

龙源电力 (001289.SZ)

优于大市

24Q3 风电电量改善，投资收益增长显著使得归母净利润增幅较大

核心观点

2024Q3 公司营业收入同比下降，投资收益大幅增长使得归母净利润增幅较大。2024 年前三季度，公司实现营业收入 263.50 亿元（-6.39%），归母净利润 54.75 亿元（-10.61%），扣非归母净利润 51.11 亿元（-15.83%）。2024 年第三季度，公司实现营业收入 74.67 亿元（-9.87%），归母净利润 16.48 亿元（+41.58%），扣非归母净利润 13.64 亿元（+16.00%）。公司第三季度营业收入同比下降主要系电价下降影响；第三季度归母净利润增幅较大主要系投资收益明显增长，三季度公司实现投资收益 5.14 亿元，同比增长 6316.47%，主要系公司处置子公司江阴苏龙热电有限公司及对联营企业和合营企业的投资收益增加所致。

2024Q3 公司风电、其他可再生能源发电量实现增长。2024 年前三季度，公司发电量为 568.47 亿千瓦时（+2.42%），其中风电发电量 438.62 亿千瓦时（-1.82%），火电发电量 71.63 亿千瓦时（-6.32%），其他可再生能源发电量 58.22 亿千瓦时（+82.76%）。2024 年第三季度，公司发电量 167.65 亿千瓦时（+6.39%），其中风电 122.77 亿千瓦时（+6.16%），火电发电量 22.55 亿千瓦时（-13.86%），其他可再生能源发电量 22.33 亿千瓦时（+41.75%）。

公司拟现金收购国家能源集团新能源资产，新能源装机规模持续增长。公司拟现金收购国家能源集团全资子公司国能资产管理公司、国能甘肃电力和国能广西电力所持有的山东、江西、甘肃、广西区域共计 8 家新能源公司股权，截至目前，初步预计本次交易标的公司股权转让对价合计为 16.86 亿元，最终将以至交割日的实际情况进行调整。上述标的公司在运和在建装机容量合计 203.29 万千瓦，其中在运 144.69 万千瓦，在建 58.60 万千瓦；风电 131.60 万千瓦，光伏 71.69 万千瓦。

风险提示：电量下降；电价下滑；新能源项目投运不及预期。

投资建议：维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 67.4/75.6/83.9 亿元，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 22.9/20.4/18.4X。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)	30.2	24.7	22.9	20.4	18.4
EV/EBITDA	12.0	12.4	13.2	12.9	12.6
市净率 (PB)	2.25	2.18	2.02	1.87	1.73

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

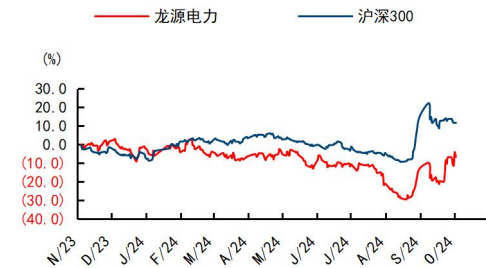
证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002
 证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003

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	17.95 元
总市值/流通市值	150059/150059 百万元
52 周最高价/最低价	20.74/13.39 元
近 3 个月日均成交额	108.83 百万元

市场走势



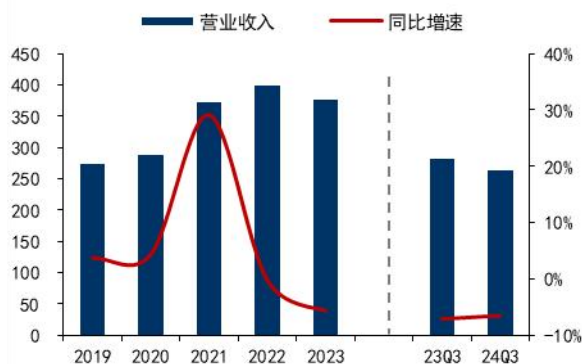
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《龙源电力 (001289.SZ) - 风电板块电量、电价下降影响业绩，装机容量持续增长》——2024-08-29
- 《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，未来新能源项目投运驱动业绩增长》——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

