

买入

24 年发电量小幅增长，期待派息率有所提升

大唐新能源 (1798.HK)

2025-1-14 星期二

投资要点

目标价: 2.28 港元

现价: 1.86 港元

预计升幅: 23%

重要数据

日期	2025-1-13
收盘价(港元)	1.86
总股本(百万股)	7,274
总市值(百万港元)	13,530
净资产(百万港元)	37,371
总资产(百万港元)	108,475
52 周高低(港元)	2.44/1.41
每股净资产(港元)	2.80

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 (3.44%)
上海宁泉资产 (2.76%)
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

研究部

姓名: 杨义琼
SFC: AXU943
电话: 0755-21516065
Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2024 年发电量同比增长 2.06%，风电发电量同比下降 1.83%：

根据初步统计，2024 年 12 月公司按合并报表口径完成发电量 3,509,924 兆瓦时，同比增长 9.31%。其中，完成风电发电量 3,269,805 兆瓦时，同比增长 8.08%；光伏发电量 240,119 兆瓦时，同比增长 29.33%。截至 2024 年 12 月 31 日，公司 2024 年累计完成发电量 32,260,150 兆瓦时，同比增长 2.06%。其中，完成风电发电量 28,650,057 兆瓦时，同比减少 1.83%；光伏发电量 3,610,093 兆瓦时，较 2023 年同比增加 49.03%。

➤ 央国企破净问题受到重视，利好港股新能源运营商估值修复：

2024 年 12 月 17 日，国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，高度重视控股上市公司破净问题，将解决长期破净问题纳入年度重点工作，指导长期破净上市公司制定披露估值提升计划并监督执行；鼓励通过吸收合并、资产重组等方式加以处置，并要求长期破净公司做好市值管理工作，并将市值管理指标纳入央国企企业负责人经营业绩考核。港股新能源运营商长期处于破净估值洼地，《意见》的出台有利促进新能源运营商估值修复。

➤ 新能源入市及电价下行风险逐渐释放，板块中长期投资价值显现：

公司的派息政策一直受到市场高度关注，预期公司管理层也将高度重视未来派息政策的调整和派息率的提升。近期受广东/江苏等省 2025 年长协电价下降影响，新能源板块估值持续承压下行。但预期随着电价下行风险的逐渐释放，低利率情形下，绿电环境价值加上具吸引的股息率，将真正体现新能源运营商的中长期投资价值。

➤ 维持买入评级，目标价 2.28 港元：

我们更新公司目标价 2.28 港元，相当于 2024 年和 2025 年 7.5 倍和 6.6 倍 PE，目标价较现价有 23% 上升空间，给予买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	12,499	12,802	13,057	13,623	14,721
变动(%)	7.5%	2.4%	2.0%	4.3%	8.1%
核心归母净利润	2,929	2,240	2,397	2,715	3,017
变动(%)	123.5%	-23.5%	7.0%	13.2%	11.2%
每股盈利(元)	0.40	0.31	0.33	0.37	0.41
PE@1.86HKD	4.6	6.0	5.6	5.0	4.5
每股股息(元)	0.05	0.07	0.07	0.07	0.08
股息率(%)	2.91%	4.08%	3.84%	4.35%	4.83%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

2024 年发电量同比增长 2.06%，风电发电量同比下降 1.83%：

根据初步统计，2024 年 12 月公司按合并报表口径完成发电量 3,509,924 兆瓦时，同比增长 9.31%。其中，完成风电发电量 3,269,805 兆瓦时，同比增长 8.08%；光伏发电量 240,119 兆瓦时，同比增长 29.33%。截至 2024 年 12 月 31 日，公司 2024 年累计完成发电量 32,260,150 兆瓦时，同比增长 2.06%。其中，完成风电发电量 28,650,057 兆瓦时，同比减少 1.83%；光伏发电量 3,610,093 兆瓦时，较 2023 年同比增加 49.03%。

央国企破净问题受到重视，利好港股新能源运营商估值修复：

2024 年 12 月 17 日，国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，高度重视控股上市公司破净问题，将解决长期破净问题纳入年度重点工作，指导长期破净上市公司制定披露估值提升计划并监督执行；鼓励通过吸收合并、资产重组等方式加以处置，并要求长期破净公司做好市值管理工作，并将市值管理指标纳入央国企业负责人经营业绩考核。港股新能源运营商长期处于破净估值洼地，《意见》的出台有利促进新能源运营商估值修复。

新能源入市及电价下行风险逐渐释放，板块中长期投资价值显现：

公司的派息政策一直受到市场高度关注，预期公司管理层也将高度重视未来派息政策的调整和派息率的提升。近期受广东/江苏等省 2025 年长协电价下降影响，新能源板块估值持续承压下行。但预期随着电价下行风险的逐渐释放，低利率情形下，绿电环境价值加上具吸引的股息率，将真正体现新能源运营商的中长期投资价值。

