

受益双碳政策的风电领军企业

—龙源电力（001289）深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022 年 6 月 27 日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 公司风电装机容量持续提升，行业地位稳固

公司目前主营业务为风力发电业务，营收增长动力主要来自于风电。公司近年来营收保持稳步增长，主要受益于风电装机容量的持续扩张所带来风电售电量的增加。2022 年第一季度，公司实现营业收入 104.22 亿元，同比小幅增加 5.82%，实现归属于母公司股东净利润 22.54 亿元，同比下滑 21.33%。

❖ “双碳”目标促电力结构转型，风光装机维持快速增长

在“双碳”目标的助推下，为我国电力结构优化转型提出的新的要求，风光装机有望维持快速增长。随着新能源装机的高速增长以及平价项目占比越来越高，存量补贴款拖欠的影响将会越来越小，且存量补贴款的问题有望逐步得到政策的重视和改善。

❖ “十四五”规划目标远大，未来装机量快速增长可期

“十四五”期间国家能源集团目标新增装机 7000-8000 万千瓦，龙源电力作为国家能源集团新能源开发主体，预计“十四五”期间新能源装机新增有望达到 3000 万千瓦以上。此外，集团承诺在换股和资产收购交易完成后 3 年内将其他存续风力发电业务陆续注入龙源电力，集团体外的风电规模合计 2140.67 万千瓦。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 412.27 亿元（同比增长 10.80%）、454.03 和 501.22 亿元，以 2021 年为基数未来三年复合增长 10.44%；归属母公司净利润 76.32（同比增长 19.18%）、92.71 和 109.13 亿元。总股本 83.82 亿股，对应 EPS0.91、1.11 和 1.30 元。2022 年 6 月 27 日，股价 21.65 元，对应市值 1815 亿元，2022-2024 年 PE 约为 24、20 和 17 倍。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

❖ 风险提示：新能源项目建设不及预期风险、绿电交易与溢价不及预期风险。

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	37208.49	41227.46	45403.33	50122.07
+/-%	29.16%	10.80%	10.13%	10.39%
净利润(百万)	6404.18	7632.52	9271.03	10912.73
+/-%	28.67%	19.18%	21.47%	17.71%
EPS(元)	0.76	0.91	1.11	1.30
PE	28.34	24.08	19.99	16.94

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 6 月 27 日，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

正文目录

一、	公司发展历程、实际控制人和股权结构.....	4
1.1.	公司发展历程.....	4
1.2.	控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构.....	4
1.1.1.	控股股东和实际控制人.....	4
1.1.2.	公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化.....	4
二、	营业务结构和变化.....	5
2.1	主要业务和产品.....	5
2.1.1.	主营业务概述.....	5
2.1.2.	主营业务结构.....	8
2.1.3.	收入、利润和盈利能力变化.....	8
2.2	公司的主要业务布局和发展战略规划.....	10
2.1.4.	公司近期工作.....	10
2.1.5.	公司发展规划.....	10
三、	公司近年重大资本运作.....	11
3.1	公司近年重大资本运作情况.....	11
3.2	2022 年首发换股方案.....	11
四、	投资建议.....	12
4.1	投资逻辑和观点.....	12
4.1.1.	“双碳”目标促电力结构转型，风光装机维持快速增长.....	12
4.1.2.	背靠国家能源集团，风电装机量规模维持行业前列.....	12
4.1.3.	“十四五”规划目标远大，未来装机量快速增长可期.....	12
4.2	盈利预测与估值比较.....	12
4.2.1.	盈利预测.....	12
4.2.2.	估值比较.....	13
	盈利预测.....	14
	风险提示.....	15
	相关报告.....	15

图表目录

图 2: 2021 年年度业务分行业收入结构	8
图 3: 2021 年年度海内外毛利结构	8
图 4: 历年收入和毛利变化 (单位: 亿元)	9
图 5: 历年营业利润和净利润 (单位: 亿元)	9
图 6: 销售毛利率和净利率变化 (%)	9
图 7: 投资回报情况 (单位: %)	9
图 8: 负债结构和流动性 (%)	9
图 9: 杠杆运用和资产运营状况	9
表格 1. 公司 2022 年一季报最新十大股东情况	5
表格 2. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态	11
表格 3. 可比公司估值	13

一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

1.1. 公司发展历程

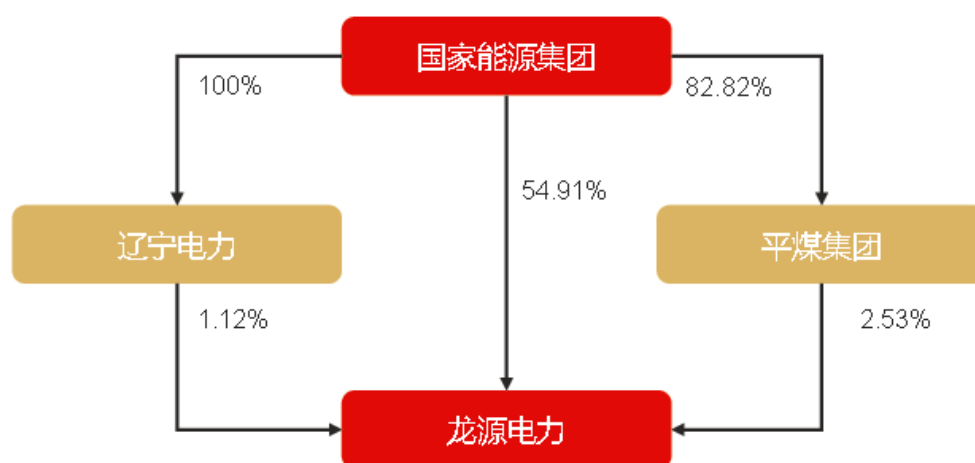
龙源电力是国家能源集团旗下重要的新能源发电公司，主要从事风电场的设计、开发、建设、管理和运营，经过近三十多年发展，公司已成为一家以新能源业务为主的大型综合性发电集团，在全国经营 400 多个风电场，业务分布于国内 32 个省市和加拿大、南非、乌克兰等海外国家，始终保持着全球风电运营的行业领先地位。2011-2021 年，公司控股合计的总装机容量由 1057.3 万千瓦提升至 2669.9 万千瓦。