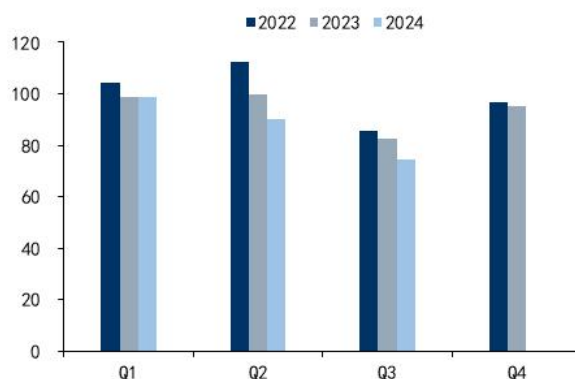
2024Q3 公司营业收入同比下降，投资收益大幅增长使得归母净利润增幅较大。2024 年前三季度，公司实现营业收入 263.50 亿元（-6.39%），归母净利润 54.75 亿元（-10.61%），扣非归母净利润 51.11 亿元（-15.83%）。2024 年第三季度，公司实现营业收入 74.67 亿元（-9.87%），归母净利润 16.48 亿元（+41.58%），扣非归母净利润 13.64 亿元（+16.00%）。公司第三季度营业收入同比下降主要系电价下降影响；第三季度归母净利润增幅较大主要系投资收益明显增长，三季度公司实现投资收益 5.14 亿元，同比增长 6316.47%，主要系公司处置子公司江阴苏龙热电有限公司及对联营企业和合营企业的投资收益增加所致。

图1：龙源电力营业收入及增速（单位：亿元）



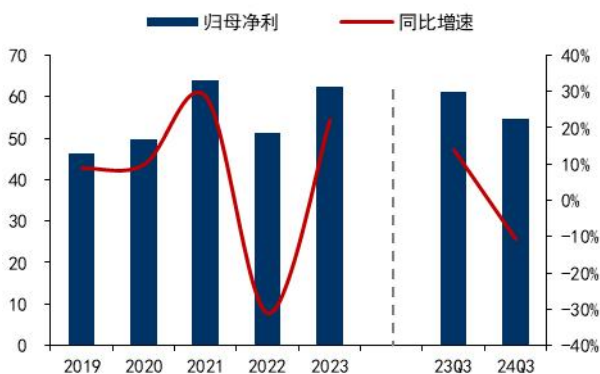
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：龙源电力单季营业收入（单位：亿元）



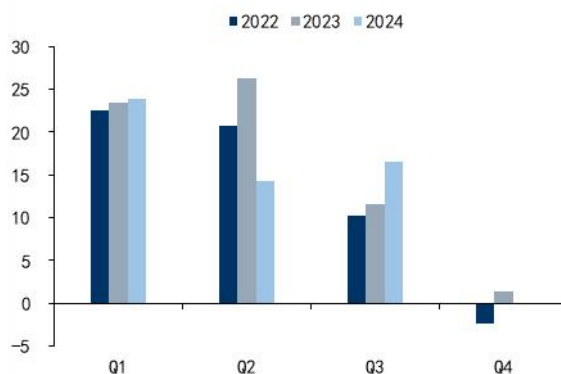
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



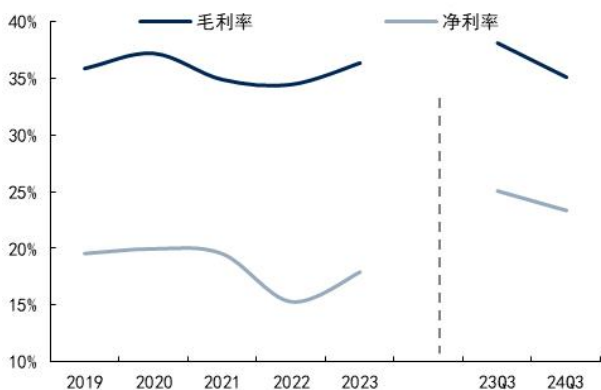
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2024Q3 公司风电、其他可再生能源发电量实现增长。2024 年前三季度，公司发电量为 568.47 亿千瓦时（+2.42%），其中风电发电量 438.62 亿千瓦时（-1.82%），火电发电量 71.63 亿千瓦时（-6.32%），其他可再生能源发电量 58.22 亿千瓦时（+82.76%）。2024 年第三季度，公司发电量 167.65 亿千瓦时（+6.39%），其中风电 122.77 亿千瓦时（+6.16%），火电发电量 22.55 亿千瓦时（-13.86%），其他可再生能源发电量 22.33 亿千瓦时（+41.75%）。

