



## 增持（首次）

所属行业：公用事业  
当前价格(元)：18.38

### 证券分析师

倪正洋

资格编号：S0120521020003

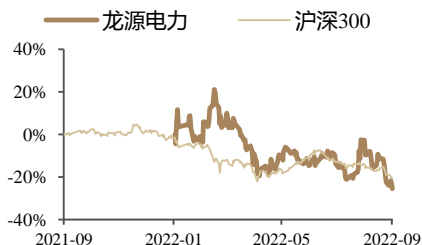
邮箱：nizy@tebon.com.cn

### 联系人

郭雪

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-23.03	-13.46	-12.56
相对涨幅(%)	-15.25	-4.45	-2.86

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 龙源电力（001289.SZ）：龙随“风”起，源远流长

### 投资要点

- 风电运营龙头，风电装机容量全球领先。**公司是中国最早开发风电的专业化公司，自2015年以来，持续保持世界第一大风电运营商地位，截至2022H1，集团控股装机容量为28827.99兆瓦，其中风电控股装机容量25711.44兆瓦，火电控股装机容量为1875.00兆瓦，光伏等其他可再生能源控股装机容量1241.55兆瓦。随着风光等可再生能源装机规模快速提升，公司营收保持提升。2021年公司实现营业收入372.1亿元，同比增长29.2%，归母净利润为64.0亿元，同比增长28.67%，主要系公司风电装机规模快速上升，带来营收与净利润的持续增长。2022H1，公司实现营业收入216.7亿元，同比增长11.69%，归母净利润为43.3亿元，同比下降17.4%，公司2022H1净利润出现下滑主要由利用小时数下降及折旧费用增加所致。
- 背靠国家能源集团，获得长足发展动力。**公司的实际控制人国家能源集团成立于2017年，是由中国国电集团公司和神华集团联合重组而成的中央骨干能源企业，拥有煤炭、电力、运输、化工等全产业链，国家能源集团在煤炭、运输、电力等全产业链的布局也为公司火电、新能源发电业务的拓展提供了支撑。从集团可再生能源规划来看，“十四五”时期，国家能源集团计划实现新增新能源装机70-80GW，公司作为集团旗下风电专业运营平台，预计“十四五”期间，新增新能源装机将达到30GW。此外，根据国家能源集团与龙源电力签订的《避免同业竞争协议》，国家能源集团承诺在龙源电力A股上市三年内将存续风力发电业务注入公司。目前，国家能源集团已将存续的2GW风电资产注入龙源电力，其余风电资产注入计划还在规划中，未来公司有望迅速增大风电装机规模，资产的规模化效应将驱动公司营收和利润快速增长。
- 风光项目资源储备丰富，运营效率持续提升。**公司资源获取能力强，项目储备丰富，2021年新增资源储备56.46GW，同比增长9.44%，其中风电/光伏分别为11.76/36.70GW，且均位于资源较好地区，光伏新增资源储备占比与2020年相比有所提升。此外，公司通过“以大代小”风电技改和生产数字化转型来提升运营效率，2021年12月6日，龙源电力宁夏公司完成贺兰山第四风电场“以大代小”79.5兆瓦等容量风电技改项目备案手续，成为全国首个取得“以大代小”风电技改备案的项目，2021年，公司风电平均利用小时为2366小时，较上年增加127小时，超全国平均水平120小时，预计未来公司的运营效率有望进一步提升。
- 投资建议：**我们选取同样是新能源发电运营商的【三峡能源】、【节能风电】、【太阳能】作为可比公司，2022年平均PE为17.61倍。在国家大力发展新能的背景下，龙源电力大力拓展风电、光伏等新能源建设运营，未来成长性高。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为395.17亿元、444.45亿元、498.42亿元，增速分别为6.2%、12.5%、12.1%，归母净利润分别为69.29亿元、93.18亿元、116.32亿元，增速分别为8.2%、34.5%、24.8%，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**项目推进不及预期；审批进度不及预期；政策推进不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	8,381.96		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	133.34	营业收入(百万元)	28,807	37,208	39,517	44,445	49,842
52 周内股价区间(元):	18.38-29.84	(+/-)YOY(%)	4.5%	29.2%	6.2%	12.5%	12.1%
总市值(百万元):	154,060.48	净利润(百万元)	4,977	6,404	6,929	9,318	11,632
总资产(百万元):	216,359.72	(+/-)YOY(%)	10.0%	28.7%	8.2%	34.5%	24.8%
每股净资产(元):	7.53	全面摊薄 EPS(元)	0.59	0.76	0.83	1.11	1.39
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	37.2%	34.9%	31.8%	35.8%	39.4%
		净资产收益率(%)	8.6%	10.1%	9.5%	11.3%	12.4%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 全球风电行业领导者，发展步伐稳健 .....	6
1.1. 世界第一大风电运营商，风电装机容量全国领先 .....	6
1.2. 股权结构稳定，国家能源集团为实际控制人 .....	6
1.3. 陆上风电龙头，整体业绩长期向好 .....	7
2. A+H 股上市公司，长期发展动力足 .....	9
2.1. 背靠国家能源集团，获得广阔发展动力 .....	9
2.2. 换股吸收合并平庄能源，A+H 双平台上市拓展融资渠道 .....	11
3. 风电项目分布广泛，建设水平行业领先 .....	12
3.1. 新能源补贴退坡，风电价格平价上网 .....	12
3.2. 风电项目同水电类似，保持较高的收益率 .....	13
3.3. 风电项目分布广泛，业务布局合理 .....	14
3.4. 资源获取能力强，项目储备丰富 .....	15
3.5. 数字化转型驱动发电效率提升，发电量稳中有升 .....	16
4. 盈利预测及投资建议 .....	17
4.1. 盈利预测 .....	17
4.2. 投资建议 .....	18
5. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	6
图 2: 2017-2022H11 公司营业收入及增速 .....	7
图 3: 2017-2022H11 公司归母净利润及增速 .....	7
图 4: 2017-2022H1 公司毛利率及净利率变化情况 .....	7
图 5: 2017-2022H1 公司平均 ROE 变化情况 .....	7
图 6: 2021 年公司各产品营收占比情况 .....	8
图 7: 2017-2021 年公司各分部经营利润 (亿元) .....	8
图 8: 2017-2021 年公司应收账款、应收票据及应收款项融资 .....	8
图 9: 2017-2022H1 公司现金流 .....	8
图 10: 2017-2021 年全国累计风电装机容量及增速 .....	9
图 11: 2017-2021 年公司累计风电装机容量及市占率 .....	9
图 12: 2021 年行业风电累计装机容量对比 .....	10
图 13: 2020-2025 年公司新能源控股装机容量变化情况 (单位: GW) .....	10
图 14: 2017-2022H1 公司资产负债率 .....	11
图 15: 2017-2022H1 公司财务费用率 .....	11
图 16: 2017-2021 年公司风电电价 (不含增值税) .....	13
图 17: 2017-2021 年公司售电量 .....	13
图 18: 2017-2021 年公司风电分部利润率 .....	13
图 19: 2021 年 12 月 31 日集团所属风电场在各区域的控股装机容量 .....	14
图 20: 2021 年公司项目分布图 .....	14
图 21: 2020-2021 年公司风光新增资源储备 .....	15
图 22: 2017-2021 年公司风电平均利用小时数 .....	16
图 23: 2017-2021 年公司火电平均利用小时数 .....	16
图 24: 2021 年行业风电平均利用小时数对比 .....	16
图 25: 2021 年行业火电平均利用小时数对比 .....	16
图 26: 2017-2021 年公司风电发电量及市占率 .....	17
图 27: 2017-2021 年公司火电发电量及市占率 .....	17
表 1: 公司前十大股东及持股比例 .....	6
表 2: “五大六小”集团十四五新能源装机规划 .....	9
表 3: 公司换股吸收合并平庄能源、重大资产出售及支付现金购买资产方案 .....	11