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

1.1.1. 控股股东和实际控制人

龙源电力集团股份有限公司（以下简称“公司”）由原龙源电力集团公司重组改制设立，公司成立之初隶属于能源部，历经国家电力公司、中国国电集团，现隶属于国家能源集团。公司控股股东是国家能源集团，国家能源集团直接持有公司 54.91% 股权，并通过平煤集团、辽宁电力间接持股 3.65%。

图 1：公司与控股股东之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公告：公司年报，iFinD，川财证券研究所，时间截至 2021 年底

1.1.2. 公司最新股权结构：公司实际控制人未发生变化

根据 2022 年一季报披露的信息，国家能源投资集团直接持有公司 46.02 亿股，占公司总股本的 54.91%，为公司控股股东。公司最终的实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会，最终持有公司 58.56% 的股权。

表格 1. 公司 2022 年一季报最新十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	变化
1	国家能源投资集团有限责任公司	4,602,432,800	54.9100	不变
2	香港中央结算(代理人)有限公司	3,335,356,727	39.7900	减少
3	内蒙古平庄煤业(集团)有限责任公司	212,238,141	2.5300	新进
4	国家能源集团辽宁电力有限公司	93,927,200	1.1200	不变
5	陈琼枝	4,804,313	0.0600	新进
6	万飞凰	4,474,650	0.0500	新进
7	石泉宏观对冲私募证券投资基金	4,288,517	0.0500	新进
8	浦银安盛新经济结构灵活配置混合型证券投资基金	3,319,758	0.0400	新进
9	香港中央结算有限公司	2,993,706	0.0400	新进
10	刘德宏	2,930,745	0.0300	新进
	合计	8,266,766,557	98.6200	--

资料来源：公司公告；2022 年一季报，iFind，川财证券研究所

二、营业业务结构和变化

2.1 主要业务和产品

2.1.1. 主营业务概述

公司目前主营业务为风力发电业务，营收增长动力主要来自于风电。公司近年来营收保持稳步增长，主要受益于风电装机容量的持续扩张所带来风电售电量的增加。2022 年第一季度，公司实现营业收入 104.22 亿元，同比小幅增加 9.50%，实现归属于母公司股东净利润 22.54 亿元，同步下滑 21.33%。2021 年，公司牢牢把握稳中求进工作总基调，坚持质量效益并重，存量经营成绩斐然，增量发展再上新台阶。2021 年公司新增控股装机容量 2,104 兆瓦，其中风电 1,451 兆瓦；累计完成发电量 63,285,328 兆瓦时，同比增加 19.26%，其中风电发电量 51,299,762 兆瓦时，同比增加 17.44%。截至 2021 年 12 月 31 日，公司装机容量为 26,699 兆瓦，其中风电控股装机容量 23,668 兆瓦，火电控股装机容量 1,875 兆瓦，其他可再生能源控股装机容量 1,156 兆瓦。

1. 筑牢安全环保基础，深挖管理潜能提升企业效益

2021 年，公司按照三年数字化转型建设规划持续完善数字化平台。数据采集率几近百分百，实现视频与无线设备对风电机组覆盖，生产人员、生产车辆、作业船舶在线管理。同时，公司部署超过一百个设备预警模型，在数字化基础上持续开发预测预警算法，加强设备预防维护减少电量损失；构建“区域维保中心+集中监控中心”新运检模式，实现部分场站无人值班、无人值守，从设备可靠性入手，落实提升利用小时数。此外，公司还自主研发新能源场站功率预测系统，促进源网协调发展，切实降低考核

费用。

2021 年，公司继续落实设备治理工作。围绕系统性共性问题重点突破，推动无故障风电场建设。开展涉网设备改造，完成风电机组 ABB 变频器 IGBT 分离，齿轮箱温控阀技改等，重点解决顽固性设备问题，消除集中缺陷。同时，公司开始实施风电机组上大压小工作梳理，完成公司 1.5 兆瓦及以下机组资源分类和经济性评估；完成多家附属公司老旧风电场上大压小改造可研报告编制，其中部分风电场已取得备案证书。

2021 年，公司累计完成发电量 63,285,328 兆瓦时，其中风电发电量 51,299,762 兆瓦时，同比增加 17.44%。风电发电量的增加，主要原因是发电容量增加以及风速同比上升所致。2021 年风电平均利用小时数为 2,366 小时，比 2020 年提高 127 小时。风电平均利用小时数的提高主要是因为风速同比上升以及良好的设备治理提高了设备运行的稳定性。

报告期内，公司火电控股发电量为 10,776,027 兆瓦时，比 2020 年同期 9,034,239 兆瓦时增加 19.28%。2021 年公司火电机组平均利用小时数为 5,747 小时，较 2020 年 4,818 小时提高 929 小时。2021 年公司火电发电量和利用小时提高的主要原因是由于江苏省内用电负荷上升。

