

## 买入

## 积极获取风光大基地项目，老旧风场改造潜力大

大唐新能源 (1798.HK)

2024-4-16 星期二

### 投资要点

目标价: **2.10 港元**

现价: 1.63 港元

预计升幅: 29%

### 重要数据

日期	2024-4-15
收盘价(港元)	1.63
总股本(百万股)	7,274
总市值(百万港元)	11,857
净资产(百万港元)	35,958
总资产(百万港元)	101,545
52周高低(港元)	3.24/1.48
每股净资产(港元)	2.69

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

中国大唐集团有限公司(57.37%)  
中国水利电力物资集团有限公司(8.24%)

### 相关报告

深度报告-20220926

更新报告-20221122

更新报告-20230421/20230907

### 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ **2023年盈利下降主要是计提减值准备影响，派息率提升至23%:**

2023年公司实现收入为人民币128.02亿元，同比增长2.42%；税前利润为人民币36.23亿元，同比下降16.58%；用于计算EPS核心归母净利润为人民币22.40亿元，同比下降23.5%；基本每股收益为人民币0.3079元。公司盈利下降主要因为计提减值准备带来其他经营费用大幅增加130.11%所致，若剔除上述一次性计提减值因素后，公司2023年利润总额同比减少人民币1.19亿元，降幅2.98%。2023年公司每股股息为人民币0.07元，同比增长40%，派息率从22年12%提升至23%。

➤ **积极获取大基地项目，2024年规划新增风光装机2GW:**

2023年共获取建设指标3580MW，装机容量达到15,418.72兆瓦。公司积极获取大基地项目，2023年累计获得3,600MW基地项目，包括山东900兆瓦光伏项目，新疆1,000兆瓦光伏+光热项目以及内蒙古1,000兆瓦风光项目等。2023年底在建容量1,833MW，分布在云南、山东、内蒙古、重庆、新疆、贵州等多个区域。公司规划2024年新增投产风光装机2GW，60%为风电，40%为光伏。

➤ **老旧风场资源禀赋优良，有序推进“以大代小”改造:**

公司老旧风场资源禀赋优良，“以大代小”潜力较大，辽宁、内蒙古、山东、黑龙江等8个区域具备改造条件。公司经梳理纳入“以大代小”改造的风电场规模为196万千瓦，主要分为两类，一类是3年内到期的项目，第二类是1.5S以下的机组，公司选取最优策略，将折旧降到最低的情况下，选择最优时点进行等容/增容改造，未来提质增效值得期待。

➤ **维持买入评级，目标价2.10港元:**

我们更新公司目标价2.10港元，相当于2024年和2025年7倍和6.7倍PE，目标价较现价有29%上升空间，给予买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	12,499	12,802	13,057	13,329	13,610
变动(%)	7.5%	2.4%	2.0%	2.1%	2.1%
核心归母净利润	2,929	2,240	2,397	2,523	2,647
变动(%)	123.5%	-23.5%	7.0%	5.2%	4.9%
每股盈利(元)	0.40	0.31	0.33	0.35	0.36
PE@1.63HKD	4.0	5.3	4.9	4.7	4.5
每股股息(元)	0.05	0.07	0.07	0.07	0.07
股息率(%)	3.38%	4.73%	4.46%	4.69%	4.92%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 2023 年盈利下降主要是计提减值准备影响，派息率提升至 23%：

2023 年公司实现收入为人民币 128.02 亿元，同比增长 2.42%；税前利润为人民币 36.23 亿元，同比下降 16.58%；用于计算 EPS 核心归母净利润为人民币 22.40 亿元，同比下降 23.5%；基本每股收益为人民币 0.3079 元。公司盈利下降主要因为计提减值准备带来其他经营费用大幅增加 130.11% 所致，若剔除上述一次性计提减值因素后，公司 2023 年利润总额同比减少人民币 1.19 亿元，降幅 2.98%。2023 年公司每股股息为人民币 0.07 元，同比增长 40%，派息率从 22 年 12% 提升至 23%。

### 积极获取大基地项目，2024 年规划新增风光装机 2GW：

2023 年共获取建设指标 3580MW，装机容量达到 15,418.72 兆瓦。公司积极获取大基地项目，2023 年累计获得 3,600MW 基地项目，包括山东 900 兆瓦光伏项目，新疆 1,000 兆瓦光伏+光热项目以及内蒙古 1,000 兆瓦风光项目等。2023 年底在建容量 1,833MW，分布在云南、山东、内蒙古、重庆、新疆、贵州等多个区域。公司规划 2024 年新增投产风光装机 2GW，60% 为风电，40% 为光伏。

### 老旧风场资源禀赋优良，有序推进“以大代小”改造：

公司老旧风场资源禀赋优良，“以大代小”潜力较大，辽宁、内蒙古、山东、黑龙江等 8 个区域具备改造条件。公司经梳理纳入“以大代小”改造的风电场规模为 196 万千瓦，主要分为两类，一类是 3 年内到期的项目，第二类是 1.5S 以下的机组，公司选取最优策略，将折旧降到最低的情况下，选择最优时点进行等容或者增容改造，未来提质增效值得期待。