表 4: 2015-2021 年我国陆上风电上网电价变化情况 (元/千瓦时) .....	12
表 5: 2017-2021 年我国海上风电上网电价变化情况 (元/千瓦时) .....	12
表 6: 公司营收预测 .....	18
表 7: 可比公司估值 .....	19

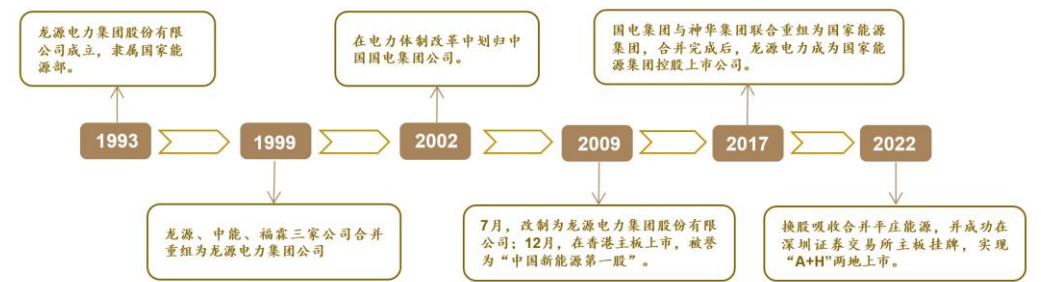
## 1. 全球风电行业领导者，发展步伐稳健

### 1.1. 世界第一大风电运营商，风电装机容量全国领先

背靠国家能源集团，实现了AH两地上市。1993年，龙源电力集团股份有限公司成立，隶属于国家能源部。此后，公司先后划归给电力部、国家电力公司、中国国电集团公司。2009年，公司在香港主板成功上市，被誉为“中国新能源第一股”。2017年，国电集团与神华集团合并，龙源电力成为国电集团控股下的上市公司。2022年，龙源电力换股吸收合并平庄能源，实现了AH两地上市。

全球风电运营龙头，持续推进新能源发电建设运营。龙源电力是中国最早开发风电的专业化公司，并自2015年以来，持续保持世界第一大风电运营商地位。目前，公司已成为一家以开发运营新能源为主的大型综合性发电集团，主营业务为风电设计开发与运营，同时经营火电、光伏、生物质、地热等项目。业务分布于国内32个省区市以及加拿大、南非、乌克兰等国家。作为国家能源集团旗下新能源专业运营平台，近年来公司加快新能源装机节奏，截至2022H1，集团控股装机容量为28827.99兆瓦，其中风电控股装机容量25711.44兆瓦，火电控股装机容量为1875.00兆瓦，光伏等其他可再生能源控股装机容量1241.55兆瓦。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

### 1.2. 股权结构稳定，国家能源集团为实际控制人

根据公司公告，截至2022H1，国家能源投资集团有限责任公司直接持有公司54.91%股权，是公司的公司第一大股东。此外，国家能源集团通过平煤集团和辽宁电力分别间接持有公司2.53%、1.12%股权，合计持有公司58.56%股权。

表 1：公司前十大股东及持股比例

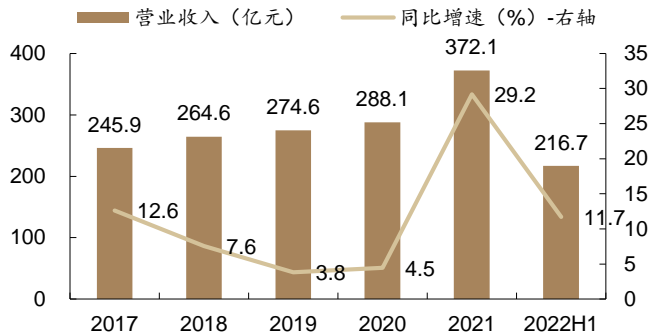
股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
国家能源投资集团有限责任公司	4,602,432,800	54.91
香港中央结算(代理人)有限公司	3,335,356,727	39.79
内蒙古平庄煤业(集团)有限责任公司	212,238,141	2.53
国家能源集团辽宁电力有限公司	93,927,200	1.12
万飞凰	4,474,650	0.05
陈琼枝	3,786,586	0.05
刘德宏	3,064,745	0.04
香港中央结算有限公司	2,695,927	0.03
石泉宏观对冲私募证券投资基金	2,441,517	0.03
睿郡稳享私募证券投资基金	1,800,945	0.02
合计	8,262,219,238	98.57

资料来源：wind，公司公告，德邦研究所，注释：数据截至2022年6月30日

### 1.3. 陆上风电龙头，整体业绩长期向好

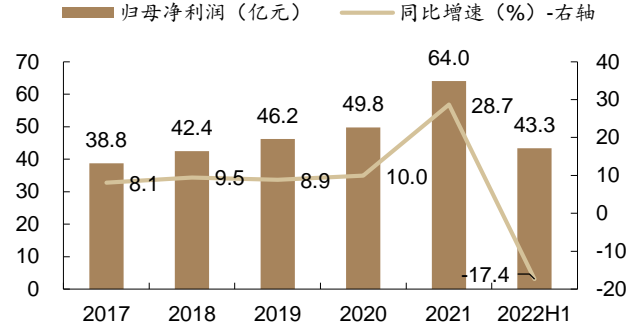
**营收与净利润保持增长态势。**2021 年公司实现营收 372.1 亿元，同比增长 29.2%，归母净利润为 64.0 亿元，同比增长 28.67%，主要系公司风电装机规模快速上升，带来营收与净利润的持续增长。2022H1，公司实现营收 216.7 亿元，同比增长 11.69%，归母净利润为 43.3 亿元，同比下降 17.4%，公司 2022H1 净利润出现下滑主要由利用小时数下降及折旧费用增加所致。长期来看，在风电装机规模化效应的驱动下，公司业绩仍保持增长态势。

图 2：2017-2022H1 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，公司年报及半年报，德邦研究所

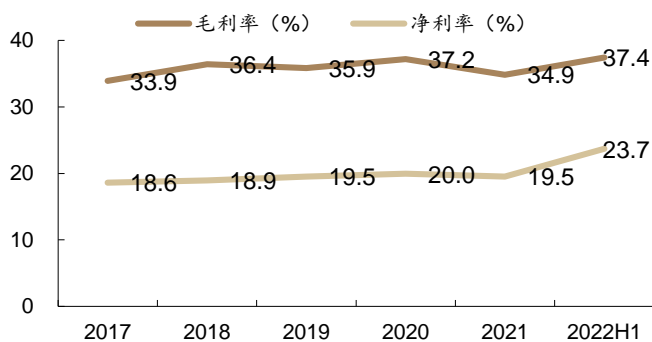
图 3：2017-2022H1 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，公司年报及半年报，德邦研究所

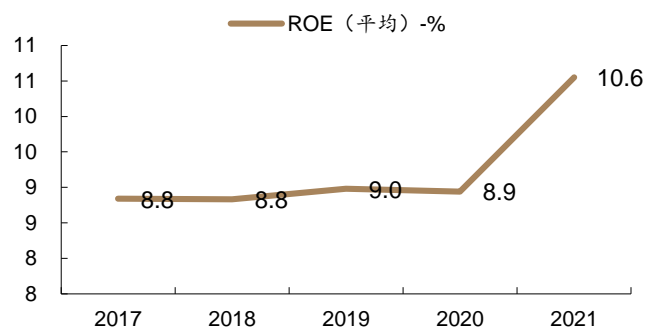
**毛利率及净利率稳步提升，盈利能力不断增强。**从毛利率与净利率来看，2017-2022H1，公司毛利率由 33.9% 增长至 37.4%，净利率由 18.6% 增长至 23.7%，主要受益于占营收比重较大的风电部分利润率逐年上升。从 ROE 来看，2017-2021 年，公司 ROE 由 8.8% 增长至 10.6%，表现出了良好的盈利能力，预计未来随着新能源补贴拖欠问题逐步解决，公司 ROE 有望进一步提高。

