交银国际研究

公司更新

新能源

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 6.87	港元 8.23个	+19.8%

2025 年 8 月 21 日

龙源电力 (916 HK)

1H25 运营偏弱在预期之内，全年新增装机目标不变；上调目标价

- **1H25 利用小时/上网电价受压，已在预期之内。**上半年公司净利润同比降 13.6%至 35.2 亿元（人民币，下同），与市场预期相若。盈利同比下跌主要由于受期内利用小时数和电价下降的影响，同时收入增幅滞后于装机容量增长带来的成本增幅（特别是折旧），使净利润出现同比降低。期内风电/光伏发电量同比+6.1%/71.4%，总发电量同比上升。上半年公司风电平均利用小时数为 1,102 小时（行业平均 1,087 小时），同比下降 68 小时，主因容量大发电能力强的区域风速同比下降，及吉林/内蒙等区域限电同比增加所致。期内公司风电平均上网电价 0.422 元/千瓦时（同比-3.7%），主要是风电市场交易规模扩大（风电/光伏市场化交易同比增加 7.7/10.8 个百分点至 59%/60%），及平价项目增加等原因所致。光伏平均上网电价 0.273 元/千瓦时，同比持平。公司首次分发中期股息，分红比率为 24%。
- **全年新增装机维持 5 吉瓦的目标，“十五五”仍聚焦大基地及海风建设。**随之“136 文”新政出台，公司上半年新增装机规模加速至达 2.1 吉瓦（风电/光伏分别占 0.99/1.09 吉瓦），管理层维持全年新增装机 5 吉瓦目标，当中包括腾格里大基地项目约 1 吉瓦的装机，将在 3Q25 内投运。资源获取方面，上半年新增开发指标 4.75 吉瓦（风电/光伏分别为 2.98 /1.77 吉瓦）。公司表示，“十五五”仍集中大基地及海上风电的建设，我们预计 2026 和 2027 年新增装机在 6 吉瓦。我们预计公司 2025 年全年资本开支在 200 亿元左右，净负债股本比预期从上半年的 168%回落至年底的 161%。
- **轻微下调盈利预测，预期 2025/26 年盈利温和增长。**我们下调公司 2025/26 年盈利预测约 0.8%/0.6%，主要反映电价同比下降的影响。下半年我们预计公司因以大换小的风机改造，将有约 9 亿元的减值，2025 年盈利仍将同比增长 4.4%。公司已公布 2025-2027 年分红规划，现金分红比例不低于归母净利润 30%。目前预计 2025/26 年股息率在 3.8%/4.0%。我们维持 9 倍市盈率的估值基准不变（相对五年平均有 25%折让），基准年移至 2026 年，目标价上调至 8.23 港元（原 7.81 港元），维持**买入**评级。

财务数据一览

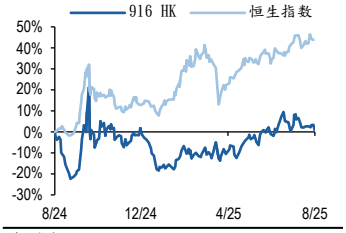
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	29,631	31,370	34,606	36,984	40,238
同比增长(%)	-25.7	5.9	10.3	6.9	8.8
净利润(百万人民币)	6,157	6,425	6,658	7,118	8,060
每股盈利(人民币)	0.75	0.76	0.80	0.85	0.96
同比增长(%)	27.6	2.2	4.4	6.9	13.2
前EPS预测值(人民币)			0.80	0.86	0.98
调整幅度(%)			-0.8	-0.6	-1.7
市盈率(倍)	8.5	8.3	7.9	7.4	6.5
每股账面净值(人民币)	8.34	8.72	9.29	9.90	10.61
市账率(倍)	0.76	0.72	0.68	0.64	0.59
股息率(%)	3.5	3.6	3.8	4.0	4.6

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	8.29
52周低位(港元)	5.31
市值(百万港元)	22,793.84
日均成交量(百万)	60.20
年初至今变化(%)	6.68
200天平均价(港元)	6.56

