

买入

风光项目储备充裕，保障业绩稳定增长

龙源电力 (0916.HK)

2023-09-06 星期三

投资要点

目标价： 9.36 港元
现价： 6.23 港元
预计升幅： 50%

➤ 2023H1 盈利人民币 51.24 亿元，同比增长 18.3%：

2023 年上半年实现收入人民币 198.47 亿元，同比增长 8.4%。本公司权益持有人应占净利润人民币 51.24 亿元，比 2022 年同期增长 18.3%，每股盈利人民币 0.5997 元。上半年公司实现经营利润为人民币 86.16 亿元，同比增长 5.1%。其中风电经营利润为人民币 83.37 亿元，同比增长 4.6%；光伏经营利润为人民币 2.31 亿元，同比增长 63.8%；火电经营利润为人民币 2.08 亿元，同比下降 32.5%。主要煤炭销售业务规模缩减所致。

重要数据

日期	2023-09-05
收盘价 (港元)	6.23
总股本 (百万股)	8,382
总市值 (亿港元)	1,287
净资产 (百万元)	84,168
总资产 (百万元)	233,340
52 周高低 (港元)	13.2/5.88
每股净资产 (港元)	8.77

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 风光项目储备充裕，2023 年目标新增装机 5.5-6.5GW 不变：

2023 年上半年，新签订开发协议 29.34 吉瓦，同比增加 77.94%，其中风电 15.32 吉瓦、光伏 14.02 吉瓦，均位于资源较好地区。通过平竞价取得开发指标 3.07 吉瓦，包括风电 1.58 吉瓦，光伏 1.49 吉瓦。2021 年-2023 年上半年，累计取得开发指标 40.74 吉瓦，将有力保障公司十四五新能源新增 30GW 目标实现。公司 2023 年目标新增装机维持 5.5-6.5GW 不变，上半年已投产 515.41MW，余下将在下半年集中投产。

➤ 风电经营数据表现良好，市场化交易电价小幅下降：

2023 年 1-7 月，公司累计完成发电量 39,746,820 兆瓦时，其中风电发电量 33,108,421 兆瓦时，同比增长 9.57%。2023 年上半年，风电平均利用小时数为 1,271 小时，较 2022 年同期提高 98 小时。上半年风电上网电价 469 元/兆瓦时，同比减少 17 元/兆瓦时，主要因为风电市场交易规模扩大、平价项目增加所致。上半年风电市场化交易电量约 161 亿千瓦时，占风电总发电量的 48.66%，交易电价 0.4163 元/千瓦时，同比下降 1.3%。

➤ 维持买入评级，目标价 9.36 港元：

我们给予公司目标价 9.36 港元，相当于 2023 年和 2024 年 9 倍和 7.4 倍 PE，目标价较现价有 50% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	37,195	39,862	46,916	54,469	61,826
同比增长(%)	29.7%	7.2%	17.7%	16.1%	13.5%
净利润	6,159	4,903	7,944	9,706	10,829
同比增长(%)	30.3%	-20.4%	62.0%	22.2%	11.6%
每股盈利 (元)	0.77	0.59	0.95	1.16	1.29
PE@6.23HKD	7.4	9.7	6.0	4.9	4.4
每股股息(人民币分)	14.7	11.7	19.0	23.2	25.8
股息率	2.58%	2.05%	3.32%	4.06%	4.53%

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

主要股东

 国家能源投资集团有限责任公司
 (54.91%)

相关报告

深度报告-20210608

更新报告-20210727

更新报告-20210913

更新报告-20211213

更新报告-20220112/0908/1111

更新报告-202302148/20230508

研究部

姓名：杨义琼

SFC: AXU943

电话：0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

報告正文

2023H1 盈利人民幣 51.24 億元，同比增長 18.3%：

2023 年上半年實現收入人民幣 198.47 億元，同比增長 8.4% 本公司權益持有人應占淨利潤人民幣 51.24 億元，比 2022 年同期增長 18.3%，每股盈利人民幣 0.5997 元。上半年公司實現經營利潤為人民幣 86.16 億元，同比增長 5.1%。其中風電經營利潤為人民幣 83.37 億元，同比增長 4.6%；光伏經營利潤為人民幣 2.31 億元，同比增長 63.8%；火電經營利潤為人民幣 2.08 億元，同比下降 32.5%。主要煤炭銷售業務規模縮減所致。

