

# 龙源电力 (001289.SZ)

优于大市

电价下降影响业绩表现，加快建设大基地和海上风电项目

## 核心观点

**营业收入、归母净利润同比下降。**2025年上半年，公司实现营业收入156.57亿元（-18.61%），归母净利润33.74亿元（-13.79%），扣非归母净利润32.87亿元（-12.26%）。2025年第二季度，公司实现营业收入75.17亿元（-18.18%），归母净利润14.73亿元（-0.07%），扣非归母净利润14.26亿元（+5.64%）。公司营业收入和归母净利润同比下降的原因：一是受2024年下半年处置所属火电子公司影响，收入较上年同期减少40.50亿元；二是今年上半年光伏项目陆续投产运营，装机容量同比增加，光伏售电收入增加6.42亿元；三是平价风电项目增加、参与市场化交易规模扩大等使得风电分部平均电价下降3.76%，同时风电平均利用小时数下降导致风电分部售电收入同比下降2.39亿元。

**新能源项目有序发展，装机容量持续增长。**公司全力推动“沙戈荒”风光大基地项目，加强海上风电拓展，优先争取中东南部消纳有保障且电价相对较优区域的竞配指标，同时稳步推进“以大代小”项目，新能源项目装机容量及储备项目资源持续增长。2025年上半年，公司新增新能源控股装机容量205.35万千瓦，其中风电、光伏分别为98.70、109.66万千瓦，减少生物质发电控股装机容量3万千瓦；截至2025年6月，公司控股装机容量4319.67万千瓦，其中风电3139.57万千瓦，光伏1179.49万千瓦。2025年上半年，公司新签订开发协议1.24GW，其中风电1.04GW、储能0.2GW，均位于资源较好地区。上半年累计取得开发指标4.75GW，其中风电2.98GW，光伏1.77GW。未来公司将坚持风电为主优发展，抢抓优质资源，稳步推动规模化风电并购，积极稳妥开发海外风电市场，加大力度推动大基地和海上风电项目建设。

**风险提示：**电量下降；电价下滑；新能源项目投运不及预期。

**投资建议：**由于电价下降影响，下调盈利预测。预计2025-2027年公司归母净利润分别为67.7/70.9/74.5亿元（原预测值为71.4/74.7/78.5亿元），同比增长6.7%/4.7%/5.1%；EPS分别为0.81/0.85/0.89元，当前股价对应PE为20.5/19.6/18.6X。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 | 36,656 | 38,338 | 39,853 |
| (+/-%)      | -5.6%  | -1.5%  | -1.1%  | 4.6%   | 4.0%   |
| 净利润(百万元)    | 6249   | 6345   | 6770   | 7091   | 7453   |
| (+/-%)      | 22.2%  | 1.5%   | 6.7%   | 4.7%   | 5.1%   |
| 每股收益(元)     | 0.75   | 0.76   | 0.81   | 0.85   | 0.89   |
| EBIT Margin | 36.6%  | 37.3%  | 46.7%  | 45.0%  | 45.4%  |
| 净资产收益率(ROE) | 8.8%   | 8.7%   | 8.7%   | 8.6%   | 8.5%   |
| 市盈率(PE)     | 22.3   | 22.0   | 20.5   | 19.6   | 18.6   |
| EV/EBITDA   | 11.7   | 12.2   | 11.0   | 10.8   | 10.6   |
| 市净率(PB)     | 1.96   | 1.90   | 1.78   | 1.68   | 1.58   |

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

|   |  |
|---|--|
| <b>证券分析师：黄秀杰</b><br>021-61761029<br>huangxiujie@guosen.com.cn<br>S0980521060002 | <b>证券分析师：郑汉林</b><br>0755-81982169<br>zhenghanlin@guosen.com.cn<br>S0980522090003 |
| <b>证券分析师：刘汉轩</b><br>010-88005198<br>liuhanxuan@guosen.com.cn<br>S0980524120001  | <b>证券分析师：崔佳诚</b><br>021-60375416<br>cuijiacheng@guosen.com.cn<br>S0980525070002  |

### 基础数据

|            |                  |
|------------|------------------|
| 投资评级       | 优于大市(维持)         |
| 合理估值       |                  |
| 收盘价        | 16.75元           |
| 总市值/流通市值   | 140027/140027百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 19.35/13.39元     |
| 近3个月日均成交额  | 69.42百万元         |

