

买入

风弱限电扰动业绩，低估值静待经营修复

大唐新能源 (1798.HK)

2026-9-3 星期四

【投资要点】

目标价: **1.39 港元**

现价: **1.05 港元**

预计升幅: **32%**

重要数据

日期	2026-9-2
收盘价(港元)	1.05
总股本(亿股)	72.74
总市值(亿港元)	76
净资产(亿元)	381
总资产(亿元)	1,184
52周高低(港元)	2.74/1.05
每股净资产(元)	2.68

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 (5.98%)

上海宁泉资产 (3.48%)

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

更新报告-20250910

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 业绩承压主要来自风资源偏弱与限电上升，但电价降幅已出现收窄

公司 2026 年上半年实现营业收入 58.93 亿元，同比-13.91%；税前利润 10.74 亿元，同比-54.44%；归母净利润 6.89 亿元，同比-59.20%；基本每股收益 0.0708 元。业绩下滑受多重因素影响：发电量减少减利 8.35 亿元、电价下降减利 1.68 亿元、折旧增加减利 1.18 亿元、风电增值税即征即退政策取消减利 1.94 亿元。业绩承压主要来自风资源偏弱与限电上升，但电价降幅已出现收窄。期内公司平均上网电价为 404.64 元/兆瓦时，同比下降 10.69 元/兆瓦时、降幅约 3%，相较 2025 年同期约 6%的降幅已有明显收窄。

➤ 开发储备、投产指引与新业态布局仍支撑中长期成长

截至 2026 年 6 月末，公司控股新能源装机容量 1985.75 万千瓦，其中风电 1435.32 万千瓦、光伏 489.43 万千瓦、储能 61 万千瓦，在建项目 400.53 万千瓦。上半年获取新能源开发指标 521.8 万千瓦，创历史新高；当前项目储备约 1700 万千瓦。公司指引 2026 年全年投产 280-300 万千瓦，其中风电占比 80%-85%；全年资本开支预算 117 亿元，上半年已完成 33 亿元。此外，公司在宁夏中卫算电协同项目、独立储能及光热调峰等方向已有布局，4 个独立储能项目上半年实现利润 3200 万元，显示新业态已开始贡献增量收益。

➤ 补贴回款改善现金流，融资成本下降有助修复估值

2026H1 公司补贴回款 8.68 亿元，截至 6 月末应收补贴余额 225.99 亿元；1-7 月累计回款 14.66 亿元，8 月预计再回款约 14 亿元。成本端看，上半年单位容量运维费用 15.93 元/千瓦，同比下降 20.67%；综合融资成本率降至 2.31%，较年初下降 10bp。在盈利承压周期中，现金回笼与融资成本改善，有助于缓释高杠杆运营资产的市场折价和修复估值。

➤ 给予“买入”评级，更新目标价至 1.39 港元/股

我们更新公司目标价至 1.39 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 8 倍和 7.5 倍 PE，目标价较现价有 32%的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
收入	12,576	12,577	12,366	12,765	13,490
变动(%)	-1.8%	0.0%	-1.7%	3.2%	5.7%
归属股东核心净利润	1,924	1,212	1,091	1,171	1,251
变动(%)	-14.1%	-37.0%	-10.0%	7.3%	6.9%
基本每股盈利(元)	0.26	0.17	0.15	0.16	0.17
市盈率@1.05 港元(倍)	3.4	5.5	6.1	5.6	5.3
每股股息(元)	0.09	0.06	0.05	0.06	0.06
股息现价比率(%)	9.91%	6.61%	5.78%	6.20%	6.63%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 业绩承压主要来自风资源偏弱与限电上升，但电价降幅已出现收窄

