

买入

2023 年新增装机提速，保障业绩稳定增长

龙源电力 (0916.HK)

2023-05-08 星期一

投资要点

目标价: 12.68 港元
现价: 8.51 港元
预计升幅: 49%

➤ 2023Q1 盈利人民币 24.18 亿元，同比增长 7.09%:

公司 2023Q1 实现收入人民币 98.60 亿元，同比减少 5.39%，其中，风电分部收入人民币 77.40 亿元，同比增长 9.45%，火电分部收入人民币 19.14 亿元，同比减少 39.41%；归属股东净利润人民币 24.18 亿元，同比增长 7.09%。2023Q1 公司火电分部收入同比下降，主要因为归入该分部的煤炭销售收入同比减少，以及火电发电量下降所致。2023Q1 公司合并报表口径发电量同比增长 7.61%，其中，风电同比增长 10.95%；火电同比下降 15.81%。

➤ 2023 年全年目标新增装机 5.5-6.5GW，显著提速:

截至 2023 年 3 月底，公司控股的装机容量是 31.11GW，其中风电装机 26.19GW，光伏等其他的可再生能源装机 3.04GW，自 2021 年以来公司累计取得了开发指标 38.46GW，将有力保障十四五期间 30GW 新增装机目标实现。2022 年公司新增自建项目控股装机 2,409.60MW，其中风电 534.40MW、光伏 1,875.20MW。2023 年全年目标新增装机 5.5-6.5GW，其中风光比例为 45%和 55%。在光伏组件价格下降趋势下，预期 2023 年及以后，公司新增装机，特别是光伏装机将显著提速。

➤ 绩效考核调整带来人工成本单季波动，全年增长与装机增幅匹配:

公司员工绩效考核时序调整，带来 2023Q1 应付职工薪酬显著增加。2022 年公司人工成本同比增幅约 12%，跟装机增长一致。预期公司人工成本呈季度性波动，但整体增长与装机规模增幅匹配，对全年利润影响有限。

➤ 维持买入评级，目标价 12.68 港元:

我们更新公司盈利预测，结合行业估值，给予目标价 12.68 港元，相当于 2023 年和 2024 年 11 倍和 9 倍 PE，目标价较现价有 49%上升空间，维持买入评级。

重要数据

日期	2023-05-05
收盘价 (港元)	8.51
总股本 (百万股)	8,382
总市值 (亿港元)	1,333
净资产 (百万元)	79,743
总资产 (百万元)	223,219
52 周高低 (港元)	16.98/7.87
每股净资产 (港元)	8.47

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
 (58.44%)

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-20230214

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

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	8,502	10,348	11,567
同比增长(%)	30.3%	-20.4%	73.4%	21.7%	11.8%
每股盈利 (元)	0.77	0.59	1.01	1.23	1.38
PE@8.51HKD	9.8	12.8	7.4	6.1	5.4
每股股息(人民币分)	14.7	11.7	20.3	24.7	27.6
股息率	1.96%	1.56%	2.71%	3.29%	3.68%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

2023Q1 盈利人民幣 24.18 元，同比增長 7.09%：

公司 2023Q1 實現收入人民幣 98.60 億元，同比減少 5.39%，其中，風電分部收入人民幣 77.40 億元，同比增長 9.45%，火電分部收入人民幣 19.14 億元，同比減少 39.41%；歸屬股東淨利潤人民幣 24.18 億元，同比增長 7.09%。2023Q1 公司火電分部收入同比下降，主要因為歸入該分部的煤炭銷售收入同比減少，以及火電發電量下降所致。2023Q1 公司合併報表口徑發電量同比增長 7.61%，其中，風電同比增長 10.95%；火電同比下降 15.81%。

2023 年全年目標新增裝機 5.5-6.5GW，顯著提速：

截至 2023 年 3 月底，公司總控股的裝機容量是 31.11GW，其中風電是 26.19GW，光伏等其他的可再生能源 3.04GW，自 2021 年以來公司累計取得了開發指標 38.46GW，將有力保障十四五期間 30GW 新增裝機目標實現。2022 年公司新增自建項目控股裝機 2,409.60MW，其中風電 534.40MW、光伏 1,875.20MW。

2023 年全年目標新增裝機 5.5-6.5GW，其中風光比例為 45% 和 55%。在光伏組件價格下降趨勢下，預期 2023 年及以後，公司新增裝機，特別是光伏裝機將顯著提速。

績效考核調整帶來人工成本單季波動，全年增長與裝機增幅匹配：

公司員工績效考核時序調整，帶來 2023Q1 應付職工薪酬顯著增加。2022 年公司人工成本同比增幅約 12%，跟裝機增長一致。預期公司人工成本呈季度性波動，但整體增長與裝機規模增幅匹配，對全年利潤影響有限。

維持買入評級，目標價 12.68 港元：

我們更新公司盈利預測，結合行業估值，給予目標價 12.68 港元，相當於 2023 年和 2024 年 11 倍和 9 倍 PE，目標價較現價有 49% 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

