

买入
存量资产优质，保障业绩稳定
龙源电力 (0916.HK)

2025-06-03 星期二

【投资要点】

 目标价: **8.00 港元**

 现价: **6.41 港元**

 预计升幅: **25%**

重要数据

日期	2025-6-2
收盘价 (港元)	6.41
总股本 (亿股)	83.6
总市值 (亿港元)	1,116
净资产 (亿元)	858
总资产 (亿元)	2,574
52 周高低 (港元)	8.3/5.12
每股净资产 (元)	8.72

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 (58.72%)

瑞众人寿保险 (6.36%)

新加坡政府投资 (3.57%)

相关报告

深度报告-20210608

更新报告-20210727/0913/1213

更新报告-20220112/0908/1111

更新报告-202302148/20230508

更新报告-20230906/20240417/1004/1023

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ **2025 年一季度盈利下滑受风资源不佳，经营开支上升等多重因素影响**
 2025 年一季度公司实现营业收入 81.40 亿元，同比减少 19%；实现归母净利润 19.02 亿元，同比减少 22.07%。公司一季度完成发电量 202.86 亿千瓦时，同比下降 4.42%，若剔除火电剥离影响，一季度发电量同比增长 8.81%，其中：风电完成发电量同比增长 4.37%。公司一季度风电利用小时数 585 小时，同比下降 55 小时；一季度经营开支同比增长 14%，主要因为折旧人工以及维修等费用上升所致。

➤ 2025 年计划新开工新能源项目 5.5GW，投产 5GW

2024 年公司剥离火电资产后成为纯新能源运营商，截至 2025 年 3 月底，公司控股装机容量达到 4114.95 万千瓦，其中风电控股装机容量达到 3044.35 万千瓦，光伏控股装机容量约 1069.98 万千瓦。2025 年公司计划新开工新能源项目 5.5GW，投产 5GW，其中风电 3.2GW，集中式光伏 1.7GW，光热项目 10 万千瓦。2024 年公司取得开发指标 14.72GW，其中风电 6.37GW，光伏 8.35GW，未来新能源装机将保持稳定增长。

➤ 存量资产优质，保障业绩稳定

5 月，山东和广东先后发布 136 号文细则意见，其中山东存量项目合约电价为燃煤标杆基准价 0.3949 元/度，合约周期为保障全生命周期合理利用小时的剩余部分，带补贴的部分照常发放；广东要求机制电量比例申报上限与存量项目衔接，不高于 90%；执行期限方面，海风 14 年、其他 12 年。总体来看，存量项目收益稳定，而增量项目集中竞价。龙源作为风电龙头企业，占据风电优质资源区域，存量资产规模和质量领先行业，在新能源全面入市形势下，公司存量资产得到有效保障，未来在市场化交易中也将会体现出竞争优势，存量资产收益保障收益率确定后，绿电资产价值叠加环境价值有望重估。

➤ 给予“买入”评级，目标价 8.00 港元/股

我们更新盈利预测并给予公司 8.00 港元/股目标价，对应 2025 年 8.5 倍 PE，目标价较现价有 25% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	37,638	31,370	35,708	38,654	41,850
变动(%)	-5.6%	-16.7%	13.8%	8.2%	8.3%
归属股东净利润	6,200	6,379	7,220	7,778	8,378
变动(%)	26.4%	2.9%	13.2%	7.7%	7.7%
基本每股盈利(元)	0.74	0.76	0.86	0.93	1.00
市盈率@6.41 港元(倍)	7.9	7.7	6.8	6.3	5.9
每股股息(分)	22.3	22.8	25.9	27.9	30.1
股息现价比率(%)	3.79%	3.88%	4.41%	4.75%	5.12%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 2025 年一季度盈利下滑受风资源不佳，经营开支上升等多重因素影响

