



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 09 月 10 日

基础数据

09 月 09 日收盘价（港元）	7.92
总市值（亿港元）	662.10
总股本（亿股）	83.60

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：李静云

S0190522120001
BUA484
lijingyun@xyzq.com.cn

分析师：蔡屹

S0190518030002
请注意：蔡屹并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
caiyi@xyzq.com.cn

分析师：朱理显

S0190525010004
请注意：朱理显并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
zhulixian@xyzq.com.cn

研究助理：隋佳航

suijiahang@xyzq.com.cn

龙源电力(00916.HK)

优质风电龙头运营商，政策催化估值修复

投资要点：

- **背靠国家能源集团的风电龙头运营商，看好政策催化下估值修复。**龙源电力定位为“国家能源集团风电业务整合平台”，截止 2025H1 底装机共 43.2GW（风电 31.4GW、光伏 11.8GW），已完成火电资产剥离。历史上公司 ROE 水平整体稳定在 8-9% 区间，近年电价降幅整体可控，风电度电经营利润（息税前利润）由 2017 年 0.24 元/度震荡下行至 2024 年 0.20 元/度，2025H1 因风况不佳及电价承压降至 0.19 元/度。估值层面，2021 年 9 月至 2024 年 2 月间市场对绿电行业消纳、电价等不确定性因素存忧，PB 估值自顶部 2.34x 大幅降至 0.52x，目前伴随 136 号文下发、补贴发放加快、绿电消费政策加码，估值触底反弹至 0.81xPB（截至 9 月 9 日），但整体仍然处于历史底部区间。
- **存量机组领先占领优质资源，海风项目储备充足。**截至 2025H1 公司控股风电装机 31.4GW（包括约 2.2GW 江苏海风+0.4GW 福建海风），主要布局于优质资源区与负荷中心，历史上利用小时数较全国均值高约 60-160h。增量机组方面，截至 2024 年末集团在运未上市风电机组约 25GW，此前承诺于 2028 年 1 月前将其中符合条件的资产注入公司，去年 7 月已公告拟注入一批绿电机组共 4GW。此外，由于公司较早进入风电行业，资源优势将在风机以大代小后进一步体现，2022-2023 年公司计提以大代小项目减值约 21 亿元，此轮项目的减值或已近尾声，改造后利用小时有望提升 20% 以上。同时据我们不完全统计公司海风储备项目超 5GW，在江苏、福建、海南等地皆有分布，考虑到海风资源禀赋和消纳优势，后续项目投产有望为公司利润增长提供有力支撑。
- **风电竞价优势将愈发凸显，国补回款加速&环境溢价释放。**近年公司电价降幅整体可控，2017 年以来风电度电收入由 0.49 元/度震荡下行至 2024 年 0.47 元/度。136 号出台后出力曲线更优、自身交易电价更高的绿电项目将获取更高综合电价与超额收益；而风电因出力曲线较光伏更加平滑、与负荷匹配程度更高，优势将进一步凸显；公司绿电项目亦可与集团火电资产协同以强化报价及消纳优势。此外，截至 2025H1 公司应收账款 495 亿元（占净资产 56%、占总市值 82%），今年 7 月以来绿电公司国补回收进度普遍加快；同时今年绿电强制消费政策持续加码，开始带动绿证交易量价双升，根据能源局数据，7 月全国绿证交易均价为 4.61 元/个，环比+35.42%。
- **盈利预测：首次覆盖给予“增持”评级。**短期业绩因绿电量价波动承压，海风及大基地等在手项目保障中长期成长性，看好公司作为头部风电企业的先发优势与市场竞价优势，政策催化下有望率先受益行业估值修复。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别实现 64.31 亿元、72.20 亿元、79.34 亿元，同比+0.1%、+12.3%、+9.9%，对应 2025 年 9 月 9 日收盘价 PE 估值为 9.4x、8.4x、7.6x。
- **风险提示：**政策不及预期风险，原材料成本大幅上涨风险，资源禀赋波动风险，电价下行超预期风险，应收账款回收不及预期风险，宏观经济波动风险

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	31,370	32,703	35,601	38,055
同比增长	-16.7%	4.2%	8.9%	6.9%
归母净利润（百万元）	6,379	6,431	7,220	7,934
同比增长	1.1%	0.1%	12.3%	9.9%
毛利率	36.4%	36.0%	37.5%	37.9%
ROE	8.8%	8.5%	9.1%	9.6%
每股收益（元）	0.76	0.77	0.86	0.95
P/E	9.5	9.4	8.4	7.6

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，市盈率数据以 2025 年 9 月 9 日收盘价与汇率数据计算。

目录

一、 风电行业龙头企业，基本面拐点有望显现	4
二、 量：资产注入持续推进，优质海风储备充足	7
三、 价：风电具备竞价优势，静待国补回款&环境溢价释放	15
四、 盈利预测与估值	20
五、 风险提示	22

图目录

图 1、 公司股权结构（截至 2025H1 末）	4
图 2、 龙源电力盈利情况复盘（亿元）	5
图 3、 可比公司销售净利率对比	5
图 4、 可比公司摊薄 ROE 对比	5
图 5、 龙源电力风电分部营业利润复盘（亿元）	6
图 6、 龙源电力风电收入及利润情况复盘（元/千瓦时）	6
图 7、 龙源电力（H）股价走势与估值复盘	7
图 8、 龙源电力历年累计装机梳理（GW）	8
图 9、 龙源电力历年新增风电装机梳理（GW）	8
图 10、 控股装机区域分布（截至 2025H1 末）（MW）	9
图 11、 各省新增风电装机（2016-2021 年）（MW）	9
图 12、 新增风机区域分布（2016-2021 年）	9
图 13、 各省新增风电装机（2022-2025H1）（MW）	10
图 14、 新增风机区域分布（2022-2025H1）	10
图 15、 全国性企业风电利用小时数梳理（小时）	10
图 16、 2024 年分省区风电利用小时数对比（小时）	10
图 17、 截至 2010H1 末公司风电装机分布（MW）	12
图 18、 公司资产减值损失分拆（亿元）	12
图 19、 龙源电力历年资本开支梳理（亿元）	14
图 20、 公司历年现金流梳理（亿元）	15
图 21、 机制电量收入模式	15
图 22、 典型风光出力曲线与用电负荷曲线对比	16
图 23、 2024 年新疆市场化结算电价	16
图 24、 2024 年甘肃市场化结算电价	16
图 25、 2024 年部分省份现货市场风电、光伏平均结算价格（元/千瓦时）	16
图 26、 主要绿电公司 2021 年风电装机容量（GW）	18
图 27、 主要绿电公司 2024 年新增应收账款规模（亿元）	18
图 28、 主要绿电公司应收账款与净资产情况（亿元，截至 2025H1）	18
图 29、 主要绿电公司应收账款与总市值情况（亿元，应收账款截至 2025H1）	18
图 30、 可再生能源附加电价（元/千瓦时）	19
图 31、 中央可再生能源基金支出情况	19
图 32、 我国绿证交易量（万张）	19
图 33、 我国绿证月度交易量及单独交易均价（左轴：万张，右轴：元/张）	19
图 34、 公司绿证交易量（万张）	20

图 35、 我国绿电交易规模（亿千瓦时）	20
图 36、 港股绿电公司 PE-TTM	22
图 37、 港股绿电公司 PB-MRQ	22

表目录

表 1、 国家能源集团上市平台梳理.....	4
表 2、 2024 年 10 月注入资产详情	11
表 3、 公司部分投产及储备以大代小项目梳理.....	12
表 4、 公司储备海风项目梳理	13
表 5、 各省非水可再生能源消纳权重对应装机增量测算.....	13
表 6、 2025 年上半年部分省份风光现货价格月度变化（元/千瓦时）	17
表 7、 平价以来各公司风电电价及同比变化情况对比（元/千瓦时，不含税）	17
表 8、 高耗能行业绿电消纳量测算结果	20
表 9、 公司分业务盈利预测.....	21
表 10、 可比公司盈利预测表（亿人民币）	22

一、风电行业龙头企业，基本面拐点有望显现

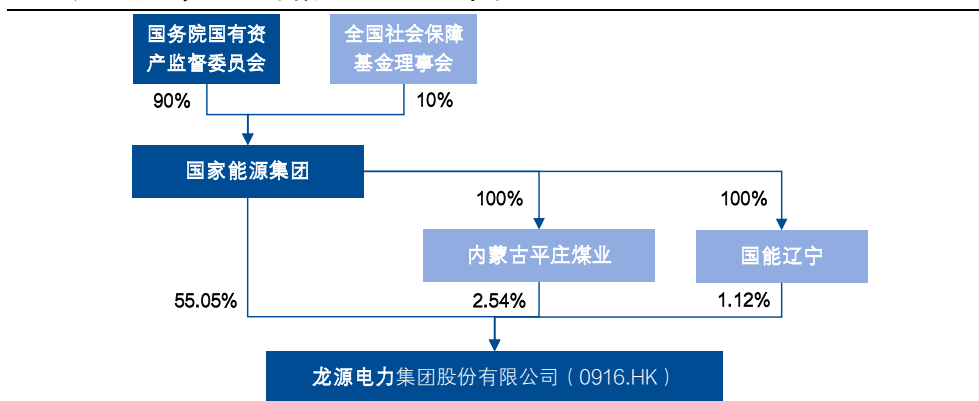
国家能源集团旗下风电业务整合平台，为世界第一大风电运营商。公司控股股东为国家能源集团，截至 2025H1 持有公司股份 58.72%，实控人为国资委。集团拥有煤炭、电力、运输、化工等业务，截至 2024 年底集团电力装机合计 355GW，包括火电 211GW、水电 21GW、新能源及其他清洁能源 122GW，装机规模位于五大电力集团之首。公司作为集团风电业务整合平台，最早一批进入风电行业，于 2009 年香港主板首发上市，并于 2022 年登陆 A 股上市。截至 2024 年底，公司已完成火电资产的剥离，拥有风光装机 30.4GW、10.7GW，分别占集团风、光总装机的 46%和 19%。

