

龙源电力 (001289.SZ)

新能源持续发展，分红比例进一步提升

优于大市

核心观点

营业收入同比下降，归母净利润微增。2024年，公司实现营业收入370.70亿元（-2.58%），归母净利润63.45亿元（+0.66%），扣非归母净利润57.11亿元（-8.51%）。公司营业收入同比下降主要原因在于公司处置火电资产，江阴苏龙热电有限公司和南通天生港发电有限公司不再纳入公司合并报表范围；公司归母净利润增长主要系发电量增长及投资收益增加影响；公司扣非归母净利润同比下降主要系少数股东权益增加影响，2024年公司少数股东权益为19.35亿元，较2023年的4.89亿元同比增长295.71%。

新能源装机规模不断增加，保障未来业绩增长。2024年，公司新增新能源控股装机容量748.01万千瓦，其中风电控股装机容量265.44万千瓦（含收购项目111.85万千瓦），光伏控股装机容量482.63万千瓦（含收购项目45.08万千瓦）。截至2024年，公司控股装机容量达到4114.32万千瓦，其中风电控股装机容量3040.88万千瓦，光伏控股装机容量1069.83万千瓦，其他可再生能源控股装机容量3.61万千瓦。2024年，公司取得开发指标1472万千瓦，其中风电637万千瓦，光伏835万千瓦。未来公司将全力推动“沙戈荒”风光大基地项目，加快推进海上项目规模化发展，2025年公司计划新开工新能源项目550万千瓦，投产500万千瓦，实现装机规模进一步增长。“发改价格〔2025〕136号文”发布后，推动新能源上网电量全面进入电力市场，有助于新能源发电项目维持合理收益率水平，新能源发电项目盈利有望逐步趋于稳健。

分红派息比例增加，提升投资者回报。公司发布2025-2027年度现金分红规划，在符合公司章程规定的情形下，2025-2027年度期间，每年以现金方式分配的利润不少于当年公司实现的归属于本公司股东的净利润的30%。2024年，公司拟派发股息每股0.2278元（税前），预计现金分红总额19.04亿元，分红比例达到30%。

风险提示：电量下降；电价下滑；新能源项目投资不及预期。

投资建议：考虑136号文执行后电价下降，下调盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润分别为71.4/74.7/78.5亿元（2025-2026年原预测值为75.6/83.9亿元），同比增长12.5%/4.7%/5.1%；EPS分别为0.85/0.89/0.94元，当前股价对应PE为18.4/17.6/16.7X。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	37,642	37,070	37,285	38,987	40,520
(+/-%)	-5.6%	-1.5%	0.6%	4.6%	3.9%
净利润(百万元)	6249	6345	7138	7471	7850
(+/-%)	22.2%	1.5%	12.5%	4.7%	5.1%
每股收益(元)	0.75	0.76	0.85	0.89	0.94
EBIT Margin	36.6%	37.3%	47.5%	45.8%	46.2%
净资产收益率 (ROE)	8.8%	8.7%	9.1%	9.0%	8.8%
市盈率 (PE)	21.1	20.7	18.4	17.6	16.7
EV/EBITDA	11.4	11.9	10.5	10.3	10.2
市净率 (PB)	1.86	1.80	1.68	1.57	1.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

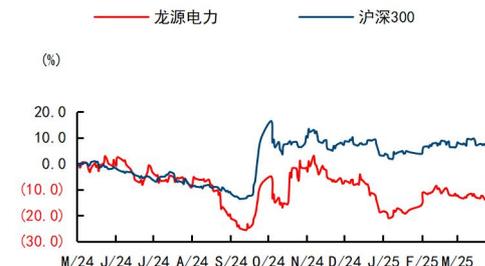
证券分析师：刘汉轩 010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

联系人：崔佳诚 021-60375416
cncuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.70元
总市值/流通市值	131249/131249百万元
52周最高价/最低价	19.35/13.39元
近3个月日均成交额	55.12百万元

