

新能源	收盘价	目标价	潜在涨幅	2024年3月28日
	港元 1.60	港元 2.00↓	+25.0%	

大唐新能源 (1798 HK)

自建项目执行力度仍有待提高，目前估值大致反映预期差

- ⊕ **2023年盈利下跌幅度在预期之内，末期息同比上升40%**。因2022年成本较低造成的高基数，大唐新能源2023年纯利同比下跌24%至22.4亿元人民币（人民币，下同），略低于我们预期3%。如扣除早前公告约2亿元的一次性减值，核心利润同比仅下降4.8%。2023年经营利润略低于我们预期3%，主要原因是除减值项以外的经营开支亦上升约30%。公司末期息大幅提升40%至7分，派息比率提高10%至23%。
- ⊕ **在建项目充足，2024年仍有望完成装机目标**。公司去年新增1.2吉瓦装机，风/光分别新增0.29/0.94吉瓦，略低于我们预期的1.5吉瓦，特别在风电装机的进展较预期慢。管理层仍预期2024年将新增超过2吉瓦装机。我们认为在公司在建项目1.8吉瓦的基础上仍有望完成。同时，管理层表示仍有可能收购母公司约10吉瓦再生能源装机中部分项目，但目前未有确实时间表。我们目前保守预期公司2024/25年年底新增1.8/2.1吉瓦的自建风/光项目。
- ⊕ **下调盈利预测，以反映更保守的上网电价/利用小时预期**。考虑到去年公司风光装机不及预期，以及今年光伏上网电价/利用小时同比仍略为下降，我们下调2024/25年每股盈利预测6.2%/5.6%。按报表纯利计算，公司2023-26年间盈利复合增长达7.7%。我们继续以预测年盈率过去5年平均值（5.7倍）作估值基准，目标价下调至2.0港元（前值为2.2港元）。维持**买入**评级。
- ⊕ **估值折让反映执行力的预期差，自建项目能否加速将较容易考证**。我们理解公司去年盈利倒退、新增装机执行力度不足，以及在收购项目取态保守等因素仍是投资者未来6个月的忧虑，但目前估值已处于过去两年低位（低于5年平均约1个标准差），相信当中的折让已大致反映公司实际执行与投资者预期的差距。综合分析，我们认为收购往往需要股本融资配合，难度较高。目前，公司新增自建项目进度较大可能优于去年，这应较快在中报得到考证。

财务数据一览

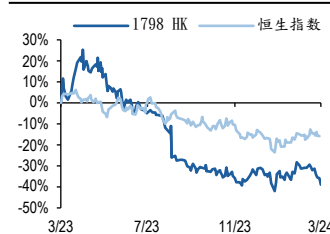
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	12,499	12,802	13,025	13,925	15,016
同比增长(%)	5.3	2.4	1.7	6.9	7.8
净利润(百万人民币)	3,485	2,753	2,856	3,056	3,315
每股盈利(人民币)	0.40	0.31	0.32	0.35	0.39
同比增长(%)	93.8	-23.5	4.6	8.5	10.2
前EPS预测值(人民币)			0.34	0.37	
调整幅度(%)			-6.2	-5.6	
市盈率(倍)	3.7	4.8	4.6	4.2	3.8
每股账面净值(人民币)	2.18	2.44	2.69	2.97	3.28
市账率(倍)	0.68	0.60	0.55	0.50	0.45
股息率(%)	3.4	4.7	5.0	5.4	5.9

资料来源：公司资料，交银国际预测

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)	3.28
52周低位(港元)	1.52
市值(百万港元)	4,001.71
日均成交量(百万)	51.57
年初至今变化(%)	(11.11)
200天平均价(港元)	1.75

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

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: 2023 年业绩亮点

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	2022	2023	2023E	同比 (%)	差异 (%)
收入	12,499	12,802	12,675	2.4	1.0
其他收入、收益及亏损净额	637	405	366	(36.5)	10.5
折旧及摊销费用	(4,999)	(5,296)	(5,478)	5.9	(3.3)
职工薪酬费用	(1,092)	(1,250)	(1,126)	14.4	11.0
材料成本	(62)	(71)	(67)	14.8	6.5
维修及保养费用	(326)	(247)	(345)	(24.3)	(28.5)
其他经营费用	(451)	(1,037)	(547)	130.1	89.6
经营利润	6,207	5,307	5,479	(14.5)	(3.1)
财务费用净额	(1,910)	(1,692)	(1,885)	(11.4)	(10.2)
应占联营及合营企业的利润	47	9	65	(81.7)	(86.8)
税前利润	4,344	3,623	3,659	(16.6)	(1.0)
所得税费用	(452)	(530)	(403)	17.1	31.6
非控制性权益	(406)	(340)	(358)	(16.2)	(5.0)
永续票据及债券	(556)	(514)	(586)	(7.7)	(12.4)
净利润	2,929	2,240	2,312	(23.5)	(3.1)
核心利润	2,548	2,425	2,312	(4.8)	4.9
*核心利润调整					
风机供应商的补偿	333	47			
其他减值和减记	0	(15)			
其他应收款减值	(64)	(100)			
物业、厂房和设备的减值	(83)	(117)			
应收账款减值回拨	196	0			
总计	381	(186)			