公司 2026 年上半年实现营业收入 58.93 亿元，同比-13.91%；税前利润 10.74 亿元，同比-54.44%；归母净利润 6.89 亿元，同比-59.20%；基本每股收益 0.0708 元。业绩下滑受多重因素影响：发电量减少减利 8.35 亿元、电价下降减利 1.68 亿元、折旧增加减利 1.18 亿元、风电增值税即征即退政策取消减利 1.94 亿元。业绩承压主要来自风资源偏弱与限电上升，但电价降幅已出现收窄。

2026H1 公司发电量 165.96 亿千瓦时，同比减少约 22.8 亿千瓦时，其中风电发电量 140.28 亿千瓦时、同比-13.51%，光伏发电量 25.67 亿千瓦时、同比+7.74%。上半年平均风速 6.12 米/秒，同比下降 0.4 米/秒，影响发电量减少 15.56 亿千瓦时；限电影响发电量减少 9.38 亿千瓦时；设备因素影响 0.44 亿千瓦时。同时，公司平均上网电价为 404.64 元/兆瓦时，同比下降 10.69 元/兆瓦时、降幅约 3%，相较 2025 年同期约 6%的降幅已有明显收窄。

➤ 开发储备、投产指引与新业态布局仍支撑中长期成长

截至 2026 年 6 月末，公司控股新能源装机容量 1985.75 万千瓦，其中风电 1435.32 万千瓦、光伏 489.43 万千瓦、储能 61 万千瓦，在建项目 400.53 万千瓦。上半年获取新能源开发指标 521.8 万千瓦，创历史新高；当前项目储备约 1700 万千瓦。

公司指引 2026 年全年投产 280-300 万千瓦，其中风电占比 80%-85%；全年资本开支预算 117 亿元，上半年已完成 33 亿元。

此外，公司在宁夏中卫算电协同项目、独立储能及光热调峰等方向已有布局，4 个独立储能项目上半年实现利润 3200 万元，显示新业态已开始贡献增量收益。

➤ 补贴回款改善现金流，融资成本下降有助修复估值

2026H1 公司补贴回款 8.68 亿元，截至 6 月末应收补贴余额 225.99 亿元；1-7 月累计回款 14.66 亿元，8 月预计再回款约 14 亿元。

成本端看，上半年单位容量运维费用 15.93 元/千瓦，同比下降 20.67%；综合融资成本率降至 2.31%，较年初下降 10bp。在盈利承压周期中，现金回笼与融资成本改善，有助于缓释高杠杆运营资产的市场折价和修复估值。

➤ 给予"买入"评级，更新目标价至 1.39 港元/股

目前公司估值已低于绿电行业平均水平。我们更新公司目标价至 1.39 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 8 倍和 7.5 倍 PE，目标价较现价有 32% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较（20260903）

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
3868.HK	信义能源	HKD	0.80	68	6.1	8.3	7.7	7.0	0.4	0.4	0.4	0.4
0182.HK	协合新能源	HKD	0.33	26	16.8	6.4	5.1	4.1	0.3	0.3	0.2	0.2
0836.HK	华润电力	HKD	18.62	964	6.6	8.2	7.6	7.1	0.8	0.8	0.7	0.7
2380.HK	中国电力	HKD	2.83	350	9.3	11.8	10.5	9.4	0.5	0.5	0.5	0.5
0916.HK	龙源电力	HKD	5.29	1,054	8.6	9.0	8.1	7.4	0.5	0.5	0.5	0.4
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.27	266	7.3	6.2	5.4	4.8	0.5	0.5	0.4	0.4
平均					9.1	8.3	7.4	6.6	0.5	0.5	0.5	0.4
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.05	76	5.5	6.1	5.6	5.3	0.3	0.3	0.3	0.3

