

买入

派息率稳定提升，受益国补发放提速

大唐新能源 (1798.HK)

2025-9-10 星期三

【投资要点】

 目标价: **3.20 港元**

 现价: **2.62 港元**

 预计升幅: **22%**

重要数据

日期	2025-9-9
收盘价(港元)	2.62
总股本(亿股)	72.74
总市值(亿港元)	191
净资产(亿元)	388
总资产(亿元)	1,164
52周高低(港元)	2.69/1.65
每股净资产(元)	2.76

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

中国大唐集团公司 (57.37%)

中国水利电力 (8.24%)

长城人寿保险 (4.96%)

上海宁泉资产 (3.46%)

宝山钢铁 (2.26%)

相关报告

深度报告-20220926

更新报告-20221122

更新报告-20230421/20230907

更新报告-20240416/20250114

研究部

姓名: 杨义琮

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gzyq.com.hk

➤ 2025年上半年盈利16.88亿元，未来派息率稳定提升

2025年上半年，公司实现营业收入为人民币68.45亿元，同比增长3.30%；税前利润为人民币23.58亿元，同比增加1.37%；归属股东净利润为人民币16.88亿元，同比减少4.37%；基本每股盈利0.2046元，中期股息0.03元。公司将综合考虑股东回报、增长需求及同业分红水平，十五五期间分红比例预计稳定提升至33%左右。

➤ 2025年新增装机3GW，十四五末装机规模目标达到21GW

2025年公司全年获取指标300万千瓦、投产300万千瓦的目标保持不变，十四五末公司装机规模预计达到2100万千瓦左右，其中风电占比80%以上，光伏占20%。

➤ 受益补贴回款加速，利好现金流改善

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。大唐新能源截至6月底补贴欠款余额约235亿元，上半年回收1.6亿，同比持平；7月回收8.42亿元，同比增加7亿多。基于公司补贴欠款余额规模较大，且之前没有进入第一批合规目录清单的项目，现在也可以去相关政府部门申诉，公司正积极与相关主管部门沟通，预计后续也有部分项目有望进入第二批补贴目录。而且之前已经计提应收账款减值拨备的金额，有部分冲回的可能性。因此，补贴回款提速，一方面直接改善资产负债表和现金流，同时因为拨备冲回也可能增加当期收益。

➤ 给予“买入”评级，提高目标价至3.2港元/股

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3.20港元/股，分别对应2025年和2026年10.4倍和9.4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	12,802	12,576	13,623	14,721	15,956
变动(%)	2.4%	-1.8%	8.3%	8.1%	8.4%
归属股东核心净利润	2,240	1,924	2,034	2,267	2,587
变动(%)	-23.5%	-14.1%	5.7%	11.4%	14.1%
基本每股盈利(元)	0.31	0.26	0.28	0.31	0.36
市盈率@2.62港元(倍)	7.8	9.0	8.5	7.7	6.7
每股股息(元)	0.07	0.09	0.08	0.09	0.11
股息现价比率(%)	2.93%	3.77%	3.51%	3.92%	4.47%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 2025 年上半年盈利 16.88 亿元，未来派息率稳定提升

2025 年上半年，公司实现营业收入为人民币 68.45 亿元，同比增长 3.30%；税前利润为人民币 23.58 亿元，同比增加 1.37%；归属股东净利润为人民币 16.88 亿元，同比减少 4.37%；基本每股盈利 0.2046 元，中期股息 0.03 元。公司将综合考虑股东回报、增长需求及同业分红水平，十五五期间分红比例预计稳定提升至 33% 左右。

➤ 2025 年新增装机 3GW，十四五末装机规模目标 21GW

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。

➤ 受益补贴回款加速，利好现金流改善

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。

大唐新能源截至 6 月底补贴欠款余额约 235 亿元，上半年回收 1.6 亿，同比持平；7 月回收 8.42 亿元，同比增加 7 亿多。基于公司补贴欠款余额规模较大，且之前没有进入第一批合规目录清单的项目，现在也可以去相关政府部门申诉，公司正积极与相关主管部门沟通，预计后续也有部分项目有望进入第二批补贴目录。而且之前已经计提应收账款减值拨备的金额，有部分冲回的可能性。因此，补贴回款提速，一方面直接改善资产负债表和现金流，同时因为拨备冲回也可能增加当期收益。

➤ 给予“买入”评级，提高目标价至 3.2 港元/股

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 3.20 港元/股，分别对应 2025 年和 2026 年 10.4 倍和 9.4 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 (20250909)