2. 资源获取再攀新高，多元化发展巩固领先优势

2021 年，公司新增资源储备 56.46 吉瓦，较 2020 年同期增长 9.44%，其中风电 11.76 吉瓦，光伏 36.70 吉瓦，多能互补项目 8.00 吉瓦，均位于资源较好地区。广西、江苏、内蒙古、黑龙江、新疆、云南、湖南、山东、江西、宁夏、陕西、天津、河北、山西、浙江、吉林、辽宁、安徽、福建等省份新增协议容量均超百万千瓦。在全国已组织的竞争配置中，公司中标容量达到 9,465 兆瓦，其中风电 2,172 兆瓦，光伏 6,113 兆瓦，电网侧储能 1,180 兆瓦/1,920 兆瓦时，分布式项目备案 4,900 兆瓦，加上清洁供暖项目 4,000 兆瓦，全年累计取得开发指标突破 18,365 兆瓦。

2021 年作为“十四五”的开局之年，是公司进入风光并举、多能互补、多元化开发的大发展时期，也面临前所未有的挑战和机遇。公司坚持贯彻“四个革命、一个合作”的能源安全新战略，切实发挥新能源专业平台作用。遵循公司的核心发展思想和路径，加强光伏的高效快速发展，巩固风电的领先优势，打造清洁高效多能互补示范大基地，积极探索海上风电平价上网，拓展并引领储能、氢能等新兴技术。以自主开发、合作开发和并购项目等多种形式，快速获取优质资源，高质量推进项目落地。在国家能源集团内部，利用其遍布全国的煤炭、电力、运输、化工等全产业链优势，拓展资源储备；在国家能源集团外部，与行业龙头企业合资开发、战略合作，为规模化发展趟出一条新路。

3. 工程建设形势稳定，发展质量实现新提升

2021 年，公司工程建设安全形势平稳，工程质量环保水平稳步提升，全年未发生重大及以上安全、质量、环保事故和影响社会稳定的群体性事件，未发生新型冠状病毒肺

炎感染病例，工程项目进度有效推进，工程造价可控在控，圆满完成全年的投产任务。其中，作为保电价项目的海上风电江苏大丰 H4 和 H6 项目，克服了时间短、任务重、协调难度大等多种不利因素影响，创造了单月吊装施工速度行业记录，并于年底实现高质量投产发电。

2021 年，公司持续关注安全环保，通过编制高风险作业安全检查卡，指导高边坡、起重等高风险作业，强化事前和事中安全管控，有效消减了工程安全隐患，提高了高风险作业安全管理效率；严格落实环保水保“三同时”，将环保水保方案纳入初步设计审查、招标文件审查管理流程，从源头上做好策划，施工过程中统筹谋划，减少二次治理费用，压降建设总成本，打造“绿水青山”工程。

2021 年，公司加强工程标准化建设，贯彻落实“通用设计、通用设备、通用造价”三通体系建设要求，打造精品工程。编制升压站典型设计方案、《安全文明施工标准化手册》、施工标段的《质量标准工艺图集》（2021 版）、《业主方项目部标准化手册》，已成为国家能源集团工程建设标准化推广样本，实现了新能源项目工程标准化、规范化、专业化管理。

2021 年，公司新增投产项目 24 个、控股装机容量 2,104 兆瓦。其中风电项目 16 个、控股装机容量 1,451 兆瓦，光伏项目 8 个、控股装机容量 653 兆瓦。另外，2021 年度因瑕疵资产剥离，减少风电控股装机容量总计 86 兆瓦。截至 2021 年 12 月 31 日，公司控股装机容量为 26,699 兆瓦，其中风电控股装机容量 23,668 兆瓦，火电控股装机容量 1,875 兆瓦，其他可再生能源控股装机容量 1,156 兆瓦。

4. 市场营销持续优化，市场交易量价齐升

2021 年，公司积极开展现货交易，全年市场化交易实现量价齐增。科学制定现货与中长期电量最优交易比例，实现收益最大化。扩大风火替代规模，积极参与绿电交易，有序推动多方面创收。年度内公司开展市场营销培训，强“实操”练“内功”，内容包括全国碳市场进展、可再生能源消纳配额、国际绿证、国内绿证、碳交易运作机制等。在国家能源集团举办的首届“国家能源杯”智能建设技能大赛——电力交易技能竞赛中，荣获团体三等奖及个人一、三等奖。同时，加快营销信息化建设，自主研发辅助交易支持工具，有效提升现货交易质量。组织所属公司参加绿色电力交易试点，均以高于燃煤标杆电价的价格成交。安排平价项目绿证交易，出售国际绿证 31.6 万个。

2021 年，公司所有发电业务平均上网电价为人民币 468 元/兆瓦时（不含增值税），较 2020 年的人民币 463 元/兆瓦时（不含增值税）增加人民币 5 元/兆瓦时。风电平均上网电价人民币 489 元/兆瓦时（不含增值税），较 2020 年的人民币 487 元/兆瓦时（不含增值税）增加人民币 2 元/兆瓦时，主要是由于风电市场交易规模扩大以及市场交易电价上升所致。火电平均上网电价人民币 352 元/兆瓦时（不含增值税），较 2020 年的人民币 325 元/兆瓦时（不含增值税）增加人民币 27 元/兆瓦时，主要是因为市场电价上升所致。

