

新能源

2025 年 10 月 31 日

龙源电力 (916 HK)

3 季度回收补贴金额超预期，运营端偏弱在预期之内

④ **前三季度盈利同比下跌 19.8%，但回收补贴金额超预期。**龙源电力今年前三季度净利润同比下跌 19.8% 至 46.1 亿元（人民币，下同），主因去年同期火电业务出售前盈利造成高基数，叠加风电折旧费用增速高于收入端，影响经营利润同比下跌。尽管盈利水平偏弱，但公司前三季度公司回收补贴金额达 92.5 亿元，同比增加 58 亿元，优于公司原预期。因此，公司前三季度的经营现金流同比上升 53% 至 158 亿元。

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

④ **预期四季度新增装机环比加快，公司维持全年新增 5GW 目标不变。**前三季度公司总新增装机容量 2.27GW，其中风/光新增装机容量分别达 1.13GW/1.17GW，3 季度单季环比分别增加 148MW/73MW。公司维持今年全年新增 5GW 的目标。前三季度，总发电量同比上升至 565.47 亿千瓦时，其中风/光发电量同比分别增 5.3%/77.9%。发电量增长主要来自装机容量的扩大。前三季度，风电利用小时同比减少 5.9%（95 小时）至 1,511 小时，限电率为 4.7%（同比升 0.75 个百分点），主要集中在河北、天津、宁夏、广西、蒙东等地区。光伏方面，利用小时数为 1,028 小时，与去年同期基本持平。前三季度风/光电平均电价分别为每千瓦时 0.423/0.269 元，同比下降 4%/3%

④ **退税政策调整预计对盈利有一定影响。**今年 10 月 17 日，国家三部委对新能源增值税退税政策进行调整：1）陆上风电自 2025 年 11 月起取消 50% 即征即退的增值税优惠；2）海上风电的退税优惠政策延续至 2027 年底。公司认为政策调整将一定程度影响风电业务盈利，同时取消增值税退税或将增加税负，进而影响项目收益。公司已启动内部测算与项目调整工作，将重新对所有新项目及未开工项目进行全面梳理与收益测算，以及将进一步优化采购及运维节奏来减低对盈利的影响。

④ **维持买入。**我们认为，投资者对公司目前面对限电及电价下跌的影响已有一定预期，公司今年以来回收补贴金额及经营现金流超预期，对公司净负债率的控制有正面作用。我们维持目标价 8.23 港元（基于 9 倍 2026 年预测市盈率的估值基准）以及**买入**评级。

图表 1: 2025 年前三季度业绩概要

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	9M24	9M25	同比(%)
收入	21,428	22,221	3.7
其他收入净额	887	828	(6.6)
经营开支	(12,731)	(13,960)	9.7
经营利润	9,584	9,089	(5.2)
财务费用净额	(2,493)	(2,546)	2.1
应占联营公司和合营企业利润	123	94	(23.7)
除税前利润	7,213	6,637	(8.0)
所得税	(1,208)	(1,209)	0.0
期间利润	6,005	5,428	(9.6)
终止经营期间利润	511	0	0
非控股权益持有人	(761)	(815)	7.1
净利润	5,755	4,613	(19.8)

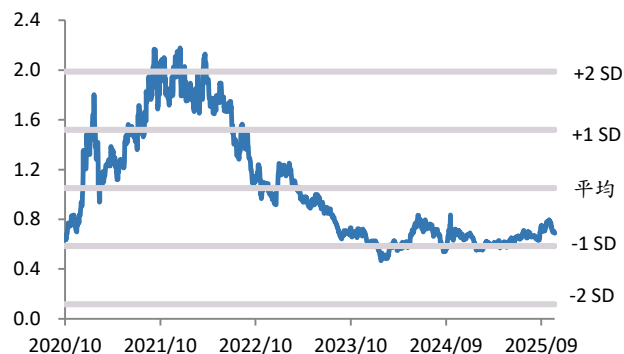
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 主要营运数据及预测

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

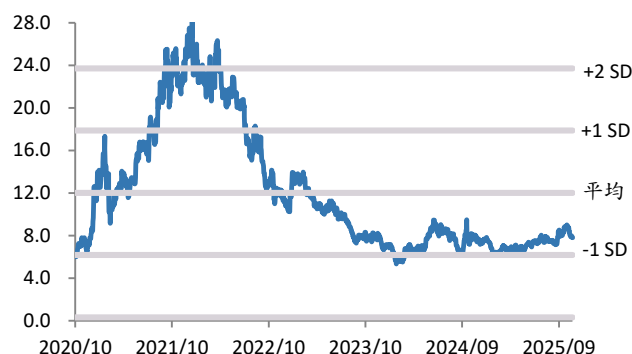
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 远期市净率 (倍)