表1、国家能源集团上市平台梳理

上市平台及集团控股比例（25H1）	控股装机容量（GW）（2024A）				合计	业务定位、集团同业竞争承诺或整合动向
	火电	水电	风电	光伏及其他		
国电电力（51.3%）	75	15	10	12	112	常规能源整合平台，规划逐步将非上市常规能源资产注入公司，且拥有集团内新增常规能源项目优先选择权。
龙源电力（58.7%）	0	0	30	11	41	集团风电业务整合平台，集团承诺在三年内（2028年1月24日前）将体内存续风电资产在符合条件时注入公司。
长源电力（59.6%）	8	1	0	2	11	区域电力平台，2021年湖北公司已过户至公司名下。
中国神华（69.6%）	45	0	0	1	46	煤炭业务整合平台，2025年完成杭锦能源收购。
龙源技术（28.9%）			-			科环集团等主要股东承诺公司为下属从事电力领域燃烧控制设备系统的开发制造与调试的唯一平台。
英力特（51.2%）			-			从事化学品制造行业。
未上市电力资产	83	5	25	30	145	
国家能源集团	211	21	66	56	355	

数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图1、公司股权结构（截至 2025H1 末）

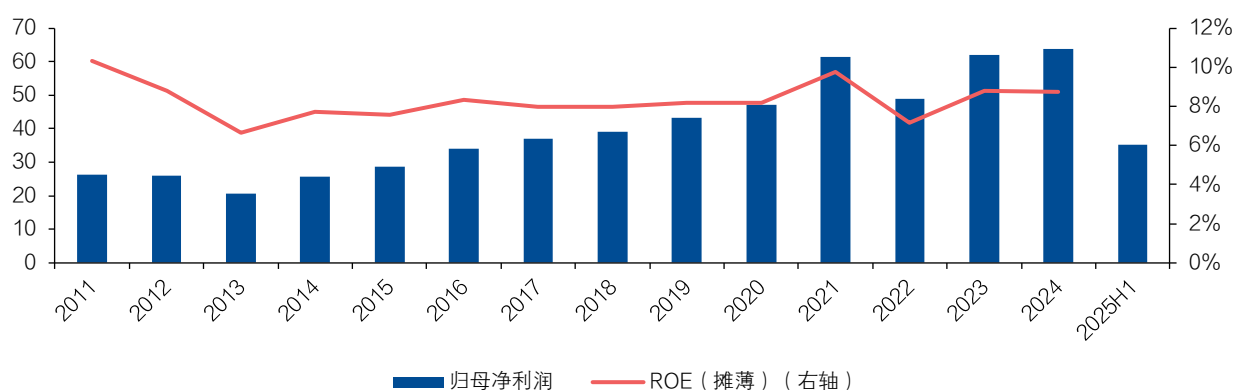


数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资产历史盈利稳定性相对较高，度电收入近年降幅整体可控。复盘公司盈利情况，我们发现其 ROE（摊薄）水平长期维持在 8-9% 区间。2011 年以来，公司年度业

绩曾出现两次下滑：2013 年因所获减排政府补助降低叠加生物质公司计提减值准备，归母净利润同比-21%；2022 年因风电计提大额减值&风资源偏弱，叠加新能源入市价格走低，归母净利润同比-20%。电价方面，我们测算 2017 年以来公司风电度电收入由 0.5 元/度震荡下行至 2024 年 0.47 元/度，整体降幅可控，度电经营利润（息税前利润）由 0.24 元/度震荡下行至 2024 年 0.20 元/度。2025H1 由于电价承压及风况不佳，风电板块度电收入同比-0.032 元/度，度电营业利润同比-0.034 元/度至 0.19 元/度。

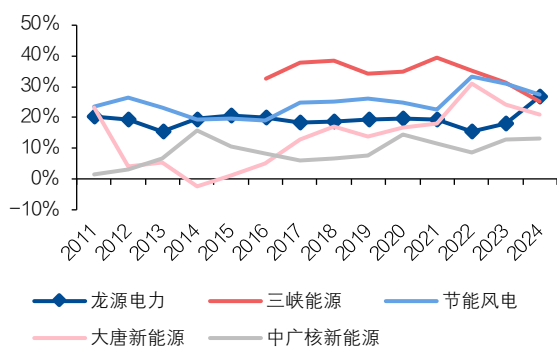
图2、龙源电力盈利情况复盘（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

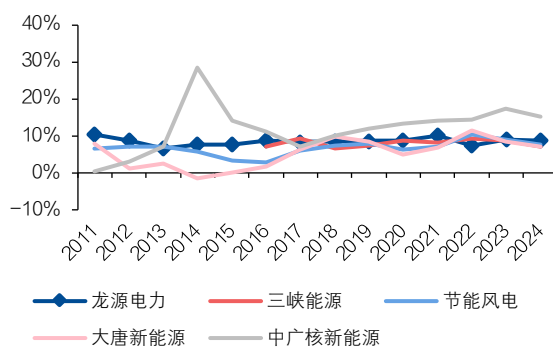
备注：数据为年报原始披露数据，不含追溯调整

图3、可比公司销售净利率对比



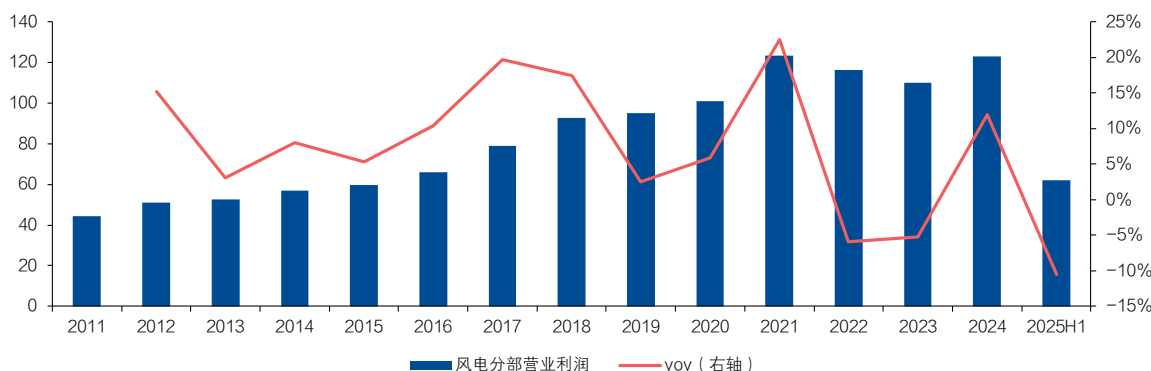
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、可比公司摊薄 ROE 对比



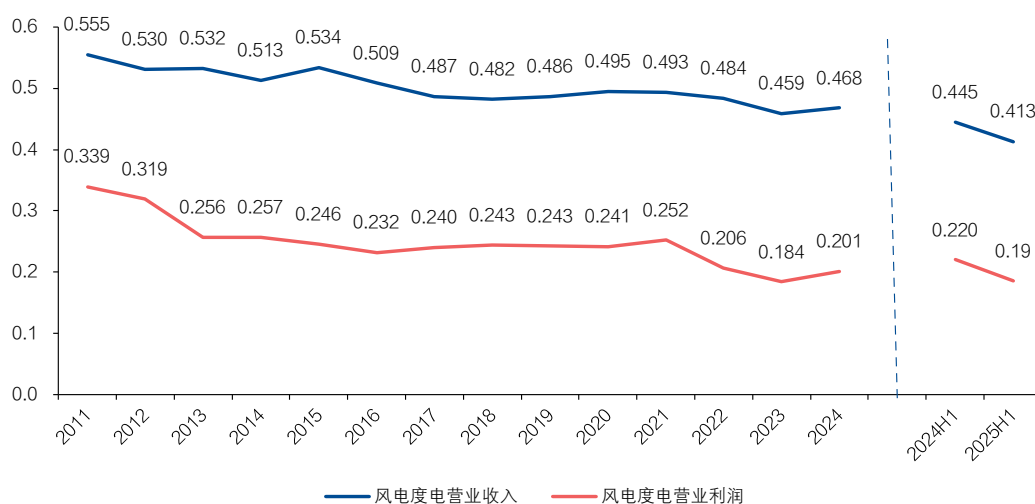
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、龙源电力风电分部营业利润复盘（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、龙源电力风电收入及利润情况复盘（元/千瓦时）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

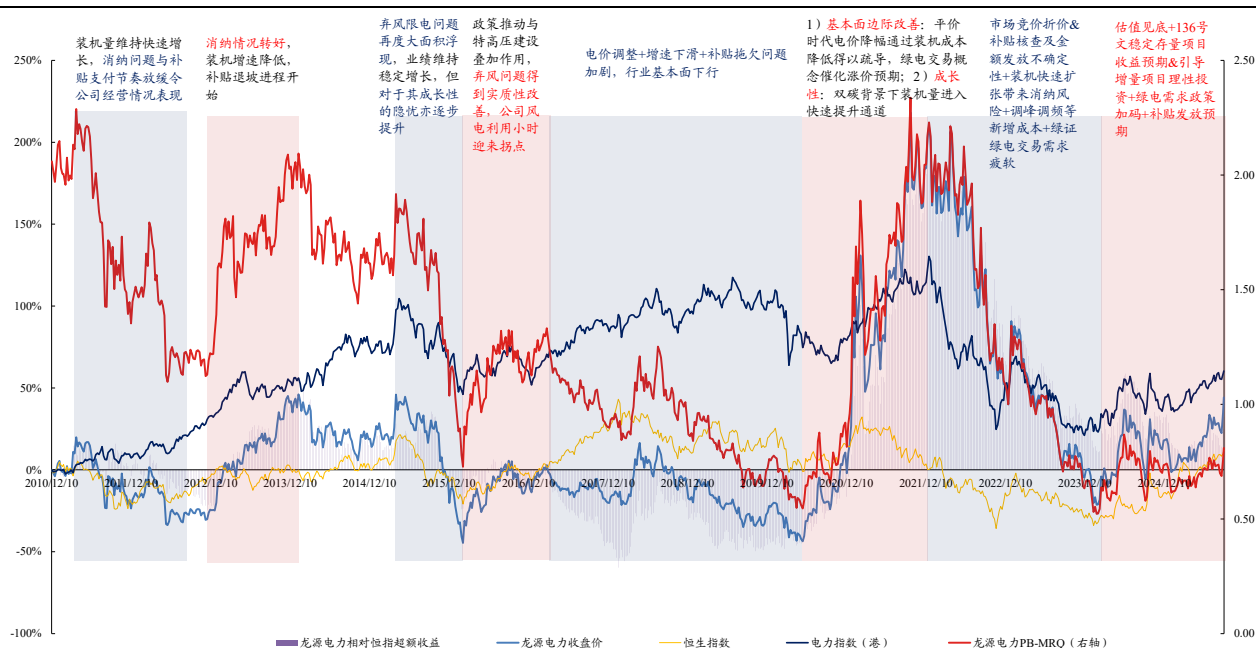
注：半年度度电营业收入及利润采用期内发电量进行测算。

复盘公司股价，龙源电力上市十余年，贯穿了国内新能源发电行业由补贴到平价、由保量保价收购到入市竞价上网的转变过程；此期间内估值水平出现数次大幅波动。在回顾过其发展过程后，我们发现对于新能源运营商估值造成实质性影响的因素可大致归因为以下五类：**1、电价预期；2、消纳问题；3、装机量增速；4、补贴支付节奏；5、装机成本。**