### 维持买入评级，目标价 2.10 港元：

我们更新公司目标价 2.10 港元，相当于 2024 年和 2025 年 7 倍和 6.7 倍 PE，目标价较现价有 29% 上升空间，给予买入评级。

### 风险提示：

风电及光伏项目投产因多种因素推迟

政府补贴延后下发影响自有现金流

风资源不好，或限电影响发电量

电价下调超出预期

**表1：行业估值**

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
3868.HK	信义能源	HKD	1.06	88	8.8	7.4	6.4	5.8	0.7	0.6	0.6	0.6
0182.HK	协合新能源	HKD	0.62	50	4.7	4.1	3.8	3.6	0.6	0.6	0.5	0.5
0836.HK	华润电力	HKD	19.38	932	8.5	6.4	5.6	4.8	1.1	1.0	0.9	0.8
2380.HK	中国电力	HKD	3.19	395	13.4	7.0	5.6	4.7	0.7	0.7	0.7	0.6
0916.HK	龙源电力	HKD	5.70	1,210	6.8	4.8	4.1	4.3	0.6	0.5	0.7	0.0
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.25	293	5.6	4.7	4.1	3.6	0.6	-	-	-
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.27	97	4.7	-	-	-	0.8	-	-	-
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	4.74	793	9.5	6.8	6.7	6.3	1.1	-	-	-
0902.HK	华能国际电力股份	HKD	5.18	1,475	8.8	4.6	4.2	0.0	1.2	0.5	0.5	0.0
<b>平均</b>					<b>7.9</b>	<b>5.7</b>	<b>5.1</b>	<b>4.1</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.63	119	3.9	5.3	4.9	4.7	0.6	0.0	0.5	0.5

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**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

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	12,499	12,802	13,057	13,329	13,610
经营成本	(62)	(71)	(69)	(68)	(67)
其他收入	637	405	287	286	287
行政费用	(1,092)	(1,250)	(1,306)	(1,333)	(1,225)
财务开支	(1,940)	(1,723)	(1,846)	(1,983)	(2,137)
应占联营公司利润	47	9	52	53	54
其他开支	(451)	(1,037)	(783)	(666)	(680)
<b>税前盈利</b>	4,344	3,623	3,689	3,860	4,030
所得税	(452)	(530)	(369)	(386)	(403)
少数股东应占利润	406	340	398	417	435
<b>核心归母净利润</b>	2,929	2,240	2,397	0	0
折旧及摊销	(4,999)	(5,296)	(5,349)	(5,402)	(5,456)
<b>EBITDA</b>	10,598	10,228	10,543	10,906	11,283
<b>增长</b>					
总收入 (%)	8%	2%	2%	2%	2%
EBITDA (%)	21%	-3%	3%	3%	3%

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	2,441	3,056	3,069	3,338	3,041
应收账款	14,468	17,792	14,799	15,109	15,426
存货	123	111	134	133	133
其他流动资产	1,881	1,549	1,580	1,611	1,643
<b>流动资产</b>	18,913	22,508	19,582	20,191	20,243
固定资产	71,979	72,066	80,814	86,292	92,600
其他固定资产	6,657	6,971	6,799	6,664	6,539
<b>非流动资产</b>	78,635	79,037	87,613	92,956	99,139
<b>总资产</b>	97,548	101,545	107,195	113,147	119,382
<b>流动负债</b>	17,124	19,045	19,084	18,968	18,897
应付帐款	279	198	398	397	395
短期银行贷款	8,634	10,927	10,381	9,862	9,369
其他短期负债	8,211	7,920	8,305	8,709	9,133
<b>非流动负债</b>	46,154	46,542	51,196	56,316	61,947
长期银行贷款	45,945	46,328	50,961	56,057	61,662
其他负债	209	214	236	259	285
<b>总负债</b>	63,278	65,587	70,280	75,284	80,845
少数股东权益	4,083	3,919	4,277	4,653	5,044
<b>股东权益</b>	30,187	32,039	32,637	33,211	33,493
每股账面值	0.24	0.23	0.22	0.22	0.22
营运资金	1,789	3,463	498	1,223	1,346

**财务分析**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	85%	80%	81%	82%	83%
净利率 (%)	23%	17%	18%	0%	0%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	9%	10%	10%	10%	9%
实际税率 (%)	10%	15%	10%	10%	10%
股息支付率 (%)	12%	23%	21%	20%	19%
营业周期(月)	12	12	12	13	14
应付账款天数	18	18	18	18	18
应收账款天数	517	517	517	517	517
ROE (%)	10%	7%	7%	0%	0%
ROA (%)	3%	2%	2%	0%	0%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0
收入/总资产	0.13	0.13	0.12	0.12	0.11
总资产/股本	3.23	3.17	3.28	3.41	3.56
收入对利息倍数	6.4	7.4	7.1	6.7	6.4

**现金流量表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>EBITDA</b>	10,598	10,228	10,543	10,906	11,283
融资成本	356	(4,233)	2,074	(123)	515
营运资金变化	2,730	1,674	(2,965)	725	123
所得税	(452)	(530)	(369)	(386)	(403)
<b>营运现金流</b>	13,231	7,140	9,283	11,123	11,518
资本开支	(6,970)	(6,556)	(5,877)	(5,877)	(5,995)
其他投资活动	122	36	2	3	3
<b>投资活动现金流</b>	(6,849)	(6,519)	(5,875)	(5,875)	(5,992)
负债变化	7,943	1,108	(7,738)	(6,108)	(3,008)
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(1,561)	(1,776)	(1,954)	(2,149)	(2,364)
其他融资活动	(13,449)	662	6,297	3,279	(450)
<b>融资活动现金流</b>	(7,067)	(6)	(3,395)	(4,979)	(5,822)
<b>现金变化</b>	(684)	615	13	269	(296)
期初持有现金	3,120	2,441	3,056	3,069	3,338
汇率变动	5	(0)	(0)	(0)	(0)
期末持有现金	2,441	3,056	3,069	3,338	3,041

## 投资评级定义和免责条款

### 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。