2.1.2. 主营业务结构

公司 2021 年年度的主营业务结构：公司主营业务主要是电力、热力、煤炭、风电场特许经营建设四个板块。

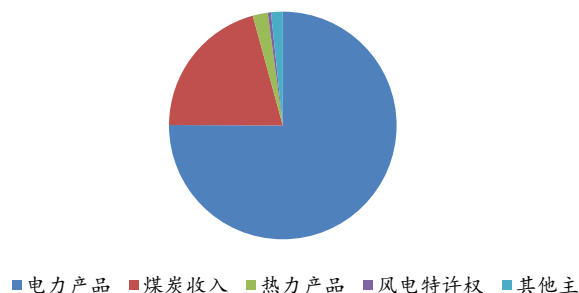
2021 年度，公司实现营业收入 372.08 亿元，同比增长 29.16%；成本 242.36 亿元，同比增长 34.15%，利润总额 87.51 亿元，同比增加 25.36%；归属于上市公司股东的净利润为 64.04 亿元，同比增加 28.67%；

截止 2021 年末控股装机容量 26,699 兆瓦；2021 年度发电量 63,285,328 兆瓦时，售电量 59,734,563 兆瓦时。

公司按业务的类别划分为各个分部以管理业务，新能源发电：该分部建造、管理和营运新能源发电厂和生产电力，出售予外间电网公司。2021 年度，该分部实现营业收入 220.12 亿元，同比增长 13.04%；成本 122.84 亿元，同比增长 24.93%，利润总额 82.48 亿元，同比增加 26.51%；

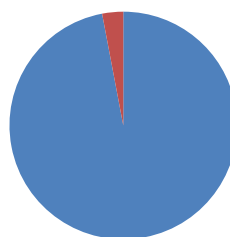
火力发电：该分部建造、管理和营运煤炭发电厂和生产电力，出售予外间电网公司并且进行煤炭贸易。2021 年度，该分部实现营业收入 151.96 亿元，同比增长 62.81%；成本 119.77 亿元，同比增长 44.55%；利润总额 50.38 亿元，同比增加 9.15%。

图 2：2021 年年度业务分行业收入结构



资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

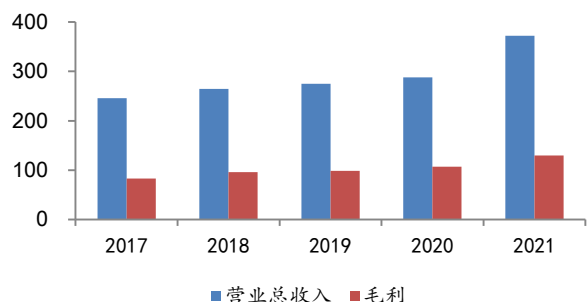
图 3：2021 年年度海内外毛利结构



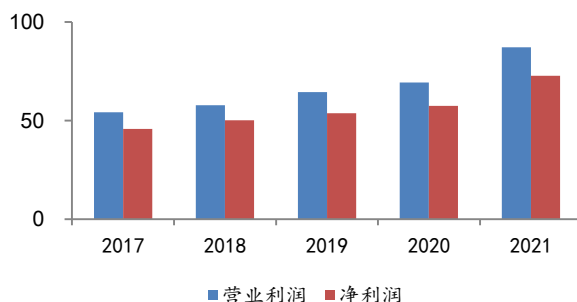
资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化

新能源发电和火力发电销售业务相关收入占据公司销售收入和毛利中绝大部分。公司 2021 年实现营业利润 87.08 亿元，同比增加 25.59%；归属母公司净利润 64.04 亿元，同比增加 28.67%。2022 年一季度公司实现营业收入 104.22 亿元，同比增加 5.82%；营业利润 33.15 亿元，同比降低 15.18%；归属母公司净利润 22.54 亿元，同比降低 21.33%。

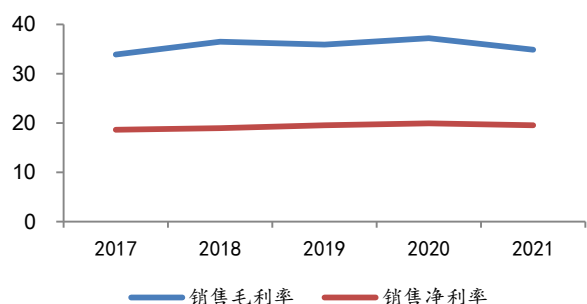
图 4：历年收入和毛利变化（单位：亿元）


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

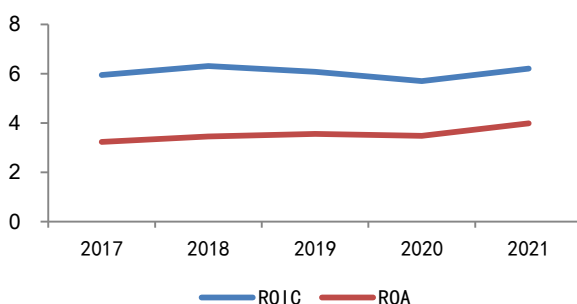
图 5：历年营业利润和净利润（单位：亿元）


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

2021 年公司综合毛利率和净利率分别为 34.87%和 19.52%，相比 2020 年的 37.22%和 19.95%，毛利率和净利率都有小幅下降，主要是受制于 21 年煤炭价格大幅上涨，以及国内外疫情的影响导致公司的盈利能力小幅下滑。2022 年一季度，公司综合毛利率和净利率分别为 41.90%和 25.91%，煤炭价格 2022 年初开始下行，国内外疫情得到有效控制，公司在 2022 年一季度盈利能力整体有所恢复。