图 4：2017-2022H1 公司毛利率及净利率变化情况



资料来源：Wind，公司年报及半年报，德邦研究所

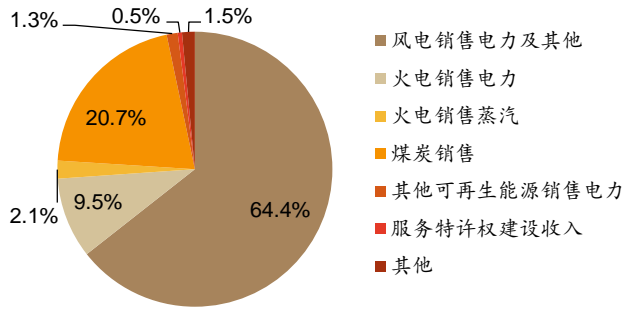
图 5：2017-2022H1 公司平均 ROE 变化情况



资料来源：Wind，公司年报及半年报，德邦研究所

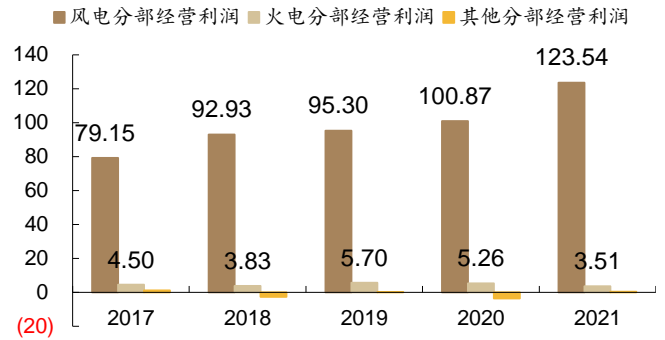
从各项营收占比来看，2021 年，风电销售电力及其他部分营收为 239.7 亿元，同比增长 16.52%，占比达到 64.4%。从不同产品经营利润来看，2021 年风电分部经营利润为 123.54 亿元，主要系风电装机容量规模的迅速扩大及风电利用小时数的提升，带动风电销售量及平均售电单价上升所致。火电分部经营利润为 3.51 亿元，同比减少 33.3%，火电分部利润率下降主要系煤炭价格上升所致。

图 6：2021 年公司各产品营收占比情况



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 7：2017-2021 年公司各分部经营利润 (亿元)

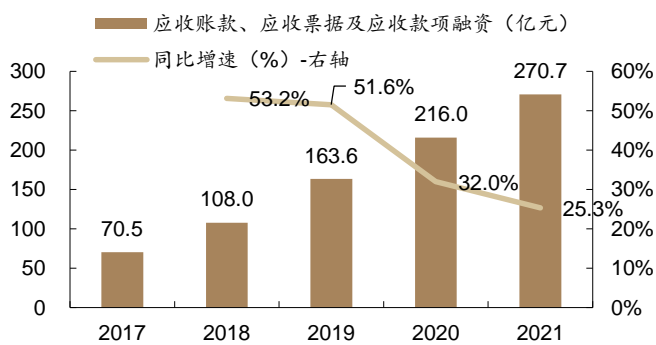


资料来源：公司年报，德邦研究所

**应收款逐年上升，可再生能源电价补贴占比较大。**Wind 数据显示，2017-2021 年，公司应收账款、应收票据及应收款项融资合计数由 70.5 亿元增长至 270.7 亿元，规模逐年增加且增速较快，主要系新能源补贴回款周期较长，补贴回款不及时所致。截至 2021 年底公司账面可再生能源电价补贴应收余额为 250.82 亿元。在此背景下，公司积极配合落实补贴申领工作，并通过保理、ABS 等资产证券化方式盘活应收补贴款，有效改善了因新能源补贴拖欠所带来的现金流压力。随着国家新能源补贴利好政策的发布，公司大规模补贴欠款有望得到解决，现金流预计将迎来实质性改善，2022 年上半年，公司收到可再生能源补贴回款 114.39 亿元，为新能源装机规模扩大提供强有力的资金支持。

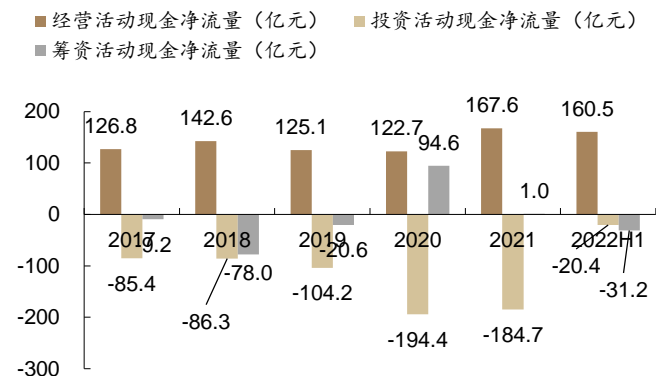
**经营活动现金净流量持续呈净流入状态，现金流充裕。**2021 年，公司经营活动的现金流入净额为 167.55 亿元，同比增加 44.82 亿元，主要系售电收入增加；投资活动的现金流出净额为 184.67 亿元，主要用于风电项目建设；融资活动的现金流入净额为 0.95 亿元，其中，流入主要来自公司债券发行收入及银行借款，流出主要用于归还借款及支付借款利息。

图 8：2017-2021 年公司应收账款、应收票据及应收款项融资



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 9：2017-2022H1 公司现金流



资料来源：公司年报及半年报，德邦研究所

## 2. A+H 股上市公司，长期发展动力足

### 2.1. 背靠国家能源集团，获得广阔发展动力

**集团业务多元，为公司发展提供助力。**公司的实际控制人国家能源集团成立于 2017 年，是由中国国电集团公司和神华集团联合重组而成的中央骨干能源企业，拥有煤炭、电力、运输、化工等全产业链，产业分布在全国 32 个省区市以及美国、加拿大等 10 多个国家和地区，截至 2022 年 5 月，公司旗下有中国神华、国电电力、龙源电力、长源电力、国电科环、龙源技术、英力特、莱宝高科 8 家上市公司。2021 年，国家能源集团煤炭产量 5.7 亿吨，发电装机容量 2.71 亿千瓦，其中火电/水电/风电/新能源装机容量分别为 1.94 亿千瓦/1869 万千瓦/4999 万千瓦/5859 万千瓦。国家能源集团在煤炭、运输、电力等全产业链的布局也为公司火电、新能源发电业务的拓展提供了支撑。

**集团规划十四五新增新能源装机 70-80GW。**国家能源集团在 2021 年高质量发展新闻发布会上提到，截至 2021 年底，集团风电装机容量达 5000 万千瓦，居世界第一；光伏装机 860 万千瓦；新能源开工 1968 万千瓦、新增装机 1089 万千瓦。“十四五”时期，国家能源集团计划实现新增新能源装机 70-80GW、占比达到 40% 的目标。