维持买入评级，目标价 2.28 港元：

我们更新公司目标价 2.28 港元，相当于 2024 年和 2025 年 7.5 倍和 6.6 倍 PE，目标价较现价有 23% 上升空间，给予买入评级。

风险提示：

风电及光伏项目投产因多种因素推迟

政府补贴延后下发影响自有现金流

风资源不好，或限电影响发电量

电价下调超出预期

表1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
3868.HK	信义能源	HKD	0.72	60	6.1	6.3	5.2	4.6	0.5	0.4	0.4	0.4
0182.HK	协合新能源	HKD	0.50	40	3.8	3.3	2.9	2.7	0.4	0.5	0.4	0.4
0836.HK	华润电力	HKD	17.02	881	8.0	6.0	5.3	4.6	1.0	0.9	0.8	0.7
2380.HK	中国电力	HKD	2.85	353	10.4	6.6	5.5	4.7	0.6	0.6	0.6	0.5
0916.HK	龙源电力	HKD	5.58	978	6.7	6.9	6.2	5.4	0.6	0.6	0.6	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.55	249	6.1	5.8	4.5	4.0	0.6	-	-	-
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.13	91	4.4	-	-	-	0.7	-	-	-
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	3.71	524	7.5	0.0	0.0	0.0	0.8	-	-	-
0902.HK	华能国际电力股份	HKD	3.88	929	6.6	5.3	4.6	4.3	0.9	0.5	0.5	0.3
平均					6.6	5.0	4.3	3.8	0.7	0.6	0.5	0.5
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.86	135	6.0	5.6	5.0	4.5	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

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

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	12,499	12,802	13,057	13,623	14,721
经营成本	(62)	(71)	(69)	(68)	(69)
其他收入	637	405	287	286	287
行政费用	(1,092)	(1,250)	(1,306)	(1,362)	(1,619)
财务开支	(1,940)	(1,723)	(1,846)	(1,983)	(2,137)
应占联营公司利润	47	9	52	54	59
其他开支	(451)	(1,037)	(783)	(681)	(736)
税前盈利	4,344	3,623	3,689	4,102	4,498
所得税	(452)	(530)	(369)	(410)	(450)
少数股东应占利润	406	340	398	443	486
核心归母净利润	2,929	2,240	2,397	0	0
折旧及摊销	(4,999)	(5,296)	(5,349)	(5,402)	(5,618)
EBITDA	10,598	10,228	10,543	11,147	11,908
增长					
总收入 (%)	8%	2%	2%	4%	8%
EBITDA (%)	21%	-3%	3%	6%	7%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	2,441	3,056	3,069	3,230	2,631
应收账款	14,468	17,792	14,799	15,441	16,686
存货	123	111	134	134	144
其他流动资产	1,881	1,549	1,580	1,611	1,643
流动资产	18,913	22,508	19,582	20,417	21,103
固定资产	71,979	72,066	80,814	86,092	91,841
其他固定资产	6,657	6,971	6,799	6,664	6,539
非流动资产	78,635	79,037	87,613	92,756	98,380
总资产	97,548	101,545	107,195	113,173	119,484
流动负债	17,124	19,045	19,084	18,970	18,930
应付帐款	279	198	398	400	428
短期银行贷款	8,634	10,927	10,381	9,862	9,369
其他短期负债	8,211	7,920	8,305	8,709	9,133
非流动负债	46,154	46,542	51,196	56,316	61,947
长期银行贷款	45,945	46,328	50,961	56,057	61,662
其他负债	209	214	236	259	285
总负债	63,278	65,587	70,280	75,286	80,878
少数股东权益	4,083	3,919	4,277	4,676	5,113
股东权益	30,187	32,039	32,637	33,211	33,493
每股账面值	0.24	0.23	0.22	0.22	0.22
营运资金	1,789	3,463	498	1,447	2,173

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	85%	80%	81%	82%	81%
净利率 (%)	23%	17%	18%	0%	0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	9%	10%	10%	10%	11%
实际税率 (%)	10%	15%	10%	10%	10%
股息支付率 (%)	12%	23%	21%	19%	17%
营业周期 (月)	12	12	12	13	14
应付账款天数	18	18	18	18	18
应收账款天数	517	517	517	517	517
ROE (%)	10%	7%	7%	0%	0%
ROA (%)	3%	2%	2%	0%	0%
财务状况					
净负债/股本	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0
收入/总资产	0.13	0.13	0.12	0.12	0.12
总资产/股本	3.23	3.17	3.28	3.41	3.57
收入对利息倍数	6.4	7.4	7.1	6.9	6.9

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	10,598	10,228	10,543	11,147	11,908
融资成本	356	(4,233)	2,074	(671)	(970)
营运资金变化	2,730	1,674	(2,965)	949	727
所得税	(452)	(530)	(369)	(410)	(450)
营运现金流	13,231	7,140	9,283	11,015	11,215
资本开支	(6,970)	(6,556)	(5,877)	(5,877)	(5,995)
其他投资活动	122	36	2	3	3
投资活动现金流	(6,849)	(6,519)	(5,875)	(5,875)	(5,992)
负债变化	7,943	1,108	(7,738)	(6,108)	(3,008)
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(1,561)	(1,776)	(1,954)	(2,149)	(2,364)
其他融资活动	(13,449)	662	6,297	3,279	(450)
融资活动现金流	(7,067)	(6)	(3,395)	(4,979)	(5,822)
现金变化	(684)	615	13	162	(599)
期初持有现金	3,120	2,441	3,056	3,069	3,230
汇率变动	5	(0)	(0)	(0)	(0)
期末持有现金	2,441	3,056	3,069	3,230	2,631

投资评级定义和免责条款

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。