

2025 年 08 月 25 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘孝宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 08 月 22 日
收盘价（港元）	6.83
一年内最高/最低（港元）	8.30/5.12
总市值（百万港元）	57,097.54
流通市值（百万港元）	22,661.13
资产负债率（%）	67.27

资料来源：聚源数据

龙源电力 (00916. HK)

——上半年业绩符合预期 关注全面入市下的经营拐点

投资要点：

- **事件：1）公司发布 2025 年中报业绩**，上半年实现营收 156.57 亿元，同比下降 17.36%；归母净利润 35.19 亿元，同比下降 12.46%。单二季度实现营收 75.17 亿元，同比下降 14.54%；归母净利润 15.42 亿元，同比增长 0.23%。公司二季度业绩基本符合市场预期。**2）公司首次进行中期分红**，拟每股现金分红 0.1 元（税前），占归母净利润的 24.77%。
- **营收下滑系火电剥离，上半年电价稳健，业绩符合预期**。公司上半年营收下滑较多主要系 2024 年下半年剥离火电公司，重述后营收增长 3.1%。分电源板块看，风电、光伏分别实现营收 138、17 亿元，分别同比变动-1.6%、+66%；单二季度风电、光伏分别实现营收 65、10 亿元，分别同比变动-1.3%、87%。公司上半年风电平均不含税上网电价 0.422 元/千瓦时，同比下降 1.6 分/千瓦时，主要系市场化比例增加以及平价项目占比提升；光伏平均不含税上网电价 0.273 元/千瓦时，同比下降 0.5 分/千瓦时。根据发电量与营收计算，在 2.2%的厂用电率下，预计 2025 年一季度、二季度公司风电不含税上网电价分别为 0.4238、0.4199 元/千瓦时，二季度环比一季度电价变动-0.4 分/千瓦时，电价基本保持稳健。
- **装机与电量方面**，截至 2025 年 6 月底，公司控股装机 4320 万千瓦，其中风电装机 3140 万千瓦，同比增长 11%，增量主要分布在广西、青海与新疆；光伏装机 1080 万千瓦，同比增长 55%。公司上半年实现发电量 397 亿千瓦时，其中风电 335 亿千瓦时，光伏 61 亿千瓦时，分别同比增长 6%、71%。上半年风电利用小时数 1102 小时，同比下降 68 小时。其中单二季度风电利用小时 517 小时，同比下降 13 小时。分区域看，公司上半年在吉林、辽宁、新疆、贵州、广西、青海、乌克兰等区域的风电利用小时数下降幅度超过 15%。
- **三年分红承诺，首次中期分红，高度重视投资者回报**。公司在今年 3 月董事会审议通过了《关于龙源电力集团股份有限公司制定 2025-2027 年度现金分红规划的议案》，明确在 2025-2027 年每年现金分红比例不低于当年实现的归属于股东的净利润的 30%。并在本次中报发布的同时进行首次中期分红，拟每股分红 0.1 元（含税），分红比例约 25%。我们认为，国能集团对旗下上市公司的市值管理、股东回报的考核市场有目共睹，中国神华与国电电力已经做出较好表率，龙源电力与前二者一脉相承，或将高度重视股东回报。
- **国能集团旗下风电上市平台，136 号文助力行业回归理性**。公司控股股东在手未上市新能源资产约 40GW（风电光伏分别约 20GW），未来资产注入仍值得期待。集团曾在《补充承诺函》中承诺将旗下风电资产注入公司。国家发改委、国家能源局在今年 2 月联合发布 136 号文推进新能源全面入市。我们预计一方面 136 号文或为绿电最后的政策“利空”，有利于行业的健康有序发展；另一方面，绿电绿证的红利或在逐步体现。行业政策底部或已到来，静待新能源建设以及单位装机利润拐点。
- **从公司表现看**，今年上半年获取的项目指标以风电为主。绿电绿证方面，公司 2025 年上半年完成绿电交易 41.4 亿千瓦时，同比增加 41.67%；交易绿证 423.2 万张，同比增加 81.46%。截至今年 6 月底，公司应收账款为 494 亿元，较去年年底新增 59 亿元。
- **盈利预测与评级**：结合公司上半年经营情况，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 60、66、71 亿元，当前股价对应 PE 分别为 9/8/7 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：补贴政策变动、新能源市场化政策变动、“以大代小”相关政策变化。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	37642	37070	32408	34478	36613
同比增长率（%）	-5.6%	-1.5%	-12.6%	6.4%	6.2%
归母净利润（百万元）	6249	6345	5982	6594	7131
同比增长率（%）	1.54%	-5.73%	10.23%	8.14%	7.74%
每股收益（元/股）	0.75	0.76	0.72	0.79	0.85
ROE（%）	8.81%	8.67%	7.73%	8.04%	8.33%
市盈率（P/E）			8.8	8.0	7.4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测，人民币兑换港币汇率取 1：1.08

图表 1：公司利润表预测（百万人民币，A 股会计规则）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	39863	37642	37070	32408	34478	36613
营业收入	39863	37642	37070	32408	34478	36613
营业总成本	30705	28312	27666	22280	23336	24581
营业成本	26139	23956	23149	17965	18867	19840
税金及附加	362	356	340	297	316	336
销售费用	0	0	0	0	0	0
管理费用	301	451	471	421	448	476
研发费用	97	145	209	209	209	209
财务费用	3806	3403	3497	3387	3495	3720
其中：利息费用	3503	3406	3491	3491	3599	3823
减：利息收入	183	232	104	104	104	104
加：其他收益	980	1028	924	924	924	924
投资净收益	-407	19	912	100	100	100
其中：对联营企业和合营企业						
的投资收益	-419	19	258	100	100	100
公允价值变动净收益	-4	-51	15	0	0	0
资产减值损失	-2003	-2086	-979	-1000	-1000	-1000
信用减值损失	-37	-101	-130	-150	-150	-150
资产处置收益	0	18	-10	0	0	0
营业利润	7686	8158	10136	10002	11016	11907
加：营业外收入	86	188	207	0	0	0
减：营业外支出	135	107	110	110	110	110
利润总额	7638	8239	10233	9892	10906	11796
减：所得税	1542	1501	1952	1916	2115	2289
净利润	6096	6738	8281	7976	8792	9507
持续经营净利润	6152	6738	7586	7976	8792	9507
终止经营净利润	-56	0	694	0	0	0
减：少数股东损益	983	489	1935	1994	2198	2377
归属于母公司所有者的净利润	5112	6249	6345	5982	6594	7131

资料来源：wind，华源证券研究所

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。