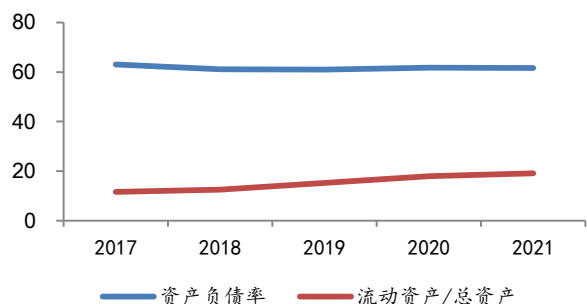
图 6：销售毛利率和净利率变化（%）


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

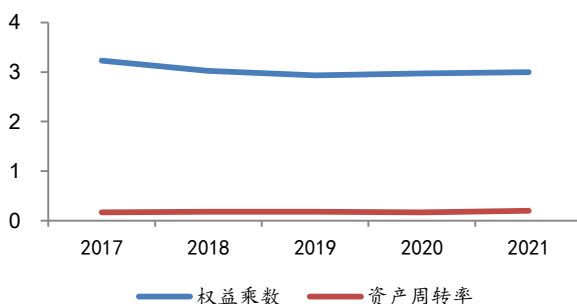
图 7：投资回报情况（单位：%）


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

受到疫情的影响。2022 年一季度，公司年化 ROE 和 ROA 分别为 3.43%和 1.36%，同比出现一定下滑，预计后续疫情得到管控，公司风电装机量恢复增长，公司的资本回报率有望继续修复。公司资产负债率与行业平均水平持平，作为新能源央企，信用资源保证公司偿债能力。公司近几年财务杠杆维持平稳水平，资产周转率呈现改善趋势，证明公司整体运营能力正在不断提高。

图 8：负债结构和流动性（%）


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

图 9：杠杆运用和资产运营状况


资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

2.2 公司的主要业务布局和发展战略规划

2.1.4. 公司近期工作

2021 年，风电装机规模稳步扩大。根据中国电力企业联合会统计数据，全社会用电量 83,128 亿千瓦时，同比增长 10.3%，比上年提高 7.1 个百分点；全国全口径发电量 83,768 亿千瓦时，同比增长 9.8%，比上年提高 5.8 个百分点。并网风电发电量为 6,556 亿千瓦时，同比增长 40.5%，占全国发电量的比重比上年提高 1.7 个百分点。全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3,817 小时，同比增加 60 小时，并网风电 2,232 小时，同比增加 154 小时。截至 2021 年底，全国发电装机容量 2,377 吉瓦，同比增长 7.9%。其中并网风电 328 吉瓦（含陆上风电 302 吉瓦、海上风电 26 吉瓦），占全部装机容量的 13.8%。2021 年，全国基建新增发电设备容量 176 吉瓦，其中新增并网风电容量 48 吉瓦。

重点工作和成绩：2021 年，公司牢牢把握稳中求进工作总基调，坚持质量效益并重，存量经营成绩斐然，增量发展再上新台阶。报告期内，公司新增控股装机容量 2,104 兆瓦，其中风电 1,451 兆瓦；累计完成发电量 63,285,328 兆瓦时，同比增加 19.26%，其中风电发电量 51,299,762 兆瓦时，同比增加 17.44%。截至 2021 年 12 月 31 日，公司控股装机容量为 26,699 兆瓦，其中风电控股装机容量 23,668 兆瓦，火电控股装机容量 1,875 兆瓦，其他可再生能源控股装机容量 1,156 兆瓦。

2.1.5. 公司发展规划

随着“双碳”目标的提出，我国风电、光伏发电发展的政策环境发生了深刻变化：新能源发展逻辑改变，新能源发展思路、发展机制和发展模式发生重大调整。国家主管部门数次在公开场合明确，“十四五”期间将锚定碳达峰碳中和目标，以高质量的跃升发展为主题，以提质增效为主线，以改革创新为动力，坚持五个并举的发展思路，推动新能源发展由消纳决定发展规模向由消纳支撑发展需求转变，实现新能源大规模、高比例、市场化、高质量跃升发展。

在全球碳中和减排目标下，行业整体发展形势向好。但是，随着变异毒株的传播，全球疫情蔓延趋势未得到有效控制，边境管控仍然存在，境外前期开发工作无法有效推进。新冠疫情对全球物流和产业链、供应链的冲击将继续影响在建项目的供货及运输。2021 年以来随着电价的上涨，国际能源行业巨头纷纷加大新能源转型力度，新兴买家纷纷涌入市场，抢占全球优质风光资源，也加大了项目获取的难度，拉低了项目的收益率。同时，国际政治局势复杂多变，中美关系虽有所缓和，但博弈仍将持续；俄罗斯和欧盟、北约之间对立加剧；某些局部地区局势依然动荡，这些因素对投资海外新能源项目的风险防范和化解提出了更高的要求。公司将克服不利影响，加大重点市场布局力度，坚持“风光并举、多能互补”发展主线，采取多元化投资模式，稳步推进国际化战略布局。

公司坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真贯彻党的十九大、十九届历次全会和中央经济工作会议精神，坚决落实习近平总书记视察榆林化工等系列重要讲话和重要指示批示精神，践行“社会主义是干出来的”伟大号召，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，服务构建新发展格局，推动高质量发展，突出“稳健、协同、赋能、提质”的工作导向，牢固树立全球领先新能源企业的战略目标，重点抓好党建引领、战略发展、安全基础、改革创新、队伍建设、依法治企六个方面工作，奋力谱写世界一流新能源公司建设新篇章。