電價上調不及預期

其他不可控風險

表 1: 行业估值

新能源行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
光伏	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	22.35	688	20.2	14.0	10.6	8.5	2.9	2.6	2.1	1.7
	0968.HK	信义光能	HKD	8.24	734	19.2	13.7	10.1	8.3	2.5	2.5	2.1	1.7
	3868.HK	信义能源	HKD	2.21	181	18.6	14.3	12.0	10.8	1.5	1.4	1.3	1.2
	3800.HK	协鑫科技	HKD	1.86	504	2.8	3.2	3.1	3.0	1.1	0.7	0.6	0.5
平均						15.2	11.3	9.0	7.7	2.0	1.8	1.5	1.3
风电	2208.HK	金风科技	HKD	6.19	472	9.8	7.0	5.7	4.8	0.6	0.6	0.5	0.5
	0182.HK	协合新能源	HKD	0.69	60	6.1	4.3	3.4	2.4	0.7	0.6	0.5	0.0
	1798.HK	大唐新能源	HKD	3.02	220	5.6	7.0	5.8	4.8	1.1	1.0	1.0	1.0
	0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.29	300	5.4	4.3	3.6	3.1	0.6	0.5	0.4	0.4
	1811.HK	中广核新能源	HKD	2.48	106	7.0	5.9	5.6	5.4	1.0	1.0	1.0	0.9
平均						6.8	5.7	4.8	4.1	0.8	0.7	0.7	0.5
	0916.HK	龙源电力	HKD	8.51	1,333	12.8	7.4	6.1	5.4	1.0	0.8	0.7	0.7

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)	(30,623)	(35,217)	(40,499)	毛利率 (%)	34%	30%	38%	38%	37%
经营利润	12,558	11,903	17,620	20,712	22,932	EBITDA 利率 (%)	54%	53%	58%	59%	58%
其他收入	1,136	1,206	1,327	1,460	1,606	净利率 (%)	17%	12%	18%	19%	19%
行政费用	(735)	(766)	(804)	(924)	(1,063)	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)	(6,704)	(7,710)	股息支付率 (%)	19%	20%	20%	20%	20%
税前盈利	8,756	7,684	13,323	16,216	18,126	库存周转	15	15	15	15	15
所得税	(1,488)	(1,554)	(2,695)	(3,281)	(3,667)	应付账款天数	203	203	203	203	203
少数股东应占利润	854	997	2,125	2,587	2,892	应收账款天数	275	275	275	275	275
净利润	6,159	4,903	8,502	10,348	11,567	ROE (%)	10%	7%	11%	12%	12%
折旧及摊销	(8,295)	(10,260)	(10,773)	(12,389)	(14,247)	ROA (%)	3%	2%	4%	4%	4%
EBITDA	20,213	21,263	27,388	31,963	35,896	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%	73%	22%	12%	总资产/股本	3.02	3.26	3.22	3.08	2.98
						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	17,260	20,638	25,629	EBITDA	20,213	21,263	27,388	31,963	35,896
应收账款	27,087	27,658	35,355	41,047	46,591	融资成本	(1,013)	8,379	(8,571)	(11,170)	(12,099)
存货	752	750	1,241	1,427	1,641	营运资金变化	(957)	1,518	4,107	9,471	10,642
其他流动资产	4,411	6,119	6,210	6,175	6,140	所得税	(1,488)	(1,554)	(2,695)	(3,281)	(3,667)
流动资产	35,865	52,864	60,066	69,286	80,000	营运现金流	16,755	29,606	20,228	26,983	30,771
固定资产	134,525	151,600	163,663	169,188	177,986	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	188,411	197,449	投资活动现金流	(18,467)	(19,009)	(23,991)	(26,415)	(29,083)
总资产	189,855	223,219	242,715	257,697	277,449	负债变化	4,590	24,575	9,120	5,783	9,020
流动负债	58,546	74,027	77,122	76,870	76,943	股本变化	0	346	0	0	0
应付账款	4,083	2,936	3,083	3,545	4,077	股息	1,181	981	1,700	2,070	2,313
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)	(8,120)	(5,027)	(8,016)
其他短期负债	14,465	17,811	19,694	17,893	16,325	融资活动现金流	95	3,839	2,701	2,825	3,317
非流动负债	58,988	69,449	77,523	82,346	90,389	现金变化	(1,618)	14,436	(1,063)	3,393	5,006
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	17,260	20,638
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	154,645	159,216	167,332	期末持有现金	3,616	18,338	17,260	20,638	25,629
少数股东权益	9,388	11,296	12,651	14,783	17,165						
股东权益	62,933	68,448	75,419	83,698	92,952						
每股账面价值(元)	7.83	8.17	9.00	9.99	11.09						
营运资金	(22,680)	(21,162)	(17,056)	(7,585)	3,057						

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。本报告清晰准确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>