其中，2021年9月至2024年2月龙源电力（H）PB估值自顶部**2.34x**大幅降至底部**0.52x**，该期间伴随各地保障收购小时数下降、市场化电量快速提升，折价交易导致并网电价中枢明显降低，同时由于补贴项目核查及金额发放节奏存不确定性，收入端呈现下行趋势；且消纳问题带来的配储、调峰等系统性支出亦对项目收益率有所拖累，市场对于风光盈利水平及未来发展存忧。2024年2月2日至2025年9月9日公司PB估值自**0.52x**回升至**0.81x**，该期间估值触底后反弹，

伴随国家更加重视行业装机增速和合理收益率的平衡，136 号文下发、补贴发放加快、绿电强制消费政策加码，基本面拐点有望加速到来，目前估值仍然处于历史偏底部区间。

图7、龙源电力（H）股价走势与估值复盘



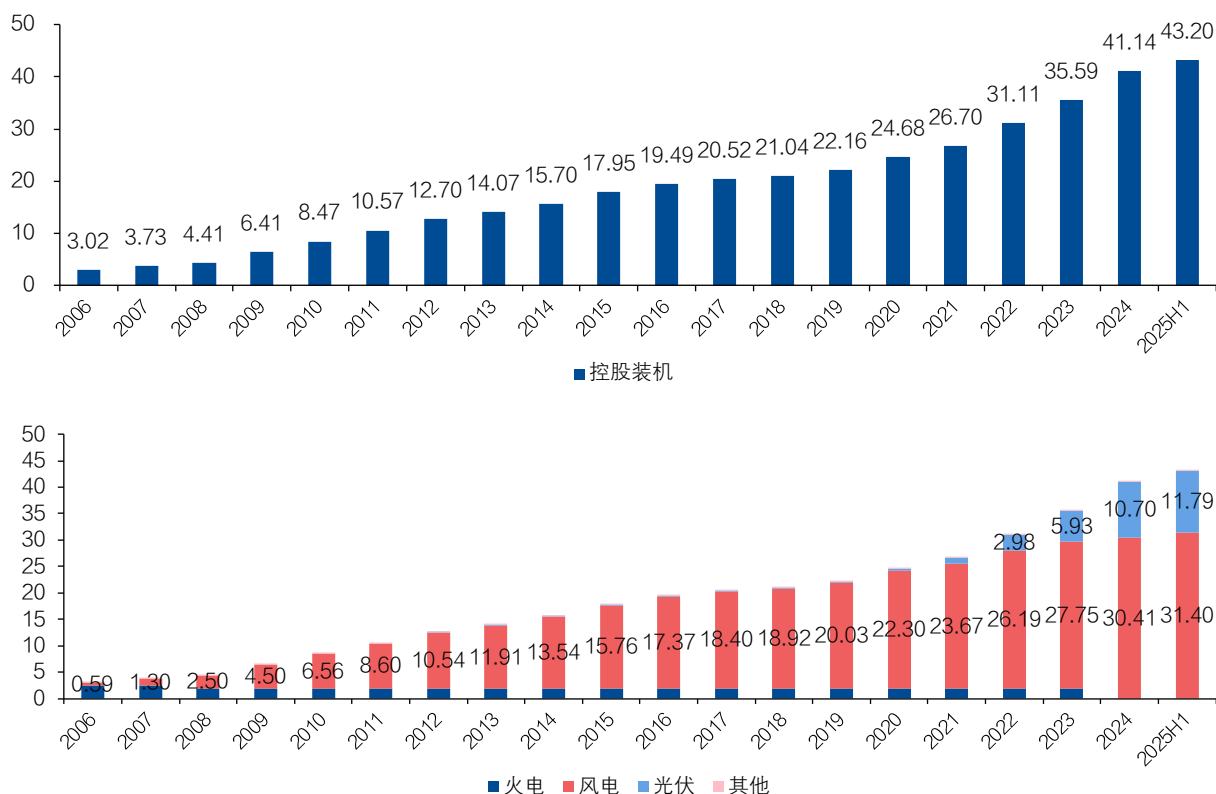
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、量：资产注入持续推进，优质海风储备充足

● 存量资产梳理：拥有超 30GW 风电机组，利用小时领先全国均值

公司风电装机规模领跑行业，2025H1 控股风机超 30GW。公司为国内最早的专业风电开发商，除十三五中期装机增速阶段性放缓外，公司风电装机规模保持稳健增长；十四五以来公司加快布局光伏业务，驱动总装机容量快速提升，2024 年公司新增装机规模 7.48GW，其中风电 2.65GW、光伏 4.83GW，2025H1 新增装机规模 2.05GW，其中风电 0.99GW、光伏 1.10GW。截至 2025 年上半年公司控股风电装机 31.40GW，占总体装机 72.68%，其中据我们不完全统计海上风电装机约为 2.6GW，控股光伏装机 11.79GW，占总体装机 27.31%。

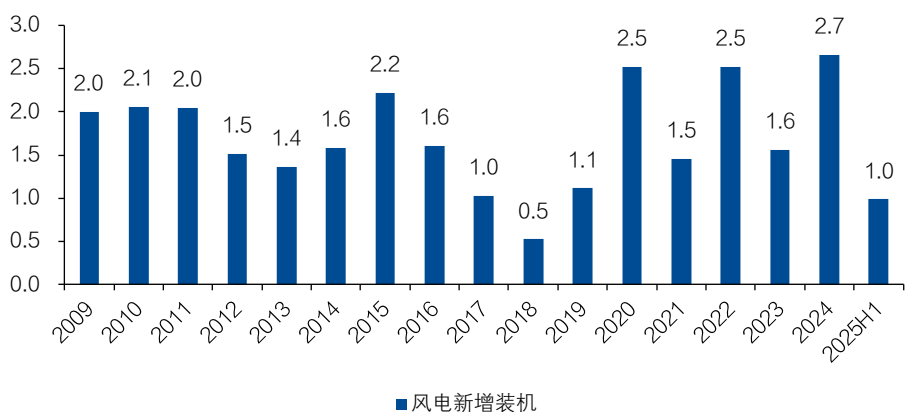
图8、龙源电力历年累计装机梳理（GW）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：据不完全统计，截至 2024 年末公司海上风电装机约为 2.6GW。

图9、龙源电力历年新增风电装机梳理（GW）

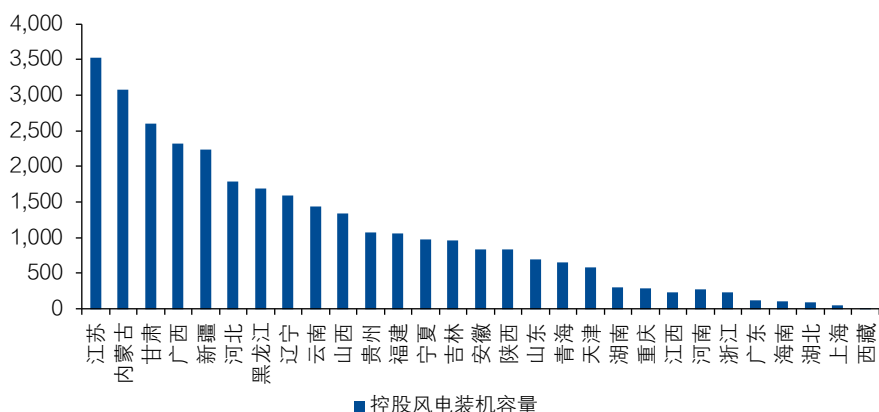


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

存量机组重点布局优质资源区与负荷中心，风电机组利用小时领先全国平均。公司风电机组覆盖全国 29 个省区，截至 2025H1 西北/华北/华东风电装机占比分别为 23.5%/21.9%/17.2%。据我们不完全统计，2016-2021 年公司在江苏、福建分别投产海上风电 1.71GW 和 0.38GW，故期内华东及华南地区新增风电装机占比 43.2%，而 2022-2025H1 期间因海风建设放缓，新增装机主

要向华南（广西陆风）、西北区域倾斜。利用小时方面，2011 年以来公司风电利用小时数保持较全国均值高 60-160h，2024 年由于区域内平均风速下降 0.2 米/秒，利用小时数同比-156h 至 2190h，但仍高出全国平均水平 63h，2025 年上半年来风偏弱延续，利用小时数为 1102h（同比-68h），较全国高 15h。

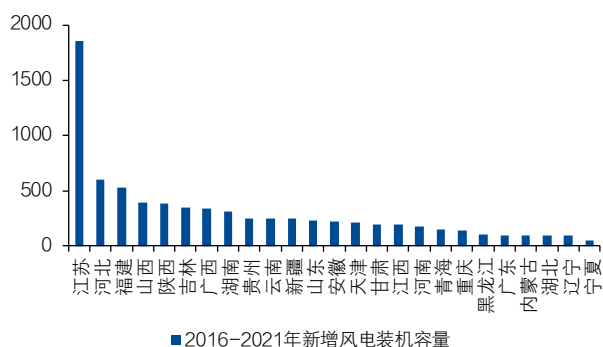
图10、控股装机区域分布（截至2025H1末）（MW）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