表 2：“五大六小”集团十四五新能源装机规划

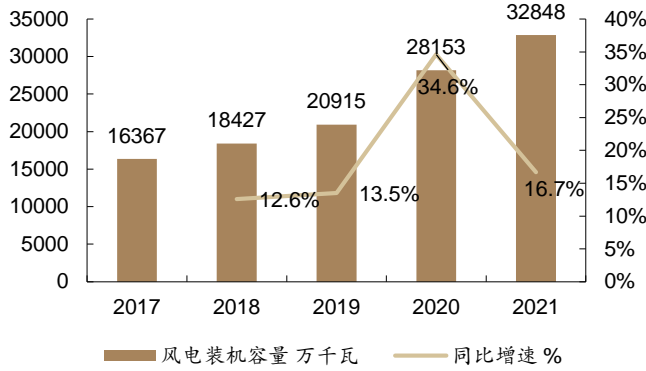
企业名称	十四五新能源装机规划
国家电投集团	2025 年，电力装机达到 2.2 亿千瓦，清洁能源装机比重提升到 60%，光伏发电装机达到 80GW 以上。
华能集团	到 2025 年，新增新能源装机 80GW 以上，确保清洁能源装机占比 50% 以上。
国家能源集团	“十四五”时期，确保实现新增新能源装机 70~80GW、占比达到 40% 的目标。
华电集团	“十四五”期间，力争新增新能源装机 75GW。
大唐集团	2025 年，非化石能源装机超过 50%，提前 5 年实现“碳达峰”。
三峡集团	2025 年，新能源装机实现 70~80GW 的水平。
华润电力	“十四五”可再生能源规划装机目标为 40GW。
中核	“十四五”每年将新增 3~5GW 光伏装机。
中广核	到“十四五”末，中广核境内新能源在运装机总容量将突破 40GW
中节能太阳能	2025 年末，力争光伏电站板块实现电站累计装机 20GW。
国投电力	到 2025 年末，在保持控股装机容量持续增长的同时，推动清洁能源装机占比达到 72%。

资料来源：各集团官网，北极星电力新闻网，德邦研究所

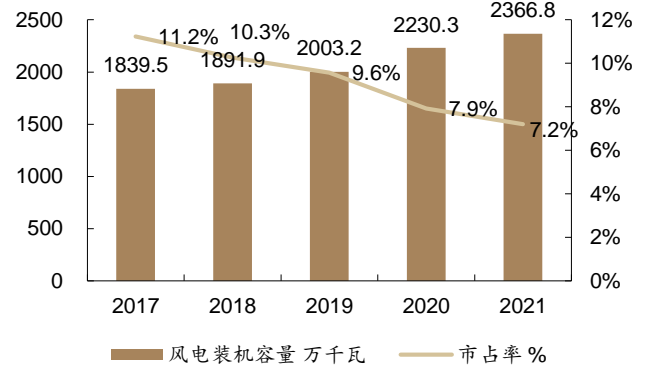
**公司是国家能源集团旗下风电专业运营平台，风电装机规模行业领先。**根据国家能源局数据，2021 年底，全国风电装机容量约 3.28 亿千瓦，同比增长 16.68%。根据公司年报，2021 年底，公司控股装机容量 2669.86 万千瓦，其中风电控股装机容量 2366.78 万千瓦，市占率为 7.21%，在全国风电运营商中保持领先地位；火电控股装机容量 187.50 万千瓦；其他可再生能源（光伏、生物质、潮汐、地热）控股装机容量 115.6 万千瓦。

图 10：2017-2021 年全国累计风电装机容量及增速

图 11：2017-2021 年公司累计风电装机容量及市占率

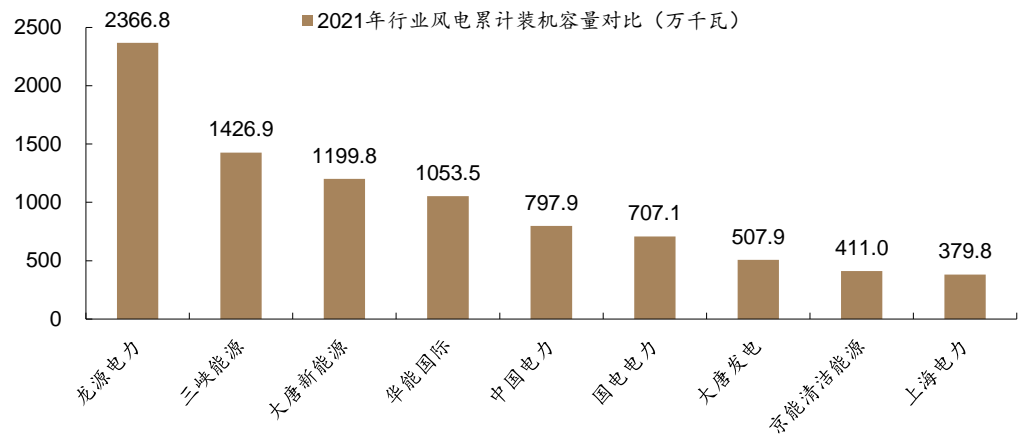


资料来源: wind, 国家能源局, 德邦研究所



资料来源: wind, 公司年报, 德邦研究所

图 12: 2021 年行业风电累计装机容量对比

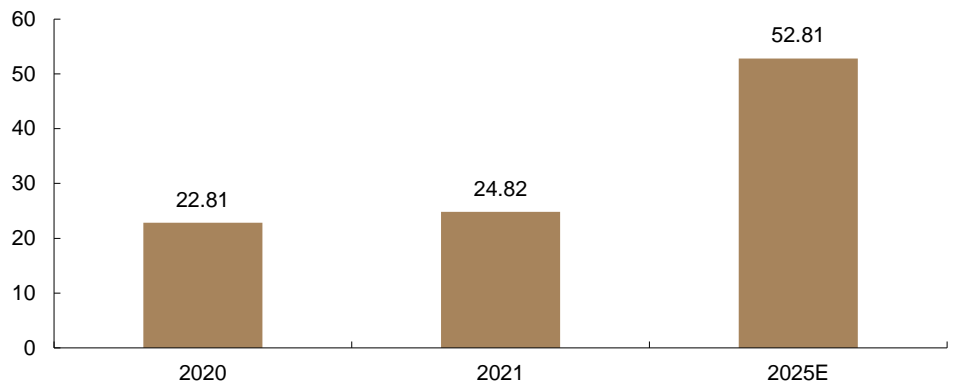


资料来源: 各公司年报, 德邦研究所

承担集团“十四五”新能源装机规划重任，2025 年新能源累计装机容量有望超 50GW。“十四五”时期，国家能源集团计划实现新增新能源装机 70-80GW，龙源电力计划实现新增新能源装机 30GW。2021 年公司新增新能源装机 2GW，则 2022-2025 年，预计平均每年新能源装机 7GW，2025 年公司累计新能源装机容量有望超 50GW。

集团承诺三年内将存续风力发电业务注入公司，公司未来风电装机规模增量可期。根据国家能源集团与龙源电力签订的《避免同业竞争协议》，国家能源集团已将存续的 2GW 风电资产注入龙源电力，其余风电资产注入计划还在规划中，未来公司有望迅速增大风电装机规模，资产的规模化效应将驱动公司营收和利润快速增长。

图 13: 2020-2025 年公司新能源控股装机容量变化情况 (单位: GW)



资料来源：公司年报，德邦研究所预测

## 2.2. 换股吸收合并平庄能源，A+H 双平台上市拓展融资渠道

打造千亿级别风电 A+H 股平台，整合集团内优质风电资产，着力布局新能源赛道。2022 年 1 月 24 日，公司通过于深圳证券交易所主板发行股票 3.46 亿股，以换股吸收合并平庄能源的方式实现 A+H 股两地上市，本次交易由换股吸收合并、资产出售及现金购买三部分组成。通过打造千亿级别风电 A+H 平台，一方面，公司品牌影响力进一步提升，有利于更多投资者深入了解公司，充分拓宽融资渠道，为“十四五”期间新能源做强做大提供资金支持；另一方面，公司整合集团内优质资产，加强新能源赛道布局，助力国家能源集团“十四五”新能源装机规划的顺利完成，建设成为具有全球竞争力的世界一流新能源公司。