2022 年伊始，公司成功在深圳证券交易所主板挂牌，实现“A+H”两地上市，成为龙源电力再次扬帆起航新的里程碑。我们将以回归 A 股为契机，牢牢把握正确的发展方向，紧紧抓住新能源行业重大战略机遇，规范运作、稳健经营，不断增强内生动力、发展活力以及整体实力。公司会进一步提升企业竞争力，保持行业领先地位，努力实现社会效益与经济效益有机统一，以更加优异的业绩回报广大投资者，为碳达峰、碳中和目标的实现贡献更大的力量。2022 年，公司要重点做好以下五方面工作：加强安全环保管控，不断提升本质安全水平；充分把握发展机遇，坚定不移推动高质量发展；统筹抓好生产经营，切实保障业绩量增质升；坚持深化改革创新，培育激发强大发展动力；强化党建引领作用，深入推动高水平融合促进。

三、公司近年重大资本运作

3.1 公司近年重大资本运作情况

表格 2. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	时间
1	2009 年 H 股首发上市	完成	2009/12/4
2	2022 IPO 首发上市	完成	2022/1/24

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所

3.2 2022 年首发换股方案

龙源电力以换股吸收合并的方式吸收合并平庄能源，即龙源电力向平庄能源所有参与换股的股东，以及现金选择权提供方发行股票交换该等股东所持有的平庄能源股票。本次换股吸收合并完成后，龙源电力作为存续公司，由其或其指定的全资子公司承继及承接平庄能源拟出售资产外的资产、负债，并办理相关转移过户手续，平庄能源终止上市并注销法人资格。同时，龙源电力为本次吸收合并发行的 A 股股票及原内资股将申请在深交所主板上市流通。本次换股吸收合并中，平庄能源的换股价格以定价基准日前 20 个交易日的均价 3.50 元/股为基准，给予 10% 的溢价率，即 3.85 元/股。若平庄能源自定价基准日起至换股日（包括首尾两日）发生派送现金股利、股票股利、资本公积转增股本、配股等除权除息事项，则上述换股价格将作相应调整。除此之外，换股价格不再进行调整。本次换股吸收合并的换股比例为 1: 0.3407，即平庄能源换股

股东所持有的每 1 股平庄能源 A 股股票可以换得 0.3407 股龙源电力本次换股吸收合并发行的 A 股股票。

四、投资建议

4.1 投资逻辑和观点

4.1.1. “双碳”目标促电力结构转型，风光装机维持快速增长

在“双碳”目标的助推下，为我国电力结构优化转型提出的新的要求，风光装机有望维持快速增长。随着新能源装机的高速增长以及平价项目占比越来越高，存量补贴款拖欠的影响将会越来越小，且存量补贴款的问题有望逐步得到政策的重视和改善。在政策对绿电明确扶持的背景之下，绿电的环境属性特性有望让绿电溢价交易长期存在，这将利好新能源发电运营商在收入和利润两端实现稳定增长。绿电溢价有望接棒电价补贴，成为新能源发电运营行业的加速器。

4.1.2. 背靠国家能源集团，风电装机量规模维持行业前列

龙源电力是国家能源集团新能源运营主要平台，公司是中国最早开发风电的专业化公司，一直维持全球第一大风电运营商地位，近年来公司持续推进新能源装机节奏，风电、光伏装机稳步提升。截至 2021 年，公司控股装机容量为 26,699 兆瓦，其中风电控股装机容量 23,668 兆瓦，火电控股装机容量 1,875 兆瓦，其他可再生能源控股装机容量 1,156 兆瓦。

4.1.3. “十四五”规划目标远大，未来装机量快速增长可期

“十四五”期间国家能源集团目标新增装机 7000-8000 万千瓦，龙源电力作为国家能源集团新能源开发主体，预计“十四五”期间新能源装机新增有望达到 3000 万千瓦以上。此外，集团承诺在换股和资产收购交易完成后 3 年内将其他存续风力发电业务陆续注入龙源电力，集团体外的风电规模合计 2140.67 万千瓦。考虑龙源电力在“十四五”期间完成对于集团风电资产的收购，2025 年，公司装机容量有望达接近 8000 万千瓦，长期增长空间可期。

4.2 盈利预测与估值比较

4.2.1. 盈利预测

1. 近期关键财务数据

公司 2021 年年度的主营业务结构：公司主营业务主要是电力、热力、煤炭、风电场特许建设四个板块。2021 年度，公司实现营业收入 372.08 亿元，同比增长 29.16%；成本 242.36 亿元，同比增长 34.15%，利润总额 87.51 亿元，同比增加 25.36%；归属于上市公司股东的净利润为 64.04 亿元，同比增加 28.67%；

公司 2021 年一季度实现营业收入 104.22 亿元，营业利润 33.03 亿元，归属母公司净利润 22.54 亿元；实现毛利率 41.90%，净利率 25.91%。

2. 盈利预测假设：

收入：公司的主营板块中，电力产品随着公司后续风电装机量的提升以及光伏装机量的开拓，我们预测未来有望维持小两位数的增长。

毛利率：我们预测未来电力产品的毛利率有望小幅提高，主要原因是公司内部运营能力的提高使得风光装机的利用小时数有望持续提升，另外考虑到国家政策对绿电政策倾斜，使得绿电的上网电价未来有望小幅提升。

3. 盈利预测结论：

我们预计 2022-2024 年，公司可实现营业收入 412.27 亿元（同比增长 10.80%）、454.03 和 501.22 亿元，以 2021 年为基数未来三年复合增长 10.44%；归属母公司净利润 76.32（同比增长 19.18%）、92.71 和 109.13 亿元。总股本 83.82 亿股，对应 EPS0.91、1.11 和 1.30 元。