### 市场走势



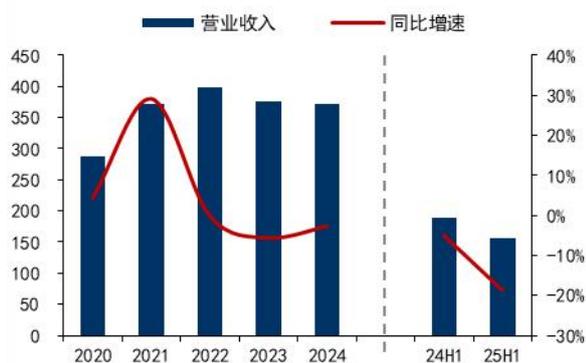
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《龙源电力(001289.SZ)-新能源持续发展，分红比例进一步提升》——2025-03-31
- 《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

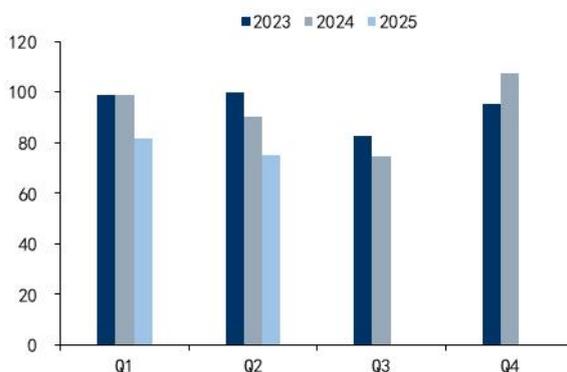
**营业收入、归母净利润同比下降。**2025年上半年，公司实现营业收入156.57亿元（-18.61%），归母净利润33.74亿元（-13.79%），扣非归母净利润32.87亿元（-12.26%）。2025年第二季度，公司实现营业收入75.17亿元（-18.18%），归母净利润14.73亿元（-0.07%），扣非归母净利润14.26亿元（+5.64%）。公司营业收入和归母净利润同比下降的原因：一是受2024年下半年处置所属火电子公司影响，收入较上年同期减少40.50亿元；二是今年上半年光伏项目陆续投产运营，装机容量同比增加，光伏售电收入增加6.42亿元；三是平价风电项目增加、参与市场化交易规模扩大等使得风电分部平均电价下降3.76%，同时风电平均利用小时数下降导致风电分部售电收入同比下降2.39亿元。

图1：龙源电力营业收入及增速（单位：亿元）



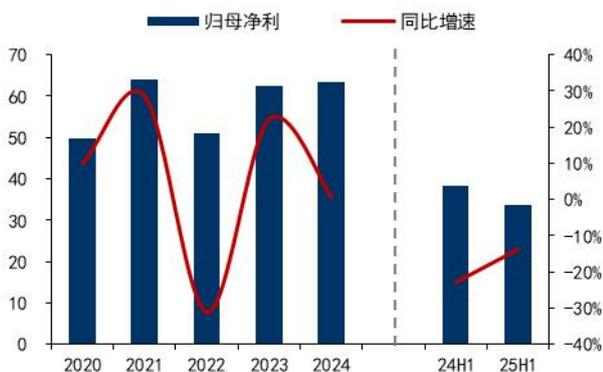
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：龙源电力单季营业收入（单位：亿元）



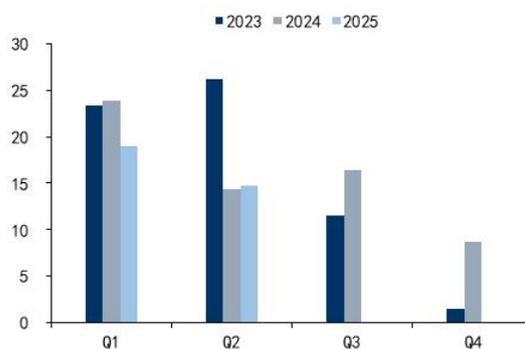
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

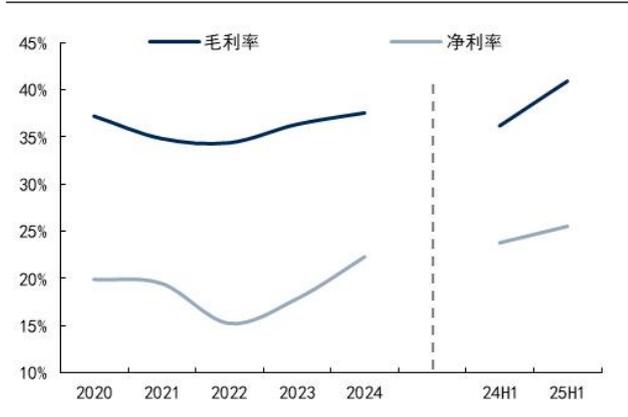
**风电发电量同比小幅增长，光伏发电量同比增幅较大。**2025年上半年公司完成发电量396.52亿千瓦时，其中风电发电量335.03亿千瓦时，同比增长6.07%；光伏发电量61.47亿千瓦时，同比增长71.37%。2025年上半年，风电平均利用小时数为1102小时，较2024年同期降低68小时，主要是因为部分大容量项目所在区域风资源水平同比下降。