表 3：公司换股吸收合并平庄能源、重大资产出售及支付现金购买资产方案

项目	交易方案
换股吸收合并	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。本次换股吸收合并的换股比例为 1: 0.3407。
资产出售	平庄能源以对价人民币 34.4 亿元，将除递延税项资产、应交税项和递延收益之外的其他所有资产和负债出售给内蒙古平庄煤业（集团）有限责任公司。
现金购买	龙源电力将向国家能源集团其他下属子公司辽宁电力、陕西电力、广西电力、云南电力、甘肃电力、华北电力购买资产，拟购买资产的对价由存续公司龙源电力以现金支付。

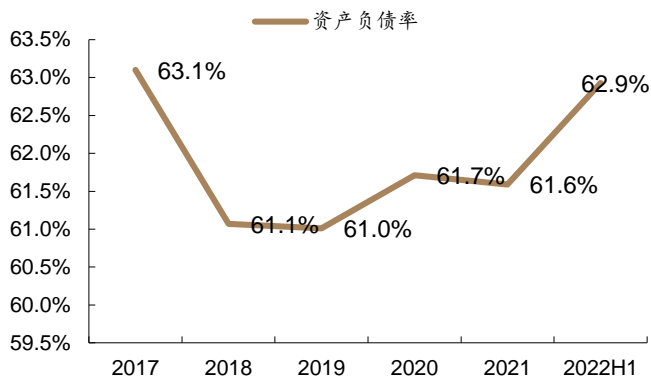
资料来源：公司公告，德邦研究所

资产负债率保持稳定，财务费用率呈下降趋势。2021 年，公司资产负债率为 61.59%，基本保持稳定，财务费用率为 9.80%，同比降低 1.1 个 pct，继续保持下降态势。资产负债结构健康稳健。

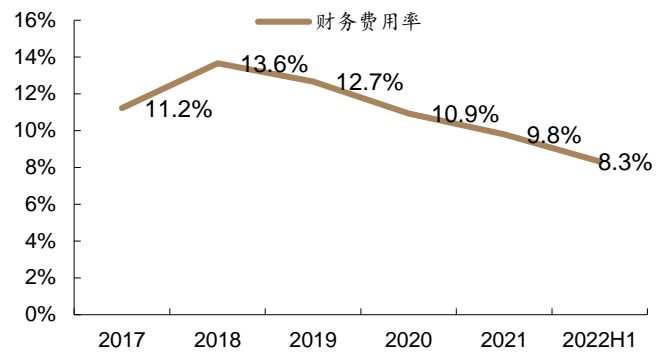
A+H 股双平台上市，公司多渠道多途径开展融资工作，多方筹措低利率成本资金，撬动更多社会资本做强做大新能源板块。在做深做熟传统融资渠道，开展银行信用贷款、商业票据、超短融资券、公司债券、ABS、供应链金融等融资工作的同时，公司积极探索创新融资产品，盘活存量资产，为其“十四五”期间装机规模的迅速扩大提供强有力的资金支持。2022 年，公司已成功发行十三期超短期融资券，一期绿色中期票据，不断优化长短期债务比例，现金流充裕，对新增融资的依赖较低。目前，公司资金成本处于行业领先地位，资本结构健康，整体杠杆水平可控。

图 14：2017-2022H1 公司资产负债率

图 15：2017-2022H1 公司财务费用率



资料来源：公司年报，德邦研究所



资料来源：公司年报，德邦研究所

### 3. 风电项目分布广泛，建设水平行业领先

#### 3.1. 新能源补贴退坡，风电价格平价上网

陆上风电全面平价上网，海上风电平价进行时。近年来，风电标杆上网电价多次下调。2015-2020年，I、II、III、IV类资源区陆上风电标杆上网电价从0.49、0.52、0.56、0.61元/千瓦时分别降至0.29、0.34、0.38、0.47元/千瓦时；2021年中央财政不再补贴，陆上风电实行平价上网，新建项目上网电价按当地燃煤发电基准价执行；2022年4月，国家发改委印发《关于2022年新建风电、光伏发电项目延续平价上网政策的函》，明确为促进风电、光伏发电产业持续健康发展，2022年，对新核准陆上风电项目、新备案集中式光伏电站和工商业分布式光伏项目，延续平价上网政策，上网电价按当地燃煤发电基准价执行。海上风电平价仍在进行中，截至2021年12月底，公司海上风电在运容量为259.16万千瓦。公司秉持“一大两海”的战略发展方向，有序推动海上风电发展，做好平价海上、深远海风电开发等相关技术储备，为平价时代海上风电高质量发展探索新路径。

表 4：2015-2021 年我国陆上风电上网电价变化情况（元/千瓦时）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
I类资源区	0.49	0.47	0.47	0.40	0.34	0.29	中央财政不再补贴，平价上网
II类资源区	0.52	0.50	0.50	0.45	0.39	0.34	
III类资源区	0.56	0.54	0.54	0.49	0.43	0.38	
IV类资源区	0.61	0.60	0.60	0.57	0.52	0.47	

资料来源：国家发改委官网，德邦研究所

表 5：2017-2021 年我国海上风电上网电价变化情况（元/千瓦时）

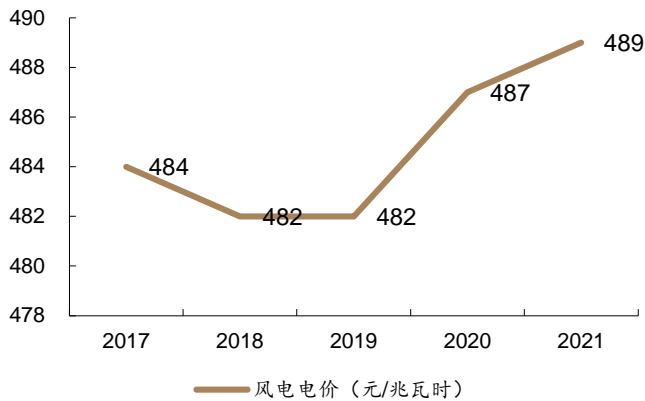
	2017	2018	2019	2020	2021
近海风电	0.85	0.85	0.8（指导价）	0.75（指导价）	上网电价由当地省级价格主管部门制定，具备条件的可通过竞争性配置方式形成
潮间带风电	0.75	0.75	不得高于项目所在资源区陆上风电指导价		

资料来源：国家发改委官网，德邦研究所

积极参与绿电交易，市场交易量价齐升。按照电力体制改革“管住中间、放开两头”总体要求，国家有序放开全部燃煤发电电量上网电价，扩大市场交易电价上下浮动范围，推动工商业用户都进入市场。公司持续优化市场营销，科学制定市场交易比例，交易价格稳步提升。2021年，公司风电平均上网电价为489元/兆瓦时，同比增加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

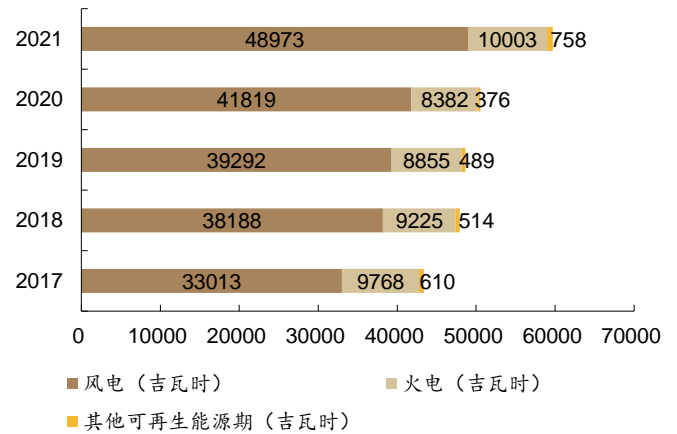
电价上升所致。市场交易电方面，2021年，风电市场交易电量占风电发电量的比例为31.53%，平均交易电价同比增长7.1%；2022年一季度的风电市场交易电量占风电发电量比例约为33.9%，平均交易电价同比增长5.26%。受新能源参与市场化交易地区不断扩大、现货市场建设加速推进及火电电价上升带动等因素综合影响，预计风电市场交易将保持量价齐升的态势，绿色电力价值得以体现。

