



龙源电力

十四五风光并举，重回巅峰

观点聚焦

投资建议

龙源电力股价自 8 月初已累涨 63% 至 8.9 港币，我们认为公司作为国内新能源运营龙头企业，其价值尚未被市场充分挖掘。考虑到“碳中和”目标及平价时代的到来进一步打开新能源运营空间，我们再次上调公司目标价 56% 至 12.5 港币，维持“跑赢行业”评级。

理由

风资源和消纳通道是风电开发的重要核心。风能大小由所处地域的风速和空气密度决定。风资源是项目开发首要前提，决定了发电量基本条件及回报水平。从中国风资源条件，西部、东北、福建等海上风电仍是中国风电布局重点。北方大基地项目凭借较低建造成本和规模化，使得在平价下依然有望实现资本金 IRR 12%。特高压资源以及火电配套项目是确保电量外送、消纳的重要条件。

龙源电力是最早掌握全国测风数据的新能源运营商，积累丰富项目资源，也将是全国碳交易市场启动的受益者。公司在 2001 年就决定成为以风电为主的新能源发电专业开发公司，并获政府支持，负责全国范围的测风和资源分析工作，成为最早掌握全国风资源数据的公司。此后，加速风电开发，装机突破 2000 万千瓦，稳坐全球风电运营“头把交椅”。借助先发优势，公司扩张步伐遍布全国 32 个省份，从北到南，从陆上到海上，在风资源优良地区与政府签订协议立塔测风，获得先机。公司签署的合作可开发协议规模或接近 4000 万千瓦。龙源也是风机国产化的推动力量和见证者，掌握了过硬的运维和海上风电建设实力。2021 年将启动全国碳交易市场，公司是全国首单 CCER 的申报、交易企业，具备丰富经验，其装机规模和全国布局或使其优先受益，带来额外收入。

H 股重回 1 倍市净率叠加拟登陆 A 股，估值复苏刚刚开始。政策利好推高景气度、现金流改善逻辑逐步获得认可，推动公司估值回归 1 倍市净率。我们认为估值复苏仍存空间：1）拟吞并平庄能源打造 A+H 平台，有助于丰富融资渠道，推动港股估值回升，同时获集团注入新能源资产，增强装机布局；2）当前每瓦 EV 估值 6.9 元处历史偏低水平，且明显逊于同业。同为港股上市的信义能源每瓦估值在 16.7 元，而海外新能源运营商每瓦 EV 估值在 25.5-50 元。此外，我们推算“十四五”新增装机或有望带动 EV 增长~75%。

盈利预测与估值

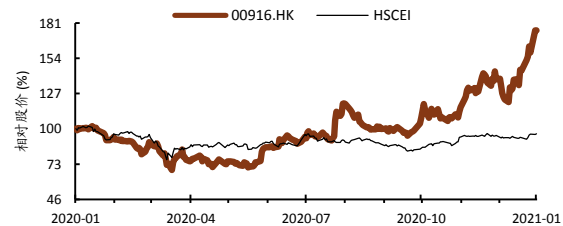
基于更为乐观的扩产计划，我们上调 2020 /2021 年盈利预测 3.4%/7.3% 至 46.9/56.2 亿元，同时引入 2022 年预测 61.6 亿元。基于 DCF 估值法，考虑十四五新增装机规划提高、更宽松的融资环境以及可持续的成长空间（WACC 6.6%/永续增长 1%），我们上调目标价 56% 至 12.5 港币，对应 2021 年 15.9 倍市盈率/1.4 倍市净率，上行空间 41%，维持“跑赢行业”评级。

风险

弃风限电情况严重、新项目并网慢于预期。

维持跑赢行业

股票代码	00916.HK
评级	跑赢行业
最新收盘价	港币 8.89
目标价	港币 12.50
52 周最高价/最低价	港币 8.69~3.30
总市值(亿)	港币 714
30 日日均成交额(百万)	港币 183.98
发行股数(百万)	8,036
其中：自由流通股(%)	42
30 日日均成交量(百万股)	26.52
主营行业	公用事业



(人民币 百万)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	27,541	27,537	30,103	32,252
增速	4.4%	-0.0%	9.3%	7.1%
归属母公司净利润	4,325	4,690	5,624	6,162
增速	10.2%	8.5%	19.9%	9.6%
扣非后净利润	4,328	4,690	5,624	6,162
增速	-2.5%	8.4%	19.9%	9.6%
每股净利润	0.54	0.58	0.70	0.77
每股净资产	6.59	7.07	7.65	8.28
每股股利	0.11	0.12	0.14	0.15
每股经营现金流	1.56	1.09	1.47	1.77
市盈率	14.8	13.5	11.3	10.3
市净率	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.3	8.8	8.6	8.5
股息收益率	1.3%	1.5%	1.8%	1.9%
平均总资产收益率	2.9%	2.8%	3.0%	3.0%
平均净资产收益率	8.5%	8.5%	9.5%	9.6%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