風光項目儲備充裕，2023 年目標新增裝機 5.5-6.5GW 不變：

2023 年上半年，新簽訂開發協議 29.34 吉瓦，同比增加 77.94%，其中風電 15.32 吉瓦、光伏 14.02 吉瓦，均位於資源較好地區。通過平競價取得開發指標 3.07 吉瓦，包括風電 1.58 吉瓦，光伏 1.49 吉瓦。2021 年-2023 年上半年，累計取得開發指標 40.74 吉瓦，將有力保障公司十四五新能源新增 30GW 目標實現。

公司 2023 年目標新增裝機維持 5.5-6.5GW 不變，上半年已投產 515.41MW，余下將在下半年集中投產。

風電經營數據表現良好，市場化交易電價小幅下降：

2023 年 1-7 月，公司累計完成發電量 39,746,820 兆瓦時，其中風電發電量 33,108,421 兆瓦時，同比增長 9.57%。2023 年上半年，風電平均利用小時數為 1,271 小時，較 2022 年同期提高 98 小時。

上半年風電上網電價 469 元/兆瓦時，同比減少 17 元/兆瓦時，主要因為風電市場交易規模擴大、平價項目增加所致。上半年風電市場化交易電量約 161 億千瓦時，占風電總發電量的 48.66%，交易電價 0.4163 元/千瓦時，同比下降 1.3%。

維持買入評級，目標價 9.36 港元：

我們給予公司目標價 9.36 港元，相當於 2023 年和 2024 年 9 倍和 7.4 倍 PE，目標價較現價有 50% 上升空間，維持買入評級。

風險提示：

新增裝機不及預期

補貼回款滯後

電價下調

表 1: 行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
3868.HK	信义能源	HKD	1.74	143	14.7	12.3	10.1	8.6	1.1	1.2	1.1	1.0
2208.HK	金风科技	HKD	4.13	390	6.5	4.9	3.9	3.4	0.5	0.4	0.4	0.3
0182.HK	协合新能源	HKD	0.64	55	5.7	4.5	3.6	2.9	0.6	0.6	0.0	0.0
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.96	143	3.7	5.2	4.9	4.6	0.8	0.7	0.6	0.6
0956.HK	新天绿色能源	HKD	2.78	269	4.5	4.3	4.2	2.7	0.5	0.5	0.5	0.5
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.16	93	6.1	5.1	4.7	4.3	0.8	0.8	0.7	0.7
0836.HK	华润电力	HKD	15.30	736	10.5	5.6	4.8	4.2	0.9	0.8	0.7	0.6
2380.HK	中国电力	HKD	3.05	377	12.7	8.4	5.5	4.3	0.7	0.7	0.7	0.6
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	3.14	527	-931.7	5.6	4.8	4.5	0.7	0.7	0.7	0.6
平均					-96.4	6.2	5.2	4.4	0.7	0.7	0.6	0.5
0916.HK	龙源电力	HKD	6.23	1,287	9.7	6.0	4.9	4.4	0.7	0.6	0.6	0.5