市场走势



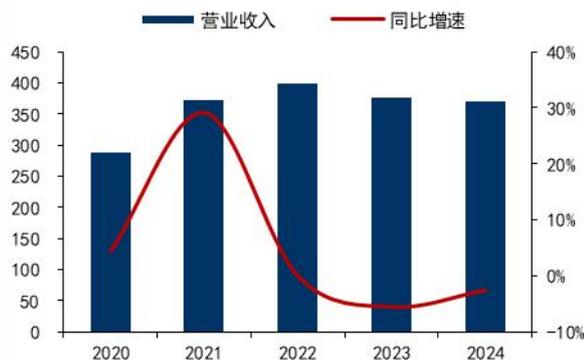
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《龙源电力(001289.SZ)-24Q3风电电量改善，投资收益增长显著使得归母净利润增幅较大》——2024-11-03
- 《龙源电力(001289.SZ)-风电板块电量、电价下降影响业绩，装机容量持续增长》——2024-08-29
- 《龙源电力(001289.SZ)-24Q1业绩同比微增，盈利能力保持稳定》——2024-04-26
- 《龙源电力(001289.SZ)-资产减值影响盈利增长，新能源装机持续增长》——2024-03-31
- 《龙源电力(001289.SZ)-净利润稳步提升，未来新能源项目投资驱动业绩增长》——2023-10-28

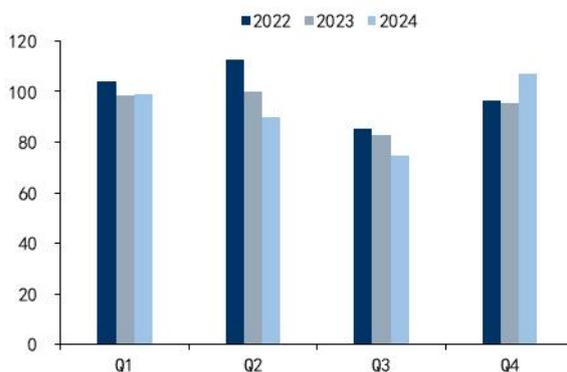
营业收入同比下降，归母净利润微增。2024年，公司实现营业收入370.70亿元（-2.58%），归母净利润63.45亿元（+0.66%），扣非归母净利润57.11亿元（-8.51%）。公司营业收入同比下降主要原因在于公司处置火电资产，江阴苏龙热电有限公司和南通天生港发电有限公司不再纳入公司合并报表范围；公司归母净利润增长主要系发电量增长及投资收益增加影响；公司扣非归母净利润同比下降主要系少数股东权益增加影响，2024年公司少数股东权益为19.35亿元，较2023年的4.89亿元同比增长295.71%。

图1：龙源电力营业收入及增速（单位：亿元）



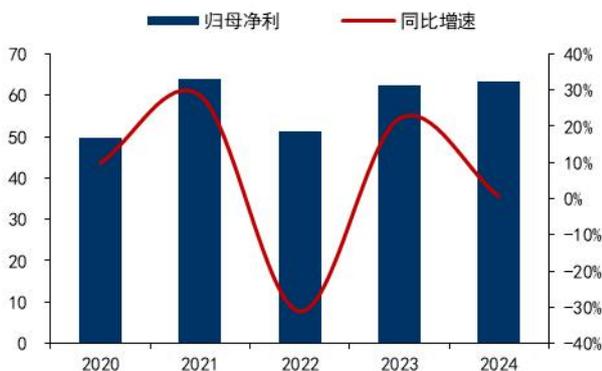
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：龙源电力单季营业收入（单位：亿元）



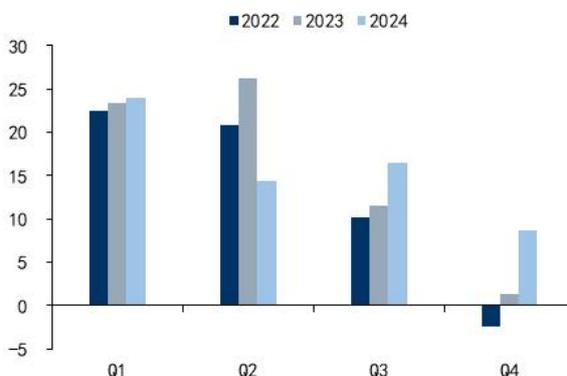
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：龙源电力归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：龙源电力单季度归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风电发电量同比下降，光伏发电量同比大幅增长。2024年，公司新能源发电量683.83亿千瓦时，同比增长3.76%，其中，风电发电量605.50亿千瓦时，同比下降1.31%；光伏发电量78.27亿千瓦时，同比增长72.13%。2024年风电平均利用小时数为2190小时，比2023年下降156小时，风电发电量及平均利用小时数下降主要是因为风资源水平同比下降，2024年公司项目所在区域平均风速同比下降0.2米/秒。