2025 年一季度公司实现营业收入 81.40 亿元，同比减少 19%；实现归母净利润 19.02 亿元，同比减少 22.07%。公司一季度完成发电量 202.86 亿千瓦时，同比下降 4.42%，若剔除火电剥离影响，一季度发电量同比增长 8.81%，其中：风电完成发电量同比增长 4.37%。公司一季度风电利用小时数 585 小时，同比下降 55 小时；一季度经营开支同比增长 14%，主要因为折旧人工以及维修等费用上升所致。

➤ 2025 年计划新开工新能源项目 5.5GW，投产 5GW

2024 年公司剥离火电资产后成为纯新能源运营商，截至 2025 年 3 月底，公司控股装机容量达到 4114.95 万千瓦，其中风电控股装机容量达到 3044.35 万千瓦，光伏控股装机容量约 1069.98 万千瓦。2025 年公司计划新开工新能源项目 5.5GW，投产 5GW，其中风电 3.2GW，集中式光伏 1.7GW，光热项目 10 万千瓦。2024 年公司取得开发指标 14.72GW，其中风电 6.37GW，光伏 8.35GW，未来新能源装机将保持稳定增长。

➤ 存量资产优质，保障业绩稳定

5 月，山东和广东先后发布 136 号文细则意见，其中山东存量项目合约电价为燃煤标杆基准价 0.3949 元/度，合约周期为保障全生命周期合理利用小时的剩余部分，带补贴的部分照常发放；广东要求机制电量比例申报上限与存量项目衔接，不高于 90%；执行期限方面，海风 14 年、其他 12 年。总体来看，存量项目收益稳定，而增量项目集中竞价。龙源作为风电龙头企业，占据风电优质资源区域，存量资产规模和质量领先行业，在新能源全面入市形势下，公司存量资产得到有效保障，未来在市场化交易中也将会体现出竞争优势，存量资产收益保障收益率确定后，绿电资产价值叠加环境价值有望重估。

➤ 给予“买入”评级，目标价 8.00 港元/股

我们更新盈利预测并给予公司 8.00 港元/股目标价，对应 2025 年 8.5 倍 PE，目标价较现价有 25%的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：电力行业估值比较（20250602）

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
3868.HK	信义能源	HKD	0.92	77	9.0	7.5	7.1	6.7	0.6	0.5	0.5	0.5
2208.HK	金风科技	HKD	5.87	394	12.3	8.4	7.1	6.4	0.6	0.6	0.5	0.5
0182.HK	协合新能源	HKD	0.43	34	3.9	3.2	3.0	3.0	0.4	0.4	0.3	0.0
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.19	159	6.2	6.0	5.5	5.5	0.7	0.7	0.7	0.6
0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.07	281	9.5	6.3	5.6	4.8	0.7	0.7	0.7	0.7
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.35	101	5.2	4.6	4.3	4.3	0.8	0.7	0.6	0.6
0836.HK	华润电力	HKD	19.96	1,033	7.2	7.1	6.6	6.3	1.0	0.9	0.8	0.8
2380.HK	中国电力	HKD	3.18	393	9.4	8.5	7.5	7.0	0.7	0.7	0.7	0.6
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	4.41	619	7.4	6.3	5.9	5.8	0.9	1.0	1.0	1.0
平均					7.8	6.4	5.9	5.5	0.7	0.7	0.7	0.6
0916.HK	龙源电力	HKD	6.41	1,116	7.7	6.8	6.3	5.9	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 电价下调
2. 风电及光伏项目投产因多种因素推迟
3. 风资源不佳
4. 限电率上升
5. 补贴回款滞后