刘俊

分析师

jun3.liu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080518010001

SFC CE Ref: AVM464

刘佳妮

分析师

jiani.liu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080520070002

SFC CE Ref: BNJ556

王嵩

分析师

song.wang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080520120007

SFC CE Ref: BLE051

车昀信

分析师

yunji.che@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080520100002

SFC CE Ref: BQL481

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表					成长能力				
营业收入	27,541	27,537	30,103	32,252	营业收入	4.4%	-0.0%	9.3%	7.1%
营业成本	-6,034	-5,047	-5,053	-5,064	营业利润	9.4%	2.2%	14.4%	7.5%
营业费用	-2,352	-2,974	-3,173	-3,363	EBITDA	6.4%	4.8%	12.4%	9.0%
管理费用	-1,385	-877	-927	-992	净利润	10.2%	8.5%	19.9%	9.6%
其他	-8,667	-9,333	-10,305	-11,386	扣非后净利润	-2.5%	8.4%	19.9%	9.6%
营业利润	9,103	9,307	10,645	11,446	盈利能力				
财务费用	-3,626	-3,375	-3,570	-3,825	毛利率	78.1%	81.7%	83.2%	84.3%
其他利润	843	891	970	1,023	营业利润率	33.1%	33.8%	35.4%	35.5%
利润总额	6,450	7,133	8,335	8,902	EBITDA 利润率	63.8%	66.9%	68.8%	70.0%
所得税	-1,131	-1,232	-1,444	-1,439	净利润率	15.7%	17.0%	18.7%	19.1%
少数股东损益	-753	-969	-1,025	-1,059	扣非后净利润率	15.7%	17.0%	18.7%	19.1%
归属母公司净利润	4,325	4,690	5,624	6,162	偿债能力				
EBITDA	17,580	18,423	20,714	22,577	流动比率	0.53	0.60	0.65	0.69
扣非后净利润	4,328	4,690	5,624	6,162	速动比率	0.51	0.59	0.64	0.68
资产负债表					现金比率	0.07	0.05	0.03	0.02
货币资金	2,908	2,569	1,938	1,494	资产负债率	61.3%	62.6%	63.6%	63.9%
应收账款及票据	16,365	23,756	31,442	38,592	净债务资本比率	123.5%	137.0%	147.3%	151.4%
存货	819	710	711	713	回报率分析				
其他流动资产	2,936	3,041	3,276	3,473	总资产收益率	2.9%	2.8%	3.0%	3.0%
流动资产合计	23,029	30,077	37,368	44,271	净资产收益率	8.5%	8.5%	9.5%	9.6%
固定资产及在建工程	114,607	126,110	139,776	151,386	每股指标				
无形资产及其他长期资产	19,166	18,938	18,700	18,449	每股净利润 (元)	0.54	0.58	0.70	0.77
非流动资产合计	133,773	145,048	158,476	169,835	每股净资产 (元)	6.59	7.07	7.65	8.28
资产合计	156,803	175,125	195,843	214,106	每股股利 (元)	0.11	0.12	0.14	0.15
短期借款	28,965	36,212	43,475	49,329	每股经营现金流 (元)	1.56	1.09	1.47	1.77
应付账款	14,251	13,230	13,699	14,147	估值分析				
其他流动负债	322	299	309	319	市盈率	14.8	13.5	11.3	10.3
流动负债合计	43,538	49,740	57,483	63,796	市净率	1.2	1.1	1.0	1.0
长期借款	48,881	56,128	63,391	69,246	EV/EBITDA	8.3	8.8	8.6	8.5
其他非流动负债	3,728	3,728	3,728	3,728	股息收益率	1.3%	1.5%	1.8%	1.9%
非流动负债合计	52,610	59,857	67,120	72,974					
负债合计	96,148	109,596	124,603	136,770					
股本	8,036	8,036	8,036	8,036					
未分配利润	44,886	48,791	53,478	58,515					
归母所有者权益	52,923	56,828	61,514	66,551					
少数股东权益	7,732	8,701	9,726	10,785					
负债及股东权益合计	156,803	175,125	195,843	214,106					
现金流量表									
税前利润	6,450	7,133	8,335	8,902					
折旧和摊销	7,633	8,226	9,099	10,108					
营运资本变动	-4,375	-8,432	-7,441	-6,890					
其他	2,807	1,833	1,836	2,128					
经营活动现金流	12,515	8,760	11,829	14,248					
资本开支	-11,787	-19,325	-22,348	-21,289					
其他	1,013	134	112	80					
投资活动现金流	-10,774	-19,191	-22,236	-21,209					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	2,642	14,494	14,526	11,709					
其他	-4,342	-4,402	-4,750	-5,191					
筹资活动现金流	-1,700	10,092	9,776	6,517					
汇率变动对现金的影响	7	0	0	0					
现金净增加额	47	-339	-631	-444					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