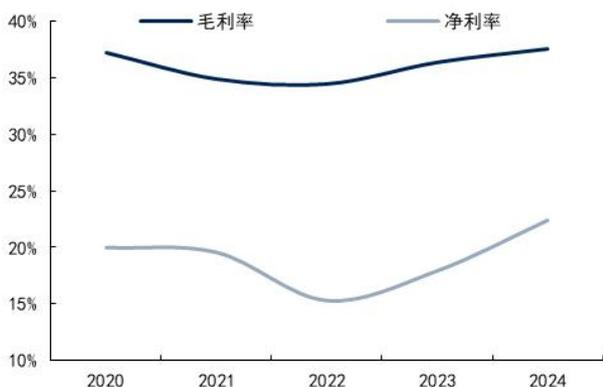
风电项目平均上网电价有所增长，光伏项目平均上网电价同比下降。2024年，公司风电平均上网电价466元/MWh（不含增值税），较2023年风电平均上网电价455元/MWh（不含增值税）增加11元/MWh，主要是受结构性因素影响，2024年高

电价项目的售电量占比有所提升所致。光伏平均上网电价 296 元/MWh 时（不含增值税），较 2023 年光伏平均上网电价元/MWh（不含增值税）下降 14 元/MWh，主要由于新投产的光伏发电项目均为平价项目，拉低了光伏发电业务整体平均电价。

毛利率增长，费用率增加，净利率水平提升。2024 年，公司毛利率为 37.55%，同比增加 1.20pct，主要系公司业务结构调整影响。费用率方面，2024 年，公司财务费用率、管理费用率分别为 9.43%、1.27%，财务费用率同比增加 0.39pct、管理费用率同比增加 0.07pct。同期内，受毛利率增加影响，公司净利率较 2023 年同期增加 4.44pct 至 22.34%。

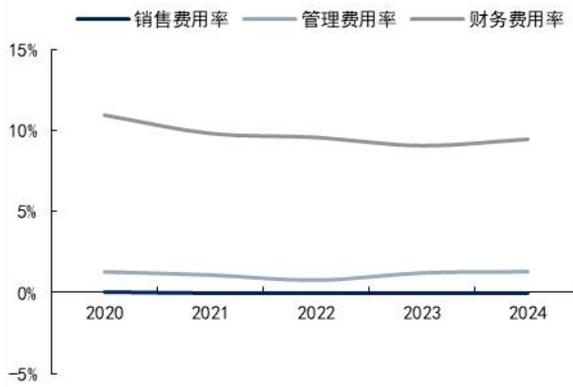
ROE 下行，经营性净现金流同比增长。2024 年公司 ROE 下行，较 2023 年同期减少 0.40pct 至 8.68%，盈利能力有所减弱。现金流方面，2024 年，公司经营性净现金流为 170.62 亿元，同比增长 18.93%；投资性净现金流流出 260.68 亿元，同比有所增加，主要系风电、光伏项目建设投入增加导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较同比增加所致；融资性净现金流 73.53 亿元，同比大幅增加，主要系借款的净借入金额同比增幅较大。

图5：龙源电力毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：龙源电力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：龙源电力现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：龙源电力 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源装机规模不断增加，保障未来业绩增长。2024 年，公司新增新能源控股装机容量 748.01 万千瓦，其中风电控股装机容量 265.44 万千瓦(含收购项目 111.85

万千瓦)，光伏控股装机容量 482.63 万千瓦（含收购项目 45.08 万千瓦）。截至 2024 年，公司控股装机容量达到 4114.32 万千瓦，其中风电控股装机容量 3040.88 万千瓦，光伏控股装机容量 1069.83 万千瓦，其他可再生能源控股装机容量 3.61 万千瓦。2024 年，公司取得开发指标 1472 万千瓦，其中风电 637 万千瓦，光伏 835 万千瓦。未来公司将全力推动“沙戈荒”风光大基地项目，加快推进海上项目规模化发展，2025 年公司计划新开工新能源项目 550 万千瓦，投产 500 万千瓦，实现装机规模进一步增长。“发改价格〔2025〕136 号文”发布后，推动新能源上网电量全面进入电力市场，有助于新能源发电项目维持合理收益率水平，新能源发电项目盈利有望逐步趋于稳健。

分红派息比例增加，提升投资者回报。公司发布 2025-2027 年度现金分红规划，在符合《龙源电力集团股份有限公司章程》规定的情形下，2025-2027 年度期间，每年以现金方式分配的利润不少于当年公司实现的归属于本公司股东的净利润的 30%，稳定分红比例，提升投资者长期回报。2024 年，公司拟派发股息每股 0.2278 元（税前），预计现金分红总额 19.04 亿元，分红比例达到 30%。