图 16：2017-2021 年公司风电电价（不含增值税）



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 17：2017-2021 年公司售电量

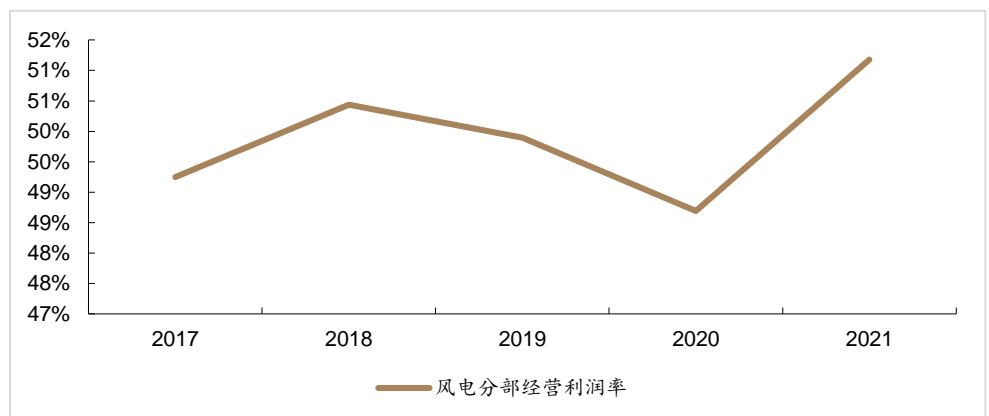


资料来源：公司年报，德邦研究所

### 3.2. 风电项目同水电类似，保持较高的收益率

公司风电分部利润率维持高位，随着新能源补贴欠款的解决，盈利能力有望进一步提升。2017-2021年，风电分部利润率持续维持高位，主要系风电装机容量规模的迅速扩大及风电利用小时数的提升，带动风电销售量及平均售电单价上升所致。随着国家新能源补贴利好政策的发布，大规模补贴欠款有望得到解决，风电运营商的现金流将迎来实质性改善，盈利能力有望进一步提升。

图 18：2017-2021 年公司风电分部利润率



资料来源：公司年报，德邦研究所

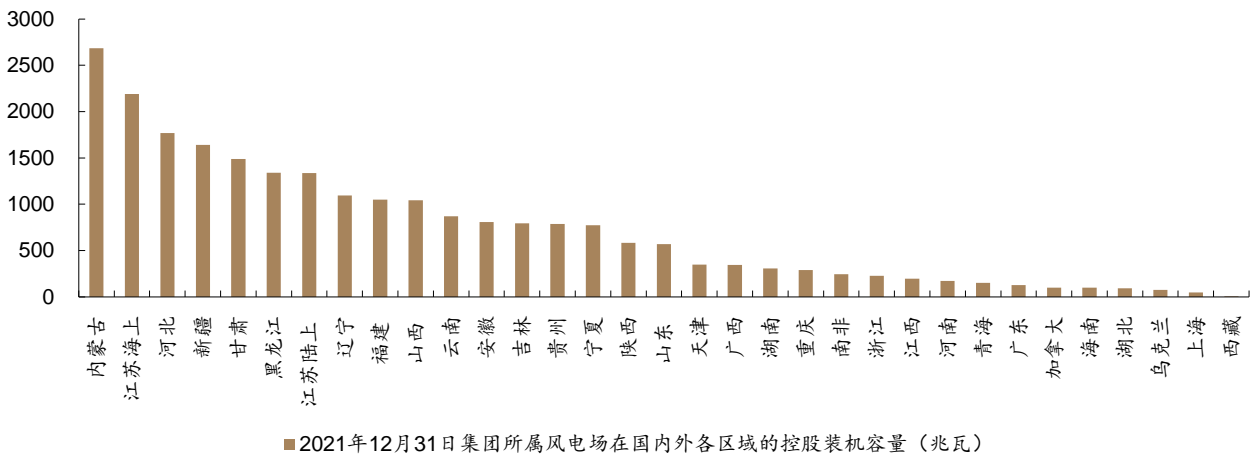
广泛开展“以大代小”风电技改项目，提升风电运营效益。近年来，随着风机大型化带来的降本趋势，下游风电运营商话语权逐渐增强。2021年12月6日，龙源电力宁夏公司完成贺兰山第四风电场“以大代小”79.5兆瓦等容风电技改项目备案手续，成为全国首个取得“以大代小”风电技改备案的项目。2022年7月12日，国家能源招标网发布《龙源电力国电阳江海陵岛风力发电有限公司鹤岭

25.74MW 以大代小风电项目风力发电机组公开招标项目招标公告》以及《龙源电力青铜峡龙源新能源股份有限公司贺兰山第四风电场 79.5MW 风电技改项目风力发电机组设备采购公开招标项目招标公告》。公司广泛开展“以大代小”风电技改项目，在提升风电并网安全性、可靠性的同时，优化存量资产，充分释放存量项目资源潜力，推动风电提质增效，有提升风电运营效益。

### 3.3. 风电项目分布广泛，业务布局合理

**海陆统筹，分布广泛。**公司业务遍布国内外市场，在全国 32 个省（区、市）和加拿大、南非、乌克兰等国开展业务，较国内其他新能源公司分布广泛、布局合理。在中国境内，公司装机主要分布在内蒙古、江苏、河北、新疆、甘肃、黑龙江、辽宁、福建等资源优势地区和负荷中心地带，形成“海陆统筹、风光并举、多能互补、上下联动、重点突破”的发展格局。

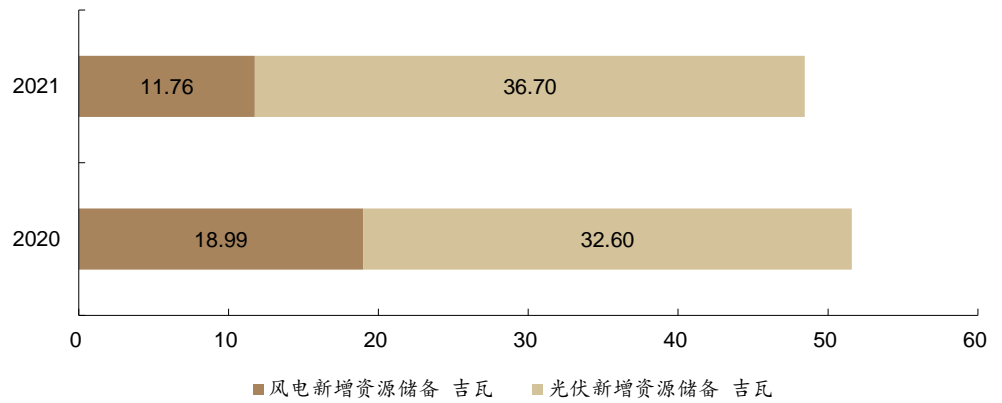
图 19：2021 年 12 月 31 日集团所属风电场在国内外各区域的控股装机容量