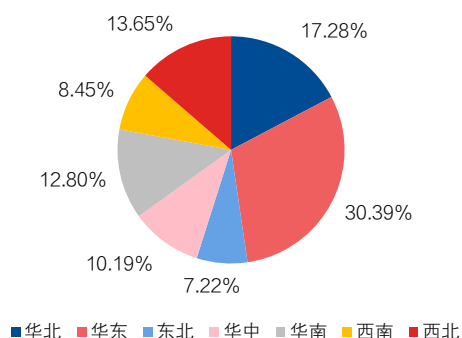
注：其中，江苏海上风电装机 2.19GW，占公司于江苏省装机的 62%，福建海上风电装机约 0.40GW，占比约 38%。

图11、各省新增风电装机(2016-2021年)(MW)



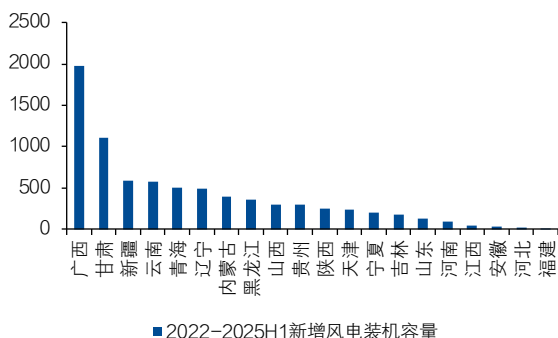
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：新增装机容量采用期末装机容量-期初装机容量近似。

图12、新增风机区域分布（2016-2021年）



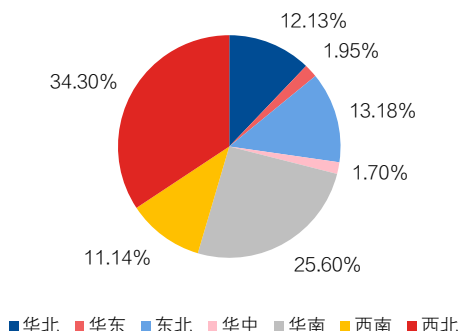
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：新增装机容量采用期末装机容量-期初装机容量近似。

图13、各省新增风电装机 (2022-2025H1) (MW)



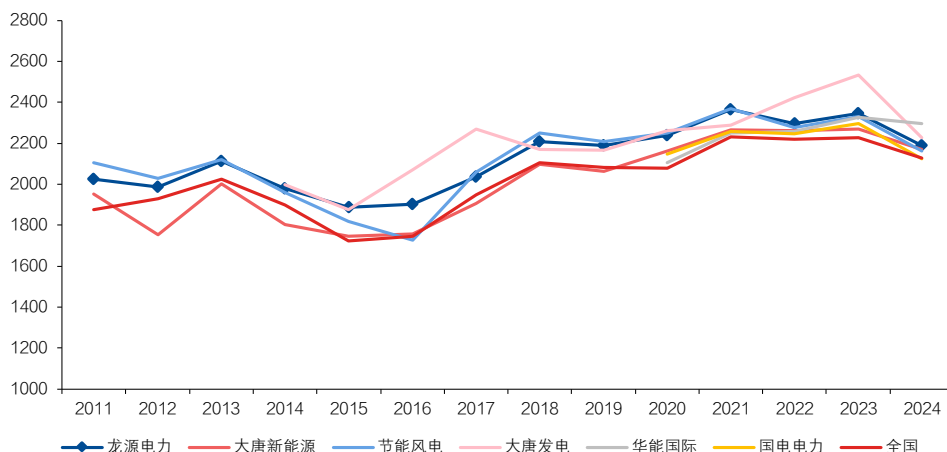
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：新增装机容量采用期末装机容量-期初装机容量近似。

图14、新增风机区域分布 (2022-2025H1)



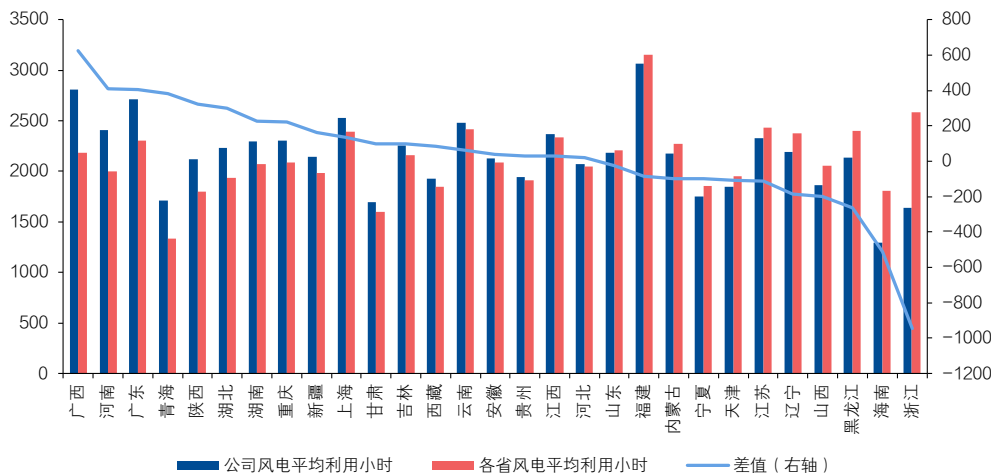
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：新增装机容量采用期末装机容量-期初装机容量近似。

图15、全国性企业风电利用小时数梳理 (小时)



数据来源：各公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、2024 年分省区风电利用小时数对比 (小时)



数据来源：公司公告，中国电力智库，兴业证券经济与金融研究院整理

- 增量资产展望：集团资产注入进行中，海风&以大代小储备充足，136 号文影响下现金流或有望逐步修复

集团资源储备雄厚，资产注入有望逐步推进。2024 年 7 月，集团公告拟分批向公司注入约 4GW 新能源机组；同年 10 月公司披露首批资产收购计划，涉及风光装机合计 2.03GW(主体部分已于 2024 年 11 月完成交割)。截至 2024 年末，集团内存量在运未上市风电资产约 25GW，且此前规划于 2028 年 1 月前将相关资产在符合条件时注入。此外，集团体内在建项目储备丰富，包括国能蒙东莫旗风电（规划装机 60 万千瓦）等大基地外送项目，未来亦有望纳入注入考量。

表2、2024 年 10 月注入资产详情

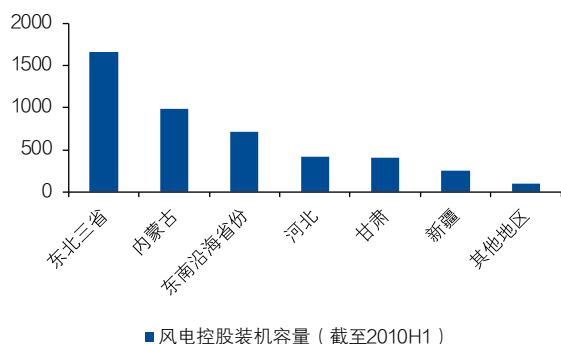
标的公司	拟收购股权比例	在运装机（万千瓦）		在建装机（万千瓦）		装机容量（万千瓦）	权益装机（万千瓦）	收购对价（亿元）	PB	备注
		风电	光伏	风电	光伏					
莒南新能源	64%	5.0	0.0			5.0	3.2	0.7	1.0	
湖口风电	60%	4.8				4.8	2.9	0.7	1.1	
甘肃风电	51%	19.9	43.0			62.9	32.1	5.3	1.1	
夏河新能源	100%				10.0	10.0	10.0	0.3	1.0	已于 2024 年 11 月完成交割
民勤风电	51%			10.0		10.0	5.1	0.7	1.1	
武威新能源	100%				10.0	10.0	10.0	0.8	1.0	
北山新能源	100%				0.6	0.6	0.6	0.1	2.3	
藤县能源发展	51%	70.0	2.1	22.0	6.0	100.1	51.0	8.3	1.1	
合计		99.6	45.1	32.0	26.6	203.3	114.8	16.9	1.1	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：PB=收购对价/（拟收购股权比例*2024H1 末公司净资产）。

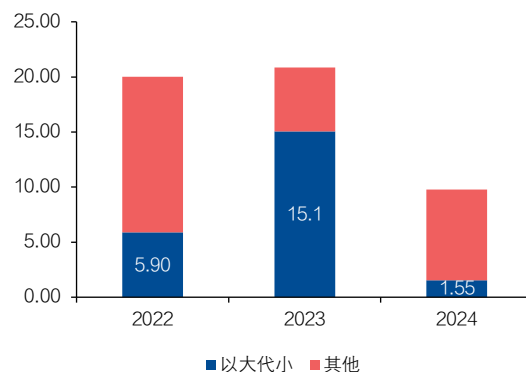
以大代小释放存量资源潜力，海风储备丰富有望增厚业绩。公司较早布局风电行业，截至 2010 年上半年公司在运装机合计 4.55GW，主要位于东北、华北等风资源优渥地区。2022-2023 年公司以大代小项目计提 20.97 亿元减值，此轮相关资产清理或已近尾声，参考已投产以大代小项目，项目利用小时可提升 20-50%，盈利能力有望明显提升。同时公司海风储备充足，据我们不完全统计海风储备项目超 5GW，在江苏、福建、海南等多省份皆有分布，考虑到海风资源禀赋和消纳优势，项目投产有望为公司利润增长提供支撑。

图17、截至 2010H1 末公司风电装机分布（MW）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、公司资产减值损失分拆（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、公司部分投产及储备以大代小项目梳理

项目名称	类型	区域	装机容量(MW)		预计利用小时 (小时)	2024 年公司当地平均利用小时 (小时)
			改造前	改造后		
龙源电力如东环港风电场增容改造项目	增容改造	江苏	101	356	2137	1764
江苏如东二期风电特许权项目扩建项目	增容改造		101	349		
莆田南日岛三期 120 兆瓦风电增容技改项目	增容改造	福建	48	120	2742	3068
甘肃公司玉门风电场“以大代小”等容改造项目	等容改造	甘肃		209	2342	1693
甘肃向阳风电厂一期	等容改造			50		
黑龙江依兰云岭 49.3MW 等容量升级改造项目	等容改造	黑龙江		49	2996	2140
黑龙江伊春石帽顶子 30.6MW 等容量升级改造项目	等容改造			31		
黑龙江依兰马鞍山 98.6MW 等容量升级改造项目	等容改造			99		
龙源布尔津县天润“以大代小”技改增容扩建项目	增容改造	新疆	50	100		
达坂城风电二场“以大代小”增容技改项目	增容改造		90	222	3865	
龙源石人“上大压小”风电项目	等容改造	河北				
浙江温岭东海塘风电场等容改造项目	等容改造	浙江		12		
广东阳江江海陵岛鹅岭风电场项目	等容改造	广东		26		
宁夏贺兰山“以大代小”等容技改项目	等容改造	宁夏	80	80	2428	1755
宁夏贺兰山“以大代小”增容技改项目	增容改造			200		