龙源电力成立于 1993 年，最早隶属于国家能源部，后历经电力部、国家电力公司，长期代表国家从事新能源技术与开发，是国内最早开发风电的专业化公司。2002 年，龙源电力在电力体制改革中划归中国国电集团公司，2009 年在香港主板成功上市，龙源电力已发展成为一家以新能源为主的大型综合性发电集团，在全国拥有 270 个风电场、11 个光伏电站和 3 个火电企业，业务分布于中国 29 个省市自治区，以及加拿大、南非等国家。截至 2019 年 12 月底，公司各类电源总装机容量达到 22,157MW，其中风电控股装机容量 20,032MW，成为全球最大风电运营商。

龙源电力：“上一轮”圈地霸主 积累中国最好风资源储备

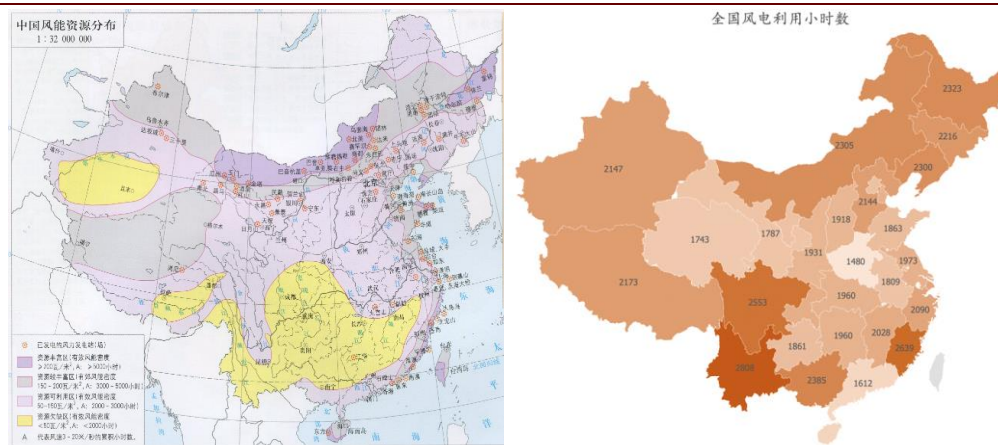
风电开发：“先找风”+“再找消纳通道”

“先找风”是风电开发首要前提，风资源情况往往决定了项目的经济性。虽然，风机设计、运维等可以有效改善发电量表现，但风电厂的选址往往从一开始就决定了项目发电量的基本条件及回报水平。风能大小由所处地域的风速和空气密度决定，其密度是单位迎风面积可获得的风的功率，是风速的三次方，例如平均风速 6.5 米/秒较 6 米/秒将带动风功率提升 20% 左右，考虑风电没有原材料成本，电量的提升将直接带来利润增厚。

因此，前期对风资源的评估尤为重要，而能够掌握更长时间、更大范围的测风数据将为风电场开发提供最可靠的帮助。根据开发要求，开发商须确保测风数据全面并且准确，并且测风周期达到一年以上。

确保特高压和火电配套外送，北方大基地项目回报可观。从中国的风资源布局来看，西部、东北、福建等海上风电仍是主要布局重点。而北方大基地项目，在土地成本、风机运输及吊装成本等多方面具备优势，且大规模开发带来的成本摊薄，也使得回报变得更为可观。我们测算三北地区的单位造价在 6,000 元/千瓦、利用小时 3,100 小时左右的假设下，在平价时代依然可实现资本金回报 12.8%。特高压线路资源以及相关火电配套项目是确保电量外送、消纳的重要条件。

图表 1：中国风能资源分布、2019 年全国风电利用小时情况



资料来源：国家能源局，中金公司研究部

图表 2：2021 中国不同类型风电项目 IRR 测算对比

主要假设	风电 (三北)	风电 (平价中东部)	海上风电 (国补竞价)	海上风电 (假设地补)
项目装机(兆瓦)	50	50	50	50
单位建造成本(人民币/千瓦)	6,000	6,700	17,000	16,000
总投资(人民币 百万)	297	332	842	792
股东权益比率	20%	20%	20%	20%
融资成本	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
折旧年数	15	15	15	15
利用小时	3,100	2,200	3,400	3,500
发电量(兆瓦时)	153,450	108,900	168,300	173,250
限电率	0%	0%	0%	0%
售电量/发电量	97%	97%	97%	97%
售电量(兆瓦时)	148,847	105,633	163,251	168,053
上网电价(人民币/千瓦时, 除税)	0.25	0.33	0.66	0.58
权益收益率	12.8%	8.0%	13.8%	11.7%
项目收益率	7.5%	5.6%	8.0%	7.0%
度电成本(人民币/千瓦时, 除税)	0.22	0.33	0.56	0.51

