

2025年03月31日

大唐新能源 (01798.HK)

投资评级：买入（维持）

——业绩符合预期 险资获董事席位

投资要点：

- 事件：1) 公司发布 2024 年业绩**，全年实现营收 125.76 亿元，同比下降 1.77%；实现归母净利润 23.78 亿元（含永续债利息），同比下降 13.63%，业绩符合我们此前预期的 24 亿元。**2) 年末拟派息 0.06 元/股**，结合 2024 年中派息 0.03 元/股，公司 2024 年全年派息 0.09 元/股，约占全年可供分配利润 52%。
- 风险偏弱与市场化电价下滑，2024 年业绩承压**。公司全年业绩下滑或主要系全国风资源偏弱以及新能源入市对电价的影响，根据公告，公司 2024 年风电发电量 286.5 亿千瓦时，较 2023 年同期下降 1.83%，利用小时数 2170，较 2023 年下降 99 小时。公司首次披露分电源经营信息，对应 2024 年风电上网电价 0.4654 元/千瓦时（含税），同比下降 1.33 分，电价下滑主要与新投机组以及新能源入市有关。若按照 2023 年利用小时数，考虑 2023 年风电装机 1298 万千瓦，**按照 2024 年风电上网电价测算，对应用小时数下滑带来业绩影响为 4 亿元**（ $99 \times 1298 / 10^4 \times 0.4654 / 1.13 \times 85\% \times 90\%$ ）。其他财务数据上，公司 2024 年减值 1.7 亿，2023 年减值 2.3 亿。公司在 2024 年新投产装机 3.4GW，2023 年仅投产 1.2GW，折旧与费用支出也带来短期业绩压力。
- 2024 年新增装机超预期，获得 8GW 指标**。截至 2024 年公司装机 1885 万千瓦，较 2023 年新增 343 万千瓦（2023 年仅新增 123 万千瓦），同比增长 22.23%；其中风电 1448.2 万千瓦，较 2023 年新增 150 万千瓦，同比增长 11.56%；光伏 436.5 万千瓦，较 2023 年增长 193 万千瓦，较 2023 年增长 79.06%。风电新增装机集中在海南（60 万千瓦海风）与云南（50 万千瓦）；光伏新增装机集中在新疆（90 万千瓦）与宁夏（50 万千瓦）。2024 年公司资本开支 173 亿元，2023 年为 59 亿元；全年获得建设指标 810 万千瓦，较 2023 年增加 452 万千瓦。
- 应收补贴超 200 亿，约为当前市值 1.4 倍**。公司当前应收账款 216 亿元，其中补贴 206 亿元，2023 年补贴为 168 亿元，公司当前市值 161 亿港元，应收电费补贴约为市值的 1.4 倍（按照 1:1.1 汇率计算）。可再生能源电价补贴拖欠一直是新能源运营商资本开支与分红的掣肘，但公司在 2024 年通过借债实现优质项目投产，并提高高分绝对值与比例，公司在 2024 年进行中期派息，并全年每股派息 0.09 元/股，较 2023 年每股分红提升 0.02 元/股，**占全年可供分配利润约 52%；考虑永续债利息后，2024 年分红比例达到 34%。公司分红慷慨，重视股东回报**。资金成本方面，公司 2024 年平均融资成本 2.84%，2023 年为 3.03%，下降 19 个 BP，财务费用下降约 0.8 亿元。
- 长城人寿拟获董事席位，公司价值受国有险资认可**。大唐新能源提名长城人寿董事长白力为非执行董事候选人。截至 2025 年 3 月 4 日，长城人寿持有大唐新能源 3.61 亿股份，占总股本的 4.96%。长城人寿实控人为北京市西城区国资委，此次增持体现国有险资对公司长期价值的认可。2024 年 4 月，新“国九条”明确大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量，客观上的准则变更以及国家系列政策都为险资参与股票市场创造环境。
- 盈利预测与评级**：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 30.1、31.5、32.1 亿元，扣除永续债利息约 4.5 亿后分别为 25.6、27.0、27.6 亿元，当前股价对应 PE 分别为 7、7、6 倍。2024 年每股分红 0.09 元，对应股息率为 4.5%（港股兑人民币 1:1.1），维持“买入”评级。
- 风险提示：来风不及预期、电价政策不及预期、应收账款减值风险。**

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

邓思平

SAC: S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年03月28日

| | |
|---------------|-----------|
| 收盘价 (港元) | 2.22 |
| 一年内最高/最低 (港元) | 2.48/1.54 |
| 总市值 (百万港元) | 16,147.62 |
| 流通市值 (百万港元) | 5,552.38 |
| 资产负债率 (%) | 65.55 |

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值 (人民币)

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 12,802 | 12,576 | 14,304 | 15,085 | 15,793 |
| 同比增长率 (%) | 2.4% | -1.8% | 13.7% | 5.5% | 4.7% |
| 归母净利润 (百万元) | 2,753 | 2,378 | 3,006 | 3,145 | 3,209 |
| 同比增长率 (%) | -21.0% | -13.6% | 26.4% | 4.6% | 2.0% |
| 每股收益 (元/股) | 0.31 | 0.26 | 0.35 | 0.37 | 0.38 |
| ROE (%) | 8.59% | 7.16% | 8.56% | 8.47% | 8.81% |
| 市盈率 (P/E) | | | 6.9 | 6.6 | 6.4 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测。注：每股收益、PE 均扣除了永续债利息

图表 1：公司利润表预测（百万元）

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 12,802 | 12,576 | 14,304 | 15,085 | 15,793 |
| 其他收入-经营 | 405 | 446 | 500 | 500 | 501 |
| 营业支出 | -7900 | -8315 | -9317 | -9888 | -10486 |
| 折旧及摊销 | -5,296 | -5,588 | -6,298 | -6,783 | -7,213 |
| 特许经营权建造成本 | | | | | |
| 职工薪酬 | -1,249 | -1,357 | -1,501 | -1,645 | -1,789 |
| 维修及保养费用 | -247 | -326 | -361 | -395 | -430 |
| 材料成本 | -71 | -71 | -81 | -85 | -89 |
| 其他支出-经营 | -1,037 | -972 | -1,075 | -979 | -964 |
| 营业利润 | 5,307 | 4,707 | 5,487 | 5,697 | 5,808 |
| 财务费用 | -1,692 | -1,608 | -1,595 | -1,623 | -1,651 |
| 应占联营公司损益 | 9 | 19 | 50 | 50 | 51 |
| 除税前溢利 | 3,623 | 3,118 | 3,942 | 4,124 | 4,207 |
| 所得税 | -530 | -500 | -633 | -662 | -675 |
| 净利润(含少数股东权益) | 3,094 | 2,618 | 3,309 | 3,462 | 3,532 |
| 净利润(不含少数股东权益) | 2,753 | 2,378 | 3,006 | 3,145 | 3,209 |
| 少数股东损益 | 341 | 240 | 303 | 317 | 323 |

资料来源：wind，华源证券研究所

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。