数据来源：公司公告，国能 e 招，北极星风力发电网，风芒能源，龙船风电网，风电之音，兴业证券经济与金融研究院整理

注 1：项目预计利用小时数根据新闻测算，或与投产后实际运营情况存在出入；

注 2：2024 年公司当地利用小时数为陆风与海风的平均利用小时，其中海风装机约 0.4GW。

表4、公司储备海风项目梳理

项目名称	区域	预计利用小时（小时）
东方 CZ8 场址 50 万千瓦海上风电项目	海南	约 3100
国能龙源射阳 100 万千瓦海上风电	江苏	3300+
江苏 160 万千瓦竞配厂址包		约 2812.5
福建马祖岛 30 万千瓦海上风电	福建	4586
福建 40 万千瓦湄洲湾外海海上风电项目		4332
福建福鼎 B-1 区 70 万千瓦海上风电场项目		
浙江苍南 5 号 80 万千瓦海上风电项目	浙江	
广东江门 40 万千瓦海上风电项目	广东	约 3750

数据来源：公司公告，风能专委会 CWEA，北极星风力发电网，风芒能源，深远海风电，龙船风电网，可再生能源观察，基础集团工会，兴业证券经济与金融研究院整理

注：根据网络公开信息进行不完全统计，仅供参考。

136 号文影响下绿电资本开支或趋于理性，公司现金流压力有望逐步改善。

目前各省下发的 136 号文细则均呈现“稳存量，卷增量”的政策理念，投资主体对于新项目开发或将更为谨慎。虽然国家及公司十五五规划暂未出台，但我们根据对增量绿电机制电量具有重要指引的非水可再生能源消纳指标进行测算，若假设各省以新增风光装机 1:1 比例承担 2025 年较 2024 年的消纳增量，全国预计需新增绿电装机约 231GW。另外六部门此前发布《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》，规划至 2030 年可再生能源消费量达 15 亿吨标准煤以上（2025 年规划值为 11 亿吨），假设风光新增装机 1:1、风光利用小时数分别为 2200/1200h，我们测算十五五期间全国需新增风光装机约 784GW，年均新增仅约 157GW。

表5、各省非水可再生能源消纳权重对应装机增量测算

省份	非水可再生能源电力消纳比重			预计新增装机容量（GW）		
	2025A	2024A	yoy（25 年与 24 年差值）	光伏	风电（沿海省份包括海风）	合计
山东	25.6%	19.5%	6.1 pct	12.92	12.92	25.83
新疆	21.4%	13.5%	7.9 pct	11.89	11.89	23.78
江苏	20.2%	16.1%	4.1 pct	8.92	8.92	17.85
广东	12.9%	9.0%	3.9 pct	9.17	9.17	18.35
云南	28.7%	18.1%	10.6 pct	8.77	8.77	17.54
河北	27.9%	23.7%	4.2 pct	5.76	5.76	11.53
浙江	15.1%	12.3%	2.8 pct	5.14	5.14	10.28
广西	23.1%	16.5%	6.6 pct	4.65	4.65	9.30
安徽	24.3%	20.3%	4.0 pct	7.10	3.55	10.64
湖北	22.3%	17.5%	4.8 pct	4.76	4.76	9.52
内蒙古	30.0%	27.0%	3.0 pct	4.41	4.41	8.82
江西	22.4%	18.0%	4.4 pct	3.06	3.06	6.12
陕西	24.1%	20.5%	3.6 pct	3.31	3.31	6.61
河南	30.0%	28.0%	2.0 pct	3.02	3.02	6.03
福建	14.5%	11.5%	3.0 pct	2.27	2.27	4.54
四川	11.9%	9.5%	2.4 pct	2.83	2.83	5.67
辽宁	25.1%	21.0%	4.1 pct	2.73	2.73	5.45
湖南	25.7%	22.5%	3.2 pct	2.52	2.52	5.04
海南	23.8%	17.5%	6.3 pct	3.05	1.30	4.35
北京	28.9%	23.8%	5.1 pct	2.19	2.19	4.38

贵州	19.6%	16.5%	3.1 pct	2.12	2.12	4.24
天津	28.9%	22.2%	6.7 pct	2.15	2.15	4.30
上海	10.7%	8.0%	2.7 pct	1.42	1.42	2.84
甘肃	30.0%	27.5%	2.5 pct	1.62	1.62	3.24
山西	28.1%	26.5%	1.6 pct	1.44	1.44	2.88
重庆	10.8%	9.0%	1.8 pct	1.07	1.07	2.13
黑龙江	30.0%	30.0%	0.0 pct	0.00	0.00	0.00
宁夏	30.0%	30.0%	0.0 pct	0.00	0.00	0.00
吉林	30.0%	30.0%	0.0 pct	0.00	0.00	0.00
青海	30.0%	30.0%	0.0 pct	0.00	0.00	0.00
合计	23.5%	19.9%	3.7pct	118.27	112.98	231.25

数据来源：国家发改委办公厅，国家能源局，中国电力智库，海洋开发咨询，深远海风电，南方能源观察，兴业证券经济与金融研究院整理

注 1：合计非水可再生能源电力消纳比重为各省消纳比重的算术平均；

注 2：假设 2025 年各省用电增速为 2024 年各省用电增速减 2pct；

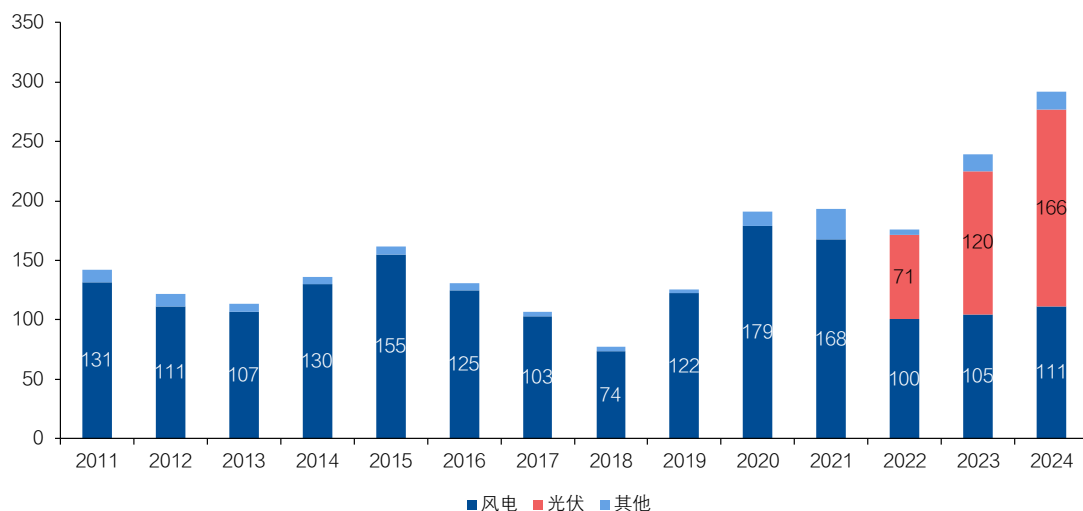
注 3：假设新增风光装机占比 1:1，沿海省份风电新增装机中陆风海风占比 1:1；

注 4：各省区光伏、陆上风电利用小时数取当地 2024 年光伏与风电平均利用小时，海上风电利用小时参考已建项目，假设福建省 4200 小时、海南省 3500 小时、江苏省/山东省 3300 小时、广东省/浙江省/上海市/河北省 3200 小时、广西省 3100 小时、辽宁省 3000 小时。

测算仅供参考。

近三年公司资本开支向光伏倾斜，其中 2024 年公司风光资本开支分别为 111、166 亿元，同比+6、+45 亿元，光伏大规模并网推动投资性现金流上行（2024 年同比+21.62%），自由现金流缺口由 100.12 亿元同比扩大至 121.40 亿元。若十五五公司绿电（尤其是光伏）项目扩张速度放缓，叠加优质海风项目逐步落地，公司现金流有望逐步修复。

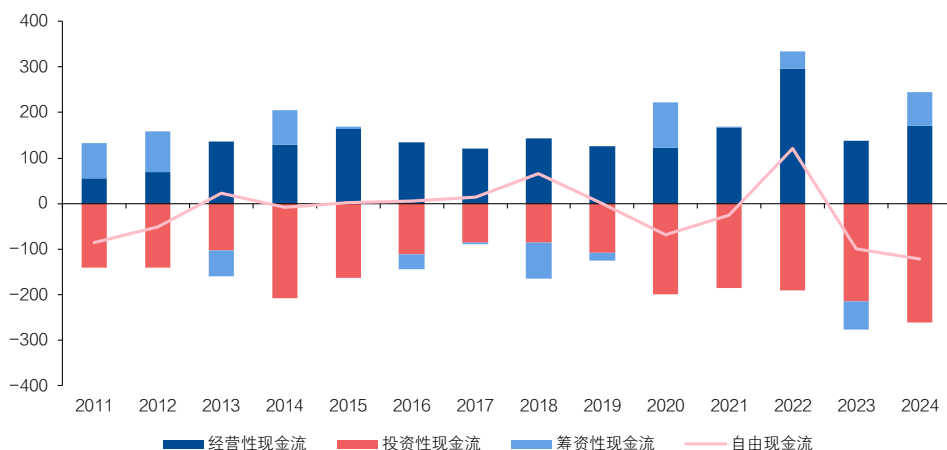
图19、龙源电力历年资本开支梳理（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：光伏业务资本开支自 2022 年单列，此前包括在“其他”项目中。