资料来源：发改委，水电水利规划设计总院，中金公司研究部

龙源电力：上一轮“风电开发排头兵” 积累中国最好风资源储备

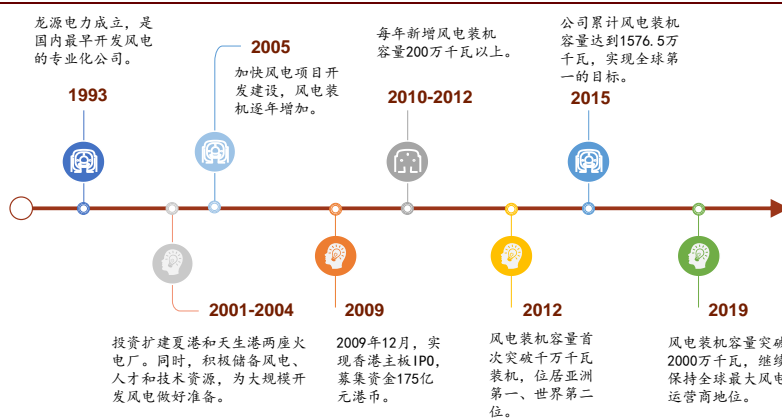
起步于 2001 年，最先掌握全国风资源情况，获取风电开发资源储备主动权。2001 年龙源电力提出“稳定基础，两翼齐飞”，成为最早打造以风电为主的新能源发电专业开发公司，并获得国家电力公司的肯定。此后开始积极储备风资源、人才和技术资源，为大规模开发做好准备。其中，主要任务就包括：承担联合国开发计划署和全球环境基金组织的“中国风电场资源调查和评估”项目，在全国 8 个省区 10 个测风点进行测风和资源分析工作，结合国内其他地区风资源调查和评估，成为最早掌握全国风资源数据的公司，获得主动权。

先发优势造就龙源成为上一轮“风电开发排头兵”，累积资源优势及项目储备，领跑行业。2005 年起，龙源电力加速风电开发，并在 2009 年年底完成 H 股上市后，连续三年每年新增装机高达 200 万千瓦，成为亚洲、全国第一的风电运营商，在 2014 年实现全球第一。2019 年更是成为全球第一家装机突破 2000 万千瓦的风电运营商，稳坐“头把交椅”。

借助先发优势，龙源电力的扩张步伐遍布全国 32 个省份，从北到南，从陆上到海上，在风资源优良的地区与政府签订协议占有资源后立塔测风，获得先机。凭借多年与各地政府及上下游合作经验及过硬的品牌，公司已签署合作可开发协议规模接近 4,000 万千瓦。

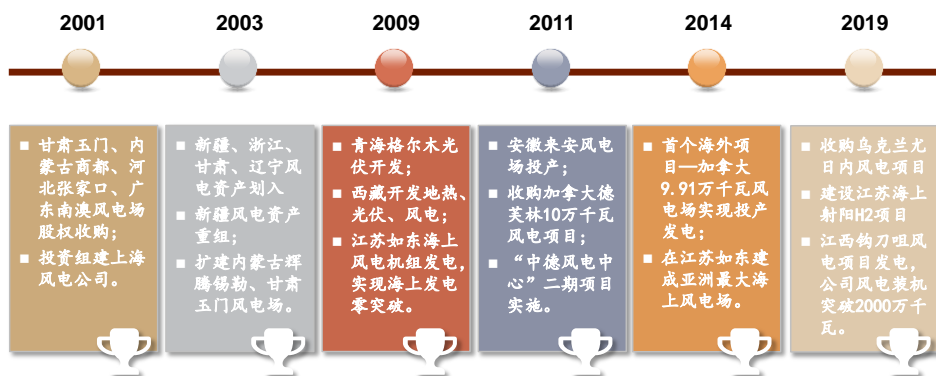
推动风机国产化，培养过硬人员及技术团队，具备领先的运维、海上实力。公司于 2001 年初成立风电技术开发中心，负责技术引进开发。2005 年，龙源和金风科技合作开展新疆、甘肃等多个国产化示范项目，2009 年与远景合作试验福建台风区项目，同年与 8 家国内风机制造企业在江苏如东海上风电项目进行样机试验，是推动风机国产化的重要推手。此外，龙源一直坚守运维一体化概念，致力于培养自己的团队。2010 年，为了进一步增强在海上风电的竞争力以及降低建造成本，公司和上海振华重工共同出资组建龙源振华，研发制造潮间带施工船，尝试攻克海风的施工难题。

