024 年 10 月 17 日

龙源电力 (916 HK)

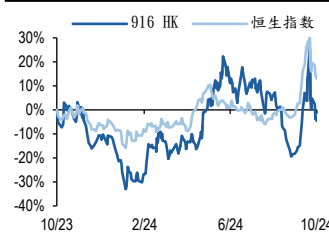
预期 3 季报纯利偏弱，期待运营改善及收购进展的突破

- 9 月份风力发电量有较大反弹。公司 9 月份风力发电量扭转近六个月的弱势，从去年低基数出现较大反弹（同比上升 29%），主要受益于沿海地区风速回升。3 季度总体发电量同比上升 6%，其中风力发电同比上升 6%，光伏发电则同比上升 42%，唯火力发电因出售项目影响同比下跌 14%。整体 1-9 月份，公司仍面临限电上升及年内大部份时间风速同比下降，风电发电量同比下跌 1.8%，整体发电量微升 2.4%。
- 今年 1-9 月纯利预期同比下跌 22%，唯市场应有所预期。公司将在本月底发布 3 季度业绩，我们估计公司前三季的纯利（不计及永续债利息）仍将按年下跌 22%至 47 亿元（人民币，下同），与今年上半年纯利降幅约 20%相近。期内折旧因装机量增加按年仍会温和上升，唯收入端受风/光上网电价下跌拖累，预期有约 5%的同比下降，经营利润率同比下跌约 6 个百分点。唯 7-9 月的发电量已于早前公布，我们认为市场应对公司偏弱的 3 季度业绩有所预期。
- 预期以大代小的进度将略为慢于预期，上调 2025-26 年盈利预测。我们上调了公司 2024-26 年盈利预测 0.4%/3.9%/5.1%，主要考虑到目前限电情况仍未有明显改善之下，公司风场以大代小的改造进度应有所减慢，因此我们下调了公司 2025/26 年资产减值的估计 14%/13%。预期公司 2024 年盈利同比减少 12%，为近年低位，在 2025/26 年随风速同比稳定及装机增长带动下，预期盈利同比上升 12%/32%。
- 运营改善及收购进展仍是估值提升的关键因素。近期 A 股/港股估值上升后，我们对公司的估值标准重新调整为 10.5 倍 2025 年市盈率（原为 9.5 倍），相对 5 年历史平均折让 10%，当中应反映了对母公司项目收购规模的缩减及延迟。目标价提升至 8.35 港元，维持买入评级。我们认为 4 季度风速的改善以及对母公司项目的收购进度将是估值提升的关键因素。

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)	8.29
52周低位 (港元)	4.42
市值 (百万港元)	20,869.47
日均成交量 (百万)	35.43
年初至今变化 (%)	6.25
200天平均价 (港元)	6.63

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	5,624	6,270	8,249
每股盈利 (人民币)	0.59	0.74	0.65	0.73	0.97
同比增长 (%)	-34.5	26.4	-11.8	11.8	32.4
前EPS预测值 (人民币)			0.65	0.70	0.92
调整幅度 (%)			0.4	3.9	5.1
市盈率 (倍)	9.8	7.8	8.8	7.9	6.0
每股账面净值 (人民币)	7.56	8.18	8.61	9.14	9.89
市账率 (倍)	0.76	0.70	0.67	0.63	0.58
股息率 (%)	2.0	3.9	3.4	3.8	5.0

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: 季度发电量分析

年结 12 月 31 日 (百万千瓦时)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	同比 (%)
风力	11,565	16,680	17,031	14,554	12,277	6.2
火电	2,618	2,674	2,581	2,327	2,255	-13.9
光伏及其他可再生	1,575	1,367	1,613	1,976	2,233	41.7
总计	15,758	20,721	21,225	18,857	16,765	6.4

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 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)

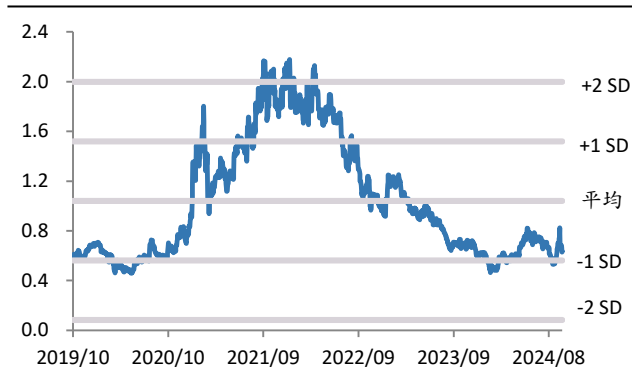
风电	58,308	61,353	63,851	72,672	84,360
火电	10,573	10,320	9,907	3,355	3,355
其他可再生能源	1,752	4,553	9,975	17,053	24,245
总计	70,633	76,226	83,734	93,080	111,961

增长 (%)

