

新能源

收盘价
港元 2.37

目标价
港元 2.75个

潜在涨幅
+16.0%

2025 年 8 月 29 日

大唐新能源 (1798 HK)

积极应对弃电率问题，分红比率逐步提升下股息率仍吸引

⊕ 上半年盈利跌幅在预期内，收入增长略低于经营成本上升。公司上半年盈利同比降3%，降幅在市场预期之内，当中风电/光伏发电同比增8%/27%，唯综合上网电价同比下跌7%，加上折旧摊销费用同比上升4%/30%，导致风/光分部经营利润同比降6%/29%。其它值得留意的变动包括：1) 有效借贷利率同比降约0.4个百分点，财务费用同比降12%；2) 所得税费用增30.2%，主要是由于子公司利润波动及部分项目所得税优惠到期所致。中期分红每股维持人民币0.03元。

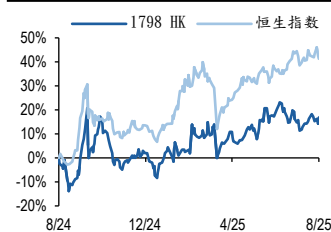
⊕ 2025年维持3吉瓦的新增装机目标，同时积极应对弃电率问题。上半年公司风电/光伏项目平均利用小时数分别为1,138/542小时，同比降29/228小时，当中原因是存量项目弃风/光率同比增6.6/5.7个百分点至10.86%/19.3%，公司表示已从多方面着手减低弃电率。同时新政出台后公司没有明显的抢装，上半年风/光装仅增35/188兆瓦（共222兆瓦），低于公司原预期0.8-1.0吉瓦装机在6月1日前完成的目标。目前在建容量约为1吉瓦，上半年获取建设项目指标2.25吉瓦。公司目前仍维持2025年新增风/光装机3吉瓦的目标，十四五目标总装机目标21吉瓦，当中约80%为风电。我们目前预期公司全年风/光新增装机1.5/1.2吉瓦。

⊕ 2025年分红比率仍将小幅提升，目前股息率仍有吸引力。因调整利用小时数及上网电费预测，我们下调2025/26年盈利预测12.6%/7.6%。维持估值8倍预测市盈率，基准年移至2026年，目标价上调至2.75港元。分红政策方面，公司2025年分红比率预计为30%（不计及永续债成本），同比上升2个百分点，十五五期间预期分红比率在30-33%，仍有一定提升空间。预计在30%分红比率下，目前2025/26年股息率为4.5%/5.2%，对中长期估值提升有帮助，维持买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	2.50
52周低位 (港元)	1.75
市值 (百万港元)	5,927.54
日均成交量 (百万)	16.11
年初至今变化 (%)	13.94
200天平均价 (港元)	2.27

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	12,802	12,576	13,239	14,708	15,991
同比增长 (%)	2.4	-1.8	5.3	11.1	8.7
净利润 (百万人民币)	2,753	2,378	2,425	2,747	2,995
每股盈利 (人民币)	0.31	0.26	0.27	0.31	0.35
同比增长 (%)	-23.5	-14.1	2.3	16.4	10.8
前EPS预测值 (人民币)			0.31	0.34	0.39
调整幅度 (%)			-12.6	-7.6	-10.1
市盈率 (倍)	7.0	8.2	8.0	6.9	6.2
每股账面净值 (人民币)	2.44	2.61	2.79	3.00	3.24
市账率 (倍)	0.89	0.83	0.78	0.72	0.67
股息率 (%)	3.2	4.1	4.5	5.2	5.9

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：2025 上半年业绩概要

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	1H24	2H24	1H25	同比 (%)
收入	6,626	5,950	6,845	3.3
其他收入净额	209	237	256	22.8
折旧及摊销费用	(2,836)	(2,752)	(2,906)	2.5
职工薪酬费用	(497)	(860)	(510)	2.6
材料成本	(22)	(49)	(28)	26.7
维修及保养费用	(109)	(217)	(97)	(10.8)
其他经营费用	(248)	(725)	(481)	94.2
经营利润	3,124	1,583	3,079	(1.4)
财务费用净额	(820)	(787)	(720)	(12.2)
应占联营/合营公司利润	23	(4)	(0)	不适用
税前利润	2,326	791	2,358	1.4
所得税费用	(345)	(155)	(450)	30.2
非控制性权益	(216)	(24)	(200)	(7.3)
永续票据及债券	(231)	(223)	(220)	(4.4)
净利润	1,535	390	1,488	(3.0)