投资建议：考虑 136 号文执行后电价下降，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 71.4/74.7/78.5 亿元（2025-2026 年原预测值为 75.6/83.9 亿元），同比增长 12.5%/4.7%/5.1%；EPS 分别为 0.85/0.89/0.94 元，当前股价对应 PE 为 18.4/17.6/16.7X。维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE (23A)	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600011.SH	华能国际	6.79	1,066	0.54	0.65	0.76	0.81	12.57	10.4	8.9	8.4	6.4%	优于大市	
600821.SH	金开新能	5.84	117	0.40	0.42	0.47	0.53	14.60	13.9	12.4	11.0	9.0%	优于大市	
600795.SH	国电电力	4.36	778	0.31	0.54	0.52	0.56	14.06	8.1	8.4	7.8	11.5%	优于大市	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4879	3283	9552	13051	25524	营业收入	37642	37070	37285	38987	40520
应收款项	1659	1853	1864	1949	2025	营业成本	23956	23149	19472	20965	21599
存货净额	727	428	268	285	274	营业税金及附加	356	340	342	358	372
其他流动资产	37988	46076	46343	48458	50364	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	45713	51833	58238	63976	78444	管理费用	1097	1070	1034	980	931
固定资产	162403	181653	197908	204548	210160	财务费用	3403	3497	4884	5332	5430
无形资产及其他	6779	6023	5340	4712	4135	投资收益	19	912	12	62	62
投资性房地产	8366	11371	11371	11371	11371	资产减值及公允价值变动	(2137)	(964)	(1020)	(1065)	(1103)
长期股权投资	5995	6226	6912	7950	8602	其他收入	1446	1174	1045	1784	1607
资产总计	229256	257106	279769	292558	312713	营业利润	8158	10136	11589	12133	12754
短期借款及交易性金融负债	43338	37331	46764	37331	37331	营业外净收支	82	97	97	97	97
应付款项	17324	18393	11500	12265	11764	利润总额	8239	10233	11686	12230	12850
其他流动负债	11504	17071	10910	11622	11200	所得税费用	1501	1952	2337	2446	2570
流动负债合计	72165	72795	69175	61217	60294	少数股东损益	489	1935	2210	2313	2431
长期借款及应付债券	72780	95172	114495	127732	140907	归属于母公司净利润	6249	6345	7138	7471	7850
其他长期负债	1984	3030	3446	4106	4813	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	74764	98202	117941	131838	145720	净利润	6249	6345	7138	7471	7850
负债合计	146929	170997	187116	193056	206014	资产减值准备	130	(1173)	56	45	39
少数股东权益	11409	12904	14451	16070	17772	折旧摊销	10612	11606	12570	13484	14404
股东权益	70918	73205	78202	83432	88926	公允价值变动损失	130	(1173)	56	45	39
负债和股东权益总计	229256	257106	279769	292558	312713	财务费用	3403	3497	4884	5332	5430
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(15092)	(1351)	(13166)	(741)	(2894)
每股收益	0.75	0.76	0.85	0.89	0.94	其它	11855	2808	6364	6845	7030
每股红利	0.22	0.23	0.26	0.27	0.28	经营活动现金流	13884	17062	13018	27147	26468
每股净资产	8.46	8.73	9.35	9.98	10.64	资本开支	(18930)	(26864)	(28203)	(19541)	(19478)
ROIC	5.66%	5.28%	6%	6%	6%	其它投资现金流	(11)	266	(19)	(21)	(23)
ROE	8.81%	8.67%	9.13%	8.95%	8.83%	投资活动现金流	(21434)	(26068)	(28908)	(20600)	(20153)
毛利率	36%	38%	48%	46%	47%	权益性融资	202	598	0	0	0
EBIT Margin	37%	37%	48%	46%	46%	负债净变化	13140	10486	19323	13237	13175
EBITDA Margin	65%	69%	81%	80%	82%	支付股利、利息	(1865)	(1909)	(2142)	(2241)	(2355)
收入增长	-6%	-2%	1%	5%	4%	其它融资现金流	(7877)	(12189)	9434	(9434)	0
净利润增长率	22%	2%	12%	5%	5%	融资活动现金流	(6265)	7353	22159	(3049)	6159
资产负债率	69%	72%	72%	71%	72%	现金净变动	(15614)	(1596)	6269	3499	12474
股息率	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	货币资金的期初余额	20493	4879	3283	9552	13051
P/E	21.1	20.7	18.4	17.6	16.7	货币资金的期末余额	4879	3283	9552	13051	25524
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	0	(5420)	(14630)	7501	7016
EV/EBITDA	11.4	11.9	10.5	10.3	10.2	权益自由现金流	0	(7123)	10220	7038	15847

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032