图表 3：龙源的发展历史



资料来源：公司公告，公司官网，中金公司研究部

图表 4：龙源电力 - 风电资产版图扩张



资料来源：公司公告，公司官网，中金公司研究部

全国碳交易市场启动在即 龙源电力或是 CCER 的有力受益者

“2060 碳中和”目标推动加速完善全国碳交易机制，有望重启 CCER 备案、丰富交易品种。生态环境部于 2020 年 12 月 30 日正式下发《2019-2020 年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电企业）》，并要求各省与 2021 年 1 月底报送配额预分配相关数据。我们认为这一政策落地显示建立碳排放全国市场的计划正在顺利推进，2021 年有望正式启动，“十四五”将会是中国碳市场的重要发展时期。

中国的核证减排量（CCER, Chinese Certified Emission Reduction）是碳市场重要的抵消机制，是配额的有利补充。根据《温室气体自愿减排交易管理暂行办法》，参与自愿减排的减排量需经国家主管部门在国家自愿减排交易登记簿进行登记备案，经备案的减排量称为“核证自愿减排量(CCER)”，并可在经备案的交易机构内交易。从 7 省的试点情况来看，1 个 CCER 可以抵消 1 吨二氧化碳当量的排放（相当于 1 个配额），但对于可抵消的比例和抵消条件（如 CCER 来源）存在不同：

图表 5：各省试点中 CCER 的设置差异

试点区域	不同点	相同点
北京	重点排放单位可以使用 CCER 抵消其排放量，比例限制为不得高于其当年排放配额的 5%，利用京外项目的 CCER 抵消排放，不得超过当年其核发配额的 2.5%，并且优先使用河北省、天津市等预备级市签署了应对气候变化、生态建设、大气污染治理等相关合作协议地区的 CCER	1 个 CCER 可以抵消 1 吨二氧化碳当量的排放（相当于 1 个配额）
上海	纳入配额管理的单位可以利用 CCER 抵消碳排放的比例不超过该年度企业通过分配取得的配额的 5%（2018 年为 1%、2019 年为 3%），纳入配额管理的单位不得使用其排放边界范围内的 CCER 抵消	
天津	纳入碳排放交易的企业可以使用一定比例的 CCER 抵消其碳排放量，抵消量不得超过其当年实际碳排放量的 10%，优先使用京津冀地区减排量，管控企业不得使用其排放边界范围内的 CCER	
重庆	纳入企业利用 CCER 抵消碳排放的比例不得超过企业审定排放量的 8%，对 CCER 的来源没有特别限制，但排除水电项目	
深圳	管控企业使用 CCER 抵消碳排放的比例不得超过初始配额的 10%，管控企业不得使用其排放边界范围内的 CCER。	
广东	控排企业使用 CCER 抵消碳排放的比例不得超过初始配额的 10%，用于抵消的 CCER 至少有 70% 产生于广东省内的温室气体自愿减排项目；控排企业不得使用其排放边界范围内的 CCER 抵消碳排放	
湖北	控排企业使用 CCER 抵消碳排放的比例不得超过初始配额的 10%，CCER 产生于湖北省行政区域内；控排企业不得使用其排放边界范围内的 CCER 抵消。	

资料来源：中国碳排放交易网，中金公司研究部

龙源旗下拥有专业碳资产管理公司，无论从项目数量还是地域布局，或将是 CCER 的有力获益者。龙源电力的全资子公司龙源（北京）碳资产管理技术有限公司成立于 2008 年 8 月 27 日，是国内最早的专业化碳资产管理公司之一，也是国内首个 CCER 项目甘肃安西向阳风电场备案的启动者。我们认为龙源在项目申报、交易等多方面具备丰富的经验储备。并且，参考试点案例，各省对 CCER 来源、地域上有一定限制，我们认为公司作为装机第一、且全国布局的新能源企业或有望获得额外交易收入，增强盈利表现。

H 股重回 1 倍市净率叠加拟登陆 A 股 估值复苏刚刚开始

8 月至今股价累积上涨 63% 新能源长期开发空间及现金流拐点逐步被认同

估值重回 1 倍市净率，行业前景向好、政策支持力度加大等多重利好因素共同支撑。龙源电力股价自 8 月初已累涨 63% 至 8.9 港币，再次回到 1 倍市净率。我们认为股价的回升主要受益于：

