

新能源	收盘价 港元 2.09	目标价 港元 2.21↑	潜在涨幅 +5.7%
-----	----------------	-----------------	---------------

2024年6月13日

大唐新能源 (1798 HK)

估值继续提升需要盈利增长的突破，下调评级至中性

⊕ 上半年业绩仍有同比下跌的风险。受风/光利用小时同比下跌影响，我们认为公司2024年上半年盈利仍有下跌风险。公司以往上半年新增装机量较少，加上今年1季度的电价和前四个月总发电情况推算，公司上半年风电发电量同比变动要优于-1.5%，才能达到盈利同比持平。公司前四个月风电发电量同比下跌5.6%，上半年风电发电量跌幅如果相若，上半年盈利将同比下跌约10%。这有待公司在7月公布运营数据我们再作判断。

⊕ 每年新增装机量有加快的必要，以应对存量项目利用率下降的风险。目前我们预期公司2024/25年新增装机量为1.8/2.1吉瓦，同比上升11.7%/12.2%。因新增项目为平价项目，以及市场化交易电量占比上升，我们预期风电/光伏电价在2024/25年每年约有3%的同比降幅。目前政策指导下，资源较好的大型风/光项目利用率有下调空间，我们认为公司每年的新增装机量需要加快，才能确保存量项目利用率下降的情况下，维持每年发电量同比增长超过5%。

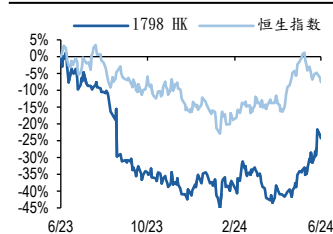
⊕ 潜在利好有待验证。虽然中报及发电增长方面我们认为有风险，但公司2024年预测净负债/总股本为144%，较我们覆盖的同业平均约156%要低，这方面仍有以下的潜在利好：1) 在装机方面，公司仍有空间加杠杆进行收购，加快装机进度；2) 公司目前23%的预期分红比率相对同行的30-50%偏低，自由现金流流出量维持在2023年水平的话，公司仍有空间提高分红比率。以上方案，我们认为较大可能是二选一，并有待中报业绩会才能得到进一步验证。

⊕ 估值提升应取决于盈利增长有否突破。我们认为公司在近期电改预期加强下得到估值提升，但综合上述分析，公司短期盈利增长仍存风险。我们认为公司盈利端要有突破，估值端才有较大提升空间。考虑到电改带来的变化需时反映，我们把估值基准年移至2025年，以历史平均5.8倍市盈率的估值基准上调目标价至2.21港元（前值为2.00港元）。由于上升空间有限，评级由买入下调至中性。

个股评级

中性↓

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	2.79
52周低位 (港元)	1.52
市值 (百万港元)	5,227.24
日均成交量 (百万)	22.92
年初至今变化 (%)	16.11
200天平均价 (港元)	1.74

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	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
市盈率 (倍)	4.8	6.3	6.0	5.6	5.0
每股账面净值 (人民币)	2.18	2.44	2.69	2.97	3.28
市账率 (倍)	0.89	0.80	0.72	0.65	0.59
股息率 (%)	2.6	3.6	3.8	4.1	4.5

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。

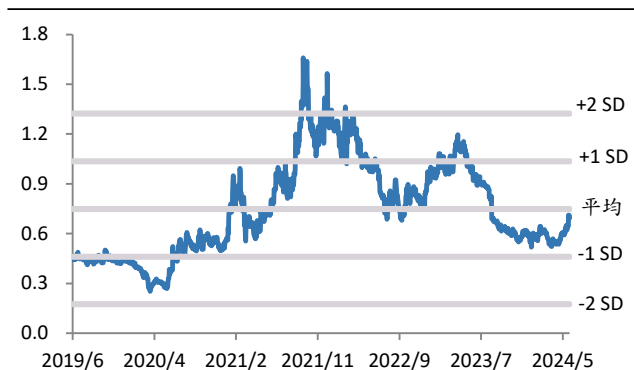
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 主要营运数据预测

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
装机容量(兆瓦)					
风电	12,688	12,981	13,831	14,831	16,031
光伏	1,500	2,438	3,388	4,488	5,788
总数	14,188	15,418	17,218	19,318	21,818
变动(兆瓦)	1,110	1,230	1,800	2,100	2,500
发电量(吉瓦时)					
风电	27,164	29,185	30,105	32,049	34,467
光伏	1,623	2,422	4,143	5,657	7,422
总数	28,787	31,608	34,248	37,706	41,889
增长(%)	8.7	7.4	3.2	6.5	7.5
电价(人民币/千瓦时)					
风电	0.425	0.420	0.407	0.399	0.391
光伏	0.442	0.326	0.320	0.307	0.295

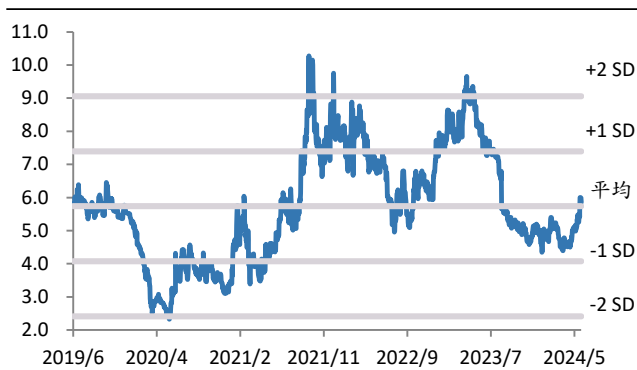
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 远期市净率(倍)



资料来源：FactSet，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: 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 5: 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
2380 HK	中国电力	买入	3.72	4.75	27.7%	2024年06月06日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	7.54	9.03	19.8%	2024年05月28日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	2.13	2.10	-1.4%	2024年04月01日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.09	2.21	5.7%	2024年06月13日	运营商
836 HK	华润电力	买入	23.15	22.70	-1.9%	2024年03月20日	运营商
688390 CH	固德威	买入	68.92	81.07	17.6%	2024年04月26日	光伏制造 (逆变器)
300274 CH	阳光电源	买入	96.82	124.50	28.6%	2024年04月23日	光伏制造 (逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	8.53	12.04	41.1%	2024年05月10日	光伏制造 (多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.34	1.62	20.9%	2024年06月07日	光伏制造 (多晶硅)
1108 HK	凯盛新能	中性	4.57	4.98	9.0%	2024年04月30日	光伏制造 (光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	4.26	6.65	56.1%	2024年04月10日	光伏制造 (光伏玻璃)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	13.82	19.50	41.1%	2024年03月28日	光伏制造 (光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	1.13	1.16	2.7%	2024年02月29日	新能源发电运营商

资料来源: 交银国际预测, 收盘价截至2024年6月12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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、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、山西省安装集团股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团及宜搜科技控股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。