

买入

国补发放提速，8月发电数据表现良好

龙源电力 (0916.HK)

2025-9-9 星期二

【投资要点】

目标价: 9.60 港元

现价: 7.87 港元

预计升幅: 22%

重要数据

日期	2025-9-8
收盘价(港元)	7.87
总股本(亿股)	83.6
总市值(亿港元)	1,253
净资产(亿元)	881
总资产(亿元)	2,692
52周高低(港元)	8.00/4.93
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 (6.36%)

信泰人寿保险 (4.08%)

新加坡政府投资 (3.16%)

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

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 8月新能源国补发放金额超预期，释放积极信号，利好公司现金流改善

近期，新能源发电及生物质发电企业陆续公告收到可再生能源补贴情况，大部分企业前8月累计收到的补贴金额均大幅超过2024年全年补贴金额，特别是8月收到较大补贴金额，预计包括了纳入第一批补贴合规目录清单的项目。国补发放金额超预期，释放出存量补贴回款提速的积极信号。龙源电力作为新能源发电领军企业，公司项目优质，进入合规补贴清单的比例高（第一批合规比例70%），而且公司存量补贴欠款余额超过300亿元，将较大受益国补回款对现金流的改善。

➤ 公司承诺派息比例为归母净利润的30%，首次中期派息回报股东

公司董事会决议明确，2025-2027年分红比例不低于归属股东净利润的30%，且公司2025年中期首次分红，拟每股分红0.1元（含税），表明公司高度重视股东回报。预期存量补贴陆续回收后，公司现金流将显著改善，并将有利保障公司分红稳步提升。

➤ 8月风光发电数据表现良好，2025年目标新增装机5GW不变

2025年8月，公司按合并口径完成发电量5,273,319兆瓦时，同比增长5.56%，剔除火电影响同比增长32.97%；8月风电发电量同比增长22.38%，光伏发电量同比增长74.41%。截至2025年8月31日，公司2025年累计完成发电量51,254,555兆瓦时，同比下降0.001%，剔除火电影响同比增长15.53%，其中风电同比增长7.42%，光伏同比增长77.04%。2025年新增装机目标500万千瓦维持不变，其中集中式风电265万千瓦（占53%）以及光伏176万千瓦及光热项目，新增装机有利保障公司业绩稳定增长。

➤ 给予“买入”评级，提高目标价至9.60港元/股

上半年新能源发电行业受电价下行及限电影响，估值持续承压。近期受国补发放提速提振，预期未来行业现金流改善，将有利行业估值提升。我们提高公司目标价至9.60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22%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	6,622	7,255	7,906
变动(%)	26.4%	2.9%	3.8%	9.6%	9.0%
基本每股盈利(元)	0.74	0.76	0.79	0.87	0.95
市盈率@7.87港元(倍)	9.7	9.4	9.1	8.3	7.6
每股股息(分)	22.3	22.8	23.8	26.0	28.4
股息现价比率(%)	3.10%	3.18%	3.31%	3.63%	3.96%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 8月新能源国补发放金额超预期，释放积极信号，利好公司现金流改善

近期，新能源发电及生物质发电企业陆续公告收到可再生能源补贴情况，大部分企业前8月累计收到的补贴金额均大幅超过2024年全年补贴金额，特别是8月收到较大补贴金额，预计包括了纳入第一批补贴合规目录清单的项目。国补发放金额超预期，释放出存量补贴回款提速的积极信号。

龙源电力作为新能源发电领军企业，公司项目优质，进入合规补贴清单的比例高（第一批合规比例70%），而且公司存量补贴欠款余额超过300亿元，将较大受益国补回款对现金流的改善。

➤ 公司承诺派息比例为归母净利润的30%，首次中期派息回报股东

公司董事会决议明确，2025-2027年分红比例不低于归属股东净利润的30%，且公司2025年中期首次分红，拟每股分红0.1元（含税），表明公司高度重视股东回报。预期存量补贴陆续回收后，公司现金流将显著改善，并将有利保障公司分红稳步提升。

➤ 8月风光发电数据表现良好，2025年目标新增装机5GW不变

2025年8月，公司按合并口径完成发电量5,273,319兆瓦时，同比增长5.56%，剔除火电影响同比增长32.97%；8月风电发电量同比增长22.38%，光伏发电量同比增长74.41%。截至2025年8月31日，公司2025年累计完成发电量51,254,555兆瓦时，同比下降0.001%，剔除火电影响同比增长15.53%，其中风电同比增长7.42%，光伏同比增长77.04%。

2025年新增装机目标500万千瓦维持不变，其中集中式风电265万千瓦（占53%）以及光伏176万千瓦及光热项目，新增装机有利保障公司业绩稳定增长。

➤ 给予“买入”评级，提高目标价至14.00港元/股

上半年新能源发电行业受电价下行及限电影响，估值持续承压。近期受国补发放提速提振，预期未来行业现金流改善，将有利行业估值提升。

我们提高公司目标价至9.60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22%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	1.33	112	13.2	10.8	10.4	10.1	0.8	0.8	0.7	0.7
2208.HK	金风科技	HKD	10.13	544	21.3	14.5	12.2	10.9	1.0	1.0	0.9	0.8
0182.HK	协合新能源	HKD	0.41	32	3.7	3.9	3.1	3.0	0.3	0.3	0.3	0.3
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.60	189	7.4	7.2	6.7	6.3	0.9	0.6	0.6	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.50	288	10.5	6.9	6.2	5.3	0.8	0.7	0.7	0.7
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.62	112	5.8	-	-	4.3	0.8	0.6	0.6	0.6
0836.HK	华润电力	HKD	19.17	992	6.9	7.0	6.6	6.3	0.9	0.9	0.8	0.8
2380.HK	中国电力	HKD	3.48	430	10.3	9.9	8.7	7.7	0.7	0.8	0.7	0.7
1071.HK	华电国际	HKD	4.55	672	8.6	7.3	6.9	6.8	1.1	1.0	1.0	1.0
平均					9.7	8.4	7.6	6.7	0.8	0.7	0.7	0.7
0916.HK	龙源电力	HKD	7.87	1,253	9.4	9.1	8.3	7.6	0.8	0.8	0.7	0.7