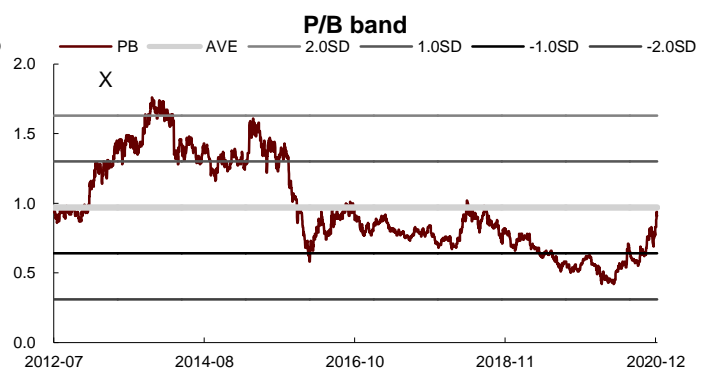
- **中央政策大力支持，市场信心显著增强。**1) 中国政府确定 2060 年“碳中和”目标，《新时代的中国能源发展》白皮书等顶层政策定调可再生能源优先发展的重要地位。2) 12 月 12 日中国在气候雄心峰会上承诺，到 2030 年风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上，意味着未来十年每年至少实现 7200 万千瓦增长，较十三五建设节奏加快。3) 多家媒体报道¹，在中国能源政策研究年会上，国家能源局已经提出了“2021 年我国风电、太阳能发电合计新增 1.2 亿千瓦”的目标，大超预期。
- **投资者逐步认可平价时代新能源项目不受补贴拖累，运营商现金流拐点已至。**
- **电力央企频频给出“十四五”装机规划，提升未来盈利增长透明度。**12 月中旬，龙源电力母公司国家能源集团组织召开“碳中和愿景下我国能源转型战略研讨会”，探讨集团公司转型升级和可持续发展。会上，集团公司表示²将在“十四五”时期继续加大可再生能源开发力度，预计可再生能源新增装机达到 7000-8000 万千瓦。龙源电力亦曾在季度电话会议中表示“十四五”新增装机或不低于 2000 万千瓦，在当前基础上实现翻倍，为投资者注入定心丸。

图表 6：历史 P/E



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 7：历史 P/B



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

股价上行空间还有多少？

拟吞并平庄能源登陆 A 股，打造 A+H 新能源上市平台。2020 年 12 月 31 日公司公告拟发行 A 股股票换股吸收合并母公司国家能源集团的 A 股煤炭上市平台平庄能源(000780.SZ)。我们认为有三大利好：

- **丰富融资渠道：**若成功实现吞并完成 A 股上市，有望拓宽融资渠道并显著提升融资能力，支持公司“十四五”新增装机规划、维持稳健的杠杆水平。

¹ <https://news.cnstock.com/news,bwxx-202012-4635000.htm>

² <https://www.cctd.com.cn/show-22-209204-1.html>

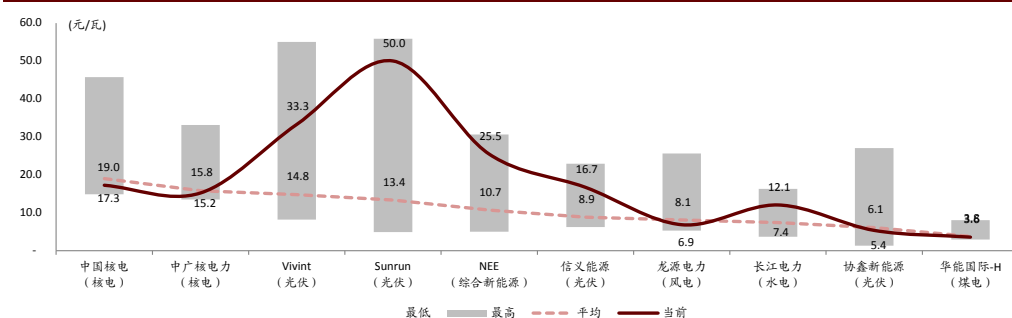
- **A 股运营商估值溢价有利于推升港股表现。**当前 A 股对新能源运营标的估值显著高于 H 股，如 A 股三峡新能源 IPO 募资目标对应估值预计约为 2019 年 29 倍市盈率，而 H 股龙源电力目前仅交易于 2019 年 13.5 倍市盈率，港股存在约 50% 的估值折让。
- **上市平台煤炭资产对集团新能源同步资产置换，加强平台新能源实力，凸显集团支持。**根据公告，本次合并同时，平庄能源将以全部或部分资产负债与国家能源集团部分新能源资产置换。根据公开资料，截至 2019 年 9 月国家能源集团全球风电装机容量第一³，我们估算截至 2019 年末集团内未上市风光资产规模达到 16 吉瓦以上。虽然目前交易处于初步意向阶段，后续仍需持续关注交易具体方案及交易价格，但我们认为此次资产置换意向体现了国家能源集团对于龙源未来发展的支持，有望进一步增强公司的新能源资产实力。

从每瓦 EV 贡献来看，龙源电力当前估值处历史偏低水平，且明显逊于同业。根据主要的海内外电力上市企业的 EV 和装机情况测算，我们发现龙源当前的每瓦 EV 在 6.9 元，从自身历史表现来看仍处于偏低水平（最高 20.3 元、最低 5.3 元、平均 8.1 元）。