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com

(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com

(86) 21 6065 3667

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 https://research.bocomgroup.com

图表 1: 1H25 业绩概要

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	1H24 (经重述)	2H24 (经重述)	1H25	同比 (%)
收入	**15,186**	**16,184**	**15,657**	**3.1**
其他收入净额	624	575	640	2.6
折旧和摊销	(5,561)	(5,998)	(6,218)	11.8
员工成本	(2,043)	(1,704)	(2,128)	4.1
维修保养	(272)	(922)	(320)	17.7
行政费用	(336)	(474)	(339)	1.0
金融资产减值/回转	27	(1,131)	5	(81.8)
其他经营开支	(448)	(1,091)	(567)	26.6
经营利润	**7,177**	**5,438**	**6,730**	**(6.2)**
财务费用净额	(1,629)	(1,792)	(1,693)	3.9
应占联营公司和合营企业利润	82	83	112	36.8
除税前利润	**5,629**	**3,729**	**5,149**	**(8.5)**
已终止业务	184	498	0	(100.0)
所得税	(949)	(724)	(975)	2.7
非控股权益持有人	(755)	(1,189)	(655)	(13.2)
其他权益工具	(35)	(11)	0	(100.0)
净利润	**4,075**	**2,304**	**3,519**	**(13.6)**

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 1H25 业务板块收入分析

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	1H24	1H25	同比 (%)
收入			
风力	14,051	13,826	(1.6)
光伏	1,028	1,702	65.6
其他	107	129	19.8
合共	**15,186**	**15,657**	**3.1**
经营利润			
风力	6,945	6,213	(10.5)
光伏	364	550	51.2
其他	101	143	41.0
合共	**7,410**	**6,905**	**(6.8)**

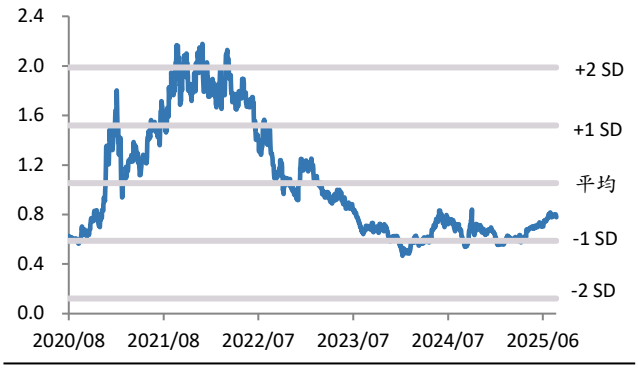
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 主要营运数据预测

年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
装机容量 (兆瓦)					
风电	27,754	30,409	33,409	36,409	39,409
火电	1,875	0	0	0	0
光伏及其他可再生能源	5,964	10,734	13,234	16,234	19,234
总计	**35,594**	**41,143**	**46,643**	**52,643**	**58,643**
变动 (兆瓦)	4,486	5,550	5,500	6,000	6,000
风/光净增(兆瓦)	4,509	7,425	5,500	6,000	6,000
电力销售 (百万千瓦时)					
风电	61,353	60,550	66,828	72,563	78,618
火电	10,320	7,163	0	0	0
光伏及其他可再生能源	4,553	7,833	17,269	20,593	24,761
总计	**76,226**	**75,546**	**84,097**	**93,157**	**103,379**
增长 (%)					
风电	5.2	(1.3)	10.4	8.6	8.3
火电	(2.4)	(30.6)	NA	NA	NA
光伏及其他可再生能源	159.8	72.0	120.5	19.3	20.2
总计	**7.9**	**(0.9)**	**11.3**	**10.8**	**11.0**

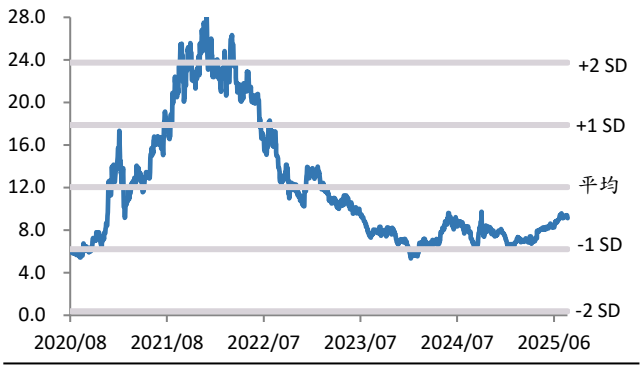
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 远期市净率（倍）