**风电、光伏平均上网电价均有所下降。**2025年上半年，公司发电业务平均上网电价399元/兆瓦时（不含增值税，下同），较2024年同期平均上网电价422元/兆瓦时减少23元/兆瓦时。风电平均上网电价422元/兆瓦时，较2024年同期风

电平均上网电价 438 元/兆瓦时减少人民币 16 元/兆瓦时，主要是由于风电市场交易规模扩大，平价项目增加以及结构性因素导致。光伏平均上网电价 273 元/兆瓦时，较 2024 年同期光伏平均上网电价 278 元/兆瓦时下降 5 元/兆瓦时。

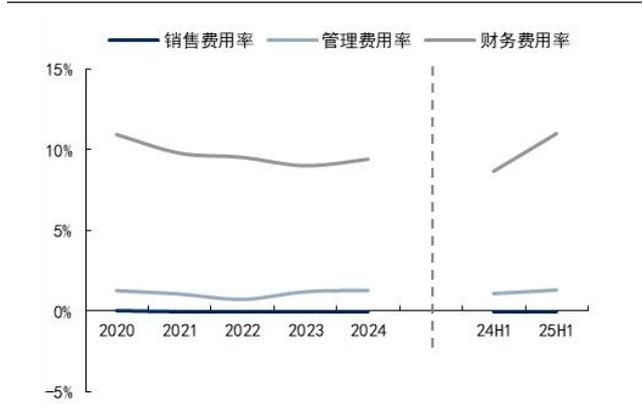
**毛利率增长，费用率增加，净利率水平提升。**2025 年上半年，公司毛利率为 40.87%，同比增加 4.67pct，毛利率增加的主要原因是受 2024 年下半年处置所属火电子公司影响，2025 年上半年不再有火电分部成本导致成本同比下降。费用率方面，2025 年上半年，公司财务费用率、管理费用率分别为 10.98%、1.30%，财务费用率同比增加 2.27pct、管理费用率同比增加 0.20pct。同期内，受毛利率增加影响，公司净利率较 2024 年同期增加 1.75pct 至 25.58%。

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

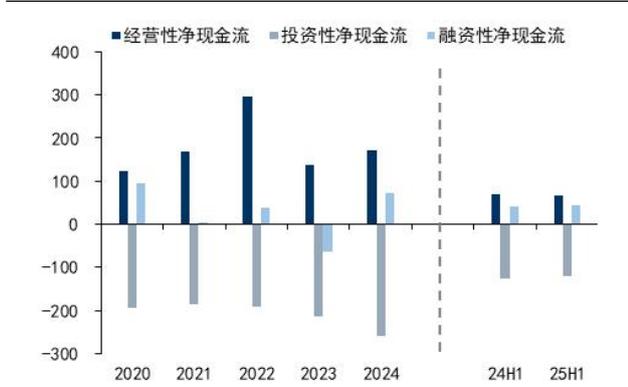
图6：龙源电力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

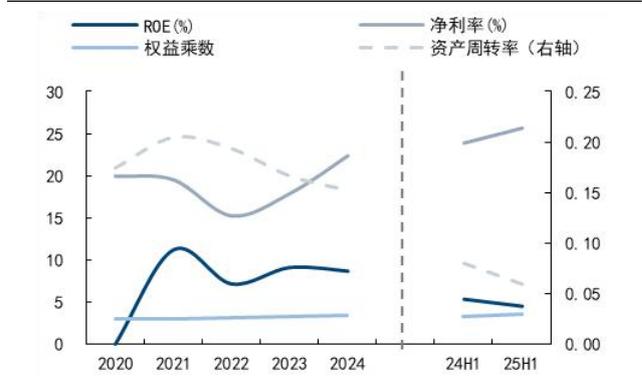
**ROE 下行，经营性净现金流同比下降。**2025 年上半年公司 ROE 下行，较 2024 年同期减少 0.44pct 至 4.51%，盈利能力有所减弱。现金流方面，2025 年上半年，公司经营性净现金流为 66.73 亿元，同比下降 8.49%，主要受 2024 年下半年处置所属火电子公司影响，本期不再有火电分部经营现金净流入以及本期可再生电费补贴回款减少影响所致；投资性净现金流流出 121.20 亿元，同比有所下降，主要由于风电、光伏项目建设本期资金投入较去年同期减少，以及上年同期发生非同一控制下企业合并支付大额股权收购款本期无该类事项共同影响所致；融资性净现金流 43.28 亿元，同比下降 11.71%，主要由于本期取得借款收到的现金同比减少的幅度大于本期偿还债务支付的现金减少的幅度致使借款净流出增加影响所致。