横向比较，同为港股上市的光伏民企信义能源的 16.7 元/瓦是龙源的两倍以上，而海外主流的新能源运营商的每瓦 EV 估值更是达到 25.5-50.0 元/瓦。我们认为导致这一差距的主要原因与此前市场对国内运营商现金流的担忧，而这一压力正在逐步缓解改善。

我们测算，光伏、风电平价项目的单瓦 EV 分别约 3.3 元、7.1 元。若 2025 年公司新能源装机完成翻倍目标，新增 20 吉瓦装机（光伏、风电各占一半），将带来 EV 增量 1,037 亿元，较当前上行空间 75%。

图表 8：每瓦 EV 贡献情况对比



资料来源：彭博，公司公告，中金公司研究部

上调目标价 56%至 12.5 港币，较当前股价有 41% 的上行空间

根据近期公司沟通，我们预计龙源电力在“十四五”期间新增装机量或不低于 2000 万千瓦，较当前累积装机增加一倍，其中光伏比重或过半。这一数据较我们此前预期更为乐观。基于更为乐观的扩产计划，我们上调 2020/2021 年盈利预测 3.4%/7.3%至 46.9/56.2 亿元，同时引入 2022 年预测 61.6 亿元。考虑十四五新增装机规划提高、更宽松的融资环境以及可持续的成长空间（WACC 6.6%/永续增长 1%），基于 DCF 估值法我们上调目标价 56%至 12.5 港币，对应 2021 年 15.9 倍市盈率/1.4 倍市净率，上行空间 41%，维持“跑赢行业”评级。

³ <https://newenergy.in-en.com/html/newenergy-2357998.shtml>

图表 9: 龙源电力 - 盈利预测调整

人民币 百万	2020E			2021E			2022E		
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度	新引入		
火电装机量 (兆瓦)	1,875	1,875	0.0%	1,875	1,875	0.0%	n.a.	1,875	n.a.
火电利用小时 (小时)	4,829	4,829	0.0%	4,829	4,829	0.0%	n.a.	4,829	n.a.
火电电价 (元/度, 含税)	0.37	0.37	0.0%	0.37	0.37	0.0%	n.a.	0.37	n.a.
年末风电装机量 (兆瓦)	22,182	22,532	1.6%	23,682	24,532	3.6%	n.a.	26,532	n.a.
风电发电量 (吉瓦时)	43,334	43,701	0.8%	48,616	49,876	2.6%	n.a.	54,657	n.a.
风电利用小时 (小时)	2,163	2,182	0.8%	2,192	2,214	1.0%	n.a.	2,228	n.a.
风电电价 (元/度, 含税)	0.54	0.54	0.0%	0.52	0.52	-0.7%	n.a.	0.50	n.a.
收入 (人民币百万)	27,368	27,537	0.6%	29,145	30,103	3.3%	n.a.	32,252	n.a.
应占联营合营公司净利润 (人民币百万)	176	176	0.0%	178	178	0.0%	n.a.	178	n.a.
净利润 (人民币百万)	4,538	4,690	3.4%	5,241	5,624	7.3%	n.a.	6,162	n.a.

资料来源: 彭博, 公司公告, 中金公司研究部

图表 10: 龙源电力 - DCF 估值表 (目标价 12.5 港币)

(人民币百万)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	30,103	32,252	34,689	36,867	39,060	41,268	43,561	45,745	47,939	50,141	52,352
其中: 风电销售	22,193	23,518	24,856	26,210	27,579	28,963	30,432	31,792	33,161	34,540	35,927
EBIT	11,615	12,469	13,673	14,673	15,786	16,910	18,156	19,319	20,521	21,761	23,036
减: 所得税	(1,444)	(1,439)	(1,572)	(1,647)	(1,783)	(2,009)	(2,270)	(2,632)	(3,046)	(3,506)	(3,840)
加: 折旧与摊销	9,099	10,108	11,069	11,986	12,863	13,703	14,520	15,315	16,090	16,844	17,582
减: 运营资本增加	(7,441)	(6,890)	(6,468)	(5,874)	(5,406)	(4,791)	(4,357)	(3,835)	(3,331)	(2,815)	(2,285)
经营性现金流	11,829	14,248	16,702	19,139	21,459	23,813	26,048	28,166	30,233	32,284	34,494
减: 资本开支	(22,348)	(21,289)	(20,318)	(19,422)	(18,596)	(18,096)	(17,616)	(17,152)	(16,705)	(16,360)	(16,023)
无杠杆自由现金流	(10,519)	(7,041)	(3,616)	(283)	2,863	5,717	8,432	11,014	13,528	15,924	18,470