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5: 远期市盈率（倍）



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 6: 龙源电力 （916 HK) 目标价及评级

资料来源: FactSet，交银国际预测

图表 7: 交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价（交易货币）	目标价（交易货币）	潜在涨幅	最新目标价/评级发表日期	子行业
916 HK	龙源电力	买入	6.87	8.23	19.8%	2025 年 08 月 21 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.14	3.77	20.1%	2025 年 05 月 27 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.43	3.03	24.7%	2025 年 05 月 02 日	运营商
1798 HK	大唐新能源	买入	2.38	2.65	11.3%	2025 年 03 月 31 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	19.67	23.06	17.2%	2025 年 03 月 21 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	95.28	72.50	-23.9%	2025 年 04 月 28 日	光伏制造（逆变器）
688390 CH	固德威	中性	48.49	43.30	-10.7%	2025 年 04 月 29 日	光伏制造（逆变器）
1799 HK	新特能源	买入	7.11	6.28	-11.7%	2025 年 04 月 02 日	光伏制造（多晶硅）
3800 HK	协鑫科技	买入	1.18	1.49	26.3%	2025 年 03 月 31 日	光伏制造（多晶硅）
968 HK	信义光能	买入	3.26	3.70	13.5%	2025 年 08 月 04 日	光伏制造（光伏玻璃）
6865 HK	福莱特玻璃	买入	10.26	11.45	11.6%	2025 年 07 月 18 日	光伏制造（光伏玻璃）
1108 HK	凯盛新能	中性	4.78	3.47	-27.4%	2025 年 04 月 01 日	光伏制造（光伏玻璃）
002865 CH	钧达股份	买入	47.88	49.82	4.0%	2025 年 07 月 16 日	光伏制造（电池片）
600732 CH	爱旭股份	中性	14.88	16.50	10.9%	2025 年 07 月 09 日	光伏制造（电池片）
3868 HK	信义能源	中性	1.24	1.28	3.2%	2025 年 08 月 04 日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet，交银国际预测，收盘价截至 2025 年 8 月 20 日

财务数据

损益表(百万元人民币)

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	29,631	31,370	34,606	36,984	40,238
主营业务成本	(11,679)	(12,753)	(14,688)	(15,924)	(17,193)
毛利	**17,952**	**18,617**	**19,918**	**21,060**	**23,045**
销售及管理费用	(4,033)	(4,557)	(4,914)	(5,252)	(5,714)
其他经营净收入/费用	(2,347)	(1,445)	(1,563)	(1,499)	(1,536)
经营利润	**11,571**	**12,615**	**13,440**	**14,309**	**15,794**
财务成本净额	(3,458)	(3,421)	(3,464)	(3,642)	(3,775)
应占联营公司利润及亏损	5	165	236	250	265
其他非经营净收入/费用	NA	682	NA	NA	NA
税前利润	**8,118**	**10,041**	**10,212**	**10,917**	**12,284**
税费	(1,408)	(1,673)	(1,889)	(2,074)	(2,334)
非控股权益	(554)	(1,943)	(1,664)	(1,724)	(1,891)
净利润	**6,157**	**6,425**	**6,658**	**7,118**	**8,060**
归于权益的分派	(155)	(46)	0	0	0
作每股收益计算的净利润	6,002	6,379	6,658	7,118	8,060

资产负债简表(百万元人民币)