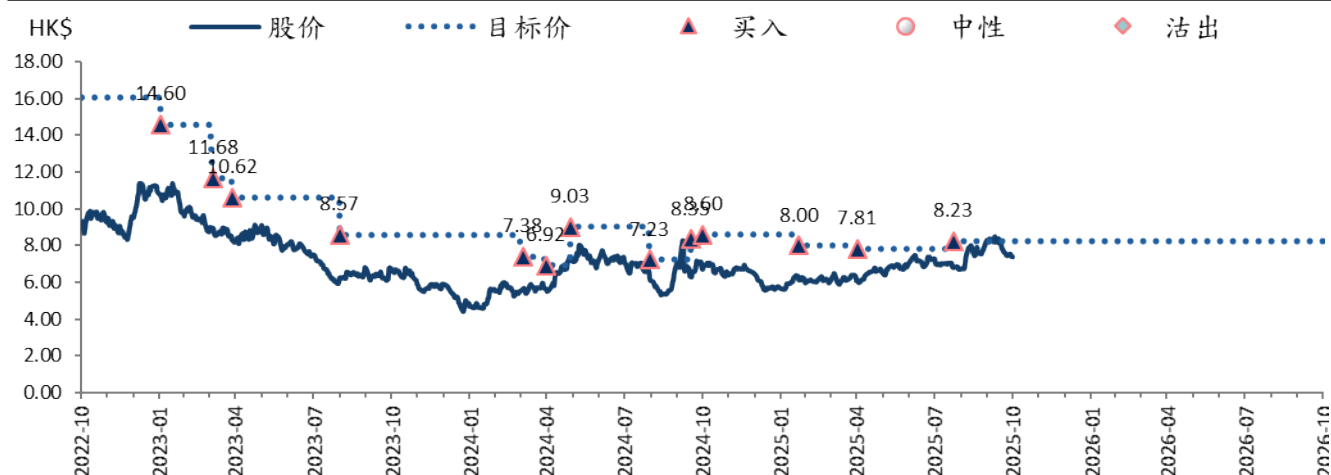
资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 远期市盈率 (倍)



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 5: 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 6: 交银国际新能源及公用事业覆盖公司

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
2688 HK	新奥能源	买入	67.70	73.66	8.8%	2025 年 08 月 28 日	分销商
135 HK	昆仑能源	买入	7.21	8.85	22.7%	2025 年 08 月 20 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	21.18	16.50	-22.1%	2025 年 08 月 29 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	8.11	6.80	-16.2%	2025 年 06 月 30 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	7.56	8.40	11.1%	2025 年 08 月 27 日	能源设备
1798 HK	大唐新能源	买入	2.54	2.75	8.3%	2025 年 08 月 29 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.57	3.12	21.4%	2025 年 08 月 27 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.43	3.75	9.3%	2025 年 08 月 22 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	18.75	21.82	16.4%	2025 年 08 月 21 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.40	8.23	11.2%	2025 年 08 月 21 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	194.68	220.00	13.0%	2025 年 10 月 30 日	光伏制造 (逆变器)
688390 CH	固德威	中性	61.87	58.00	-6.3%	2025 年 10 月 30 日	光伏制造 (逆变器)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.38	1.54	11.6%	2025 年 10 月 20 日	光伏制造 (多晶硅)
1799 HK	新特能源	买入	8.42	8.62	2.4%	2025 年 09 月 01 日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	3.77	3.70	-1.9%	2025 年 08 月 04 日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	12.48	12.05	-3.4%	2025 年 10 月 28 日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.34	3.71	-14.5%	2025 年 09 月 01 日	光伏制造 (光伏玻璃)
600732 CH	爱旭股份	买入	16.03	16.50	0.43%	2025 年 07 月 09 日	光伏制造 (电池片)
002865 CH	钧达股份	买入	41.51	46.34	11.6%	2025 年 10 月 28 日	光伏制造 (电池片)
3868 HK	信义能源	中性	1.31	1.28	-2.3%	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, 截至 2025 年 10 月 31 日

交銀國際

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：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

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**。

分析员行业评级定义：

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**。

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**。

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**。

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、捷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、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术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、其附属公司、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、其附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，或可能以受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，而非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，在参与有关报告内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。