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

**新能源项目有序发展，装机容量持续增长。**公司全力推动“沙戈荒”风光大基地项目，加强海上风电拓展，优先争取中东南部消纳有保障且电价相对较优区域的竞配指标，同时精准科学合理实施“以大代小”项目，争取项目连片开发，新能源项目装机容量及储备项目资源持续增长。2025年上半年，公司新增新能源控股装机容量 205.35 万千瓦，其中风电、光伏分别为 98.70、109.66 万千瓦，减少生物质发电控股装机容量 3 万千瓦；截至 2025 年 6 月，公司控股装机容量 4319.67 万千瓦，其中风电 3139.57 万千瓦，光伏 1179.49 万千瓦。2025 年上半年，公司新签订开发协议 1.24GW，其中风电 1.04GW、储能 0.2GW，均位于资源较好地区。上半年累计取得开发指标 4.75GW，其中风电 2.98GW，光伏 1.77GW。未来公司将坚持风电为主优发展，抢抓优质资源，稳步推动规模化风电并购，积极稳妥开发海外风电市场，加大力度推动大基地和海上风电项目建设。

**投资建议：**由于电价下降影响，下调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 67.7/70.9/74.5 亿元（原预测值为 71.4/74.7/78.5 亿元），同比增长 6.7%/4.7%/5.1%；EPS 分别为 0.81/0.85/0.89 元，当前股价对应 PE 为 20.5/19.6/18.6X。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<br>亿元 | EPS  |      |      |      | PE    |      |      |      | ROE<br>(24A) | 投资评级 |
|-----------|------|------|-----------|------|------|------|------|-------|------|------|------|--------------|------|
|           |      |      |           | 24A  | 25E  | 26E  | 27E  | 24A   | 25E  | 26E  | 27E  |              |      |
| 600011.SH | 华能国际 | 7.27 | 1,141     | 0.65 | 0.80 | 0.83 | 0.86 | 11.18 | 9.1  | 8.8  | 8.5  | 7.4%         | 优于大市 |
| 600905.SH | 三峡能源 | 4.24 | 1,212     | 0.21 | 0.24 | 0.25 | 0.27 | 20.19 | 17.7 | 17.0 | 15.7 | 7.0%         | 优于大市 |
| 600795.SH | 国电电力 | 4.77 | 851       | 0.31 | 0.55 | 0.40 | 0.44 | 0.49  | 8.7  | 11.9 | 10.8 | 17.5%        | 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          | 13176         | 25309         | 营业收入               | 37642          | 37070          | 36656          | 38338          | 39853          |
| 应收款项             | 1659          | 1853          | 1832          | 1916          | 1992          | 营业成本               | 23956          | 23149          | 19472          | 20965          | 21599          |
| 存货净额             | 727           | 428           | 267           | 285           | 274           | 营业税金及附加            | 356            | 340            | 336            | 352            | 366            |
| 其他流动资产           | 37988         | 46076         | 45561         | 47652         | 49535         | 销售费用               | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>45713</b>  | <b>51833</b>  | <b>57425</b>  | <b>63263</b>  | <b>77366</b>  | 管理费用               | 1097           | 1070           | 1026           | 972            | 923            |
| 固定资产             | 162403        | 181653        | 197908        | 204548        | 210160        | 财务费用               | 3403           | 3497           | 4877           | 5323           | 5431           |
| 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           | 1048           | 1787           | 1611           |
| <b>资产总计</b>      | <b>229256</b> | <b>257106</b> | <b>278956</b> | <b>291844</b> | <b>311635</b> | 营业利润               | 8158           | 10136          | 10986          | 11512          | 12104          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 43338         | 37331         | 46316         | 37331         | 37331         | 营业外净收支             | 82             | 97             | 97             | 97             | 97             |
| 应付款项             | 17324         | 18393         | 11492         | 12256         | 11755         | 利润总额               | 8239           | 10233          | 11082          | 11608          | 12201          |
| 其他流动负债           | 11504         | 17071         | 10892         | 11603         | 11180         | <b>所得税费用</b>       | <b>1501</b>    | <b>1952</b>    | <b>2216</b>    | <b>2322</b>    | <b>2440</b>    |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>72165</b>  | <b>72795</b>  | <b>68699</b>  | <b>61190</b>  | <b>60266</b>  | 少数股东损益             | 489            | 1935           | 2096           | 2196           | 2308           |
| 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           | 6770           | 7091           | 7453           |
| 其他长期负债           | 1984          | 3030          | 3446          | 4106          | 4813          | <b>现金流量表 (百万元)</b> |                |                |                |                |                |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>74764</b>  | <b>98202</b>  | <b>117941</b> | <b>131838</b> | <b>145720</b> | <b>净利润</b>         | 6249           | 6345           | 6770           | 7091           | 7453           |