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 20：2021 年公司项目分布图



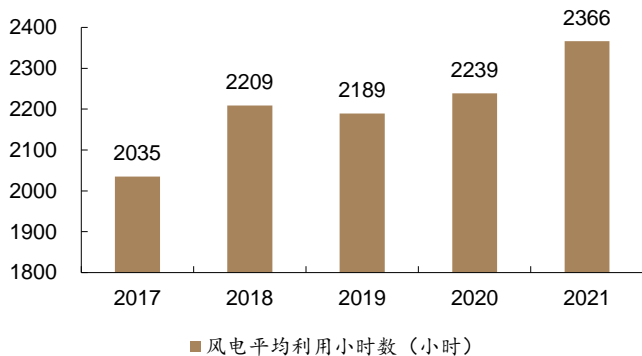


资料来源：公司年报，德邦研究所

### 3.5. 数字化转型驱动发电效率提升，发电量稳中有升

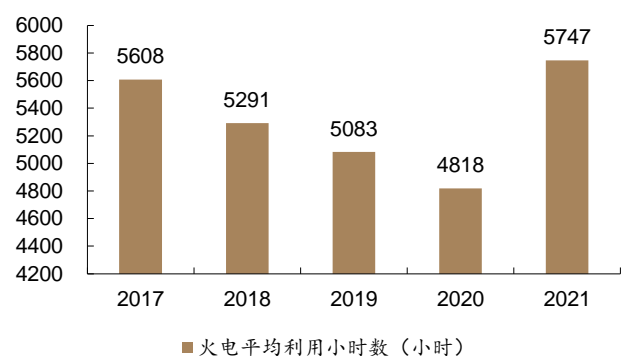
聚焦生产数字化转型，风电及火电平均利用小时数高于全国平均水平。2021年，公司风电平均利用小时为2366小时，较上年增加127小时，超全国平均水平120小时，主要得益于风速同比上升以及良好的设备治理提高了设备运行的稳定性；火电平均利用小时为5747小时，较上年增加929小时，超全国平均水平1299小时，主要是由于江苏省内用电负荷上升。龙源电力总经理唐坚曾提到，数字化手段可提高设备的可靠性和消缺的及时性，停机时长、频次大幅度下降，从而提高公司设备发电效率。公司构建数字化共享平台，完成设备数据全量采集，目前已有近1.4万台风机接入公司数字化平台，数据接入点达4500万点。同时，部署上线监控系统、管控系统，构建起前台监控值班、后台数据分析的新型管理方式，紧抓设备治理，机组可靠性和发电效率稳步提升。

图 22：2017-2021 年公司风电平均利用小时数



资料来源：公司年报，德邦研究所

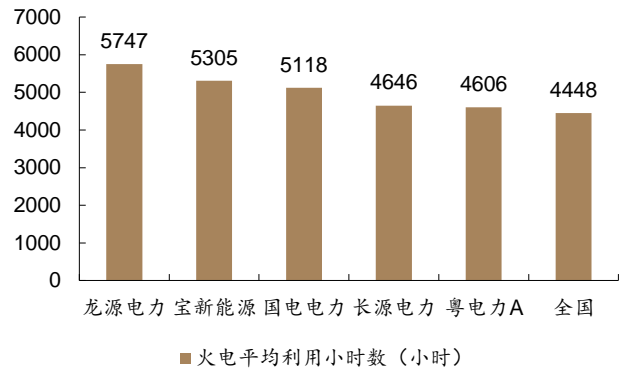
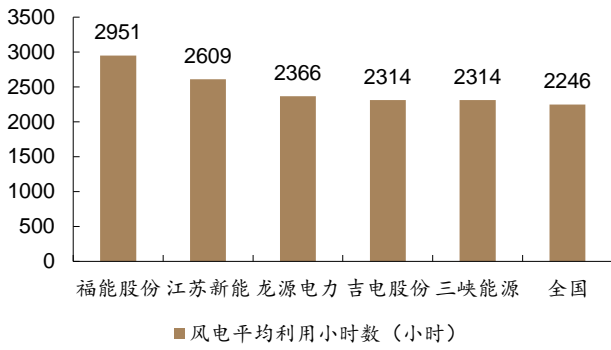
图 23：2017-2021 年公司火电平均利用小时数



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 24：2021 年行业风电平均利用小时数对比

图 25：2021 年行业火电平均利用小时数对比

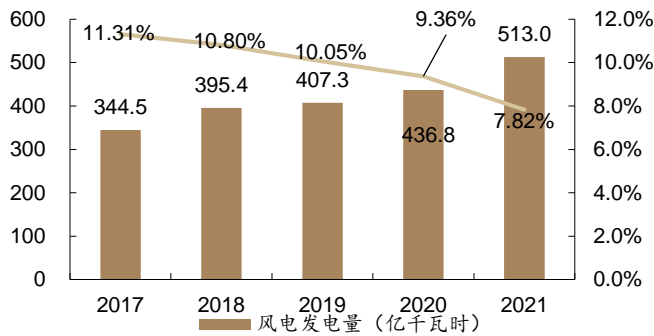


资料来源：各公司年报，中国能源网，德邦研究所

资料来源：各公司年报，Wind，德邦研究所。注释：全国的数据为6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时数

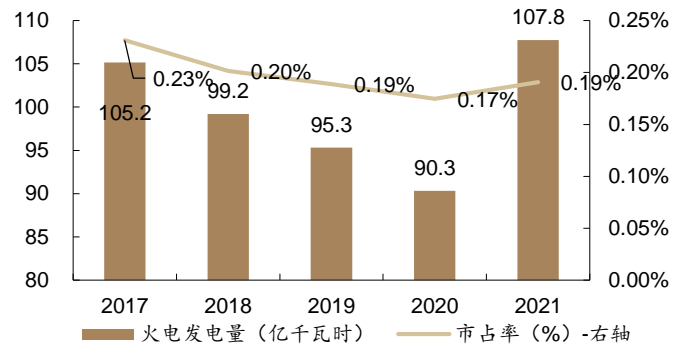
**新增装机量及设备平均利用小时数的提升，驱动发电量稳中有升。**2021年，公司累计完成发电量632.85亿千瓦时，同比增长19.26%。其中，风电发电量513.00亿千瓦时，同比增长17.44%，市占率为7.82%；火电发电量107.76亿千瓦时，同比增长19.28%，市占率为0.19%。2022年开年风资源较弱，但依托风电装机规模的扩大、大容量高效率机组的投入使用及设备治理成效的显现，发电量呈现稳步增长的态势。截至2022年6月底，公司2022年累计完成发电量363.05亿千瓦时，同比增长9.66%。其中，风电发电量增长10.25%，火电发电量增长0.23%，其他可再生能源发电量增长86.02%。

图 26：2017-2021 年公司风电发电量及市占率



资料来源：公司年报，Wind，德邦研究所

图 27：2017-2021 年公司火电发电量及市占率



资料来源：公司年报，Wind，德邦研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1. 盈利预测

核心假设：

1) 装机规模：“十四五”时期，国家能源集团计划实现新增新能源装机70-80GW，龙源电力计划实现新增新能源装机30GW，考虑2021年公司新增新能源装机为2GW，假设2022-2025年分别新增3GW、7GW、8GW、10GW，考虑到2022年公司预计新增3GW，其中新增风电装机占30%，新增光伏装机约占70%，按此比例，预计2022年-2024年风电装机容量分别为24.57GW、26.67GW、29.07GW，2022年-2024年光伏装机容量分别为3.20GW、8.10GW、13.70GW。此外，考虑到火电、生物质发电、潮汐发电、地热发电装机规模较为稳定，预计未来三年装机规模保持不变，仍分别为1.88GW、0.0540GW、0.0041GW、0.0020GW。

2) 上网电量：随着装机规模和利用小时数不断提升，预计风电、火电及其他可再生能源发电量将持续提升，在厂用电及线损保持平稳的情况下，预计 2022 年-2024 年公司上网总电量将达到 668.98、771.82、895.77 亿千瓦时。

3) 平均上网电价：综合考虑平价进程的推进以及公司市场化交易量价齐升的趋势，预计 2022 年-2024 年风电平均上网电价均为 0.55 元/千瓦时，2022 年-2024 年火电平均上网电价分别为 0.40 元/千瓦时、0.40 元/千瓦时、0.41 元/千瓦时，2022 年-2024 年其他可再生能源上网电价分别为 0.68 元/千瓦时、0.65 元/千瓦时、0.60 元/千瓦时（含税值）。