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 2023 年运营数据概览

年结 12 月 31 日	FY22	FY23	YoY
装机容量 (兆瓦)			
风电	12,688	12,981	2.3
光伏	1,500	2,438	62.5
总数	14,188	15,418	8.6
利用小时			
风电	2,262	2,269	0.3
光伏	1,414	1,537	8.7
总数	2,188	2,191	1.3
发电量 (吉瓦时)			
风电	29,185	29,185	7.4
光伏	1,623	2,422	49.2
总数	28,787	31,608	9.8

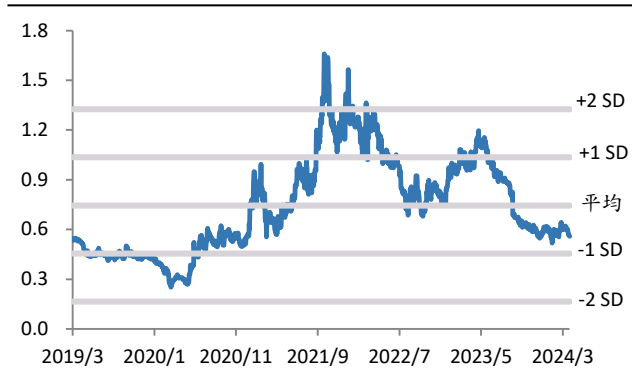
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 主要营运数据预测

年结 12月 31日	前预测			新预测			变化(%)		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
装机容量(兆瓦)									
风电	14,388	15,888	NA	13,831	14,831	16,031	(3.9)	(6.7)	NA
光伏	3,500	5,000	NA	3,388	4,488	5,788	(3.2)	(10.2)	NA
总数	17,888	20,888	NA	17,218	19,318	21,818	(3.7)	(7.5)	NA
变动(兆瓦)	2,200	3,000	NA	1,800	2,100	2,500	(18.2)	(30.0)	NA
发电量(吉瓦时)									
风电	31,597	34,196	NA	30,105	32,049	34,467	(4.7)	(6.3)	NA
光伏	3,740	5,609	NA	4,143	5,657	7,422	10.8	0.9	NA
总数	35,337	39,805	NA	34,248	37,706	41,889	(3.1)	(5.3)	NA
增长(%)	8.3	8.2	NA	3.2	6.5	7.5			NA
电价(人民币/千瓦时)									
风电	0.459	0.449	NA	0.460	0.451	0.442	0.2	0.4	NA
光伏	0.435	0.418	NA	0.361	0.347	0.333	(17.0)	(17.1)	NA

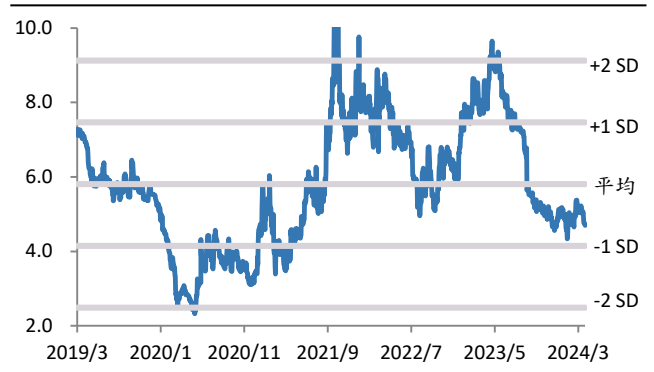
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 远期市净率(倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5: 远期市盈率(倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 6: 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 7: 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	1.60	2.00	25.0%	2024年03月27日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.16	3.90	23.4%	2024年03月25日	运营商
836 HK	华润电力	买入	17.88	22.70	27.0%	2024年03月20日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.72	1.94	12.8%	2024年01月11日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	5.39	8.57	59.0%	2023年08月31日	运营商
688390 CH	固德威	买入	98.88	135.60	37.1%	2024年03月11日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	102.08	125.50	22.9%	2024年03月11日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	10.08	12.80	27.0%	2024年03月27日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	买入	1.27	1.67	31.5%	2024年03月18日	光伏制造 (多晶硅)
968 HK	信义光能	买入	5.99	5.93	-1.0%	2024年02月29日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	买入	19.70	19.00	-3.6%	2023年11月01日	光伏制造 (光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	买入	5.46	5.71	4.6%	2023年10月30日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	1.09	1.16	6.4%	2024年02月29日	新能源发电运营商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 3 月 27 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	12,499	12,802	13,025	13,925	15,016
主营业务成本	(5,387)	(5,614)	(5,796)	(6,270)	(6,837)
毛利	7,112	7,189	7,228	7,655	8,179
销售及管理费用	(1,092)	(1,250)	(1,302)	(1,393)	(1,502)
其他经营净收入/费用	187	(633)	(464)	(464)	(460)
经营利润	6,207	5,307	5,462	5,799	6,217
财务成本净额	(1,910)	(1,692)	(1,733)	(1,821)	(1,915)
应占联营公司利润及亏损	47	9	24	39	54
税前利润	4,344	3,623	3,753	4,016	4,356
税费	(452)	(530)	(544)	(582)	(632)
非控股权益	(406)	(340)	(353)	(378)	(410)
净利润	3,485	2,753	2,856	3,056	3,315
归属于权益的分派	(556)	(514)	(514)	(514)	(514)
作每股收益计算的净利润	2,929	2,240	2,342	2,542	2,801
Non-GAAP标准的净利润	2,548	2,425	2,342	2,542	2,801

