

买入

补贴回款超预期，海上风电快速发展

龙源电力 (0916.HK)

2025-11-3 星期一

【投资要点】

目标价: **9.26 港元**

现价: **7.20 港元**

预计升幅: **29%**

重要数据

日期	2025-10-31
收盘价(港元)	7.20
总股本(亿股)	83.6
总市值(亿港元)	1,171
净资产(亿元)	881
总资产(亿元)	2,692
52周高低(港元)	8.66/5.30
每股净资产(元)	8.91

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

国家能源投资集团 (58.72%)

瑞众人寿保险 (6.75%)

信泰人寿保险 (4.08%)

新加坡政府投资 (2.73%)

相关报告

深度报告-20210608

更新报告-20210727/0913/1213

更新报告-20220112/0908/1111

更新报告-202302148/20230508

更新报告-20230906/20240417

更新报告-20241004/20241023

更新报告-20250603/0909

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2025Q3 盈利 46.13 亿元，同比下降 19.84%，但补贴回款超预期

2025 年前三季度，公司实现收入 222.21 亿元，同比增长 3.70%，其中风电收入 191.44 亿元，同比减少 1.82%；光伏收入 28.06 亿元，同比增长 64.82%；归属股东净利润人民币 46.13 亿元，同比减少 19.84%。盈利下降主要受火电剥离同比基数以及风电经营偏弱影响。

2025 年前三季度累计收回补贴 92.5 亿元，对比去年同期 34.5 亿元，同比增加 58 亿元。截至 9 月底补贴余额 400 亿元，预计四季度将继续回收。倘若如市场预期的国网/南网结算公司发债融资解决存量补贴回款，预计 2026-2027 年补贴回收将加速，公司现金流有望大幅改善。

➤ A 股定增募资，助力海上风电快速发展

公司海上风电装机 260 万千瓦，已通过竞配取得 464 万千瓦指标，未来将结合国家能源集团地区协同优势，争取更多海上风电资源。公司近期公告拟在 A 股定增募资不超过 50 亿元，投入海南东方 50 万千瓦海上风电项目和“宁湘直流”配套沙坡头 100 万千瓦风电项目，助力海上风电快速投产。

➤ 增值税退税政策调整对公司盈利有一定影响，具体金额尚不明确

根据国家政策，自 2025 年 11 月 1 日起，陆上风电的增值税即征即退 50% 优惠政策取消；海上风电优惠延续至 2027 年底。公司风电规模较大，优惠取消后预计也将受到影响，但具体金额暂无法准确预测，主要受进项抵扣(设备采购量、价格、运维物料采购)、建设运营节奏等动态变量影响。公司当前资本金内部收益率约 6.5%-7%，退税政策出台后，已安排在新项目可研及未开工投决项目中进行全面梳理和再测算，以确保项目投产后收益达标。

➤ 给予“买入”评级，更新公司目标价 9.26 港元/股

我们更新公司目标价 9.26 港元/股，分别对应 2025 年和 2026 年 11 倍和 10 倍 PE，目标价较现价有 29% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	37,638	31,370	32,526	35,812	38,891
变动(%)	-5.6%	-16.7%	3.7%	10.1%	8.6%
归属股东净利润	6,200	6,379	6,385	7,041	7,673
变动(%)	26.4%	2.9%	0.1%	10.3%	9.0%
基本每股盈利(元)	0.74	0.76	0.76	0.84	0.92
市盈率@7.20 港元(倍)	8.9	8.6	8.6	7.8	7.2
每股股息(分)	22.3	22.8	22.9	25.3	27.5
股息现价比率(%)	3.39%	3.47%	3.49%	3.85%	4.19%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 2025Q3 盈利 46.13 亿元，同比下降 19.84%，但补贴回款超预期

2025 年前三季度，公司实现收入 222.21 亿元，同比增长 3.70%，其中风电收入 191.44 亿元，同比减少 1.82%；光伏收入 28.06 亿元，同比增长 64.82%；归属股东净利润人民币 46.13 亿元，同比减少 19.84%。盈利下降主要受火电剥离同比基数以及风电经营偏弱影响。