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E		2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	37,195	39,862	46,916	54,469	61,826	盈利能力					
经营成本	(25,774)	(29,165)	(31,498)	(36,223)	(41,657)	毛利率 (%)	34%	30%	36%	36%	35%
经营利润	12,558	11,903	16,745	19,705	21,775	EBITDA 利率 (%)	54%	53%	57%	57%	57%
其他收入	1,136	1,206	1,327	1,460	1,606	净利率 (%)	17%	12%	17%	18%	18%
行政费用	(735)	(766)	(827)	(951)	(1,093)	营运表现					
财务开支	(3,722)	(4,107)	(4,420)	(4,618)	(4,928)	SG&A/收入 (%)	2%	2%	2%	2%	2%
应占联营公司利润	(577)	(419)	(200)	(200)	(200)	实际税率 (%)	17%	20%	20%	20%	20%
其他开支	(1,584)	(3,416)	(3,587)	(6,896)	(7,930)	股息支付率 (%)	19%	20%	20%	20%	20%
税前盈利	8,756	7,684	12,448	15,209	16,969	库存周转	15	15	15	15	15
所得税	(1,488)	(1,554)	(2,518)	(3,077)	(3,433)	应付账款天数	203	203	203	203	203
少数股东应占利润	854	997	1,986	2,426	2,707	应收账款天数	275	275	275	275	275
净利润	6,159	4,903	7,944	9,706	10,829	ROE (%)	10%	7%	11%	12%	12%
折旧及摊销	(8,295)	(10,260)	(11,081)	(12,743)	(14,654)	ROA (%)	3%	2%	3%	4%	4%
EBITDA	20,213	21,263	26,821	31,311	35,146	财务状况					
增长						净负债/股本	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
总收入 (%)	30%	7%	18%	16%	14%	收入/总资产	0.20	0.18	0.19	0.21	0.22
净利润 (%)	30%	-20%	62%	22%	12%	总资产/股本	3.02	3.26	3.23	3.11	3.02
						收入对利息倍数	10.0	9.7	10.6	11.8	12.5
资产负债表						现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E		2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
现金	3,616	18,338	16,923	19,971	24,584	EBITDA	20,213	21,263	26,821	31,311	35,146
应收账款	27,087	27,658	35,355	41,047	46,591	融资成本	(1,013)	8,379	(8,061)	(10,718)	(12,033)
存货	752	750	1,276	1,467	1,687	营运资金变化	(957)	1,518	3,649	9,027	10,585
其他流动资产	4,411	6,119	6,210	6,175	6,140	所得税	(1,488)	(1,554)	(2,518)	(3,077)	(3,433)
流动资产	35,865	52,864	59,764	68,660	79,002	营运现金流	16,755	29,606	19,891	26,542	30,264
固定资产	134,525	151,600	163,663	168,987	177,098	资本开支	(17,676)	(22,320)	(24,552)	(27,007)	(29,708)
其他固定资产	19,465	18,755	18,987	19,222	19,463	其他投资活动	(791)	3,311	560	591	625
非流动资产	153,989	170,355	182,650	188,209	196,561	投资活动现金流	(18,467)	(19,009)	(23,991)	(26,415)	(29,083)
总资产	189,855	223,219	242,413	256,869	275,563	负债变化	4,590	24,575	9,120	5,783	9,020
流动负债	58,546	74,027	77,277	77,147	76,903	股本变化	0	346	0	0	0
应付账款	4,083	2,936	3,171	3,647	4,194	股息	1,181	981	1,589	1,941	2,166
短期银行贷款	39,998	53,279	54,345	55,432	56,540	其他融资活动	(5,677)	(22,063)	(8,008)	(4,787)	(7,740)
其他短期负债	14,465	17,811	19,762	18,069	16,170	融资活动现金流	95	3,839	2,701	2,937	3,446
非流动负债	58,988	69,449	77,523	82,346	90,389	现金变化	(1,618)	14,436	(1,400)	3,064	4,628
长期银行贷款	55,065	66,359	74,414	79,110	87,021	期初持有现金	5,226	3,913	18,338	16,923	19,971
其他负债	3,923	3,090	3,110	3,236	3,369	汇率变动	7	(11)	(15)	(15)	(15)
总负债	117,534	143,476	154,801	159,493	167,293	期末持有现金	3,616	18,338	16,923	19,971	24,584
少数股东权益	9,388	11,296	12,651	14,650	16,881						
股东权益	62,933	68,448	74,961	82,726	91,389						
每股账面值(元)	7.83	8.17	8.94	9.87	10.90						
营运资金	(22,680)	(21,162)	(17,514)	(8,487)	2,098						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>