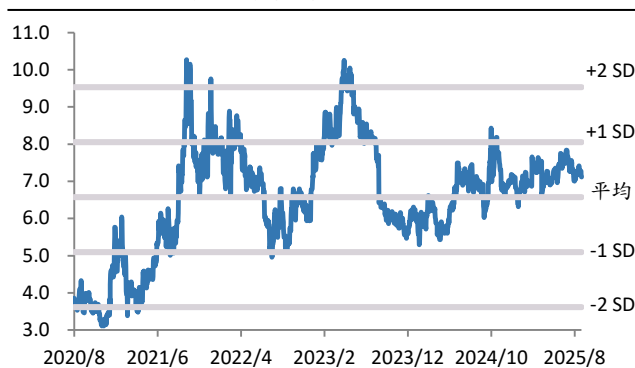
资料来源：公司资料，交银国际

图表 2：主要营运数据预测

年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
装机容量 (兆瓦)					
风电	12,981	14,482	15,982	17,482	18,982
光伏	2,438	4,365	5,565	7,065	8,565
总数	15,418	18,846	21,546	24,546	27,546
变动 (兆瓦)	1,230	3,428	2,700	3,000	3,000
发电量 (吉瓦时)					
风电	29,185	28,650	31,472	35,003	38,213
光伏	2,422	3,610	5,168	6,913	8,705
总数	31,608	32,260	36,640	41,916	46,918
增长 (%)	7.4	2.1	9.8	11.2	9.2

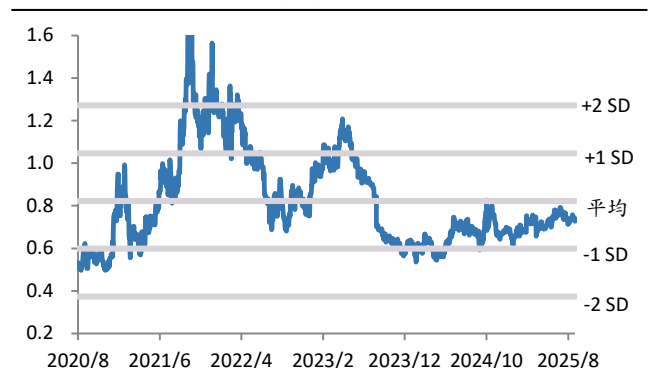
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：远期市盈率(倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：远期市净率(倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5：大唐新能源 (1798 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 6：交银国际新能源行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1798 HK	大唐新能源	买入	2.37	2.75	16.0%	2025 年 08 月 29 日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.39	3.12	30.5%	2025 年 08 月 27 日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.13	3.75	19.8%	2025 年 08 月 22 日	运营商
836 HK	华润电力	买入	17.97	21.82	21.4%	2025 年 08 月 21 日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.71	8.23	22.7%	2025 年 08 月 21 日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	99.56	119.00	19.5%	2025 年 08 月 26 日	光伏制造（逆变器）
688390 CH	固德威	中性	50.26	49.00	-2.5%	2025 年 08 月 29 日	光伏制造（逆变器）
1799 HK	新特能源	买入	6.71	6.28	-6.4%	2025 年 04 月 02 日	光伏制造（多晶硅）
3800 HK	协鑫科技	买入	1.19	1.49	25.2%	2025 年 03 月 31 日	光伏制造（多晶硅）
6865 HK	福莱特玻璃	买入	10.38	11.70	12.7%	2025 年 08 月 27 日	光伏制造（光伏玻璃）
968 HK	信义光能	买入	3.18	3.70	16.4%	2025 年 08 月 04 日	光伏制造（光伏玻璃）
1108 HK	凯盛新能	中性	4.43	3.47	-21.7%	2025 年 04 月 01 日	光伏制造（光伏玻璃）
002865 CH	钧达股份	买入	46.22	57.70	24.8%	2025 年 08 月 26 日	光伏制造（电池片）
600732 CH	爱旭股份	中性	15.07	16.50	9.5%	2025 年 07 月 09 日	光伏制造（电池片）
3868 HK	信义能源	中性	1.24	1.28	3.2%	2025 年 08 月 04 日	新能源发电运营商