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4,811	3,125	2,446	2,991	5,100
有价证券	459	193	193	193	193
应收账款及票据	38,965	46,299	53,094	59,782	66,144
存货	729	428	483	524	565
其他流动资产	449	246	246	246	246
总流动资产	**45,413**	**50,290**	**56,461**	**63,735**	**72,249**
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	169,370	181,223	190,560	198,684	204,587
无形资产	11,161	11,538	11,538	11,538	11,538
合资企业/联营公司投资	5,995	5,860	6,096	6,346	6,611
长期应收收入	5,460	7,616	7,616	7,616	7,616
其他长期资产	864	840	840	840	840
总长期资产	**192,850**	**207,078**	**216,651**	**225,024**	**231,192**
总资产	**238,263**	**257,368**	**273,112**	**288,759**	**303,440**
短期贷款	49,781	55,637	58,419	60,756	62,882
应付账款	22,346	22,508	24,475	25,662	26,765
其他短期负债	636	827	1,016	1,223	1,457
总流动负债	**72,763**	**78,972**	**83,910**	**87,641**	**91,104**
长期贷款	77,145	87,791	92,181	97,251	100,655
长期应付账款	845	595	595	595	595
其他长期负债	3,065	4,207	4,207	4,207	4,207
总长期负债	**81,055**	**92,594**	**96,983**	**102,053**	**105,457**
总负债	**153,818**	**171,566**	**180,893**	**189,695**	**196,561**
股本	8,382	8,360	8,360	8,360	8,360
储备及其他资本项目	61,542	64,541	69,294	74,415	80,339
股东权益	**69,924**	**72,901**	**77,654**	**82,775**	**88,699**
记作权益的金融工具	2,023	0	0	0	0
非控股权益	12,497	12,901	14,565	16,289	18,180
总权益	**84,444**	**85,801**	**92,219**	**99,064**	**106,879**

资料来源: 公司资料，交银国际预测

现金流量表(百万元人民币)

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	8,488	10,320	10,212	10,917	12,284
合资企业/联营公司收入调整	(5)	(271)	(236)	(250)	(265)
折旧及摊销	10,919	11,747	11,559	13,408	14,556
营运资本变动	(9,036)	(6,879)	(4,883)	(5,542)	(5,301)
利息调整	3,363	3,353	3,464	3,642	3,775
税费	(1,780)	(1,651)	(1,700)	(1,867)	(2,101)
其他经营活动现金流	2,407	444	1,216	1,125	1,125
经营活动现金流	**14,356**	**17,062**	**19,632**	**21,433**	**24,074**
资本开支	(23,830)	(26,864)	(22,112)	(22,656)	(21,584)
投资活动	(2,315)	(462)	0	0	0
其他投资活动现金流	1,993	1,258	0	0	0
投资活动现金流	**(24,152)**	**(26,068)**	**(22,112)**	**(22,656)**	**(21,584)**
负债净变动	4,263	17,451	7,171	7,407	5,530
股息	(982)	(1,860)	(1,905)	(1,997)	(2,135)
其他融资活动现金流	(7,134)	(8,239)	(3,464)	(3,642)	(3,775)
融资活动现金流	**(3,852)**	**7,353**	**1,802**	**1,767**	**(380)**
汇率收益/损失	(18)	(33)	0	0	0
年初现金	**18,476**	**4,811**	**3,125**	**2,446**	**2,991**
年末现金	**4,811**	**3,125**	**2,446**	**2,991**	**5,100**

财务比率

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.746	0.763	0.796	0.851	0.964
全面摊薄每股收益	0.746	0.763	0.796	0.851	0.964
每股股息	0.222	0.228	0.239	0.255	0.289
每股账面值	8.342	8.720	9.289	9.902	10.610
利润率分析(%)					
毛利率	60.6	59.3	57.6	56.9	57.3
净利率	20.8	20.5	19.2	19.2	20.0
盈利能力(%)					
ROA	2.5	2.5	2.4	2.5	2.7
ROE	8.6	8.7	8.6	8.6	9.1
ROIC	3.0	2.9	2.9	3.0	3.2
其他					
净负债权益比(%)	144.6	163.5	160.7	156.5	148.2
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8

交银国际
香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899　　传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**领先**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**落后**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数不具吸引力。
无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。	香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点;及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系;iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：ｉ）他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii）他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii）他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i）分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii）某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii）惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。