【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											
	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E		2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
收入	37,638	31,370	35,708	38,654	41,850	盈利能力					
经营成本	(27,157)	(19,954)	(22,508)	(24,489)	(26,644)	毛利率 (%)	31%	40%	41%	40%	40%
经营利润	11,807	12,615	14,518	15,615	16,802	EBITDA 利率 (%)	57%	74%	74%	74%	74%
其他收入	1,326	1,199	1,319	1,451	1,596	净利率 (%)	16%	20%	20%	20%	20%
行政费用	(830)	(810)	(1,005)	(994)	(1,082)	营运表现					
财务开支	(3,688)	(3,568)	(4,624)	(4,949)	(5,305)	SG&A/收入 (%)	2%	3%	3%	3%	3%
应占联营公司利润	28	165	(50)	(50)	(50)	实际税率 (%)	18%	18%	18%	18%	18%
其他开支	(3,678)	(1,539)	(1,740)	(1,992)	(2,168)	股息支付率 (%)	30%	30%	30%	30%	30%
税前盈利	8,398	9,358	9,991	10,762	11,593	库存周转	15	15	15	15	15
所得税	(1,530)	(1,673)	(1,786)	(1,924)	(2,072)	应付账款天数	203	203	203	203	203
少数股东应占利润	513	1,943	985	1,061	1,143	应收账款天数	275	275	275	275	275
净利润	6,200	6,379	7,220	7,778	8,378	ROE (%)	9%	9%	9%	9%	9%
折旧及摊销	(10,784)	(11,559)	(13,039)	(14,186)	(15,434)	ROA (%)	3%	3%	3%	3%	3%
EBITDA	21,516	23,122	26,385	28,497	30,787	财务状况					
						净负债/股本	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9
增长						收入/总资产	0.16	0.12	0.13	0.13	0.14
总收入 (%)	-6%	-17%	14%	8%	8%	总资产/股本	3.26	3.53	3.47	3.41	3.36
净利润 (%)	26%	3%	13%	8%	8%	收入对利息倍数	10.2	8.8	7.7	7.8	7.9

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											
	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E		2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
现金	4,529	3,125	4,405	4,832	4,826	EBITDA	21,516	23,122	26,385	28,497	30,787
应收账款	35,730	43,526	47,879	48,836	49,813	融资成本	(1,018)	(1,950)	(10,168)	(909)	(210)
存货	727	428	912	992	1,079	营运资金变化	(5,084)	(2,436)	5,827	1,159	526
其他流动资产	4,022	3,211	3,183	3,156	3,129	所得税	(1,530)	(1,673)	(1,786)	(1,924)	(2,072)
流动资产	45,008	50,290	56,379	57,816	58,847	营运现金流	13,884	17,062	20,258	26,824	29,030
固定资产	162,009	181,223	190,358	205,503	222,770						
其他固定资产	22,898	25,855	26,119	26,388	26,662	资本开支	(21,112)	(26,864)	(27,401)	(28,771)	(30,210)
非流动资产	184,907	207,078	216,477	231,890	249,432	其他投资活动	(322)	796	87	97	109
总资产	229,915	257,368	272,855	289,707	308,278	投资活动现金流	(21,434)	(26,068)	(27,314)	(28,674)	(30,101)
流动负债	71,255	78,972	79,235	79,513	80,018						
应付帐款	7,249	5,997	6,765	7,360	8,008	负债变化	2,640	21,150	9,892	10,792	11,780
短期银行贷款	49,499	55,637	56,750	57,885	59,042	股本变化	0	(22)	22	0	0
其他短期负债	14,507	17,338	15,720	14,269	12,968	股息	1,860	1,904	2,166	2,333	2,514
非流动负债	76,634	92,594	101,513	111,316	122,091	其他融资活动	(10,765)	(15,679)	(3,728)	(10,833)	(13,214)
长期银行贷款	72,780	87,791	96,571	106,228	116,850	融资活动现金流	(6,265)	7,353	8,352	2,293	1,080
其他负债	3,854	4,802	4,942	5,088	5,240						
总负债	147,889	171,566	180,747	190,829	202,108	现金变化	(13,814)	(1,654)	1,296	443	8
少数股东权益	11,446	12,901	13,409	13,956	14,545						
股东权益	70,580	72,901	78,699	84,922	91,624	期初持有现金	18,338	4,811	3,125	4,405	4,832
						汇率变动	5	(33)	(15)	(15)	(15)
每股账面值(元)	8.42	8.72	9.39	10.13	10.93	期末持有现金	4,529	3,125	4,405	4,832	4,826
营运资金	(26,246)	(28,683)	(22,856)	(21,697)	(21,171)						

投资评级定义及免责条款

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>