图20、公司历年现金流梳理（亿元）



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

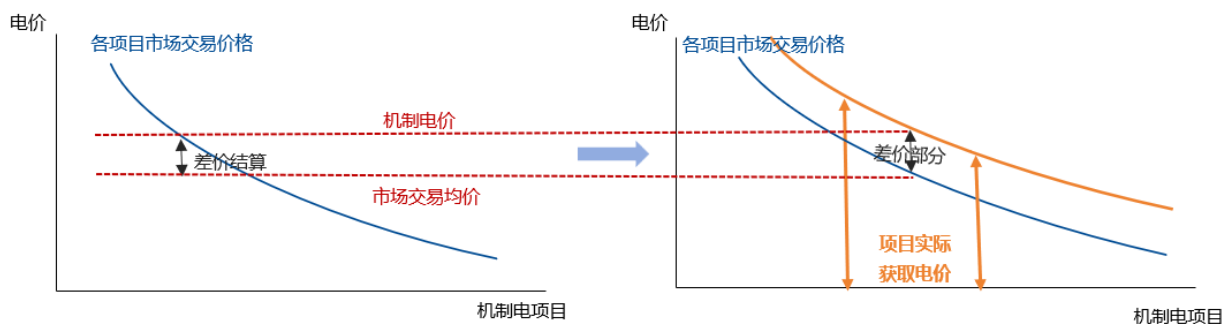
注：自由现金流=经营性现金流-资本性支出。

三、价：风电具备竞价优势，静待国补回款&环境溢价释放

● 市场化电价：公司近年电价降幅可控，风电竞价优势有望护航电价水平

136 号文下项目竞价能力将成为影响盈利水平的关键因素。136 号文规定对纳入机制的电量按照机制电价开展差价结算，具体而言，项目上网收入=上网电量*项目市场化电价+机制电量*(机制电价-市场交易均价)=机制电量*(项目市场化电价-市场交易均价+机制电价) +非机制电量*项目市场化电价。即对于纳入机制电量的部分，差价结算统一取市场交易均价与机制电价差值，若项目自身交易电价较市场均价高便可获取更高综合电价与超额收益。

图21、机制电量收入模式

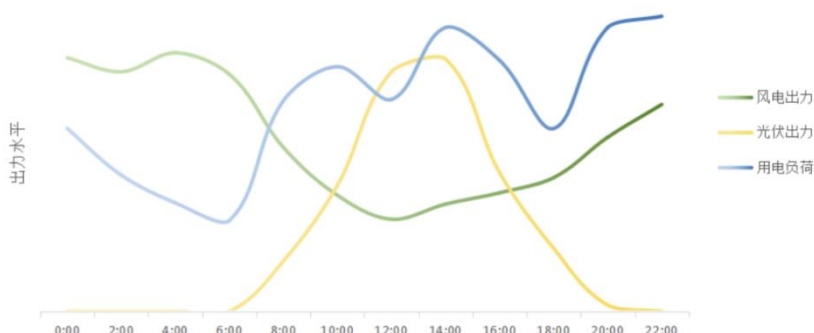


数据来源：发改委，国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

风电出力曲线优势&集团火电资源护航公司消纳与竞价水平。相较于光伏发电，风电出力曲线更加平滑且与负荷曲线具有更高匹配度，故其市场电价水

平往往高于光伏。如 2024 年新疆风电市场化交易均价 235.32 元/兆瓦时，而光伏为 190.98 元/兆瓦时；2025 年上半年山西等现货连续运行省份风电现货结算均价均高于光伏。截至 2025H1 末公司风电装机占比 72.68%，风电资产在电力市场全面推进过程中的优势有望延续。此外，公司新能源机组布局与集团火电具有一定匹配性，公司可与集团火电资产协同进一步强化机组报价及消纳优势。

图22、典型风光出力曲线与用电负荷曲线对比



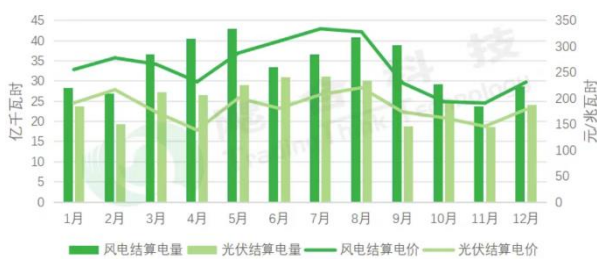
数据来源：龙源设计院，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、2024 年新疆市场化结算电价



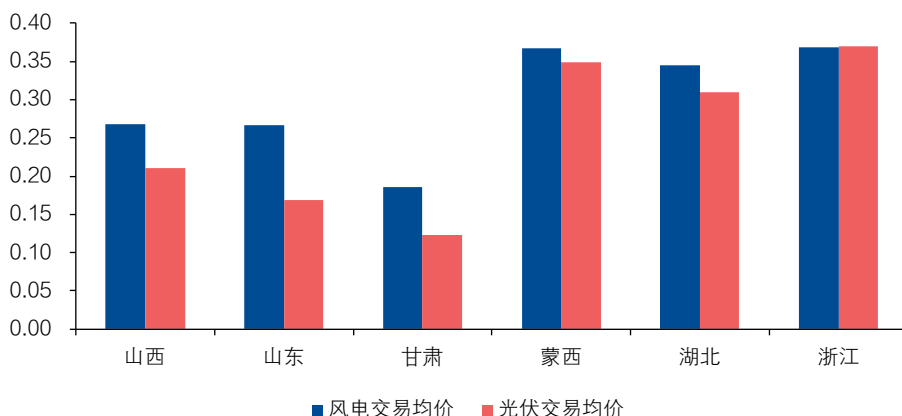
数据来源：爬合科技，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、2024 年甘肃市场化结算电价



数据来源：爬合科技，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、2024 年部分省份现货市场风电、光伏平均结算价格（元/千瓦时）



数据来源：兰木达现货，兴业证券经济与金融研究院整理

表6、2025 年上半年部分省份风光现货价格月度变化（元/千瓦时）

地区	类别	25M1	25M2	25M3	25M4	25M5	25M6
山西	光伏	0.09	0.08	0.09	0.08	0.10	0.15
	风电	0.19	0.19	0.23	0.25	0.25	0.24
山东	光伏	0.13	0.06	0.06	0.01	0.06	0.09
	风电	0.23	0.23	0.25	0.25	0.31	0.31
甘肃	光伏	0.13	0.11	0.14	0.08	0.14	0.13
	风电	0.29	0.33	0.31	0.19	0.23	0.18
蒙西	光伏	0.17	0.12	0.09	0.05	0.11	0.23
	风电	0.27	0.23	0.16	0.11	0.15	0.27
湖北	光伏	0.20	0.23	0.16	0.17	0.19	0.17
	风电	0.33	0.35	0.27	0.36	0.32	0.23
浙江	光伏	0.24	0.26	0.21	0.22	0.14	0.14
	风电	0.25	0.34	0.31	0.29	0.27	0.20
安徽	光伏	0.17	0.14	0.16	0.16	0.18	0.12
	风电	0.25	0.25	0.30	0.30	0.31	0.18
陕西	光伏	0.15	0.10	0.09	0.08	0.10	0.12
	风电	0.35	0.22	0.23	0.21	0.19	0.22

数据来源：兰木达电力现货，兴业证券经济与金融研究院整理

我们对比新能源平价以来全国性风电运营商的电价变动情况，2022-2024 年公司风电不含税电价分别同比-1.64%/-4.99%/+1.97%，较其他运营商降幅相对可控。2024 年由于高电价项目售电量占比提升（如江苏海风、福建项目等），风电电价小幅回升。

表7、平价以来各公司风电电价及同比变化情况对比（元/千瓦时，不含税）

公司	2021 电价	2022 电价	yoy	2023 电价	yoy	2024 电价	yoy
龙源电力	0.489	0.481	-1.64%	0.457	-4.99%	0.466	1.97%
三峡能源	0.456	0.514	12.63%	0.492	4.15%	0.453	-7.94%
节能风电	0.411	0.444	8.16%	0.424	-4.58%	0.419	-1.13%
华电新能	0.452	0.452	0.07%	0.436	-3.57%	0.400	-8.31%
华能国际	0.512	0.500	-2.34%	0.472	-5.50%	0.452	-4.29%
大唐发电	0.470	0.476	1.20%	0.448	-5.94%	0.405	-9.58%
国电电力	0.466	0.480	2.88%	0.444	-7.41%	0.420	-5.52%

数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：节能风电、华能国际与国电电力数据为含税上网电价/1.13。

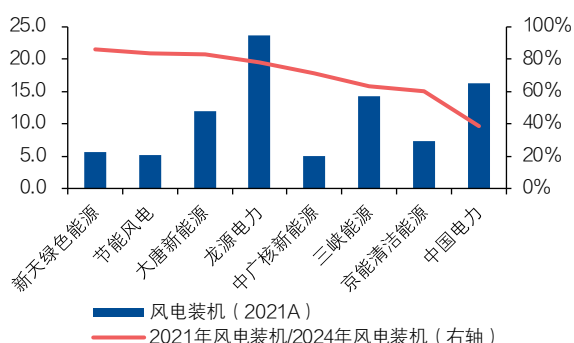
● 国补回款：公司补贴项目占比较高，静待补贴回款带来现金流与估值改善

补贴项目占比偏高，化债背景下国补回款有望加速。截至 2021 年末公司风电装机容量 23.67GW，占 2024 年末风电累计装机的 77.83%（补贴项目占比偏高）；截至 2025H1 末公司应收账款规模为 494.55 亿元，占当期净资产的 56.13%，占 2025 年 9 月 9 日港股收盘总市值的 81.97%。