| <b>负债合计</b>      | <b>146929</b> | <b>170997</b> | <b>186641</b> | <b>193028</b> | <b>205986</b> | 资产减值准备             | 130            | (1173)         | 56             | 45             | 39             |
| 少数股东权益           | 11409         | 12904         | 14371         | 15908         | 17524         | 折旧摊销               | 10612          | 11606          | 12570          | 13484          | 14404          |
| 股东权益             | 70918         | 73205         | 77944         | 82908         | 88125         | 公允价值变动损失           | 130            | (1173)         | 56             | 45             | 39             |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>229256</b> | <b>257106</b> | <b>278956</b> | <b>291844</b> | <b>311635</b> | 财务费用               | 3403           | 3497           | 4877           | 5323           | 5431           |
| <b>关键财务与估值指标</b> |               |               |               |               |               | 营运资本变动             | (15092)        | (1351)         | (12380)        | (716)          | (2871)         |
| 每股收益             | 0.75          | 0.76          | 0.81          | 0.85          | 0.89          | 其它                 | 11855          | 2808           | 6276           | 6753           | 6945           |
| 每股红利             | 0.22          | 0.23          | 0.24          | 0.25          | 0.27          | <b>经营活动现金流</b>     | <b>13884</b>   | <b>17062</b>   | <b>13348</b>   | <b>26701</b>   | <b>26009</b>   |
| 每股净资产            | 8.46          | 8.73          | 9.32          | 9.92          | 10.54         | 资本开支               | (18930)        | (26864)        | (28203)        | (19541)        | (19478)        |
| ROIC             | 5.66%         | 5.28%         | 6%            | 5%            | 6%            | 其它投资现金流            | (11)           | 266            | (19)           | (21)           | (23)           |
| ROE              | 8.81%         | 8.67%         | 8.69%         | 8.55%         | 8.46%         | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(21434)</b> | <b>(26068)</b> | <b>(28908)</b> | <b>(20600)</b> | <b>(20153)</b> |
| 毛利率              | 36%           | 38%           | 47%           | 45%           | 46%           | 权益性融资              | 202            | 598            | 0              | 0              | 0              |
| EBIT Margin      | 37%           | 37%           | 47%           | 45%           | 45%           | 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)         | (2031)         | (2127)         | (2236)         |
| 收入增长             | -6%           | -2%           | -1%           | 5%            | 4%            | 其它融资现金流            | (7877)         | (12189)        | 8985           | (8985)         | 0              |
| 净利润增长率           | 22%           | 2%            | 7%            | 5%            | 5%            | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(6265)</b>  | <b>7353</b>    | <b>21829</b>   | <b>(2477)</b>  | <b>6277</b>    |
| 资产负债率            | 69%           | 72%           | 72%           | 72%           | 72%           | <b>现金净变动</b>       | <b>(15614)</b> | <b>(1596)</b>  | <b>6269</b>    | <b>3624</b>    | <b>12133</b>   |
| 股息率              | 1.3%          | 1.4%          | 1.5%          | 1.5%          | 1.6%          | 货币资金的期初余额          | 20493          | 4879           | 3283           | 9552           | 13176          |
| P/E              | 22.3          | 22.0          | 20.5          | 19.6          | 18.6          | 货币资金的期末余额          | 4879           | 3283           | 9552           | 13176          | 25309          |
| P/B              | 2.0           | 1.9           | 1.8           | 1.7           | 1.6           | 企业自由现金流            | 0              | (5420)         | (14332)        | 7021           | 6520           |
| EV/EBITDA        | 11.7          | 12.2          | 11.0          | 10.8          | 10.6          | 权益自由现金流            | 0              | (7123)         | 10075          | 7015           | 15350          |

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<br>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<br>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

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