4.2.2. 估值比较

估值要点如下：2022 年 6 月 27 日，股价 21.65 元，对应市值 1815 亿元，2022-2024 年 PE 约为 24、20 和 17 倍。公司作为国家能源集团下属的核心新能源运营平台，在“双碳”目标的助推下，风光装机有望维持快速增长，“十四五”期间国家能源集团目标新增装机 7000-8000 万千瓦，龙源电力作为国家能源集团新能源开发主体，预计“十四五”期间新能源装机新增有望达到 3000 万千瓦以上，考虑龙源电力在“十四五”期间完成对于集团风电资产的收购，2025 年，公司装机容量有望达接近 8000 万千瓦，长期增长空间可期，首次覆盖，我们给予“增持”评级。

表格 3.可比公司估值

序号	代码	公司	股价/元	市值/亿元		净利润/亿元			PE			PB		ROE
				总计	流通	2021	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	最新	21	
1	000155.SZ	川能动力	23.09	322.9	278.1	7.14	9.45	25.05	47.75	48.25	19.70	6.71	0.15	
2	600163.SH	中闽能源	8.28	158.3	93.2	8.14	9.25	11.94	19.37	17.04	13.19	3.17	0.16	
3	600905.SH	三峡能源	6.14	1828	536.5	70.5	82.02	100.37	24.93	21.41	17.47	2.66	0.10	
4	600956.SH	新天绿能	12.59	358.0	16.6	25.8	23.6	30.43	20.43	22.33	17.32	2.66	0.13	
5	601016.SH	节能风电	4.79	239.6	201.6	8.37	13.09	15.95	28.67	18.35	15.05	2.25	0.08	
6	603693.SH	江苏新能	19.14	136.4	106.8	2.89	7.93	9.3	45.37	16.54	14.12	2.41	0.05	
		算数平均	12.3	496.0	205.5	20.5	24.2	32.2	31.1	24.0	16.1	3.3	0.1	