WACC主要假设		2021年末目标价 (百万人民币)	
无风险利率	1.5%	WACC	6.6%
风险溢价	6.0%	2021-2031自由现金流折现	25,590
可比公司无杠杆Beta	1.14	永续增长率	1.0%
加杠杆Beta	2.08	终值折现	178,093
债务/权益比例	174%	企业价值	203,683
权益成本	14.0%	净负债	104,928
税前债务成本	4.1%	少数股东权益	9,726
所得税率	17.7%	权益价值 (百万人民币)	89,029
税后债务成本	3.4%	人民币对港币汇率	0.89
目标负债率	70.0%	权益价值 (百万港币)	100,206
WACC	6.6%	股本	8,036
		目标价 (港币)	12.5

资料来源: 彭博, 公司公告, 中金公司研究部

图表 11: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股票代码	交易货币	收盘价	市值 (百万元)	财报货币	净利润		市盈率		市净率		净资产收益率 (%)	
							财报货币 (百万)		2020A/E	2021E	2020A/E	2021E	2020A/E	2021E
							2020A/E	2021E						
天顺风能*	002531.SZ	002531 CH	CNY	8.68	15,442	CNY	1,097	1,284	14.1	12.0	2.3	2.0	17.5	17.7
金风科技*	002202.SZ	002202 CH	CNY	15.13	63,064	CNY	3,436	3,873	18.6	16.5	1.9	1.8	10.7	11.1
金风科技*	02208.HK	2208 HK	HKD	16.82	63,062	CNY	3,436	3,873	18.4	16.3	1.9	1.7	10.7	11.1
高速传动	00658.HK	658 HK	HKD	8.29	11,299	CNY	438	786	23.9	16.5	1.0	1.0	5.5	7.0
湘电股份	600416.SH	600416 CH	CNY	21.55	20,377	CNY	-1,579	359	N.M.	56.7	7.4	6.5	-19.2	11.5
维斯塔斯	VWS.DC	VWS DC	DKK	1476.50	317,505	EUR	704	607	77.7	63.6	11.6	10.8	14.7	16.7
歌美飒	SGRE.SM	SGRE SM	EUR	33.96	183,125	EUR	-918	276	N.M.	100.5	4.7	4.7	-16.4	1.4
恩德风电	NDX1.GY	NDX1 GY	EUR	21.92	20,370	EUR	-73	-185	N.M.	N.M.	3.7	3.0	-16.5	-21.7
Inox 风电	INXW.IN	INXW IN	INR	65.95	1,295	INR	-2,797	677	N.M.	21.3	0.9	N.M.	-15.3	3.9
苏司兰能源	SUEL.IN	SUEL IN	INR	7.00	5,163	INR	-26,422	n.a.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.
龙源*	00916.HK	916 HK	HKD	8.89	59,534	CNY	4,690	5,624	13.5	11.3	1.1	1.0	8.5	9.5
协合新能	00182.HK	182 HK	HKD	0.47	3,277	CNY	604	623	5.5	5.0	0.5	0.5	9.8	10.6
北控清洁	01250.HK	1250 HK	HKD	0.13	6,724	CNY	602	582	19.1	11.8	0.8	0.9	4.3	6.0
大唐新	01798.HK	1798 HK	HKD	1.31	7,942	CNY	936	1,141	8.1	7.5	0.7	0.5	9.3	7.4
新天绿色*	00956.HK	956 HK	HKD	2.61	25,516	CNY	1,442	1,521	6.2	5.9	0.7	0.6	11.4	11.0
京能清洁	00579.HK	579 HK	HKD	2.55	17,523	CNY	2,091	n.a.	8.3	N.M.	0.8	N.M.	9.4	n.a.
东方电气*	600875.SH	600875 CH	CNY	10.74	31,495	CNY	1,646	1,905	20.4	17.6	1.1	1.0	5.4	5.9
东方电气*	01072.HK	1072 HK	HKD	5.79	31,494	CNY	1,646	1,905	9.7	8.4	0.5	0.5	10.8	11.2
上海电气*	601727.SH	601727 CH	CNY	5.54	74,142	CNY	3,925	4,459	21.4	18.8	1.2	1.2	6.0	6.4
上海电气*	02727.HK	2727 HK	HKD	2.56	74,140	CNY	3,925	4,459	8.8	7.7	0.5	0.5	6.0	6.4

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

600416.SH 收盘于北京时间 2021-01-04；002531.SZ, 002202.SZ, 600875.SH, 601727.SH 收盘于北京时间 2021-01-05；00658.HK, 00579.HK 收盘于北京时间 2021-01-04；02208.HK, 00916.HK, 00182.HK, 01811.HK, 01250.HK, 01798.HK, 00956.HK, 01072.HK, 02727.HK 收盘于北京时间 2021-01-05

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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，应同时考量各自的投资目的、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，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

V190624
编辑：张莹

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