毛利率下降，费用率增加，净利率水平下降。2024 年前三季度，公司毛利率为 35.09%，同比减少 3.05pct，主要系电价下降及折旧摊销、员工成本增加影响。

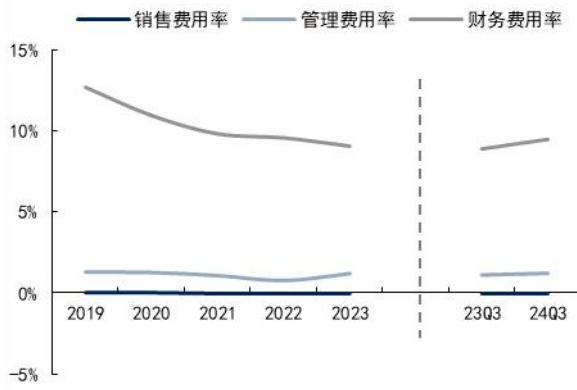
费用率方面,2024年前三季度,公司财务费用率、管理费用率分别为9.45%、1.21%,财务费用率同比增加0.59pct、管理费用率同比增加0.11pct。同期内,受毛利率下降及费用率水平增加影响,公司净利率较2023年同期减少1.72pct至23.34%。

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

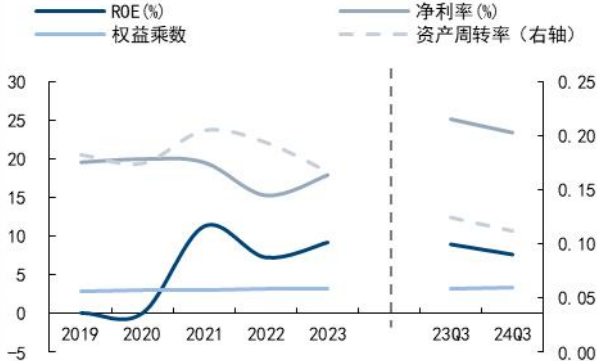
ROE 下行, 经营性净现金流同比大幅增长。2024年前三季度, 由于净利率下降, 公司 ROE 下行, 较 2023 年同期减少 0.77pct 至 7.55%。现金流方面, 2024 年前三季度, 公司经营性净现金流为 97.60 亿元, 同比增长 62.01%, 主要系补贴回款同比增加以及 2023 年同期支付资产证券化等大额代收代付款项, 本期无该事项共同影响所致; 投资性净现金流流出 153.28 亿元, 同比有所增加, 主要系风电、光伏项目建设投入增加导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较同比增加所致; 融资性净现金流 41.69 亿元, 同比大幅增加, 主要系由于资金周转及项目建设需求增长, 与银行办理的借款以及对外发行债券增加导致。

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

公司拟现金收购国家能源集团新能源资产, 新能源装机规模持续增长。公司拟现金收购国家能源集团全资子公司国能资产管理公司、国能甘肃电力和国能广西电力所持有的山东、江西、甘肃、广西区域共计 8 家新能源公司股权, 截至目前, 初步预计本次交易标的公司股权转让对价合计为 16.86 亿元, 最终将以至交割日的实际情况进行调整。上述标的公司在运和在建装机容量合计 203.29 万千瓦, 其中在运 144.69 万千瓦, 在建 58.60 万千瓦; 风电 131.60 万千瓦, 光伏 71.69 万千瓦。

投资建议：维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 67.4/75.6/83.9 亿元，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 22.9/20.4/18.4X。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 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
600011.SH	华能国际	7.26	1,140	0.54	0.74	0.77	0.82	13.44	9.8	9.4	8.9	6.4%	优于大市
600821.SH	金开新能	5.71	114	0.40	0.50	0.71	0.87	14.28	11.4	8.0	6.6	9.0%	优于大市
600795.SH	国电电力	4.84	863	0.31	0.54	0.52	0.56	15.61	9.0	9.3	8.6	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	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	货币资金的期初余额	3866	20493	4879	13391	21844
P/E	30.2	24.7	22.9	20.4	18.4	货币资金的期末余额	20493	4879	13391	21844	31595
P/B	2.2	2.2	2.0	1.9	1.7	企业自由现金流	0	(12156)	(6750)	(1942)	(94)
EV/EBITDA	12.0	12.4	13.2	12.9	12.6	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