资产负债简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,441	3,056	3,550	4,895	5,792
应收账款及票据	16,324	19,278	20,245	21,546	23,126
存货	123	111	114	124	135
其他流动资产	25	64	64	64	64
总流动资产	18,913	22,508	23,973	26,628	29,117
投资物业	18	17	17	17	17
物业、厂房及设备	71,979	72,066	75,249	78,934	83,583
无形资产	3,424	3,363	3,171	2,993	2,826
合资企业/联营公司投资	989	973	996	1,035	1,088
长期应收收入	2,132	2,484	2,484	2,484	2,484
其他长期资产	93	134	134	134	134
总长期资产	78,635	79,037	82,051	85,597	90,133
总资产	97,548	101,545	106,024	112,225	119,250
短期贷款	8,634	10,927	11,364	12,046	12,769
应付账款	8,302	7,955	7,907	8,136	8,785
其他短期负债	189	163	164	166	168
总流动负债	17,124	19,045	19,435	20,348	21,722
长期贷款	45,945	46,328	47,718	50,104	52,609
长期应付账款	191	197	197	197	197
其他长期负债	18	18	18	18	18
总长期负债	46,154	46,542	47,932	50,318	52,823
总负债	63,278	65,587	67,367	70,666	74,545
股本	7,274	7,274	7,274	7,274	7,274
储备及其他资本项目	8,602	10,486	12,319	14,329	16,552
股东权益	15,876	17,759	19,592	21,602	23,825
记作权益的金融工具	14,311	14,280	14,793	15,307	15,820
非控股权益	4,083	3,919	4,272	4,650	5,059
总权益	34,270	35,958	38,657	41,559	44,705

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	4,344	3,623	3,753	4,016	4,356
合资企业/联营公司收入调整	(47)	(9)	(24)	(39)	(54)
折旧及摊销	4,999	5,296	5,646	6,080	6,604
营运资本变动	2,442	(3,069)	(1,020)	(1,080)	(943)
利息调整	1,944	1,747	1,767	1,858	1,955
税费	(452)	(596)	(543)	(581)	(630)
其他经营活动现金流	2	149	0	0	0
经营活动现金流	13,231	7,140	9,579	10,255	11,289
资本开支	(6,975)	(6,515)	(8,636)	(9,587)	(11,087)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	126	(4)	0	0	0
投资活动现金流	(6,849)	(6,519)	(8,636)	(9,587)	(11,087)
负债净变动	5,499	3,230	1,827	3,068	3,228
权益净变动	(2)	(8)	0	0	0
股息	(537)	(364)	(509)	(532)	(578)
其他融资活动现金流	(12,026)	(2,864)	(1,767)	(1,858)	(1,955)
融资活动现金流	(7,067)	(6)	(449)	677	695
汇率收益/损失	5	(0)	0	0	0
年初现金	3,120	2,441	3,056	3,550	4,895
年末现金	2,441	3,056	3,550	4,895	5,792

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.403	0.308	0.322	0.350	0.385
全面摊薄每股收益	0.403	0.308	0.322	0.350	0.385
每股股息	0.050	0.070	0.073	0.079	0.088
每股账面值	2.183	2.442	2.694	2.970	3.276
利润率分析(%)					
毛利率	56.9	56.2	55.5	55.0	54.5
净利率	27.9	21.5	21.9	21.9	22.1
盈利能力(%)					
ROA	3.0	2.2	2.2	2.3	2.3
ROE	18.4	12.6	12.0	11.8	11.8
ROIC	3.5	2.5	2.5	2.6	2.7
其他					
净负债权益比(%)	152.1	150.7	143.7	137.8	133.3
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (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有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；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。

本研究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】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

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、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团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Interra Acquisition Corp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，或可能以委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，并可能受递送延误、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。