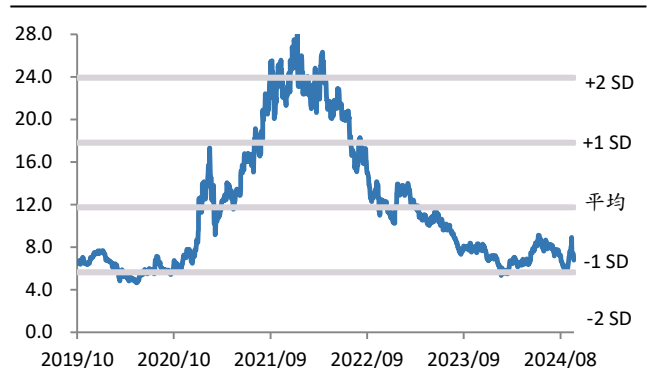
风电	13.7	5.2	4.1	13.8	16.1
火电	(1.9)	(2.4)	(4.0)	(66.1)	0.0
其他可再生能源	44.9	159.8	119.1	70.9	42.2
总计	11.6	7.9	9.8	11.2	20.3

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 远期市净率(倍)



图表 4: 远期市盈率(倍)



图表 5: 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 6: 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	6.29	8.35	32.8%	2024 年 10 月 17 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.99	2.38	19.6%	2024 年 08 月 30 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	20.10	26.83	33.5%	2024 年 08 月 28 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.62	4.56	26.0%	2024 年 08 月 23 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.15	1.92	-10.7%	2024 年 08 月 28 日	运营商
688390 CH	固德威	买入	50.55	57.10	13.0%	2024 年 09 月 02 日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	86.56	86.60	0.0%	2024 年 08 月 26 日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	7.07	9.93	40.5%	2024 年 08 月 30 日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.10	1.31	19.1%	2024 年 08 月 30 日	光伏制造 (多晶硅)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.06	3.36	-17.2%	2024 年 09 月 02 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	10.08	11.09	10.0%	2024 年 08 月 28 日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	3.06	4.09	33.7%	2024 年 08 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	买入	0.79	1.02	29.1%	2024 年 09 月 20 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 10 月 17 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)	(19,432)	(19,561)	(21,340)
毛利	18,447	18,988	18,439	19,761	23,589
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)	(1,987)	(1,716)
经营利润	11,903	11,807	11,125	12,582	15,940
财务成本净额	(3,800)	(3,437)	(3,777)	(4,575)	(5,370)
应占联营公司利润及亏损	(419)	28	128	149	160
税前利润	7,684	8,398	7,475	8,156	10,730
税费	(1,554)	(1,530)	(1,362)	(1,486)	(1,955)
非控股权益	(997)	(513)	(489)	(400)	(527)
净利润	5,132	6,355	5,624	6,270	8,249
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	5,470	6,115	8,094

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	5,997	4,241	4,146
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	639	643	702
其他流动资产	2,242	449	449	449	449
总流动资产	52,905	45,008	48,009	47,809	53,762
投资物业	7	0	0	0	0
物业、厂房及设备	151,974	162,009	188,657	228,919	261,677
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	252,093	285,010
总资产	223,611	229,915	259,691	299,901	338,772
短期贷款	53,279	49,499	56,429	67,714	77,194
应付账款	20,321	21,122	25,023	25,189	27,478
其他短期负债	679	634	770	919	1,114
总流动负债	74,280	71,255	82,221	93,821	105,787
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	173,412	208,593	240,523
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	63,785	68,259	74,519
股东权益	63,390	68,558	72,167	76,641	82,900
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	11,935	12,335	12,861
总权益	79,795	82,026	86,280	91,309	98,250

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	7,475	8,156	10,730
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	12,265	14,342
营运资本变动	7,018	(9,136)	2,367	(1,389)	(3,759)
利息调整	3,392	3,319	3,777	4,575	5,370
税费	(1,570)	(1,787)	(1,226)	(1,337)	(1,759)
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	23,051	22,121	24,764
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)	(1,641)	(1,834)
其他融资活动现金流	(10,611)	(7,753)	(3,777)	(4,575)	(5,370)
融资活动现金流	3,977	(6,265)	15,849	28,651	22,241
汇率收益/损失	(11)	5	0	0	0
年初现金	3,913	18,338	4,529	5,997	4,241
年末现金	18,338	4,529	5,997	4,241	4,146

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	0.653	0.730	0.966
全面摊薄每股收益	0.585	0.740	0.653	0.730	0.966
每股股息	0.117	0.222	0.196	0.219	0.290
每股账面值	7.563	8.179	8.610	9.144	9.890
利润率分析(%)					
毛利率	46.3	50.4	48.7	50.3	52.5
净利率	12.9	16.9	14.9	15.9	18.4
盈利能力(%)					
ROA	2.2	2.7	2.1	2.0	2.4
ROE	7.7	9.0	7.6	8.0	9.8
ROIC	2.6	3.2	2.5	2.4	2.8
其他					
净负债权益比(%)	127.1	143.6	159.7	191.0	207.6
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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、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、山西省安装集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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，而并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。