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
0182.HK	协合新能源	HKD	0.42	33	3.8	4.0	3.2	2.9	0.3	0.4	0.3	0.3
0836.HK	华润电力	HKD	19.04	986	6.9	7.0	6.5	6.2	0.9	0.9	0.8	0.7
2380.HK	中国电力	HKD	3.47	429	10.3	9.9	8.7	7.7	0.7	0.8	0.7	0.7
0916.HK	龙源电力	HKD	7.92	1,252	9.5	9.0	8.3	7.6	0.8	0.8	0.7	0.7
0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.43	288	10.3	7.1	6.3	5.6	0.8	0.7	0.6	0.6
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.65	114	5.9	-	-	-	0.8	0.8	0.8	0.8
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	4.54	669	8.6	7.3	6.9	6.8	1.1	1.1	1.1	1.1
0902.HK	华能国际电力股份	HKD	6.04	1,220	8.6	6.8	6.5	6.3	1.3	0.7	0.7	0.5
平均					8.6	7.7	7.1	6.6	0.8	0.8	0.7	0.7
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.62	191	9.0	8.5	7.7	6.7	0.9	0.6	0.6	0.5

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

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	12,802	12,576	13,623	14,721	15,956
经营成本	(71)	(71)	(70)	(71)	(73)
其他收入	405	446	286	287	286
行政费用	(1,250)	(1,357)	(2,043)	(2,208)	(2,393)
财务开支	(1,723)	(1,618)	(1,699)	(1,793)	(1,899)
应占联营公司利润	9	19	54	59	64
其他开支	(1,037)	(972)	(1,090)	(1,178)	(1,276)
税前盈利	3,623	3,118	3,082	3,381	3,788
所得税	(530)	(500)	(308)	(338)	(379)
少数股东应占利润	340	240	277	304	341
核心归母净利润	2,240	1,924	0	0	0
折旧及摊销	(5,296)	(5,588)	(5,582)	(5,861)	(6,096)
EBITDA	10,228	9,859	10,023	10,690	11,433
增长					
总收入 (%)	2%	-2%	8%	8%	8%
EBITDA (%)	-3%	-4%	2%	7%	7%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	3,056	1,944	2,313	2,269	1,742
应收账款	17,792	21,588	20,846	21,066	22,381
存货	111	108	156	168	180
其他流动资产	1,549	1,307	1,334	1,360	1,387
流动资产	22,508	24,948	24,648	24,863	25,690
固定资产	72,066	81,347	86,978	92,034	97,575
其他固定资产	6,971	9,249	8,923	8,697	8,102
非流动资产	79,037	90,596	95,901	100,731	105,678
总资产	101,545	115,545	120,550	125,594	131,368
流动负债	19,045	32,066	31,626	31,062	30,577
应付账款	198	225	464	500	537
短期银行贷款	10,927	22,602	21,472	20,398	19,378
其他短期负债	7,920	9,239	9,690	10,164	10,662
非流动负债	46,542	45,905	50,495	55,545	61,099
长期银行贷款	46,328	45,658	50,224	55,246	60,771
其他负债	214	247	272	299	329
总负债	65,587	77,970	82,121	86,607	91,677
少数股东权益	3,919	4,358	4,608	4,881	5,188
股东权益	32,039	33,216	33,821	34,106	34,503
每股账面值	4.40	4.57	4.65	4.69	4.74
营运资金	3,463	(7,118)	(6,977)	(6,199)	(4,887)

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	80%	78%	74%	73%	72%
净利率 (%)	17%	15%	0%	0%	0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	10%	11%	15%	15%	15%
实际税率 (%)	15%	16%	10%	10%	10%
股息支付率 (%)	23%	26%	25%	22%	301%
营业周期 (月)	12	12	13	14	15
应付账款天数	18	18	18	18	18
应收账款天数	517	517	517	517	517
ROE (%)	7%	6%	0%	0%	0%
ROA (%)	2%	2%	0%	0%	0%
财务状况					
净负债/股本	1.7	2.0	2.1	2.2	2.3
收入/总资产	0.13	0.11	0.11	0.12	0.12
总资产/股本	3.17	3.48	3.56	3.68	3.81
收入对利息倍数	7.4	7.8	8.0	8.2	8.4

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
EBITDA	10,228	9,859	10,023	10,690	11,433
融资成本	(4,233)	7,508	2,026	339	(1,200)
营运资金变化	1,674	(10,580)	140	778	1,312
所得税	(530)	(500)	(308)	(338)	(379)
营运现金流	7,140	6,287	11,881	11,468	11,166
资本开支	(6,556)	(13,712)	(13,692)	(13,965)	(13,268)
其他投资活动	36	43	17	19	21
投资活动现金流	(6,519)	(13,669)	(13,674)	(13,946)	(13,247)
负债变化	1,113	(4,000)	(7,144)	(5,088)	(3,743)
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(1,776)	(1,866)	(2,052)	(2,258)	(2,483)
其他融资活动	658	12,136	11,358	9,779	7,780
融资活动现金流	(6)	6,271	2,162	2,434	1,554
现金变化	615	(1,112)	368	(44)	(527)
期初持有现金	2,441	3,056	1,944	2,313	2,269
汇率变动	(0)	0	0	0	0
期末持有现金	3,056	1,944	2,313	2,269	1,742

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>