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】

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					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	12,576	12,577	12,366	12,765	13,490
经营成本	(71)	(71)	(73)	(74)	(76)
其他收入	446	517	229	286	287
行政费用	(1,357)	(1,405)	(1,484)	(1,532)	(2,023)
财务开支	(1,618)	(1,505)	(1,698)	(1,764)	(1,753)
应占联营公司利润	19	13	49	51	54
其他开支	(972)	(1,373)	(989)	(1,149)	(1,012)
税前盈利	3,118	2,344	1,806	1,913	2,022
所得税	(500)	(530)	(181)	(191)	(202)
少数股东应占利润	240	211	163	172	182
核心归母净利润	1,924	1,212	1,091	1,171	1,251
折旧及摊销	(5,588)	(6,044)	(6,104)	(6,165)	(6,412)
EBITDA	9,859	9,362	9,330	9,505	9,846
增长					
总收入 (%)	-2%	0%	-2%	3%	6%
EBITDA (%)	-4%	-5%	0%	2%	4%
资产负债表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	1,944	2,411	2,065	2,214	2,259
应收账款	21,588	21,813	22,031	22,251	18,922
存货	108	83	155	160	170
其他流动资产	1,307	1,373	1,401	1,429	1,457
流动资产	24,948	25,681	25,652	26,053	22,809
固定资产	81,347	79,675	83,658	87,841	92,233
其他固定资产	9,249	9,830	9,511	8,860	8,607
非流动资产	90,596	89,504	93,170	96,701	100,840
总资产	115,545	115,185	118,821	122,755	123,649
流动负债	32,066	25,172	24,972	24,576	24,258
应付账款	225	189	461	476	508
短期银行贷款	22,602	17,133	16,276	15,462	14,689
其他短期负债	9,239	7,850	8,234	8,638	9,061
非流动负债	45,905	52,427	55,775	59,556	60,204
长期银行贷款	45,658	52,302	55,400	58,960	59,282
其他负债	247	125	375	596	921
总负债	77,970	77,599	80,746	84,131	84,462
少数股东权益	4,358	3,860	4,006	4,161	4,325
股东权益	33,216	33,726	34,069	34,462	34,862
每股账面值	4.57	4.64	4.68	4.74	4.79
营运资金	(7,118)	508	680	1,478	(1,449)

财务分析					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	78%	74%	75%	74%	73%
净利率 (%)	15%	10%	9%	9%	9%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	11%	11%	12%	12%	15%
实际税率 (%)	16%	23%	10%	10%	10%
股息支付率 (%)	34%	36%	35%	35%	35%
营业周期 (月)	12	13	14	15	16
应付账款天数	18	18	18	18	18
应收账款天数	517	517	517	517	517
ROE (%)	6%	4%	3%	3%	4%
ROA (%)	2%	1%	1%	1%	1%
财务状况					
净负债/股本	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1
收入/总资产	0.11	0.11	0.10	0.10	0.11
总资产/股本	3.48	3.42	3.49	3.56	3.55
收入对利息倍数	7.8	8.4	7.3	7.2	7.7
现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	9,859	9,362	9,330	9,505	9,846
融资成本	7,508	(7,218)	835	119	7,373
营运资金变化	(10,580)	7,626	172	798	(2,927)
所得税	(500)	(530)	(181)	(191)	(202)
营运现金流	6,287	9,240	10,156	10,230	14,091
资本开支	(13,712)	(7,232)	(7,078)	(6,372)	(6,054)
其他投资活动	43	(107)	3	4	4
投资活动现金流	(13,669)	(7,338)	(7,075)	(6,368)	(6,050)
负债变化	(13,843)	(5,338)	5,071	6,100	7,843
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(1,866)	(1,649)	(1,814)	(1,996)	(2,195)
其他融资活动	21,979	5,553	(6,683)	(7,817)	(13,643)
融资活动现金流	6,271	(1,435)	(3,426)	(3,713)	(7,995)
现金变化	(1,112)	467	(345)	149	46
期初持有现金	3,056	1,944	2,411	2,065	2,214
汇率变动	0	(0)	(0)	(0)	(0)
期末持有现金	1,944	2,411	2,065	2,214	2,259

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>