

2025 年 05 月 18 日

投资评级：买入（维持）

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 05 月 16 日

收盘价（港元）	2.22
一年内最高/最低（港元）	2.48/1.72
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（%）	66.87

资料来源：聚源数据

大唐新能源 (01798. HK)

——入市拖累短期业绩 看好风电运营商长期价值

投资要点：

- **事件：公司发布 2025 年一季报**，2025Q1 实现营收 35.58 亿元，同比增长 0.93%；实现归母净利润 10.21 亿元，同比下降 4.44%，业绩同比下滑或与电价下滑以及折旧增加有关。
- **新增装机贡献发电增量，4 月风况较优电量维持高增**。2025Q1 公司完成发电量 99.05 亿千瓦时，同比增加 9.26%，其中风电发电量 89.21 亿千瓦时，同比增加 8.57%；光伏发电量 9.84 亿千瓦时，同比增加 15.98%。电量增长一方面受益于装机投产，截至 2024 年底，公司风电、光伏装机容量分别为 1448.18、436.45 万千瓦，分别同比增长 11.56%、79.06%，2024 年公司风电、光伏分别新增装机 150.06、192.70 万千瓦，2025Q1 贡献发电增量，但由于 2024 年公司新增风电装机集中于下半年投产，2025Q1 或有项目处于调试阶段，风电发电量低于预期，1-3 月公司风电发电量单月增速分别为+0.42%、+20.46%、+6.38%。
- 根据华风创新研究院，2025 年 4 月全国地面 10 米高度平均风速较近 10 年(2015-2024 年)同期偏大 0.98%，而 2024 年 4 月较同期偏小。公司四月单月风电发电量增速为 16.68%，为二季度经营业绩奠定良好基础。
- **一季度业绩承压受电价下滑与折旧增长影响，财务费用持续下降**。2025Q1 公司营收同比增长 0.33 亿元，增速 0.93%，远低于发电量增速 9.26%，或一方面系新能源进入市场化交易后电价下滑，另一方面伴随装机投产平价项目占比提升，也使得整体电价呈现下降趋势。2025Q1 公司营业成本同比增加 6.19%或 1.08 亿元，或主要系新投产项目带来的折旧增长，2024 年公司新投产装机 3.4GW，2023 年仅投产 1.2GW，2025Q1 折旧影响亦或同比有所增加。2025Q1 公司毛利额同比下滑 0.75 亿元，利润总额同比下滑 0.32 亿元，差额主要受到财务费用同比下降 0.52 亿元影响。
- **应收账款约为当前市值 1.54 倍，公司价值受国有险资认可**。截至 2025 年 3 月底，公司应收账款 230 亿元，主要为可再生能源补贴款项，公司当前市值 161 亿港元，应收账款约为市值的 1.54 倍（按照 1:1.08 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，并提高分红绝对值与比例，2024 年全年每股派息 0.09 元/股，占全年可供分配利润 52%，考虑永续债利息后，2024 年分红比例 34%。2025 年 4 月 30 日，公司委任长城人寿董事长白力为非执行董事决议经股东大会表决通过，公司长期价值受到国有险资认可。
- **136 号文利好存量资产，看好风电运营商长期价值**。我们认为在新能源内部，风电运营商具备更高的投资价值。从市场的角度考虑，风电在出力以及经营周期上均优于光伏，拥有更高的壁垒与更低的全社会综合成本，并且在市场化竞争中，光伏的最低回报率要求有望为风电回报率提供支撑。因此我们看好市场化竞争下风电运营商的效益，并且在 136 号文对于存量项目的保护入市下，公司作为老牌风电龙头长期价值或将得到凸显。
- **盈利预测与评级**：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润（扣除永续债利息约 4.5 亿元）分别为 23.2、24.6、25.2 亿元，当前股价对应 PE 分别为 6.5、6.1、5.9 倍（人民币兑港元取 1:1.08），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。**

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	13,987	14,770	15,480
同比增长率（%）	2.4%	-1.8%	11.2%	5.6%	4.8%
归母净利润（百万元）	2,240	1,925	2,317	2,457	2,522
同比增长率（%）	-23.5%	-14.1%	20.4%	6.1%	2.6%
每股收益（元/股）	0.31	0.26	0.32	0.34	0.35
ROE（%）	8.59%	7.16%	7.97%	8.01%	7.74%
市盈率（P/E）			6.5	6.1	5.9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测。注：归母净利润、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	13,987	14,770	15,480
其他收入-经营	405	446	500	500	501
营业支出	-7900	-8315	-9315	-9886	-10485
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	-79	-84	-88
其他支出-经营	-1,037	-972	-1,075	-979	-964
营业利润	5,307	4,707	5,172	5,384	5,496
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	3,627	3,811	3,896
所得税	-530	-500	-582	-611	-625
净利润(含少数股东权益)	3,094	2,618	3,045	3,199	3,271
净利润(不含少数股东权益)	2,753	2,378	2,766	2,906	2,971
少数股东损益	341	240	279	293	299

资料来源：wind，华源证券研究所。注：表中净利润（不含少数股东权益）含永续债利息

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）。