2023 年 1 月全国第一批合规可再生能源项目清单已下发，目前第二批清单仍在核查中，进入清单后项目有望优先获取补贴，我们了解到多数央企补贴

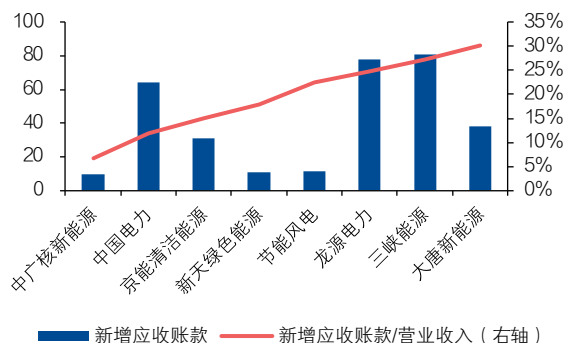
项目已大部分进入第一批合规清单。此外，2022 年国家电网、南方电网已成立北京、广州可再生能源发展结算服务公司承担可再生能源补贴资金管理业务，明确在财政拨款基础上，补贴资金缺口按照市场化原则通过专项融资解决，我们认为后续在“化债”主题下，若有相关补贴资金政策出台，公司现金流具备较大修复空间。

图26、主要绿电公司 2021 年风电装机容量 (GW)



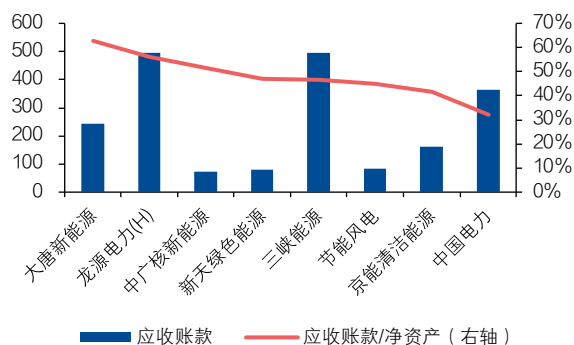
数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、主要绿电公司 2024 年新增应收账款规模 (亿元)



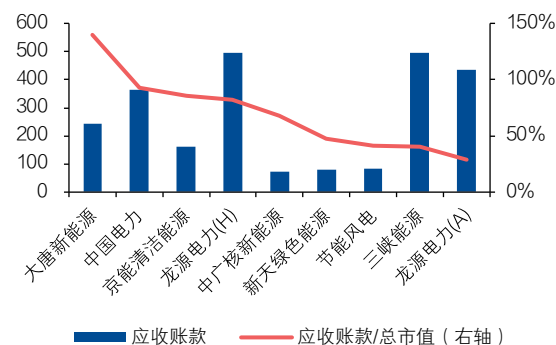
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：新天绿色能源采用绿电板块营业收入数据。

图28、主要绿电公司应收账款与净资产情况 (亿元，截至 2025H1)



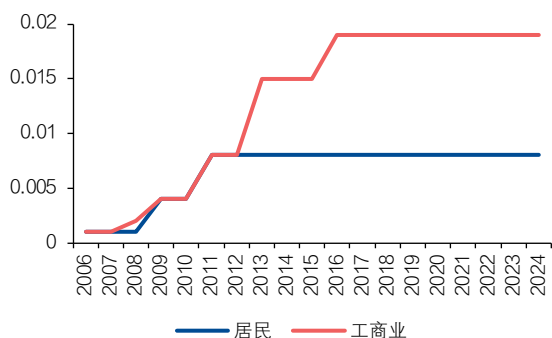
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：新天绿色能源采用绿电板块净资产数据。

图29、主要绿电公司应收账款与总市值情况 (亿元，应收账款截至 2025H1)



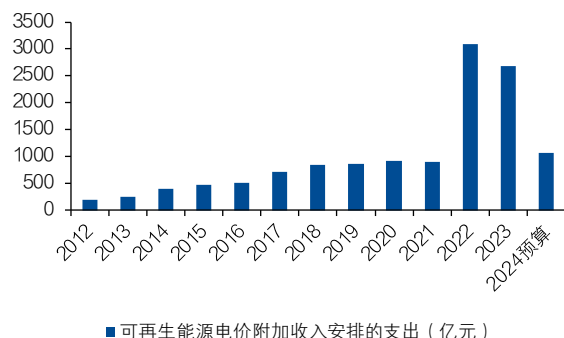
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：总市值及汇率数据对应日期为 2025 年 9 月 9 日。

图30、可再生能源附加电价（元/千瓦时）



数据来源：发改委，国际电力网，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、中央可再生能源基金支出情况

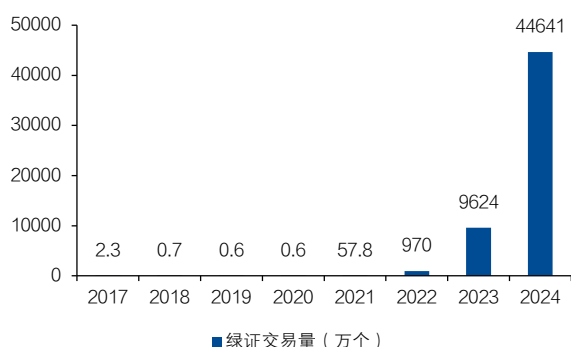


数据来源：财政部，兴业证券经济与金融研究院整理

● 环境溢价：绿证交易量价双升，高耗能绿电考核持续加码

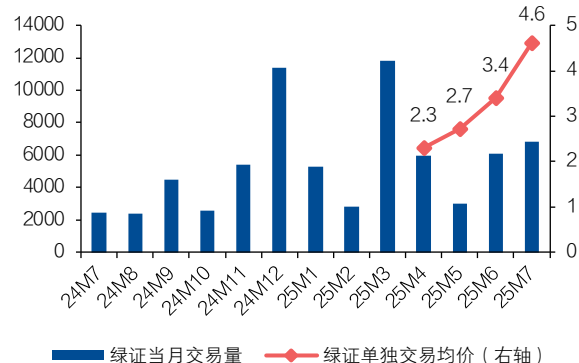
环境溢价企稳回升，公司已现增量潜能。此前我国绿证均价震荡下行，自2023年约30元/张跌至2025年初0.85-1.2元/张，伴随消费侧政策刺激，目前绿证价格已出现回升，据国家能源局，2025年6月绿证单独交易均价为3.40元/个，环比+24.77%，7月交易均价为4.61元/个，环比增长35.42%。我国绿电交易溢价亦呈增势，如2021-2023年国家电网经营区内绿电环境溢价从0.03元/度增长至0.065元/度。2024年公司完成绿证交易1023.54万张，同比+140.83%，绿电交易电量达67.01亿千瓦时，同比+288.84%，且依托集团协同管控优势，“国能e电”绿证交易管控中心保障公司绿证对内、对外交易渠道畅通。

图32、我国绿证交易量（万张）



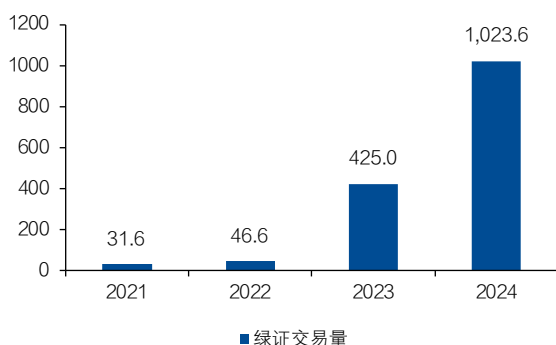
数据来源：中国绿色电力证书发展报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、我国绿证月度交易量及单独交易均价（左轴：万张，右轴：元/张）



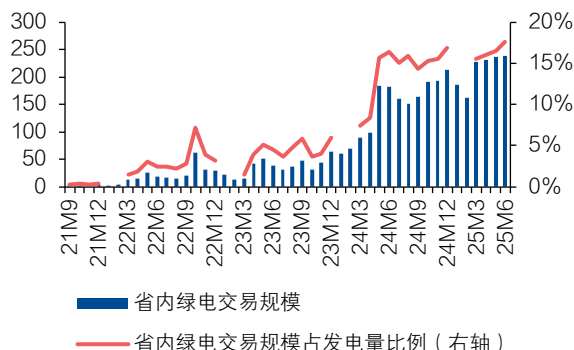
数据来源：国家能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、公司绿证交易量（万张）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、我国绿电交易规模（亿千瓦时）



数据来源：中电联，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

绿电强制消费政策加码，绿证市场交易活跃度有望提升。2025 年可再生能源消纳权重将电解铝行业绿电消费比例纳入考核范围，并同步将钢铁、水泥、多晶硅和国家枢纽节点新建数据中心提出绿电消费比例的监测指标。若上述行业均可完成指标，我们测算以 2024 年各高耗能行业用电量计，对应绿电耗电量合计约 6344 亿度，约占 2024 年全国风光发电量 46.8%。此外 136 号文规定机制电量不重复获得绿证收益，可交易绿证供给或短期收缩，绿证价格中枢有望持续抬升。

表8、高耗能行业绿电消纳量测算结果

考核行业	消纳权重均值		耗电量测算（亿度）	合计绿电耗电增量（亿度）	绿电耗电增量在 2024 年绿电发电量中的占比
	2024	2025			
电解铝	35.0%（只监测不考核）	37.5%	5941	2230	16.5%
钢铁	-	37.5%（只监测不考核）	4724	1774	13.1%
多晶硅	-	37.5%（只监测不考核）	992	372	2.7%
水泥	-	37.5%（只监测不考核）	1460	548	4.0%
数据中心	-	80.0%（只监测不考核）	1774	1419	10.5%

数据来源：发改委，国家能源局，Wind，iFinD，AICE 铝产业博览会，我的钢铁网，中国光伏行业协会，水泥网，《中国数据中心综合能耗及其灵活性预测》，兴业证券经济与金融研究院整理

注 1：消纳权重均值为各省区消纳权重的算术平均；

注 2：电解铝、钢铁、多晶硅与水泥单位耗电量取行业平均水平，其中电解铝耗电为 1.35 万千瓦时/吨、钢铁耗电 470 千瓦时/吨、多晶硅耗电量 5.45 万千瓦时/吨、水泥耗电量 80 千瓦时/吨，数据中心用电量为《中国数据中心综合能耗及其灵活性预测》测算数据。