资料来源：FactSet，交银国际预测，收盘价截至 2025 年 8 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	12,802	12,576	13,239	14,708	15,991
主营业务成本	(5,614)	(5,985)	(6,589)	(7,332)	(8,049)
毛利	7,189	6,591	6,650	7,375	7,941
销售及管理费用	(1,250)	(1,357)	(1,390)	(1,544)	(1,679)
其他经营净收入/费用	(633)	(527)	(453)	(468)	(484)
经营利润	5,307	4,707	4,807	5,363	5,778
财务成本净额	(1,692)	(1,608)	(1,559)	(1,651)	(1,741)
应占联营公司利润及亏损	9	19	34	49	64
税前利润	3,623	3,118	3,281	3,761	4,101
税费	(530)	(500)	(525)	(639)	(697)
非控股权益	(340)	(240)	(331)	(375)	(408)
净利润	2,753	2,378	2,425	2,747	2,995
归属于权益的分派	(514)	(453)	(457)	(457)	(457)
作每股收益计算的净利润	2,240	1,924	1,968	2,290	2,538
Non-GAAP标准的净利润	2,425	2,015	1,968	2,290	2,538

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3,056	1,944	4,104	3,919	4,179
应收账款及票据	19,278	22,830	24,883	26,838	29,179
存货	111	108	119	132	145
其他流动资产	64	66	66	66	66
总流动资产	22,508	24,948	29,171	30,955	33,569
投资物业	17	16	16	16	16
物业、厂房及设备	72,066	81,347	87,035	93,421	99,027
无形资产	3,363	3,601	3,311	3,039	2,783
合资企业/联营公司投资	973	1,003	1,037	1,086	1,150
长期应收收入	2,484	4,429	4,429	4,429	4,429
其他长期资产	134	199	199	199	199
总长期资产	79,037	90,596	96,028	102,191	107,605
总资产	101,545	115,545	125,200	133,146	141,173
短期贷款	10,927	22,602	23,280	24,677	26,404
应付账款	7,955	9,315	10,253	11,299	12,283
其他短期负债	163	149	150	152	154
总流动负债	19,045	32,066	33,684	36,128	38,842
长期贷款	46,328	45,658	51,593	54,689	57,423
长期应付账款	197	198	198	198	198
其他长期负债	18	49	49	49	49
总长期负债	46,542	45,905	51,840	54,936	57,670
总负债	65,587	77,970	85,524	91,064	96,512
股本	7,274	7,274	7,274	7,274	7,274
储备及其他资本项目	10,486	11,688	13,001	14,576	16,289
股东权益	17,759	18,962	20,275	21,850	23,563
记作权益的金融工具	14,280	14,255	14,712	15,169	15,627
非控股权益	3,919	4,358	4,689	5,063	5,472
总权益	35,958	37,574	39,676	42,082	44,661

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	3,623	3,118	3,281	3,761	4,101
合资企业/联营公司收入调整	(9)	(19)	(34)	(49)	(64)
折旧及摊销	5,296	5,588	6,458	7,155	7,837
营运资本变动	(3,069)	(3,711)	(1,125)	(923)	(1,370)
利息调整	1,747	1,627	1,572	1,667	1,760
税费	(596)	(546)	(524)	(638)	(695)
其他经营活动现金流	149	229	0	0	0
经营活动现金流	7,140	6,287	9,629	10,974	11,569
资本开支	(6,515)	(13,678)	(11,856)	(13,269)	(13,187)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(4)	9	0	0	0
投资活动现金流	(6,519)	(13,669)	(11,856)	(13,269)	(13,187)
负债净变动	3,230	9,741	6,614	4,492	4,462
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(364)	(727)	(655)	(715)	(824)
其他融资活动现金流	(2,872)	(2,743)	(1,572)	(1,667)	(1,760)
融资活动现金流	(6)	6,271	4,387	2,110	1,877
汇率收益/损失	(0)	0	0	0	0
年初现金	2,441	3,056	1,944	4,104	3,919
年末现金	3,056	1,944	4,104	3,919	4,179

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.308	0.265	0.271	0.315	0.349
全面摊薄每股收益	0.308	0.265	0.271	0.315	0.349
每股股息	0.070	0.090	0.098	0.113	0.128
每股账面值	2.442	2.607	2.787	3.004	3.239
利润率分析(%)					
毛利率	56.2	52.4	50.2	50.1	49.7
净利率	21.5	18.9	18.3	18.7	18.7
盈利能力(%)					
ROA	2.2	1.7	1.6	1.7	1.8
ROE	12.6	10.1	9.7	10.5	10.8
ROIC	2.5	1.9	1.8	2.0	2.1
其他					
净负债权益比(%)	150.7	176.5	178.4	179.3	178.3
流动比率	1.2	0.8	0.9	0.9	0.9

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。