2025 年前三季度累计收回补贴 92.5 亿元，对比去年同期 34.5 亿元，同比增加 58 亿元。截至 9 月底补贴余额 400 亿元，预计四季度将继续回收。倘若如市场预期的国网/南网结算公司发债融资解决存量补贴回款，预计 2026-2027 年补贴回收将加速，公司现金流有望大幅改善。

➤ A 股定增募资，助力海上风电快速发展

公司海上风电装机 260 万千瓦，已通过竞配取得 464 万千瓦指标，未来将结合国家能源集团地区协同优势，争取更多海上风电资源。公司近期公告拟在 A 股定增募资不超过 50 亿元，投入海南东方 50 万千瓦海上风电项目和“宁湘直流”配套沙坡头 100 万千瓦风电项目，助力海上风电快速投产。

➤ 增值税退税政策调整对公司盈利有一定影响，具体金额尚不明确

根据国家政策，自 2025 年 11 月 1 日起，陆上风电的增值税即征即退 50%优惠政策取消；海上风电优惠延续至 2027 年底。公司风电规模较大，优惠取消后预计也将受到影响，但具体金额暂无法准确预测，主要受进项抵扣（设备采购量、价格、运维物料采购）、建设运营节奏等动态变量影响。

公司当前资本金内部收益率约 6.5%-7%，退税政策出台后，已安排在新项目可研及未开工投决项目中进行全面梳理和再测算，以确保项目投产后收益达标。。

➤ 给予“买入”评级，更新公司目标价 9.26 港元/股

我们更新公司盈利预测，给予目标价 9.26 港元/股，分别对应 2025 年和 2026 年 11 倍和 10 倍 PE，目标价较现价有 29%的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较 (20250904)

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
3868.HK	信义能源	HKD	1.27	108	12.7	10.4	10.0	9.7	0.8	0.7	0.7	0.7
2208.HK	金风科技	HKD	13.20	696	27.8	15.3	11.0	8.8	1.3	1.2	1.1	1.0
0182.HK	协合新能源	HKD	0.39	30	3.5	3.7	2.9	3.0	0.3	0.3	0.3	0.3
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.38	173	6.7	7.4	7.1	6.8	0.8	0.5	0.4	0.4
0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.35	285	10.1	7.5	6.2	5.6	0.7	0.7	0.7	0.7
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.75	118	6.1	-	-	4.3	0.9	0.6	0.6	0.6
0836.HK	华润电力	HKD	18.58	962	6.7	6.9	6.6	6.2	0.9	0.8	0.8	0.7
2380.HK	中国电力	HKD	3.35	414	9.9	9.4	8.4	7.3	0.7	0.8	0.7	0.7
1071.HK	华电国际	HKD	4.58	665	8.7	0.0	0.0	0.0	1.1	1.0	1.0	1.0
平均					10.2	7.6	6.5	5.7	0.8	0.7	0.7	0.7
0916.HK	龙源电力	HKD	7.20	1,171	8.6	8.6	7.8	7.2	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪 (香港) 预测及整理