四、盈利预测与估值

我们在对公司盈利进行预测时做出如下核心假设：

- **装机容量：**结合公司在建装机数据，我们假设公司 2025 年风电与光伏装机容量分别同比+2.85GW、+2.03GW 至 33.26GW 与 12.72GW，十五五期间公司新增装机回落，2026-2027 年公司每年新增风电装机 2.5GW、2.5GW，新增光伏装机 1.0GW、1.0GW。
- **利用小时：**结合 2025H1 公司风电发电量情况，我们假设公司 2025 年风电利用小时数同比-17 小时至 2050 小时，随后两年在海风与以大代小项目投产的推动下利用小时提升至 2100 小时与 2150 小时；假设 2025-2027 年光伏利用小时数为 1000、950、950 小时。
- **售电电价：**根据近年公司电价走势，我们预测 2025-2027 年公司风电售电电价同比-0.02、-0.01、-0.01 元/度，光伏售电电价同比-0.01、-0.01、-0.01 元/度。

故我们预测公司 2025-2027 年期间风电业务实现营业收入 290.92/318.71/341.99 亿元，同比+1.5%/+9.6%/+7.3%，光伏业务实现营业收入 33.49/34.67/35.94 亿元，同比+37.2%/+3.5%/+3.7%。

表9、公司分业务盈利预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
风电				
装机: GW	30.41	33.26	35.76	38.26
yoy (绝对值)	2.65	2.85	2.50	2.50
测算利用小时: 小时	2067	2050	2100	2150
售电量: 亿千瓦时	612.75	646.73	724.63	795.63
yoy	2.3%	5.5%	12.0%	9.8%
测算售电电价: 元/千瓦时,不含税	0.468	0.450	0.440	0.430
yoy (绝对值)		-0.018	-0.010	-0.010
营业收入: 亿元	286.66	290.92	318.71	341.99
yoy	4.3%	1.5%	9.6%	7.3%
光伏				
装机: GW	10.70	12.72	13.72	14.72
yoy (绝对值)	4.96	2.03	1.00	1.00
测算利用小时: 小时	977	1000	950	950
售电量: 亿千瓦时	82.49	117.11	125.63	135.13
yoy	60.9%	42.0%	7.3%	7.6%
测算售电电价: 元/千瓦时,不含税	0.296	0.286	0.276	0.266
yoy (绝对值)		-0.010	-0.010	-0.010
营业收入: 亿元	24.41	33.49	34.67	35.94
yoy	73.4%	37.2%	3.5%	3.7%
营业总收入: 亿元	313.70	327.03	356.01	380.55
yoy	5.9%	4.2%	8.9%	6.9%
经营开支: 亿元	-199.53	-209.22	-222.46	-236.14
yoy	3.2%	4.9%	6.3%	6.1%
其中:				
折旧与摊销	-115.59	-126.55	-136.38	-146.79
运维、职工薪资、管理费用	-57.51	-62.67	-66.09	-69.63
非流动资产减值	-10.20	-5.00	-5.00	-5.00
其他	-16.23	-15.00	-15.00	-14.72

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利预测：首次覆盖给与“增持”评级。短期业绩因绿电量价波动承压，海风及大基地等在手项目保障中长期成长性，看好公司作为头部风电企业的先发优势与

市场竞价优势,政策催化下有望率先受益行业估值修复。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别实现 64.31 亿元、72.20 亿元、79.34 亿元,同比+0.1%、+12.3%、+9.9%,对应 2025 年 9 月 9 日收盘价 PE 估值为 9.4x、8.4x、7.6x。

表10、可比公司盈利预测表 (亿人民币)

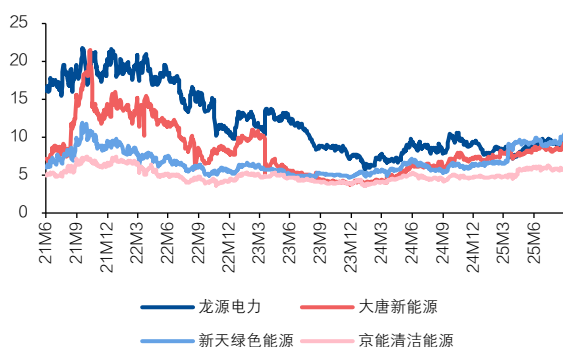
股票代码	公司	总市值	盈利预测				PE				PB (mrq)
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
0916.HK	龙源电力	603	63.8	64.3	72.2	79.3	9.5	9.4	8.4	7.6	0.81
0956.HK	新天绿色能源	170	16.6	21.3	22.0	28.5	10.2	8.0	7.7	6.0	0.76
1798.HK	大唐新能源	174	19.2	23.9	25.7	27.5	9.0	7.3	6.8	6.3	0.87
0579.HK	京能清洁能源	186	32.5	32.8	34.0	36.0	5.7	5.7	5.5	5.2	0.55

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注 1: 大唐新能源盈利预测为 wind 一致预期;

注 2: 汇率及市值数据采用 2025 年 9 月 9 日对应数据。

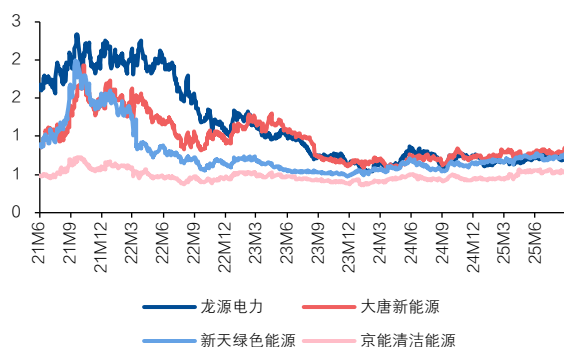
图36、港股绿电公司 PE-TTM



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 数据截至 2025 年 9 月 9 日。

图37、港股绿电公司 PB-MRQ



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 数据截至 2025 年 9 月 9 日。

五、风险提示

- **政策不及预期风险:** 电价机制改革等推进不及预期,影响行业盈利预期;
- **原材料成本大幅上涨风险:** 硅料等原材料价格上涨,提升单位投资成本压降盈利水平;
- **资源禀赋波动风险:** 重点区域风能与光照资源波动影响公司利用小时数;
- **电价下行超预期风险:** 新能源装机大规模入市或导致绿电市场化电价下行,压缩运营商盈利空间;
- **应收账款回收不及预期风险:** 国补回收不及预期影响公司现金流状况;
- **宏观经济波动风险:** 宏观经济增速放缓或抑制用电需求增长,造成消纳问题影响公司业绩。

附表
资产负债表

单位：百万人民币

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,125	10,125	18,426	28,730
应收账款及应收票据	43,526	48,749	53,624	57,914
预付款项及其他流动资产	2,773	2,891	3,147	3,364
存货	428	446	486	519
其他流动资产	866	885	925	958
流动资产合计	50,290	62,650	76,121	90,966
固定资产-物业、厂房及设备	181,223	190,631	200,594	210,595
使用权资产	7,044	7,044	7,044	7,044
其他非流动资产	18,811	18,810	18,810	18,810
非流动资产合计	207,078	216,485	226,448	236,449
资产总计	257,368	279,135	302,569	327,415
短期借款	55,637	60,850	63,374	67,999
应付账款及应付票据	5,997	5,697	5,583	5,472
其他流动负债	17,338	19,111	20,734	22,512
流动负债合计	78,972	85,658	89,691	95,982
长期借款	87,791	98,372	112,719	125,720
其他非流动负债	4,803	4,802	4,802	4,802
非流动负债合计	92,594	103,174	117,521	130,522
负债合计	171,566	188,832	207,212	226,503
股东权益合计(不含少数股东权益)	72,901	75,794	79,043	82,614
少数股东权益	12,901	14,509	16,314	18,297
股东权益合计	85,801	90,303	95,357	100,911

现金流量表

单位：百万人民币

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	10,320	9,788	10,990	12,077
折旧与摊销	11,746	12,655	13,638	14,679
应收账款及应收票据增加	-8,327	-5,223	-4,875	-4,290
其他	3,323	1,810	1,436	1,286
经营活动产生的现金流量净额	17,062	19,030	21,188	23,752
购买物业、厂房及设备,无形资产等的付款	-26,864	-22,563	-24,100	-25,180
投资活动产生的现金流量净额	-26,068	-22,563	-24,100	-25,180
债务净增	17,452	15,794	16,870	17,626
分配股利、偿付利息支付的现金	-5,506	-5,261	-5,657	-5,894
筹资活动产生的现金流量净额	7,353	10,533	11,213	11,732
现金及现金等价物净增加额	-1654	7000	8301	10304
期初现金及现金等价物余额	4811	3125	10125	18426
汇率变动对现金的影响	-33	0	0	0
现金及现金等价物期末余额	3125	10125	18426	28730

利润表

单位：百万人民币

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,370	32,703	35,601	38,055
其他收入	1,199	1,199	1,199	1,199
营业支出	-19,953	-20,922	-22,246	-23,614
营业利润	12,616	12,980	14,553	15,640
财务费用净额	-3421	-3357	-3728	-3728
联营公司及合营企业损益	165	165	165	165
除税前溢利	9,358	9,788	10,990	12,077
所得税	-1,673	-1,750	-1,965	-2,159
非持续经营业务利润	0	682	0	0
净利润(含少数股东权益)	8,368	8,038	9,025	9,918
净利润(不含少数股东权益)	6,425	6,431	7,220	7,934
归属普通股股东净利润	6,379	6,431	7,220	7,934

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入同比增速	-16.7%	4.2%	8.9%	6.9%
归母净利润同比增速	1.1%	0.1%	12.3%	9.9%
盈利能力				
毛利率	36.4%	36.0%	37.5%	37.9%
归母净利率	20.5%	19.7%	20.3%	20.8%
ROE	8.8%	8.5%	9.1%	9.6%

偿债能力

资产负债率	66.7%	67.6%	68.5%	69.2%
流动比率	0.64	0.73	0.85	0.95
速动比率	0.59	0.68	0.80	0.90

营运能力

总资产周转率	0.13	0.12	0.12	0.12
应收账款周转率	0.79	0.71	0.70	0.68
应付账款周转率	3.01	3.58	3.94	4.27

每股指标(元)

每股收益	0.76	0.77	0.86	0.95
每股经营现金流	2.04	2.28	2.53	2.84
每股净资产	8.72	9.07	9.46	9.88

估值比率

P/E	9.5	9.4	8.4	7.6
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7

数据来源：Wind；注：每股指标均按照最新股本摊薄计算，PE/PB以2025年9月9日股价计算。

分析师声明

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证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土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州建中建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENG DING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSHAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI' AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层 邮编：518035 邮箱：ir@xyzq.com.hk