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)	(20,153)	(22,370)	(24,339)	毛利率 (%)	31%	40%	42%	42%	42%
经营利润	11,807	12,615	13,691	14,892	16,148	EBITDA 利率 (%)	57%	74%	73%	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)	(900)	(908)	(988)	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%	18%	18%	18%
其他开支	(3,678)	(1,539)	(2,909)	(3,320)	(3,612)	股息支付率 (%)	30%	30%	30%	30%	30%
税前盈利	8,398	9,358	9,164	10,039	10,940	库存周转	15	15	15	15	15
所得税	(1,530)	(1,673)	(1,638)	(1,795)	(1,956)	应付账款天数	203	203	203	203	203
少数股东应占利润	513	1,943	903	989	1,078	应收账款天数	275	275	275	275	275
净利润	6,200	6,379	6,622	7,255	7,906	ROE (%)	9%	9%	8%	9%	9%
折旧及摊销	(10,784)	(11,559)	(11,084)	(12,304)	(13,386)	ROA (%)	3%	3%	3%	3%	3%
EBITDA	21,516	23,122	23,603	25,892	28,085	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	3.47	3.43	3.39
净利润 (%)	26%	3%	4%	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	3,457	4,245	4,625	EBITDA	21,516	23,122	23,603	25,892	28,085
应收账款	35,730	43,526	47,879	48,836	49,813	融资成本	(1,018)	(1,950)	(10,249)	(958)	(489)
存货	727	428	816	906	986	营运资金变化	(5,084)	(2,436)	5,491	1,458	961
其他流动资产	4,022	3,211	3,183	3,156	3,129	所得税	(1,530)	(1,673)	(1,638)	(1,795)	(1,956)
流动资产	45,008	50,290	55,336	57,143	58,553	营运现金流	13,884	17,062	17,208	24,597	26,601
固定资产	162,009	181,223	190,173	204,564	220,985						
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	216,292	230,951	247,646	其他投资活动	(322)	796	87	97	109
总资产	229,915	257,368	271,627	288,095	306,199	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	78,527	78,877	79,325						
应付账款	7,249	5,997	6,057	6,723	7,315	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	1,987	2,177	2,372
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)	(4,670)	(11,474)	(13,812)
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	1,495	341
其他负债	3,854	4,802	4,942	5,088	5,240						
总负债	147,889	171,566	180,040	190,193	201,416	现金变化	(13,814)	(1,654)	348	803	395
少数股东权益	11,446	12,901	13,367	13,877	14,433						
股东权益	70,580	72,901	78,221	84,025	90,350	期初持有现金	18,338	4,811	3,125	3,457	4,245
						汇率变动	5	(33)	(15)	(15)	(15)
每股账面值(元)	8.42	8.72	9.33	10.02	10.78	期末持有现金	4,529	3,125	3,457	4,245	4,625
营运资金	(26,246)	(28,683)	(23,191)	(21,733)	(20,773)						

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	3,457	4,245	4,625	EBITDA	21,516	23,122	23,603	25,892	28,085
应收账款	35,730	43,526	47,879	48,836	49,813	融资成本	(1,018)	(1,950)	(10,249)	(958)	(489)
存货	727	428	816	906	986	营运资金变化	(5,084)	(2,436)	5,491	1,458	961
其他流动资产	4,022	3,211	3,183	3,156	3,129	所得税	(1,530)	(1,673)	(1,638)	(1,795)	(1,956)
流动资产	45,008	50,290	55,336	57,143	58,553	营运现金流	13,884	17,062	17,208	24,597	26,601
固定资产	162,009	181,223	190,173	204,564	220,985						
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	216,292	230,951	247,646	其他投资活动	(322)	796	87	97	109
总资产	229,915	257,368	271,627	288,095	306,199	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	78,527	78,877	79,325						
应付帐款	7,249	5,997	6,057	6,723	7,315	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	1,987	2,177	2,372
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)	(4,670)	(11,474)	(13,812)
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	1,495	341
其他负债	3,854	4,802	4,942	5,088	5,240						
总负债	147,889	171,566	180,040	190,193	201,416	现金变化	(13,814)	(1,654)	348	803	395
少数股东权益	11,446	12,901	13,367	13,877	14,433						
股东权益	70,580	72,901	78,221	84,025	90,350	期初持有现金	18,338	4,811	3,125	3,457	4,245
						汇率变动	5	(33)	(15)	(15)	(15)
每股账面值(元)	8.42	8.72	9.33	10.02	10.78	期末持有现金	4,529	3,125	3,457	4,245	4,625
营运资金	(26,246)	(28,683)	(23,191)	(21,733)	(20,773)						

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>