4) 利用小时数：近年来，公司聚焦生产数字化转型，紧抓设备治理，机组可靠性和发电效率稳步提升，同时随着弃风率、弃光率的持续改善，风电及其他可再生能源利用小时数将有望提升，预计 2022 年-2024 年，风电利用小时数分别为 2378/2402/2438 小时，其他可再生能源（主要为光伏）利用小时数分别为 1052/1063/1079 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，预计之后年份火电利用小时数会趋于平稳，因此采取近五年平均的方法来衡量，预计 2022 年-2024 年火电利用小时数分别为 5309/5250/5242 小时。

**表 6：公司营收预测**

		2021A	2022E	2023E	2024E
上网电量 (亿 kwh)	风电	489.73	513.84	563.55	622.80
	火电	100.03	92.47	91.42	91.26
	其他可再生能源	7.58	30.81	76.47	127.71
	总计	597.34	637.12	731.44	841.77
含税电价 (元 /kwh)	风电	0.55	0.55	0.55	0.55
	火电	0.40	0.40	0.40	0.41
	其他可再生能源	0.72	0.68	0.65	0.60
营业收入 (亿元)	风电销售	239.68	249.94	272.96	301.87
	火电销售	35.16	32.82	32.71	33.19
	蒸汽销售	7.94	8.49	9.08	9.82
	其他可再生能源发电销售	4.81	18.61	43.69	67.42
	煤炭销售	76.95	76.95	76.95	76.95
	服务特许权建设收入	1.71	1.71	1.71	1.71
	总计	372.08	395.17	444.45	498.42
营业成本 (亿元)	合计	257.74	269.50	285.55	302.21
毛利率		30.74%	31.80%	35.75%	39.37%

资料来源：公司公告，德邦研究所预测

## 4.2. 投资建议

我们选取同样是新能源发电运营商的【三峡能源】、【节能风电】、【太阳能】作为可比公司，2022 年平均 PE 为 17.61 倍。在国家大力发展新能的背景下，龙源电力大力拓展风电、光伏等新能源建设运营，未来成长性高。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 395.17 亿元、444.45 亿元、498.42 亿元，增速分别为 6.2%、12.5%、12.1%，归母净利润分别为 69.29 亿元、93.18 亿元、116.32 亿元，增速分别为 8.2%、34.5%、24.8%，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 7: 可比公司估值**

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600905.SH	三峡能源	5.62	0.20	0.29	0.37	0.47	28.10	19.38	15.19	11.96
601016.SH	节能风电	4.57	0.15	0.28	0.34	0.41	30.47	16.32	13.44	11.15
000591.SZ	太阳能	7.02	0.39	0.41	0.56	0.72	18.00	17.12	12.54	9.75
可比公司平均估值							25.52	17.61	13.72	10.95
001289.SZ	龙源电力	18.38	0.77	0.83	1.11	1.39	0.00	22.23	16.53	13.24

资料来源: wind, 德邦研究所 注: 除龙源电力、三峡能源以外, 其他公司盈利预测采用 wind 一致预测, 收盘价截止 (2022/9/23)

## 5. 风险提示

### 1) 项目推进不及预期:

风电、光伏建设需要较长时间, 若项目建设不及预期, 会影响公司业绩; 海上风电建设是公司业绩增长的重要驱动力之一, 若推进不及预期, 会对公司业绩带来不利影响。

### 2) 审批进度不及预期:

政府对光伏的审批进度, 会影响公司的装机, 若审批不及预期则可能会导致公司未来业绩增速受到影响。

### 3) 政策推进不及预期:

新能源发电受政策影响, 政策变动可能影响公司对新能源发展的规划及项目投运, 同时也会对上网电价产生影响, 进而影响公司业绩。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.77	0.83	1.11	1.39
每股净资产	7.88	8.70	9.81	11.20
每股经营现金流	2.08	4.30	6.87	9.11
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	0.00	22.23	16.53	13.24
P/B	0.00	2.11	1.87	1.64
P/S	3.97	3.90	3.47	3.09
EV/EBITDA	4.08	6.67	3.81	3.12
股息率%	—	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.9%	31.8%	35.8%	39.4%
净利润率	19.5%	20.2%	24.0%	26.7%
净资产收益率	10.1%	9.5%	11.3%	12.4%
资产回报率	3.4%	3.3%	4.1%	4.6%
投资回报率	6.5%	5.8%	6.6%	7.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	29.2%	6.2%	12.5%	12.1%
EBIT 增长率	20.8%	-1.6%	25.7%	24.1%
净利润增长率	28.7%	8.2%	34.5%	24.8%
偿债能力指标				
资产负债率	61.6%	60.6%	59.0%	57.3%
流动比率	0.6	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.5	0.7	0.6	0.6
现金比率	0.1	0.2	0.1	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	11.5	11.5	11.5	11.5
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	6,404	6,929	9,318	11,632
少数股东损益	859	1,051	1,368	1,677
非现金支出	8,648	22,686	49,841	63,317
非经营收益	3,243	3,004	3,132	3,702
营运资金变动	-2,400	2,350	-6,095	-3,992
经营活动现金流	16,755	36,020	57,564	76,337
资产	-17,235	-31,521	-69,180	-81,437
投资	-1,367	348	233	211
其他	134	-124	-210	-342
投资活动现金流	-18,467	-31,297	-69,158	-81,569
债权募资	4,997	7,363	7,968	7,665
股权募资	2,532	3,869	0	0
其他	-7,435	-4,119	-3,174	-3,466
融资活动现金流	95	7,112	4,794	4,200
现金净流量	-1,611	11,836	-6,799	-1,032

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 23 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	37,208	39,517	44,445	49,842
营业成本	24,236	26,950	28,555	30,221
毛利率%	34.9%	31.8%	35.8%	39.4%
营业税金及附加	316	377	424	458
营业税金率%	0.8%	1.0%	1.0%	0.9%
营业费用	0	2	133	76
营业费用率%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%
管理费用	398	476	454	555
管理费用率%	1.1%	1.2%	1.0%	1.1%
研发费用	140	79	125	90
研发费用率%	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%
EBIT	12,776	12,570	15,806	19,623
财务费用	3,646	2,837	2,973	3,352
财务费用率%	9.8%	7.2%	6.7%	6.7%
资产减值损失	-256	0	0	-0
投资收益	-471	-128	-212	-343
营业利润	8,708	9,608	12,868	16,029
营业外收支	44	6	6	6
利润总额	8,751	9,615	12,875	16,035
EBITDA	20,944	35,255	65,647	82,940
所得税	1,488	1,635	2,189	2,726
有效所得税率%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
少数股东损益	859	1,051	1,368	1,677
归属母公司所有者净利润	6,404	6,929	9,318	11,632

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,866	15,701	8,902	7,870
应收账款及应收票据	128	138	161	175
存货	752	975	855	1,082
其它流动资产	31,531	33,010	38,710	43,207
流动资产合计	36,278	49,826	48,629	52,334
长期股权投资	4,167	4,015	3,919	3,873
固定资产	114,695	124,514	133,619	141,041
在建工程	20,239	17,020	24,610	30,705
无形资产	8,250	10,256	12,827	17,103
非流动资产合计	153,028	161,522	180,881	198,896
资产总计	189,306	211,348	229,509	251,230
短期借款	17,774	20,207	22,640	25,074
应付票据及应付账款	13,765	14,862	15,542	15,953
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	28,184	31,150	29,977	30,312
流动负债合计	59,723	66,219	68,159	71,338
长期借款	40,273	48,801	57,330	65,858
其它长期负债	16,591	12,993	9,999	6,703
非流动负债合计	56,864	61,794	67,329	72,561
负债总计	116,587	128,012	135,488	143,899
实收资本	8,036	8,382	8,382	8,382
普通股股东权益	63,344	72,910	82,228	93,861
少数股东权益	9,374	10,426	11,793	13,470
负债和所有者权益合计	189,306	211,348	229,509	251,230

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。