资料来源：公司公告，iFinD，川财证券研究所，数据更新于 2022/6/27

盈利预测

财务报表预测及比率分析													
资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3431.84	5587.56	3865.95	4122.75	4540.33	5012.21	营业收入	27461.43	28807.12	37208.49	41227.46	45403.33	50122.07
应收票据及账款	16363.21	21602.31	27069.98	28492.00	31377.91	34639.00	营业成本	17611.59	18085.06	24235.66	26772.50	28706.26	31049.29
预付账款	520.04	575.03	628.41	766.66	844.31	932.06	税金及附加	259.15	274.52	315.62	377.22	415.42	458.60
其他应收款	819.42	1470.93	961.67	1466.95	1615.54	1783.44	销售费用	3.19	3.29	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	891.36	801.37	752.20	1124.09	1205.28	1303.65	管理费用	353.68	362.74	398.09	441.09	485.77	536.26
其他流动资产	1656.10	1318.99	2999.54	2764.50	2969.30	3200.73	研发费用	63.92	76.97	140.14	120.46	132.66	146.45
流动资产总计	23681.97	31356.20	36277.74	38736.93	42552.67	46871.09	财务费用	3478.19	3147.91	3646.06	3408.44	3368.74	3310.91
长期股权投资	4508.28	4055.96	4166.94	3996.34	3825.74	3655.14	资产减值损失	0.00	-925.01	-256.23	-283.91	-312.67	-345.16
固定资产	105215.10	97121.04	115447.01	121945.42	133561.29	150168.39	信用减值损失	0.28	-125.67	-223.91	-248.09	-273.22	-301.61
在建工程	15655.70	26708.56	20239.03	25159.36	24579.68	18333.33	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	2540.89	8624.49	8250.41	7241.06	6239.51	5222.25	投资收益	156.27	45.75	-471.23	-89.74	-89.74	-89.74
长期待摊费用	29.92	22.70	23.01	11.51	0.00	0.00	公允价值变动损益	-64.58	-77.00	289.58	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4215.14	6739.67	4901.56	5067.82	5052.61	5049.99	资产处置收益	-0.09	464.30	15.93	160.05	160.05	160.05
非流动资产合计	132165.03	143272.42	153027.96	163421.50	173258.84	182429.11	其他收益	653.23	694.51	880.87	742.87	742.87	742.87
资产总计	155847.00	174628.62	189305.71	202158.43	215811.51	229300.20	营业利润	6436.82	6933.51	8707.93	10388.92	12521.77	14786.97
短期借款	17495.69	15340.56	17773.82	15938.82	16002.86	13351.60	营业外收入	85.99	88.51	165.16	113.22	113.22	113.22
应付票据及账款	10019.01	10459.98	13765.32	15307.11	16412.72	17752.35	营业外支出	14.27	41.23	121.62	59.04	59.04	59.04
其他流动负债	17565.76	28061.59	28183.59	32953.23	35349.63	38246.03	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	45080.46	53862.13	59722.73	64199.16	67765.21	69349.98	利润总额	6508.55	6980.79	8751.46	10443.10	12575.95	14841.15
长期借款	49315.91	52743.25	55734.09	55734.09	55734.09	55734.09	所得税	1141.93	1232.99	1488.37	1776.07	2138.80	2524.05
其他非流动负债	679.70	1151.69	1130.19	1130.19	1130.19	1130.19	净利润	5366.62	5747.80	7263.09	8667.04	10437.15	12317.10
非流动负债合计	49995.61	53894.94	56864.28	56864.28	56864.28	56864.28	少数股东损益	745.79	770.43	858.92	1130.37	1361.23	1606.41
负债合计	95076.07	107757.07	116587.00	121063.44	124629.49	126214.26	归属母公司股东净利	4620.83	4977.38	6404.18	7536.67	9075.93	10710.69
股本	8036.39	8036.39	8036.39	8036.39	8036.39	8036.39	EBITDA	17855.84	17858.04	20565.79	20981.38	23961.76	27336.19
资本公积	14535.57	14200.86	14189.46	14189.46	14189.46	14189.46	NOPLAT	8228.75	7981.88	9999.39	11318.01	13055.17	14887.13
留存收益	30734.41	35866.33	41118.44	48364.37	57090.17	67387.67	EPS(元)	0.55	0.59	0.76	0.90	1.08	1.28
归属母公司权益	53306.37	58103.59	63344.29	70590.22	79316.02	89613.53	主要财务比率						
少数股东权益	7464.55	8767.97	9374.41	10504.77	11866.00	13472.41	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股东权益合计	60770.92	66871.55	72718.70	81094.99	91182.02	103085.94	成长能力						
负债和股东权益合计	155847.00	174628.62	189305.71	202158.43	215811.51	229300.20	营收增长率	3.81%	4.90%	29.16%	10.80%	10.13%	10.39%
现金流量表							营业利润增长率	11.30%	7.72%	25.59%	19.30%	20.53%	18.09%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	5.74%	1.42%	22.40%	11.73%	15.11%	13.84%
税后经营利润	5366.62	5747.80	7263.09	7947.19	9717.30	11597.25	EBITDA增长率	-61.35%	0.01%	15.16%	2.02%	14.20%	14.08%
折旧与摊销	7869.11	7729.34	8168.27	7129.83	8017.06	9184.14	归母净利润增长率	8.88%	7.72%	28.67%	17.68%	20.42%	18.01%
财务费用	3478.19	3147.91	3646.06	3408.44	3368.74	3310.91	经营现金流增长率	-80.75%	-1.89%	36.52%	38.60%	-5.25%	14.88%
投资损失	-156.27	-45.75	471.23	89.74	89.74	89.74	盈利能力						
营运资金变动	-4112.01	-4771.69	-2399.86	4109.04	103.86	389.49	毛利率	35.87%	37.22%	34.87%	35.06%	36.78%	38.05%
其他经营现金流	63.57	465.58	-393.78	538.34	707.31	707.31	净利率	19.54%	19.95%	19.52%	21.02%	22.99%	24.57%
经营性现金净流量	12509.21	12273.20	16755.02	23222.58	22004.02	25278.84	营业利润率	23.44%	24.07%	23.40%	25.20%	27.58%	29.50%
资本支出	11121.68	19205.22	17738.10	17525.00	18025.00	18525.00	ROE	8.67%	8.57%	10.11%	10.68%	11.44%	11.95%
长期投资	-44.41	-667.35	-1366.52	0.00	0.00	0.00	ROA	2.96%	2.85%	3.38%	3.73%	4.21%	4.67%
其他投资现金流	-21494.21	-37978.91	-34838.81	-34956.60	-35956.60	-36956.60	ROIC	6.78%	6.35%	7.62%	7.82%	8.62%	9.21%
投资性现金净流量	-10416.94	-19441.04	-18467.23	-17431.60	-17931.60	-18431.60	估值倍数						
短期借款	-613.78	-2155.13	2433.26	-1835.00	64.04	-2651.26	P/E	39.27	36.46	28.34	24.08	19.99	16.94
长期借款	1336.99	3427.34	2990.83	0.00	0.00	0.00	P/S	6.61	6.30	4.88	4.40	4.00	3.62
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.76	3.49	3.17	2.81	2.48	2.17
资本公积增加	0.26	-334.71	-11.40	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.00%	0.41%	0.16%	0.19%	0.23%
其他筹资现金流	-2780.42	8521.94	-5318.15	-3699.18	-3718.86	-3724.10	EV/EBIT	25.42	25.14	21.20	18.94	16.54	14.47
筹资性现金净流量	-2056.96	9459.44	94.54	-5534.18	-3654.83	-6375.36	EV/EBITDA	14.22	14.26	12.78	12.50	11.01	9.61
现金流量净额	46.64	2317.85	-1610.82	256.80	417.59	471.87	EV/NOPLAT	30.85	31.91	26.29	23.18	20.20	17.65

数据来源：同花顺iFinD

风险提示

新布局的低碳能源项目投产及运行低于预期；
国家低碳能源相关补贴落地低于预期。

相关报告

【川财研究】通裕重工（300185）2021 年报和一季报点评：21 年核心业务毛利率超预期下行，二季度有望见底回升(20220429)

【川财研究】利君股份（002651）2021 年报和一季报点评：22 年一季度业绩略超预期，疫情管制带来二季度增长的不确定(20220427)

【川财研究】新莱应材（300260）2021 年报和一季报点评：公司业绩持续超预期，半导体业务景气度持续高位(20220426)

【川财研究】沪电股份（002463）2021 年报和一季报点评：21 年业绩低于预期，公司业绩修复程度受 22 年芯片出货量影响(20220426)

【川财研究】锋龙股份（002931）2021 年报和一季报点评：公司毛利率修复情况低于我们预期，疫情制约公司二季度经营发力(20220423)

【川财研究】杭氧股份（002430）2021 年报点评：气体业务稳步发展，装备业务期待石化和氢能发力(20220329)

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明