【风险提示】

1. 电价下调
2. 风电及光伏项目投产因多种因素推迟
3. 风资源不佳
4. 限电率上升
5. 补贴回款不及预期

【财务报表摘要】

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	37,638	31,370	32,526	35,812	38,891	盈利能力					
经营成本	(27,157)	(19,954)	(20,353)	(22,592)	(24,580)	毛利率 (%)	31%	40%	41%	41%	41%
经营利润	11,807	12,615	13,492	14,671	15,907	EBITDA 利率 (%)	57%	74%	72%	72%	72%
其他收入	1,326	1,199	1,319	1,451	1,596	净利率 (%)	16%	20%	20%	20%	20%
行政费用	(830)	(810)	(909)	(917)	(998)	营运表现					
财务开支	(3,688)	(3,568)	(4,624)	(4,949)	(5,305)	SG&A/收入 (%)	2%	3%	3%	3%	3%
应占联营公司利润	28	165	(50)	(50)	(50)	实际税率 (%)	18%	18%	19%	19%	19%
其他开支	(3,678)	(1,539)	(2,938)	(3,353)	(3,648)	股息支付率 (%)	30%	30%	30%	30%	30%
税前盈利	8,398	9,358	8,964	9,818	10,699	库存周转	15	15	15	15	15
所得税	(1,530)	(1,673)	(1,658)	(1,816)	(1,979)	应付账款天数	203	203	203	203	203
少数股东应占利润	513	1,943	921	960	1,046	应收账款天数	275	275	275	275	275
净利润	6,200	6,379	6,385	7,041	7,673	ROE (%)	9%	9%	8%	8%	9%
折旧及摊销	(10,784)	(11,559)	(11,194)	(12,425)	(13,519)	ROA (%)	3%	3%	2%	3%	3%
EBITDA	21,516	23,122	23,513	25,792	27,977	财务状况					
						净负债/股本	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9
增长						收入/总资产	0.16	0.12	0.12	0.12	0.13
总收入 (%)	-6%	-17%	4%	10%	9%	总资产/股本	3.26	3.53	3.48	3.44	3.40
净利润 (%)	26%	3%	0%	10%	9%	收入对利息倍数	10.2	8.8	7.0	7.2	7.3

资产负债表						现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	4,529	3,125	3,388	4,119	4,423	EBITDA	21,516	23,122	23,513	25,792	27,977
应收账款	35,730	43,526	47,879	48,836	49,813	融资成本	(1,018)	(1,950)	(10,087)	(902)	(416)
存货	727	428	824	915	996	营运资金变化	(5,084)	(2,436)	5,370	1,396	880
其他流动资产	4,022	3,211	3,183	3,156	3,129	所得税	(1,530)	(1,673)	(1,658)	(1,816)	(1,979)
流动资产	45,008	50,290	55,275	57,027	58,360	营运现金流	13,884	17,062	17,138	24,469	26,461
固定资产	162,009	181,223	190,137	204,404	220,703						
其他固定资产	22,898	25,855	26,119	26,388	26,662	资本开支	(21,112)	(26,864)	(24,178)	(25,386)	(26,656)
非流动资产	184,907	207,078	216,256	230,792	247,365	其他投资活动	(322)	796	87	97	109
总资产	229,915	257,368	271,531	287,818	305,726	投资活动现金流	(21,434)	(26,068)	(24,090)	(25,289)	(26,547)
流动负债	71,255	78,972	78,587	78,943	79,398						
应付账款	7,249	5,997	6,117	6,790	7,387	负债变化	2,640	21,150	9,892	10,792	11,780
短期银行贷款	49,499	55,637	56,750	57,885	59,042	股本变化	0	(22)	22	0	0
其他短期负债	14,507	17,338	15,720	14,269	12,968	股息	1,860	1,904	1,916	2,112	2,302
非流动负债	76,634	92,594	101,513	111,316	122,091	其他融资活动	(10,765)	(15,679)	(4,599)	(11,338)	(13,678)
长期银行贷款	72,780	87,791	96,571	106,228	116,850	融资活动现金流	(6,265)	7,353	7,231	1,566	405
其他负债	3,854	4,802	4,942	5,088	5,240						
总负债	147,889	171,566	180,100	190,259	201,488	现金变化	(13,814)	(1,654)	279	746	319
少数股东权益	11,446	12,901	13,400	13,895	14,435	期初持有现金	18,338	4,811	3,125	3,388	4,119
股东权益	70,580	72,901	78,031	83,664	89,803	汇率变动	5	(33)	(15)	(15)	(15)
每股账面值(元)	8.42	8.72	9.31	9.98	10.71	期末持有现金	4,529	3,125	3,388	4,119	4,423
营运资金	(26,246)	(28,683)	(23,312)	(21,917)	(21,037)						

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>